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

# MAKRO İHTİYATİ PARA POLİTİKASI ARAÇLARININ KRİZ PERFORMANS GÖSTERGELERİNE OLAN ETKİSİ: TÜRKİYE ANALİZİ

Doktora Tezi

FUNDA KARA

İstanbul, 2017

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

# MAKRO İHTİYATİ PARA POLİTİKASI ARAÇLARININ KRİZ PERFORMANS GÖSTERGELERİNE OLAN ETKİSİ: TÜRKİYE ANALİZİ

Doktora Tezi

FUNDA KARA

DANIŞMAN: Prof. Dr. NADİR EROĞLU

İstanbul, 2017

**MARMARA ÜNİVERSİTESİ**

**SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ MÜDÜRLÜĞÜ**

# TEZ ONAY BELGESİ

İKTİSAT Anabilim Dalı İKTİSAT POLİTİKASI Bilim Dalı DOKTORA öğrencisi Funda KARA'nın MAKRO İHTİYATİ PARA POLİTİKASI ARAÇLARININ KRİZ PERFORMANS GÖSTERGELERİNE OLAN ETKİSİ:TÜRKİYE ANALİZİ adlı tez çalışması, Enstitümüz Yönetim Kurulunun 11.10.2017 tarih ve 2017-29/7 sayılı kararıyla oluşturulan jüri tarafından oy birliği / oy çokluğu ile Doktora Tezi olarak kabul edilmiştir.

**Tez Savunma Tarihi** 13/11/2017

| **Öğretim Üyesi Adı Soyadı** | | | **İmzası** |
|---|---|---|---|
| 1. | Tez Danışmanı | Prof. Dr. NADİR EROĞLU | |
| 2. | Jüri Üyesi | Doç. Dr. SELMAN YILMAZ | |
| 3. | Jüri Üyesi | Yrd. Dr. M.EMRE AKBAŞ | |
| 4. | Jüri Üyesi | Prof. Dr. SUAT OKTAR | |
| 5. | Jüri Üyesi | Prof. Dr. BAHAR ŞANLI | |

# ÖNSÖZ

Bu çalışmada, 2008 Finansal Kriz sonrası Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası'nın makro ihtiyati para politikası uygulamalarının etkisi analiz edilmiştir. Yapılan analizler sonucunda başta enflasyon olmak üzere temel makroekonomik göstergelerin, politika araçlarında yaşanan şoklara karşı tepkisinin zayıf kaldığı görülmüştür.

Bu çalışmanın hazırlanmasında değerli görüş ve katkılarıyla çalışmama yön veren, danışman hocam Sayın Prof. Dr. Nadir Eroğlu'na teşekkürlerimi sunarım. Doktora öğrenimim boyunca üzerimde emeği bulunan tüm saygıdeğer hocalarıma da teşekkürü bir borç bilirim. Sevgili arkadaşım Yrd.Doç.Dr. Metin Gürler'e, çalışmalarım sırasında desteğini benden esirgemeyen aileme, varlığıyla bana daima güç veren sevgili eşim Koray Emre Kara'ya ve hayatımızı güzelleştiren kızımız Zeynep Neva Kara'ya da ayrıca teşekkür ederim.

# İÇİNDEKİLER

**ÖNSÖZ** ..... I

**İÇİNDEKİLER** ..... II

**ÖZET** ..... IV

**ABSTRACT** ..... V

**TABLO LİSTESİ** ..... VI

**ŞEKİL LİSTESİ** ..... VIII

**KISALTMALAR** ..... XI

**GİRİŞ** ..... 1

**1. PARA POLİTİKASININ GENEL ÇERÇEVESİ** ..... 3

1.1. Para Politikasına Yönelik Başlıca Teorik Yaklaşımlar ..... 3
1.1.1. Klasik Yaklaşım ..... 4
1.1.2. Keynesyen Yaklaşım ..... 9
1.1.3. Monetarist Yaklaşım ..... 14
1.1.4. Yeni Klasik İktisat Yaklaşım ..... 18
1.1.5. Yeni Keynesyen Yaklaşım ..... 19
1.2. Para Politikasının Ekonomiyi Etkileme Kanalları ..... 22
1.2.1. Faiz Oranı Kanalı ..... 25
1.2.2. Kredi Kanalı ..... 28
1.2.3. Kur Kanalı ..... 33
1.3. Alternatif Para Politikası Stratejileri ..... 34
1.3.1. Döviz Kuru Hedeflemesi ..... 35
1.3.2. Parasal Hedefleme ..... 36
1.3.3. Enflasyon Hedeflemesi ..... 38
1.4. Para Politikası Araçları ..... 43
1.4.1. Para Politikası Dolaysız Araçları ..... 45
1.4.2. Para Politikası Dolaylı Araçları ..... 45
1.4.2.1. Açık Piyasa İşlemleri ..... 46
1.4.2.2. Reeskont Politikası ..... 50
1.4.2.3. Zorunlu Karşılıklar ..... 50
1.5. Dünya ve Türkiye Ekonomisinde Para Politikası Uygulamaları ..... 52

**2. 2008 KÜRESEL FİNANSAL KRİZ VE KRİZİN TÜRKİYE'YE ETKİLERİ** ..... 62

2.1. Finansal Küreselleşme ve Kriz ..... **Error! Bookmark not defined.**
2.2. ABD Mortgage Piyasası, Krizin Ortaya Çıkışı ve Etkileri ..... 68
2.2.1. 2008 Küresel Finansal Krizin Nedenleri ..... 70
2.2.1.1. Likidite Bolluğu ..... 73
2.2.1.2. Menkul Kıymetleştirme ..... 74
2.2.1.3. Şeffaflık ..... 75
2.2.1.4. Derecelendirme Kuruluşları ve Denetleyici Kuruluşlar ..... 76
2.2.2. Gölge (Shadow) Bankacılık Sistemi ..... 77
2.2.3. Krizin Dünya ve Türkiye Ekonomisine Olan Etkileri ..... 79
2.2.4. Krizin Türkiye'de Temel Makroekonomik Göstergelere Etkisi ..... 81

2.2.4.1. Krizin Enflasyona Etkisi ... 83
2.2.4.2. Krizin Büyümeye Etkisi ... 85
2.2.4.3. Krizin İşsizliğe Etkisi ... 87
2.2.5. Küresel Kriz Sürecinde Bankacılık Düzenlemeleri: Basel III Kriterleri ... 90
2.3. Küresel Krizden Çıkış Stratejisi: Dünyada ve Türkiye'de Uygulanan Para Politikaları . 95

**3. 2008 KRİZİ SONRASI MERKEZ BANKASININ DEĞİŞEN ROLÜ VE MAKRO İHTİYATİ PARA POLİTİKALARI** ... 100

3.1. Finansal Küreselleşme Sürecinde Merkez Bankacılığı ... 101
3.2. Küresel Ekonomik Krizi Öncesi ve Sonrası Merkez Bankalarının Rolü ... 105
3.3. TCMB'nin Yeni Para Politikası Çerçevesi ... 109
3.3.1. Kurala ve Duruma Göre Para Politikası Tartışması ve Yeni Yaklaşımlar ... 113
3.3.2. Finansal İstikrarın Önemi ve Finansal İstikrar Komitesi ... 116
3.3.3. TCMB Para Politikasının Nihai Hedefi: Fiyat İstikrarı ve Finansal İstikrar ... 121
3.4. Para Politikasının Desteklenmesi: Makro İhtiyati Politika Uygulamaları (Geleneksel Olmayan Para Politikaları) ... 125
3.4.1. Dünya'da Makro İhtiyati Para Politikaları ... 133
3.4.2. Türkiye'de Makro İhtiyati Para Politikası Uygulamaları ... 144
3.4.2.1. Zorunlu Karşılıklar ... 147
3.4.2.2. Rezerv Opsiyon Mekanizması (ROM) ... 153
3.4.2.3. Faiz Koridoru ... 161
3.4.2.4. Likidite Yönetimi ... 167
3.4.3. TCMB'nin Politika Bileşiminin Etkileri ve Uygulamaya Dönük Eleştiriler ... 168

**4. TÜRKİYE'DE UYGULANAN MAKRO İHTİYATİ PARA POLİTİKASI ARAÇLARININ KRİZ PERFORMANS GÖSTERGELERİNE OLAN ETKİSİ: VAR ANALİZİ** ... 170

4.1. Literatür ... 170
4.2. 1. Modele İlişkin Analiz Sonuçları ... 175
4.2.1. Veri Seti ve Yöntem ... 175
4.2.2. Birim Kök Testleri ... 176
4.2.3. Gecikme Uzunluğunun Belirlenmesi ve İstikrar Koşulları ... 178
4.2.4. VAR Analizi ... 180
4.2.5. Bulgular ... 180
4.2.5.1. Granger Nedensellik Testi ... 184
4.2.5.2. Etki Tepki Fonksiyonları ve Varyans Ayrıştırması ... 185
4.3. 2.Modele İlişkin Analiz Sonuçları ... 190
4.3.1. İstikrar Koşulları ... 190
4.3.2. Bulgular ... 191
4.3.2.1. Granger Nedensellik Testi ... 195
4.3.2.2. Etki Tepki Fonksiyonları ve Varyans Ayrıştırması ... 198

**SONUÇ** ... 204

**EK-1 ANKET ÇALIŞMASI** ... 210

**KAYNAKÇA** ... 213

# MAKRO İHTİYATİ PARA POLİTİKASI ARAÇLARININ KRİZ PERFORMANS GÖSTERGELERİNE OLAN ETKİSİ: TÜRKİYE ANALİZİ

## ÖZET

Bu çalışmanın amacı, Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası'nın 2008 Finansal Kriz sonrası makro ihtiyati para politikası uygulamalarının etkisini analiz etmektir. Çalışmada, 2010:01-2016:06 dönemini kapsayan ve aylık verilerden oluşan bir veri seti ile VAR tekniği kullanılarak, TCMB'nin 2010 sonrası aktif kullandığı politika araçları ile Türkiye'de seçilmiş makroekonomik göstergeler arasındaki dinamik ilişkiler incelenmeye çalışılmıştır. Genişletilmiş Dickey-Fuller (ADF) birim kök testi yardımı ile serilerin bireysel zaman serisi özellikleri, "granger nedensellik", "varyans ayrıştırması" ve "etki-tepki fonksiyonları" ile de serilerin birbirlerine etkilerinin belirlenmesi amaçlanmıştır.

Uygulama sonuçlarına göre baz alınan dönemde, TCMB'nin fiyat istikrarına yönelik TÜFE enflasyonu göstergesi ile finansal istikrara yönelik Sermaye Hareketleri ve Toplam Kredi Hacmi göstergelerinin modeldeki para politikası araçlarına karşı tepkisinin zayıf olduğu görülmüştür. Yine bu değişkenler modelin en dışsal değişkenleri olarak, en çok kendinden kaynaklı şoklara tepki vermektedirler. Ayrıca, araçlardan sadece zorunlu karşılıklardaki değişimlerin enflasyon üzerinde kısmen de olsa anlamlı bir etkisi olduğu görülmüştür.

**Anahtar Kelimeler**: Makro İhtiyati Politikalar, Finansal İstikrar, VAR Analizi

# THE EXAMINATION OF THE EFFECT OF MACRO PRUDENTIAL MONETARY POLICY TOOLS ON MACROECONOMIC VARİABLES IN TURKEY WITH VAR ANALYSIS

## ABSTRACT

The purpose of this study is to analyze the impact of the Central Bank of the Republic of Turkey on macroeconomic monetary policy after the 2008 Financial Crisis. The study attempted to investigate the dynamic relationship between the policy instruments of the CBRT and the macroeconomic indicators selected in Turkey, using a dataset covering the 2010:01-2016:06 period and a monthly data set and the VAR technique. With the help of the Augmented Dickey-Fuller (ADF) unit root test, the individual time series properties of the series, "granger causality", "variance decomposition" and "effect-response functions" are aimed to determine the interactions of the series.

According to the results of the implementation, the CBRT's CPI inflation indicator for price stability and the Capital Movements and Total Credits for Financial Stability indicators were found to be weak against the model monetary policy tools. Again, these variables are the most extrinsic variables of the model, responding most to self-induced shocks. Furthermore, a change in the reserve requirement of the tools has been shown to have a significant effect on inflation, even partially.

**Key Words:** Macro Prudential Policies, Financial Stability, VAR Analysis

# TABLO LİSTESİ

**Sayfa No:**

**Tablo 1** : Yeni Klasik-Yeni Keynesyen Görüşe Göre Para Politikasının Etkinliği ..... 21

**Tablo 2** : 2008 Küresel Finansal Krizin Kur Rejimine Göre Etki Yönleri ..... 36

**Tablo 3** : Gelişmiş Ülkelerde Enflasyon Hedeflemesi Uygulamaları ..... 39

**Tablo 4** : Fiyat İstikrarı ve Finansal İstikrarın Sağlanmasına Yönelik Araçlar ..... 48

**Tablo 5** : Menkul Kıymet Alımlarının Likidite Kaynakları ..... 55

**Tablo 6** : TCMB Faiz Oranları (%) (Gecelik Borç Alma ve Borç Verme) ..... 59

**Tablo 7** : Kısa Vadeli Faizler, TCMB Fonlama Kompozisyonu ve Para Politikası Duruşu .. 60

**Tablo 8** : Küresel Finansal Varlıklar (Gelişmiş ve Gelişmekte Olan Ülkeler) ..... 64

**Tablo 9** : Mortgage İpoteklerine Dayalı Olarak İhraç Edilen Menkul Kıymetler (Milyar $) 69

**Tablo 10** : Dünyanın En Büyük 500 Şirketinin Türev Ürün Kullanım Oranları ..... 71

**Tablo 11** : Türkiye'de Temel Makroekonomik Göstergeler (2000-2016 Haziran) ..... 83

**Tablo 12** : Basel I ve Basel II'nin Karşılaştırılması ..... 90

**Tablo 13** : Türkiye'de Sermaye Düzenlemesine İlişkin Değişiklikler ..... 92

**Tablo 14** : Ülkeler ve Politika Tedbirleri ..... 96

**Tablo 15** : Çeşitli Merkez Bankalarının Yasal Bağımsızlık Dereceleri ..... 103

**Tablo 16** : TCMB Yeni Para Politikası Çerçevesi ..... 110

**Tablo 17** : Finansal İstikrar ve Fiyat İstikrarı İçin Para Politikası Öncelikleri ..... 114

**Tablo 18** : Finansal İstikrar Kavramına İlişkin Tanımlar ..... 118

**Tablo 19** : TCMB'nin Para Politikasının Fiyat İstikrarı ve Finansal İstikrara Farklı Etkileri..124

**Tablo 20** : Makro ve Mikro İhtiyati Perspektiflerin Karşılaştırması ..... 127

**Tablo 21** : Makro İhtiyati Araçların Kavramsal Dayanağı (Temeli) ..... 132

**Tablo 22** : Makro ihtiyati Politika Değişkenleri ..... 140

**Tablo 23** : Türkiye'de Makro İhtiyati Araçların Genel Kapsamı ..... 146

**Tablo 24** : Zorunlu Karşılık Oranları (%) ..... 150

**Tablo 25** : Finansal İstikrarı Destekleyici Önlemler ..... 152

**Tablo 26** : TCMB Tarafından Rezerv Opsiyonu Katsayılarına İlişkin Alınan Kararlar ..... 154

**Tablo 27** : Döviz Likiditesi Önlemleri ..... 155

**Tablo 28** : TL Zorunlu Karşılıklarda Döviz ve Altın İmkanına İlişkin ROK'lar ..... 158

**Tablo 29** : ROK ile Alınacak Kararlarda Sermaye Akımlarının Etkisi ..... 160

**Tablo 30** : Faiz ve Türk Lirası Likidite Yönetimi Çerçevesi ve Sadeleşme Adımları ..... 165

**Tablo 31** : Birim Kök Testleri ..... 177

**Tablo 32** : VAR Gecikme Uzunluğunun Belirlenmesi ..... 179

**Tablo 33** : Otokorelasyon Test Sonuçları ..... 179

**Tablo 34** : Değişen Varyans Test Sonucu ..... 179

**Tablo 35** : 1. VAR Modeli Tahmini Sonuçları ..... 181

**Tablo 36** : Değişkenlerin Tahmin Sonuçları ..... 182

**Tablo 37** : Granger Nedensellik Testi Sonuçları ..... 184

**Tablo 38** : Varyans Ayrıştırma Tablosu ..... 188

**Tablo 39** : Otokorelasyon Test Sonuçları ..... 191

**Tablo 40** : Değişen Varyans Test Sonucu ..... 191

**Tablo 41** : 2. VAR Modeli Tahmini Sonuçları ..... 192

**Tablo 42** : Değişkenlerin Tahmin Sonuçları ..... 193

**Tablo 43** : Granger Nedensellik Testi Sonuçları ..... 196

**Tablo 44** : Varyans Ayrıştırma Tablosu ..... 201

# ŞEKİL LİSTESİ

**Sayfa No:**

**Şekil 1** : Genişletici Para Politikası ..... 6

**Şekil 2** : Daraltıcı Para Politikası ..... 6

**Şekil 3** : Politika Seçimi ..... 7

**Şekil 4** : Keynes ve Monetaristler Açısından Para Politikasının Etkinliği ..... 15

**Şekil 5** : Parasal Aktarım Mekanizması ..... 23

**Şekil 6** : FED ve TCMB Faiz Oranlarının Gelişimi ..... 27

**Şekil 7** : Türk Bankacılık Sektörü Toplam Kredi Hacmi (Milyon TL) ..... 29

**Şekil 8** : Türk Bankacılık Sektörü Kredi Türlerinin Gelişimi ..... 30

**Şekil 9** : Mevduatın Krediye Dönüşüm Oranı ..... 31

**Şekil 10**: Konut Kredisi Stokunun Bireysel Kredilere Oranı ..... 31

**Şekil 11**: Dünyada ve Türkiye'de Mali Sektörün Sağladığı Yurtiçi Krediler (GSYİH %) ..... 32

**Şekil 12**: Dünyada ve Türkiye'de Özel Sektöre Dönük Yurtiçi Krediler GSYİH %.....32

**Şekil 13**: Fiyat İstikrarı İçin Alternatif Para Politikaları ..... 35

**Şekil 14**: Türkiye'de Enflasyon Hedeflemesinin Sonuçları (2009 Sonrası) ..... 42

**Şekil 15**: Para Politikasının Ekonomideki Likidite Düzeyini Etkileme Süreci ..... 44

**Şekil 16**: İmkansız Üçleme ..... 53

**Şekil 17**: FED, ECB, BOJ Aylık Varlık Alımları ..... 55

**Şekil 18**: Faiz Koridoru Sistemi ..... 61

**Şekil 19**: Mortgage İpoteklerine Dayalı Menkul Kıymetleştirme Süreci İşleyişi ..... 75

**Şekil 20**: Geleneksel Bankacılık Sistemi ve Gölge Bankacılık Sisteminin Gelişmesi (1952-2007, Milyar $) ..... 78

**Şekil 21**: Gölge Bankacılık Sisteminde Menkul Kıymetleştirme Süreci ..... 78

**Şekil 22**: Gelişmekte Olan Ülkelere Sermaye Hareketleri (Milyar Dolar) ..... 80

**Şekil 23**: Dünyada Faiz ve Enflasyon Oranları ..... 84

**Şekil 24**: Yıllık Enflasyon Oranı TÜFE (%) (Bir Önceki Yılın Aynı Ayına Göre) ..... 85

**Şekil 25**: GSYİH Büyüme Oranı (%) ..... 86

**Şekil 26**: GSYH Sabit (1998) Fiyatlarla Büyüme Hızı (%) ..... 87

**Şekil 27**: GSYH Cari Fiyatlarla Büyüme Hızı (%) ..... 87

**Şekil 28**: Gelişmiş Ekonomiler ve Avro Bölgesi Ekonomilerinde İşsizlik Oranı (%) ..... 89

**Şekil 29**: Türkiye'de İşsizlik Oranı (%) ..... 89

**Şekil 30**: Kredi Risk Ağırlığı ..... 94

**Şekil 31**: G4 Merkez Bankaları Bilançoları (% GSYH) ..... 106

**Şekil 32**: TCMB Analitik Bilanço (İş Günü, Bin TL) ..... 107

**Şekil 33**: Türk Bankalarının Bilanço Büyümesi (%) ..... 107

**Şekil 34**: Basitleştirilmiş Parasal Aktarım Mekanizması ..... 111

**Şekil 35**: Yeni Para Politikası Çerçevesinde Parasal Aktarım Mekanizması ..... 112

**Şekil 36**: Finansal İstikrarın Sağlanmasına İlişkin Model ..... 117

**Şekil 37**: Finansal İstikrarın Sağlanmasına Yönelik Faaliyetler ..... 119

**Şekil 38**: Amaçlar Arasındaki Çatışma ..... 122

**Şekil 39**: Makro İhtiyati Araçlar ..... 129

**Şekil 40**: Avrupa Merkez Bankası (AMB) Faiz Koridoru ..... 133

**Şekil 41**: Norveç Merkez Bankası Faiz Koridoru ..... 133

**Şekil 42**: İngiltere Merkez Bankası Faiz Koridoru ..... 133

**Şekil 43**: FED Bilanço Büyüklüğü ..... 136

**Şekil 44**: FED VE TCMB Faiz Oranlarının Gelişimi ..... 137

**Şekil 45**: ABD Enflasyon, İşsizlik ve Büyüme Oranlarının Seyri (2007-2015) ..... 142

**Şekil 46**: Yeni Politika Tasarımı: Politika Araçları ve Aktarım Kanalları ..... 145

**Şekil 47**: Kaldıraç Oranlarının Dağılımı ..... 148

**Şekil 48**: Türk Lirası Zorunlu Karşılık Oranları (%) ..... 149

**Şekil 49**: Yabancı Para Zorunlu Karşılık Oranları %) ..... 149

**Şekil 50**: ROM Döviz İmkanı: ROD ve ROK'ların Gelişimi ..... 156

**Şekil 51**: ROM Altın İmkanı: ROD ve ROK'ların Gelişimi ..... 157

**Şekil 52**: TCMB Döviz Rezervleri (Altın Dahil) (Milyar $) ..... 159

**Şekil 53**: TL Zorunlu Karşılıklar İçin (ROM) Kullanım Oranı % (Döviz, Altın) ..... 159

**Şekil 54**: TCMB Para Politikasının Operasyonel Yapısı (Faiz Koridoru) ..... 162

**Şekil 55**: Politika ve Kısa Vadeli Faiz Oranları (%) ..... 163

**Şekil 56**: TCMB Politika Faizi ve Faiz Koridoru ..... 164

**Şekil 57**: Faiz Koridoru ..... 165

**Şekil 58**: Geç Likidite Penceresi Borç Alma ve Borç Verme Faizi ..... 166

**Şekil 59**: AR Karakteristik Polinomlarının Ters Köklerinin Birim Çember Gösterimi (1.Model) ..... 179

**Şekil 60**: Etki-Tepki Fonksiyonları (1. Model) ..... 185

**Şekil 61**: AR Karakteristik Polinomlarının Ters Köklerinin Birim Çember Gösterimi (2.Model) ..... 191

**Şekil 62**: Etki-Tepki Fonksiyonları (2.Model) ..... 198

# KISALTMALAR

| | |
|---|---|
| **AB** | Avrupa Birliği |
| **ABD** | Amerika Birleşik Devletleri |
| **ADF** | Genişletilmiş Dickey-Fuller |
| **AMB** | Avrupa Merkez Bankası |
| **BDDK** | Bankacılık Düzenleme ve Denetleme Kurumu |
| **BOJ** | Japonya Merkez Bankası |
| **FED** | Amerikan Merkez Bankası |
| **GSYİH** | Gayri Safi Yurtiçi Hasıla |
| **IMF** | International Monetary Fund |
| **İMKB** | İstanbul Menkul Kıymetler Borsası |
| **KKO** | Kapasite Kullanım Oranı |
| **KOBİ** | Küçük ve Orta Büyüklükteki İşletme |
| **NİV** | Net İç Varlıklar |
| **NUR** | Net Uluslararası Rezervler |
| **PPK** | Para Politikası Kurulu |
| **ROM** | Rezerv Opsiyon Mekanizması |
| **SPK** | Sermaye Piyasası Kurulu |
| **SRDG** | Sistemik Risk Değerlendirme Grubu |
| **TCMB** | Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası |
| **TLZK** | Türk Lirası Zorunlu Karşılıklar |
| **TMSF** | Tasarruf Mevduatı Sigorta Fonu |
| **VAR** | Vektör Otoregresyon |
| **TÜFE** | Tüketici Fiyat Endeksi |
| **TÜİK** | Türkiye İstatistik Kurumu |

# GİRİŞ

Finansal sistemin tümünün sağlam ve istikrarlı bir yapıya kavuşmasını sağlamaya yönelik olan makro ihtiyati politikalar çeşitli politika araçlarını da kapsayan geniş bir araç setinden oluşmaktadır. Ülkelerin finansal piyasalarının yapısına, yapısal ve kurumsal özelliklerine göre de farklılık göstermektedir.

Küresel krizin etkilerine karşı 2010 yılından itibaren TCMB'nin eski politika çerçevesinde kullanılan politika faizinin yanı sıra makro ihtiyati politikalar çerçevesinde uyguladığı başlıca para politikası araçları; zorunlu karşılıklar, faiz koridoru, likidite yönetimi ve rezerv opsiyon mekanizması gibi araçlardan oluşmaktadır. Vadeye dayalı zorunlu karşılık uygulaması, bankacılık sektörünün varlık ve yükümlülükleri arasındaki vade uyumsuzluğunu azaltmak için; kaldıraca dayalı zorunlu karşılık uygulaması bankaların borçluluk düzeyini kısmayı amaçlamaktadır. Rezerv opsiyon mekanizması, zorunlu karşılıklar üzerinden sermaye akımlarındaki oynaklığa karşı otomatik dengeleyici olarak kullanılmaktadır. Politika faizi, faiz koridoru, TL ve yabancı para likidite yönetimi döngüsellikten kaynaklanan riskleri kısıtlamaya çalışmaktadır.

Bu kapsamda çalışmanın konusu da, makro ihtiyati politikalar kapsamında Türkiye'de uygulanan geleneksel olmayan para politikaları ile bu politikaların amaçlarıyla ilişkili bazı makroekonomik göstergelere olan etkisinin incelenmesidir. Çalışmanın ilk bölümünde, teorik yaklaşımlara dayanarak para politikasının genel çerçevesi ele alınmıştır. Ayrıca bu bölümde para politikasının ekonomiyi etkileme kanalları, alternatif para politikası stratejileri ve başlıca para politikası araçları üzerinde durulmuştur. İkinci bölümde 2008 Küresel Kriz'in ortaya çıkışı, nedenleri, etkileri ve merkez bankalarının krizden çıkış stratejileri incelenmiştir. Üçüncü bölümde merkez bankasının 2008 Krizi sonrası değişen rolü üzerinde durulmuş, TCMB'nin fiyat istikrarı ve finansal istikrarı hedefleyen esnek para politikası çerçevesi açıklanmaya çalışılmıştır. Makro ihtiyati politika uygulamaları ve bu politika kapsamında Türkiye'de uygulanan başlıca geleneksel olmayan para politikaları incelenmiştir.

Son bölümde 2010 Ocak-2016 Haziran döneminde TCMB'nin uyguladığı para politikası araçlarının *(Borç Alma ve Borç Verme Faiz Oranı, Politika Faizi, TL ve Yabancı Para Zorunlu Karşılık Oranları ve Aylık Repo Faizi)* seçilmiş makroekonomik göstergelere *(Enflasyon "TÜFE ve I Endeksi", Türk Bankacılık Sektörü Toplam Kredi Hacmi, Sermaye Hareketleri Dengesi, Dış Ticaret Dengesi, İmalat Sanayi Kapasite Kullanım Oranı)* olan etkisi VAR Analizi yardımıyla ampirik bir çerçevede ele alınarak incelenmiştir. Konuyla ilgili "Granger Nedensellik Testi", "Etki Tepki Fonksiyonları" ve "Varyans Ayrıştırması" sonuçları değerlendirilmiştir.

Uygulamada diğer değişkenler aynı iken, enflasyon göstergesi olarak TÜFE ve I Endeksi (çekirdek enflasyon) ayrı ayrı alınarak iki ayrı VAR modeli tahmin edilmiş, her iki modele ait sonuçlar karşılaştırılarak yorumlanmıştır.

Yaygın olarak kullanımı açısından yeni bir uygulama olan makro ihtiyati politika uygulamalarının etkinliğini değerlendirmek için zamana ihtiyaç olmasının yanı sıra konuya ilişkin ampirik kanıtlar da sınırlıdır. Söz konusu araçların etkinliğini analiz eden çalışmalarda, genellikle araçlar finansal istikrarı sağlama konusunda olumlu etki etmektedir. Ayrıca bu araçların başarılı olması, diğer iktisat politikaları ile uyumlu hareket etmesine ve TCMB, BDDK gibi Finansal İstikrar Komitesi üyelerinin yakın işbirliğine de bağlıdır.

# 1. PARA POLİTİKASININ GENEL ÇERÇEVESİ

Para politikası; bir merkez bankasının para arzını kontrol etmek ve talebi yönetebilmek üzere yaptığı iktisat politikası araçlarından biridir.[1] 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 ya da 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.[2]

İktisat biliminde para politikasına ve ekonomiye olan etkilerine son yıllarda verilen önem, özellikle finansal küreselleşme ile beraber teorik tartışmaları farklı boyutlarıyla günümüze kadar taşımıştır. Çalışmanın ilk bölümünde, bu teorik yaklaşımların para politikasına yönelik görüşleri ele alınacaktır. Ardından, parasal aktarım kanalları ve alternatif para politikası stratejileri incelenecek, başlıca para politikası araçlarından bahsedilecektir. Bölüm sonunda 2000 sonrası dünyada ve Türkiye'de uygulanan para politikalarının gelişimi üzerinde durulacaktır.

## 1.1. Para Politikasına Yönelik Başlıca Teorik Yaklaşımlar

Para ve kredi politikalarının finansal sistem üzerindeki etkileri, kamuoyunda olduğu kadar akademik çevrelerin de yoğunlaştığı konular arasındadır. Para politikası ve iktisadi aktiviteler arasındaki ilişkilerin analizi, üç farklı evreyi kapsamaktadır. Bunlardan ilki, 1929 Dünya Ekonomik Bunalımı'ndan önceki yıllarda para arzındaki değişikliklerin ekonomik aktiviteleri birincil düzeyde etkilediği, yani 1960'larda ekonomik aktivitelerin etkilenmesinde veya ekonomik istikrarın sağlanmasında para politikasının yeterli bir araç olmadığı hatta maliye politikası araçlarının daha etkin olduğu yönündeki görüşlerdir. Ancak, 1960 sonrası para politikası yeniden popüler olmaya başlamıştır. Son evrede Monetarist yaklaşımın gündemde olmasıyla beraber, kısa dönemde bile olsa para politikasının etkili bir iktisat politikası aracı olduğuna yönelik görüş kabul görmeye başlamıştır.[3]

[1] Matthew Bishop, **A'dan Z'ye Ekonomi Sözlüğü**. Çev: Şeyma Akın, Bahadır Akın ve Ceren Yıldız, The Economist, Adres Yayınları, Ekim 2013, s.280.
[2] Osman Z. Orhan ve Seyfettin Erdoğan, **Para Politikası**. Kocaeli: Umuttepe Yayınları, 2013, s.60.
[3] Orhan ve Erdoğan, 2013, s.3-4.

İktisadi problemlerin çözümünde hangi iktisat politikasının ve politika aracının başarılı olduğuna ilişkin düşünceler, iktisat biliminde farklı görüşleri beraberinde getirmiştir. Özellikle para ve maliye politikalarının ekonomik aktiviteler üzerinde etkilerine yönelik tartışmalar günümüzde de devam etmektedir. Bu tartışma, Monetarist-Keynesyen görüş çerçevesinde yoğunlaşmaktadır. Monetaristlere göre, para politikası genel olarak ekonomi üzerinde daha büyük bir etkiye sahiptir. Rasyonel Beklentiler Teorisi, para politikasının etkinliği konusunu politika uygulamasının ekonomik birimlerce beklendiği ve beklenmediği durumlara göre değerlendirmektedir.[4] Klasik yaklaşıma göre, ekonomi tam istihdam dengesinde olduğundan para ve maliye politikalarının ekonomik istikrarı sağlamadaki etkinliği azdır.[5]

Keynesyen iktisatçılar da, para arzındaki ve finansal değişkenlerdeki değişimlerin ekonomik aktiviteleri dolaylı yollardan etkilediğini ileri sürer. Bu süreç karmaşık yapıdadır ve Keynesyen literatürde, *"para önemlidir, ancak parasal olmayan faktörler daha önemlidir*" şeklinde ifade edilir.[6]

Çeşitli yaklaşımlara göre farklılık gösterse de, ekonomik büyümeyi etkileyen birçok iktisadi politika içerisinde para politikasının önemli bir ağırlığı mevcuttur. Özellikle günümüzde, Türkiye ekonomisinin sürdürülebilir ekonomik büyümeyi yakalayabilmesi açısından para politikasının önemsenmesi, büyümeyi olumlu etkileyecek şekilde yönetilmesi bir gerekliliktir.[7]

### 1.1.1. Klasik Yaklaşım

İktisadi görüşlerin para ve para politikasına olan yaklaşımları farklı bakış açılarına sahiptir. Örneğin Klasik görüşte, para piyasası diğer piyasalardan ayrılmaktadır. Parasal parametrelerdeki değişmeler aracılığıyla reel değişkenleri etkilemek mümkün değildir. Bu sistemde para talebi faiz oranlarına karşı esnek olmadığından dolayı, Keynes sistemindeki gibi para arzı faiz haddi yoluyla istihdam ve milli gelir seviyesini belirlemede etkili olamamaktadır. Dolayısıyla para politikasının ekonomik büyüme, istihdam, dış ödemeler dengesi gibi hedefleri

[4] Robert J. Barro, "Unanticipated Money Output and the Price Level in the United States", **Journal of Political Economy**, Vol:86, No:4, 1978, ss.549-580.
[5] Miller Roger LeRoy ve Robert W. Pulsinelli, **Modern Money and Banking**. USA: McGraw-Hill Pub., 1989, s.142.
[6] Orhan ve Erdoğan, 2013, s.169.
[7] Suat Oktar ve Levent Dalyancı, "Türkiye Ekonomisinde Para Politikasının Ekonomik Büyüme Üzerine Etkisi", **Marmara Üniversitesi İ.İ.B.F. Dergisi**, Cilt: XXXII, Sayı: I, Yıl: 2012, s.1.

de yoktur. Bu görüşte, para politikasının temel hedefi fiyat istikrarını sağlamaya yöneliktir. Tam istihdamı sağlamak için devletin politika tedbirleri almasına karşıdırlar. Parayı devletin müdahalesinden bağımsızlaştırmak için, para birimini belirli miktar altın aracılığıyla tanımlamışlardır. Böylelikle nasıl devlet bir uzunluk ölçüsünü değiştiremezse, bu ağırlığı da değiştiremeyeceğini düşünmüşlerdir. Klasik sisteme göre para politikası, nominal ücretlerin düşürülmemesi ve sadece bu nedenle gayri iradi işsizliğin doğması durumunda, piyasa etkinlik kazanmaktadır. Bu sistemde para politikası reel değişkenler üzerinde etkin değildir ve para politikası sadece gayri iradi işsizlik durumunda tam istihdamı sağlamak amaçlı kullanılır.[8]

Klasik iktisatçılar devletin piyasalara karışmaması durumunda dengenin kendiliğinden oluşacağını, zaman içinde yeniden kendiliğinden kurulacağını savunmuşlardır.[9] Dolayısıyla, devletin paraya ve para politikasına yönelik müdahalelerine herhangi bir ihtiyaç yoktur.

Klasiklere göre para stoğundaki değişiklikler, aşağıdaki değişkenleri uzun dönemde etkilememektedir;[10]

-Mal ve hizmetlerin nispi fiyatları

-Reel ücret oranları

-Reel faiz oranları

-İstihdam ve hasıla

Bu değişkenlerin para politikasındaki değişimlere duyarsız kalması durumu, paranın yansızlığı kavramı (Klasik Dikotomi varsayımı) olarak ifade edilir. Klasikler parayı pasif bir araç olarak görmekte, onu ekonomik olayları örten bir peçe olarak görmektedirler. Para iktisat teorisinin içerisinde yer almayan dışsal bir unsurdur. Buna karşın, klasik iktisatçılar iktisat politikası aracı olarak sadece para politikasına yoğunlaşmışlardır. Çünkü maliye politikasının tek başına etkin sonuçlar veremeyeceği görüşü söz konusudur. Ayrıca enflasyon sorunundan dolayı para arzının sınırlandırılmasını önermişlerdir.[11] Bu durum Klasik Ekolün "para arzının dışsallığı" argümanı olarak ifade edilmektedir.

---

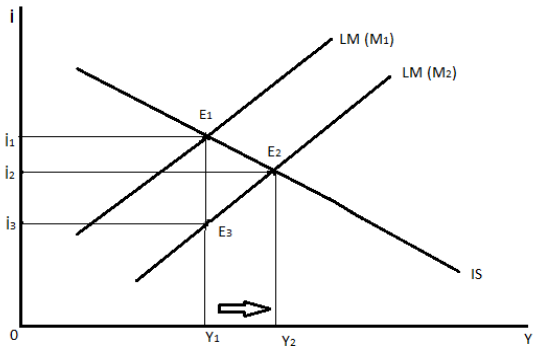
[8] Vildan Serin, **Para Politikası (Tarihi-Teorik Gelişmeler ve Türkiye Uygulaması)**. Marmara Üniversitesi Yayın No:440, İstanbul, 1987, s.57-58., katalog.marmara.edu.tr/muyayinevi/YN440.pdf., (Erişim: 04.08.2016)

[9] Mahfi Eğilmez, "Smith ve Keynes", Kendime Yazılar, 23.03.2015, http://www.mahfiegilmez.com/2015 / 03 / smith-ve-keynes.html., (Erişim: 29.07.2016)

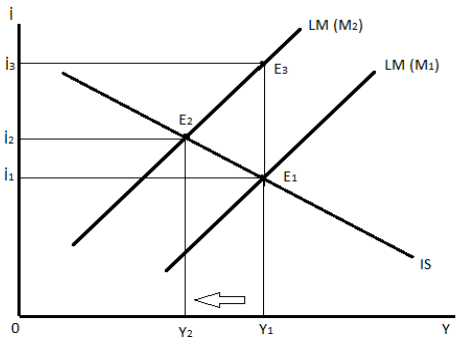
[10] LeRoy ve Pulsinelli, 1989, s.355.

[11] LeRoy ve Pulsinelli, 1989, s.355.

Mal ve para piyasalarında IS ve LM eğrilerinin hasıla ile faiz oranı bileşimi ile eş anlı dengenin oluştuğu bilinmektedir. Merkez bankasının para arzını değiştirmesi sonucu bu durum farklılaşacaktır. Örneğin, Şekil 1'de mal-para piyasalarında eşanlı denge başlangıçta E1 ($Y_1$-$İ_1$) noktasında sağlanmış, daha sonra merkez bankasının açık piyasa işlemleriyle tahvil satın alma gibi bir yolla nominal para arzını $M_1$'den $M_2$'ye yükselttiği, böylelikle sabit fiyat düzeyi üzerinden reel para arzının yükselmesi sonucu LM eğrisinin dışa doğru kayarak LM ($M_2$) konumuna geldiği görülmektedir. Kısaca genişletici para politikası olarak ifade edilen bu uygulama ile mal ve para piyasalarında eşanlı dengenin sağlandığı nokta $E_1$'den $E_2$'ye kaymıştır. Yani uygulama faiz oranının düşmesine, hasılanın yükselmesine yol açmıştır. $E_3$ noktasında mal piyasasında mal talep fazlası olmasının nedeni de, likidite etkisinin $E_1$ noktasına kıyasla yatırımın ve harcamanın artmasına yol açmasıdır.[12]




**Şekil 1:** Genişletici Para Politikası




**Şekil 2:** Daraltıcı Para Politikası

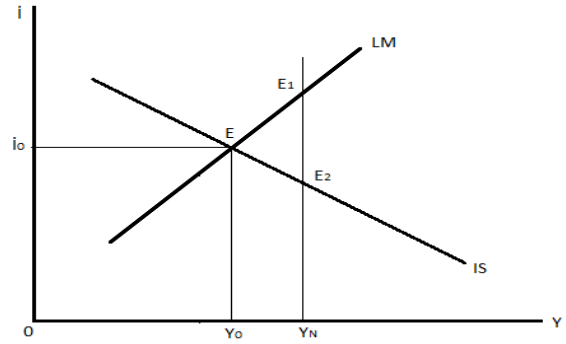
**Kaynak**: Erdal M.Ünsal, **Makro İktisat**. Genişletilmiş 9.Baskı. Ankara: İmaj Yayıncılık, 2011. s.238-239.

Şekil 2'de daraltıcı para politikasının mal ve para piyasalarındaki eşanlı denge üzerindeki etkisini görmek mümkündür. Mal-para piyasalarındaki eşanlı denge önce $E_1$ ($Y_1$-$İ_1$) noktasında sağlanmıştır. Daha sonra merkez bankasının nominal para arzını $M_1$'den $M_2$'ye düşürdüğü, böylece sabit fiyat düzeyi üzerinden reel para arzının düşmesi sonucu LM eğrisinin içe doğru kaydığı görülmektedir. Dolayısıyla eşanlı dengenin sağlandığı nokta, $E_1$'den $E_2$'ye kaymıştır. Ayrıca, izlenen bu daraltıcı para politikası sonucu faiz oranı yükselmiş, hasıla düzeyi de düşmüştür. Para piyasasının daima dengede olduğunun kabul edildiği Şekil 2'de, para arzındaki azalmadan hemen sonra para piyasasında dengenin sağlandığı noktanın $E_1$'den $E_3$'e kaymasıyla gösterilmiştir.[13]

[12] Erdal M. Ünsal, **Makro İktisat**. Genişletilmiş 9.Baskı. Ankara: İmaj Yayıncılık, 2011. s.238.
[13] Ünsal, 2011, s.239.

Klasik varsayımında (Toplam arz eğrisi dik) esnek döviz kuru sisteminde para politikası tam etkin iken, Keynesyen varsayımında (Toplam arz eğrisi sonsuz esnek) sabit döviz kuru sisteminde maliye politikası etkindir.[14] Para ve maliye politikaları, hükümetlerin ekonomiyi tam istihdam düzeyine çekebilmek için izledikleri temel politikalardır. Bu politikalardan en uygun olanının seçimi ekonominin gidişatına göre şekillenir.

Örneğin Şekil 3'de, ekonomi IS-LM eğrilerinin kesiştiği E noktasında dengededir. Tam istihdama ulaşmak için izlenen genişletici maliye politikası, IS eğrisini $E_1$ noktasından geçerek sağa kaydırmaktadır. Diğer yol olan genişletici para politikasının uygulanması LM eğrisini $E_2$ noktasından geçerek sağa kaydırmaktadır. Para politikası maliye politikasının aksine faiz oranını düşürüp yatırımları arttırarak özel sektörün ekonomideki ağırlığını arttırmayı sağlarken, maliye politikası engelleme yoluyla ekonominin dinamizmini azaltıp hükümetin ekonomideki payının artmasına neden olmaktadır. Yani özel sektöre dayalı bir büyümeden taraf olanlar para politikasına, devletçiliği tercih edenler maliye politikasına yönelmektedir. Tam tersi durum genişletici maliye politikası ile özel sektör yatırım harcamalarını azaltmak yani Dışlama Etkisi (crowding-out) olacaktır.[15]




**Şekil 3**: Politika Seçimi

**Kaynak:** Ünsal, 2011, s.261.

Hükümetin iktisadi açıdan performansı arttırmak amacıyla uygulamaya koyduğu kararlar olan iktisat politikasının temelde ilk iki amacı, piyasa başarısızlığını gidermek ve gelir dağılımında adaleti gözetmektir. Kısaca buna etkinlik ve eşitlik sağlamak denilebilir. Üçüncü amaç olarak, iktisadi dalgalanmaları (işsizlik ve enflasyon oranlarının sürekli dalgalanması) kontrol altına almak yani ekonomik istikrarı sağlamak, sonuncusu refah düzeyini arttırıp

[14] Ünsal, 2011, s.423.
[15] Ünsal, s.260.

büyümeyi hızlandırmaktır. Ancak, hükümetlerin bu niyetlerle izlediği iktisat politikaları çeşitli nedenlerden dolayı başarısızlıkla sonuçlanabilir. Piyasa ekonomilerinde hükümetlerin piyasaya müdahale etmelerinin bir nedeni de *piyasa başarısızlığıdır*. Hükümetler bu ekonomilerde iktisadi dalgalanmalar ile mücadele etmek için de piyasaya bir takım araçlarla müdahale edebilir.[16]

Para politikası uygulamaları, iktisat ilmi doğmadan önceki dönemde askeri ve siyasal amaçlar doğrultusunda yapılmaktaydı. İktisat ilminin doğuşundan sonra yani klasik dönemde, para politikasına yönelik alınan tedbirler konjonktürel dalgalanmaların olduğu dönemleri kapsamaktadır.

Dolayısıyla, ekonomik krizlerin geçici olduğunu varsayan, paranın işlem amacıyla talep edildiğini ve para arzı artışlarının enflasyona neden olduğunu savunan Klasik görüş, devletin müdahalesinin de sınırlı olması gerektiğine vurgu yapmaktadır.

Liberal Klasik Okulun kurucusu kabul edilen Adam Smith'e göre, altın para yerine kağıt paranın kullanılması, ülkenin atıl kaynaklarını harekete geçirici etki yapmaktadır. Bu noktada sistemi ataletten kurtarıp dinamik hale getiren unsur, "doğru bankacılık işlemleri" dir. Smith, en gerekli ve doğru olan bankacılık işlemlerinin; ülkedeki çalışmayı ülke sermayesini arttırarak değil, bu sermayenin büyük bir bölümünü tersi durumda olabileceğinden daha etkin ve verimli kılmakla geliştirileceğini belirtir. Smith'in temel sorunu bankacılık sisteminin gelişimi ve kağıt paranın tedavülünün, ülkenin üretken kapasitesi üzerindeki etkisini ve bunlardan doğan refah etkilerini ortaya koymaktır.[17]

"Ulusların Zenginliği" adlı kitabının yayım yılı olan 1776 tarihini iktisadi analizin doğuş yılı olarak gören Smith, düşüncesini şöyle ifade etmiştir: "Ancak her klasik durum, kendinden önce gelen çalışmaları özetler veya birleştirir. Bu nedenle tek başına anlaşılmaları mümkün değildir."[18]

---

[16] Ünsal, **Mikro İktisat**. Genişletilmiş 9.Baskı. Ankara: İmaj Yayıncılık, 2012. s.54.
[17] Coşkun Can Aktan, Utku Utkulu ve Selahattin Togay, **Nasıl Bir Para Sistemi**. İstanbul: İMKB Yayını, 1998.
[18] Adam Smith, **An Inquiry into the Nature and Causes of the Wealth of Nations**. Edwin Cannan (Ed.), New York: The Modern Library, 1937.

### 1.1.2. Keynesyen Yaklaşım

Klasik yaklaşıma göre para politikasının temel hedefi fiyat istikrarını sağlamaktır. Çünkü Büyük Bunalım'ın ortaya çıktığı yıllara kadar, istihdam ve büyüme sorunları ön plana çıkmamıştır. Büyük Bunalım ile birlikte, yaşanan üretim daralması ve işsizlik sorunlarına yönelik bir reçete olarak ortaya çıkan Keynesyen yaklaşım para politikasından ziyade maliye politikası uygulamalarını önermiştir. Ancak, para politikasını tamamen devre dışı bırakmamıştır. Keynesyen yaklaşıma göre ekonomik sistem; reel sektör ve finansal sektörden oluşur.[19]

$$\underbrace{\text{Yatırım} = \text{Tasarruf}}_{\text{Reel Sektör}} + \underbrace{(\text{Borçlar} - \text{Ödünçler})}_{\text{Finansal Sektör}}$$

Para Teorisi, "mutlak fiyatlardaki değişimleri ve bunların ekonomik sonuçlarını inceleyen bir bilim dalı" olarak tanımlanır. Keynes öncesi dönemde, geleneksel iktisatçılar para teorisini bu şekilde tanımlamayı tercih etmiştir. Bu tanıma göre, fiyat teorisi ile para teorisi arasında bir işbölümü oluşmaktadır. Para teorisi mutlak fiyatları sorgularken, fiyat teorisi nispi fiyatların oluşumunu ve değişimini inceler. Para politikası para miktarı ve faizlerin nasıl yönlendirilmesi gerektiğini sorgular. Para miktarı ve faizlerin yönlendirilmesi, nominal milli gelir düzeyi ilişkili ele alınmaktadır. Yani para politikası, nominal milli gelirin bilinçli ve sistematik bir şekilde yönlendirilmesini amaçlar. Para politikasının son hedefi, nominal milli gelir ile ilişkili olan bir başka büyüklük olabilir. Yani para politikası geleneksel yaklaşımda olduğu gibi, fiyat istikrarını hedef alabilir ya da başka hedeflere yönelebilir. Keynesyen görüşteki ekonomik büyüme, istihdam gibi bazı makro politika hedefleri alabilir. Dolayısıyla, para ve makro iktisat politikalarının ilgi alanları birbiriyle ilişkilidir.[20]

Bazı iktisatçılara göre, iktisat biliminin başlangıcı olarak tanımlanan Merkantilist dönemde sistematik bir para teorisi yoktur. Buna karşın Merkantilist düşünce paraya, altın biriktirmeye son derece önem vermiştir. Parasal faktörleri sistematik ele alan Miktar Teorisi'nin ortaya çıkmasıyla beraber, para politikasının fazla önemsenmediği de görülmektedir. Ancak

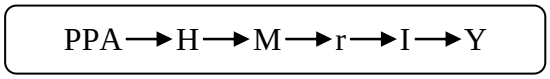
[19] Orhan ve Erdoğan, 2013, s.168-169.
[20] Merih Paya, **Para Teorisi ve Para Politikası**. Güncellenmiş 6.Baskı, Türkmen Kitabevi, 2013, s.7-8.

Keynes ile beraber para miktarı, faiz oranları gibi parasal faktörlerin makroekonomik dengeler üzerinde çok önemli olduğu ön plana çıkmıştır.[21]

Para politikasına ilişkin olarak Keynes Likidite Tercihi Teorisi'nden yola çıkarak, para arzındaki büyük bir artışın bile, faiz oranı üzerinde küçük bir etki yaratabileceğine vurgu yapmaktadır. Keynes'in likidite tercihi üç ayrı güdüye bağlıdır:[22]

- İşlem güdüsü; kişisel ve işle ilgili değiş tokuşun yapılması amacıyla ihtiyaç duyulan paradır.
- İhtiyat güdüsü; gelecekteki güvenliğin sağlanması yani ihtiyati amaçlı talep edilen paradır.
- Spekülasyon güdüsü; ileride piyasanın getirebileceği daha iyi bir kâr beklentisiyle talep edilen paradır.

Keynesyen iktisatçılar, para ve reel ekonomi arasındaki ilişkiyi faiz oranı üzerinden kurmuştur. Faizi de aktarımın değişkeni olarak son derece önemsemişlerdir. Faiz ile parasal aktarım mekanizmasının dolaylı bir şekilde işlemesi nedeniyle, bu görüşte parasal aktarım mekanizması dolaylı aktarım mekanizması olarak ifade edilmektedir. Para arzındaki değişim önce para piyasasına yansır, faiz oranlarını değiştirir ve faiz oranlarındaki bu değişmelerin yatırımlara yaptığı etki yoluyla da mekanizma işler. Mekanizmanın ne ölçüde işlediği, para talebinin faiz elastikiyetine ve yatırımların faiz elastikiyetine bağlı olarak değişmektedir. Para politikasının etkisinin ölçüsü de, spekülasyon amaçlı para talebinin faiz elastikiyetine ve yatırımların faiz elastikiyetine göre şekillenir.[23] Keynesyen yaklaşımın parasal aktarım mekanizmasına göre, para politikası araçları sırasıyla parasal tabanı, para arzını etkilemekte sonrasında para arzındaki değişmeler faiz oranlarını, faiz oranlarındaki değişme önce yatırımları sonra hasılayı etkilemektedir.[24]




[21] Paya, 2013, s.9.
[22] John Maynard Keynes, **The General Theory of Employment Interest and Money**. Cambridge University Press, for Royal Economic Society, 1936, s.170.
[23] Florian Nolte, **Die Transmission Monetärer Impulse**. Europäischer Verlag der Wissenschaften, 2003, Frankfurt, s.31-39.
[24] İsmail Seyrek, Mehmet Duman ve Murat Sarıkaya, "Parasal Aktarım Mekanizması ve Para Politikası Aracı: Türkiye'de Aktarım Mekanizması", **Cumhuriyet Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Dergisi**, Cilt:5, Sayı:1, s.204.

Miktar Teorisi tarafından örneklendiği gibi Keynesyenler genellikle doğrudan aktarım mekanizmasının olasılığını yalanlamıştır. Onun yerine dolaylı bir aktarım mekanizmasını önermiştir. Bu sayede parasal güçler, faiz oranları ya da döviz kurları gibi ara değişkenler üzerindeki etkisi ile ancak önemlidir.

Nihai hedefte istenilen sonuçları meydana getirecek olan parasal büyüklükler de bitişik hedefler olarak ifade edilebilir.[25] Buna göre David Gowland bitişik hedeflere ait şöyle bir sıralama yapmıştır:[26]

| | |
|---|---|
| Para arzı miktarı | - Milton Friedman |
| Döviz kuru fiyatı | - Buiter (Yeni Keynesçi) |
| Kredi Miktarı | - Ben Friedman |
| Faiz Oranları | - Harrod (Eski keynesçi) |
| Hisse Senedi Fiyatları ya da Getiri Oranları | - Tobin |
| Kamu Kesimi Borçlanma | - Lawson |
| Tam İstihdam, Bütçe Açığı | - Ward and Neild |
| Fiskal Kaldıraç | - Musgrave |
| İç Kredi Genişlemesi | - IMF |
| Nominal Gelir | - Meade |
| Para Miktarı | - Minford |

Keynesyen görüşte parasal aktarım mekanizması bazı konularda eleştirilmiştir. Yapılan eleştirileri şöyle sıralanabilir:[27]

- Keynesyen görüşte, yatırım yapma imkanı para ve tahvil ile sınırlandırılmakta, kredi piyasasındaki işlemler önemsenmemektedir.
- Aktarım sürecinde finansal aracılar aktif bir rol oynamazken, bankalar da sadece kısa vadeli tasarruf mevduatını uzun vadeli yatırım sermayesine dönüştürmektedir.

[25] Paya, 2013, s.180.
[26] David Gowland, **Money Inflation and Unemployment**. Second Edition, 1991, s.7-8.
[27] Vedat Cengiz, "Keynesyen ve Monetarist Görüşte Parasal Aktarım Mekanizması: Bir Karşılaştırma", **Kocaeli Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Dergisi**, Cilt:22, Sayı:1, Ocak 2008, s.118.

- Vadesi de belirsiz olan tek bir faizden söz edilmektedir. Merkez bankası kısa vadeli faiz oranlarını kolayca kontrol edebilse de, işletmelerin yatırım kararları önemli ölçüde uzun vadeli faiz oranlarına bağlıdır.

Para politikasının etkinliği konusunda ilk ve çağdaş Keynesyenler arasında görüş farklılıkları mevcuttur. İlk Keynesyenlere göre para politikası etkisizdir. Nedenleri yatırımların faizin değil beklentilerin bir fonksiyonu olması ile yatırımların faiz esnekliğinin düşük olmasıdır. Ayrıca para arzını artırarak, faiz oranlarını sürekli düşürmenin mümkün olmadığı durum olan Likidite Tuzağı da meydana gelebilir. O zaman para arzını arttırmak, spekülatif güdüyle atıl ankeslere gidecek ve para politikası etkisiz olacaktır. Çağdaş Keynesyenlere göre para politikası etkili olup maliye politikası ona kıyasla daha da etkili bir araçtır. Ekonomide enflasyonist veya deflasyonist durumlar olduğunda, para ve maliye politikalarının beraber uygulanması gerektiğini savunurlar.[28]

Keynesyen görüşe göre, para politikasının etkinlik anahtarlarından biri finansal aktifler üzerindeki faiz oranları etkisinin ne olacağıdır. Yani para arzındaki genişlemeyle artan likidite, faiz oranlarını düşürmedikçe (veya tam tersi) para politikası uygulamaları muhtemelen etkisiz kalacaktır.[29]

Özetle, para politikasının etkinliğinden Keynesçi yaklaşımda bahsetmek söz konusu değildir. Yani para politikasının faiz oranı aracılığıyla tam istihdamı otomatik şekilde sağlayamadığı söylenebilir. Bunun nedenlerinden biri Likidite Tuzağı, diğeri yatırım-tasarruf tutarsızlığıdır.[30] Planlanan tasarruflardaki artışların faiz oranı üzerinde baskı yarattığı fikrine Keynes karşı çıkmaktadır. finansman gereksinmesinin ortaya çıkışı ile tasarrufların ortaya çıkışı arasındaki zaman farkı, planlanan yatırım artışlarının finansmanı sorununu ortaya çıkarmaktadır.[31] Bu durum Keynes'in planlanan yatırım harcamaları çerçevesinde finansman güdüsüyle para talebi kavramını ön plana çıkarmıştır.

[28] Yüksel Bilgili, **Karşılaştırmalı İktisat Okulları Ders Notları (Makro İktisadın Teorik Esasları)**. Yenilenmiş 11.Baskı, 2014, s.154-155.
[29] İlker Parasız, **Para Politikası Monetarist Keynesyen Tartışması.** Bursa: Haşet Kitabevi Yayınları, No:1, 1986, s.60.
[30] Serin, 1987, s.123.
[31] Can Aktan ve diğerleri, 1988.

Keynesçi para politikası parasal değişkenlerin üretim, istihdam ve yatırım gibi reel faktörler üzerinde etkili olacağını ifade etmiştir. Parasal bir ekonomi ile takas ekonomisi arasındaki temel farkı vurgulayan Keynes, klasik sistemde sadece mübadele aracı olarak ele alınan paranın birikim aracı olarak da ele alınmasını sağlamıştır.[32]

Keynes Genel Teori'de, para arzının artışına dayanan bir genişleyici para politikasını tümüyle etkisiz bulmamaktadır. Buna karşın, özellikle büyük kriz dönemlerinde para politikasının etkisi de önemli kısıtlamalara sahiptir. Ayrıca politika faiz indirimlerine yönelik geleneksel para politikası uygulamalarının kredi tıkanıklığını yok edememesi ve istenen etkiyi yaratamaması nedeniyle, gelişmiş ülkelerin merkez bankaları geleneksel olmayan (nicel) para politikası uygulamalarına yoğunlaşmışlardır.[33] Bu görüşler doğrultusunda yatırım-tasarruf dengesinde sorunlar yaşayan, yurtiçi tasarrufları azalan Türkiye'de, gelecekteki kalkınmaya ve sürdürülebilir büyümeye en önemli katkıyı elbette yurt içi yatırım ve tasarruf artışlarının sağlayacağı unutulmamalıdır.

Türkiye'de izlenen para ve maliye politikalarının likidite tuzağı ile mücadele etmekten ziyade mali disiplinin ve finansal istikrarın sağlanmasına yönelik olduğu da söylenebilir.[34] 1970'li yıllara kadar çeşitli uygulamalarla yürürlükte kalan Keynesyen paradigma, o süreçte yaşanan ekonomik kriz ile beraber Keynesyen refah devletinin finansman sorunlarını ortaya çıkarmış, finansman sorununa yönelik olarak da mali konsolidasyon politikalarını gündeme getirmiştir.[35] 1929 Büyük Buhran ile birlikte ekonomik faaliyetler üzerinde etkisini artıran maliye politikalarının öncülüğündeki Keynesyen görüş 1970'li yıllara kadar başarı göstermiştir.[36] Klasikleri anlamadan sanayi devrimini anlayamayacağımız gibi, Keynes'i anlamadan da iki dünya savaşı arasında kapitalizmin gelişimini ve yarattığı sorunları anlamak pek mümkün olmayacaktır.

---

[32] Milton Friedman, **Unemployment Versus Inflation? An Evolution of Phillips Curve**. IEA, Lecture, No.2, 1975, s.21.
[33] Ersan Bocutoğlu, Aykut Ekinci, "Genel Teori Küresel Krizler ve Yeniden Maliye Politikası", **Maliye Dergisi**, Sayı:156, Ocak-Haziran 2009, s.71-73.
[34] C. Mehmet Baydur ve Bora Süslü, "Likidite Tuzağı Altında Para ve Maliye Politikası: AB ve Türkiye", **Süleyman Demirel Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi**, Cilt:16, Sayı:2, Yıl:2011, s.36.
[35] Gökhan Dökmen ve Tarık Vural, "Maliye Politikalarının Keynesyen Olmayan Etkileri: Türkiye Örneği", **Maliye Dergisi**, Sayı:161, Temmuz-Aralık 2011, s.120.
[36] TCMB, "Parasal Aktarım Mekanizması", 2013, http://www.tcmb.gov.tr/wps/wcm/connect/8cdd0f38-142f-493b-b489-bdc0111491bb/ParasalAktarim.pdf?MOD=AJPERES., (Erişim: 16.08.2016)

Keynesyen görüşe karşı adeta bir kale olan Chicago Okulu geleneğinden yetişmiş Friedman ve yakın çevresindeki iktisatçılar, 1950-60'larda artan eleştirileri ve alternatif görüşleri; 1970'lerdeki Stagflasyon krizinin Keynesyen politikalarla çözümlenememesi ile beraber ön plana çıkmıştır. Bu yıllardan itibaren Monetarizm-Keynesyen iktisat tartışmaları hep gündemde olmuştur.[37]

### 1.1.3. Monetarist Yaklaşım

Para politikası 1929 Buhranı'ına kadar iktisatçılar için son derece önemli iken, 1930'lu yıllarda iktisadi düşüncede yaşanan değişme ile güç kaybetmeye başlamıştır. 1960'lı yılların sonlarına doğru geleneksel para ve maliye politikaları aracılığıyla ekonomik faaliyetlerin kontrolü giderek zorlaşınca, bu kez Milton Friedman'ın öncülük ettiği Monetarist (Parasal) görüş Keynesgil görüşe karşı alternatif olarak doğmuştur. Ünlü bir Keynesgil iktisatçı olan Robert Solow, bir konferansta Monetarizmin temelini şöyle ifade etmektedir: "Benimle Milton Friedman arasındaki diğer fark şudur, Friedman'a herşey para arzını hatırlatmaktadır. Bana da her şey futbol maçını hatırlatmaktadır, fakat ben bunu yazılarımın dışında tutarım."[38]

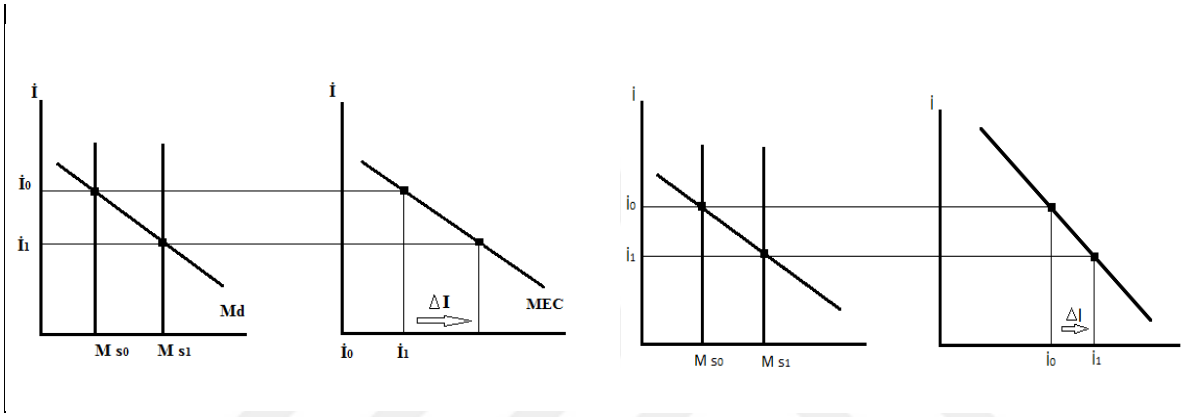
Friedman için en önemli para tutma motifi ihtiyat güdüsü olup para değer deposu olma fonksiyonunu yerine getirebilen, nakde çevrilebilmesi risksiz olan aktif veya aktifler seti olarak tanımlanır. Friedman'ın Doğal İşsizlik Oranı, Enflasyon Analizi Hipotezi gibi konular üzerinde durduğu aktivist para ve maliye politikalarına da pek güvenmediği görülmektedir. Yarattığı dışlama etkisi nedeniyle özellikle maliye politikası etkinsiz, para politikası ona göre daha etkin kabul edilmektedir.[39]

Monetaristler, kısa dönemde parasal genişlemenin geçici olarak yüksek reel gelire neden olacağını ifade ederler. Uzun dönemde artan para arzı, yalnızca enflasyonun habercisidir. Enflasyona tepki olarak para otoritelerinin para arzını daraltmaları da durgunluğu beraberinde getirecektir. Yani parasal daralma durgunluğa, parasal genişleme enflasyona neden olacaktır. Ekonomik istikrarı sağlamak için Keynesyenlerin müdahaleci makro politikaları gibi yanlış

[37] Gülsün Gürkan Yay, "Chicago Okulu Milton Friedman ve Monetarizm", **Liberal Düşünce Dergisi**, 6(24), 2001 Güz, ss.196-207.
[38] Parasız, 1986, s.51.
[39] Milton Friedman, "The Demand for Money: Some Theoretical and Empirical Results", **Journal of Political Economy**, 67(4), 1959, s.349.

para politikalarının uygulanmaması gerektiğini, para arzında sabit bir artışa izin veren bir politikanın iyi bir politika olduğunu savunmuşlardır. Yani ekonomik büyümeyi esas alan, para arzını da sabit ve istikrarlı bir şekilde artıran para politikası en iyisidir.[40]

Şekil 4, para politikasının etkinliğini Monetarist ve Keynesci görüş açısından karşılaştırmaktadır. Keynesciler Monetaristlere kıyasla para politikasının daha az etkin olduğunu savunmaktadır.




**Monetarist Görüş** **Keynesci Görüş**

**Şekil 4:** Keynes ve Monetaristler Açısından Para Politikasının Etkinliği

**Kaynak**: Çetin Doğan, "Para Politikasının Etkinliği: Türkiye Açısından Bir Değerlendirmesi", Süleyman Demirel Üniversitesi İktisadi İdari Bilimler Fakültesi, Cilt:10, Sayı:1, Yıl:2005, ss.25-42., s.30.

Ekonominin başta ($İ_0$) faiz oranı ve ($I_0$) yatırım düzeyinde dengede olduğu kabul edilirse, merkez bankasının para arzını $M_{s0}$'dan $M_{s1}$ düzeyine yükseltmesi durumunda faiz oranı iki görüşe göre de $İ_1$ düzeyine düşecektir. Faiz oranındaki değişmenin yatırımlar üzerine etkisi her iki görüşte de farklı olacaktır. Çünkü Monetaristlere göre yatırım harcamaları faiz oranına duyarlı, Keynescilere göre de duyarlı değildir.[41]

Monetarist görüşte, maliye politikasına ilgi duymaya ihtiyaç olmamakla birlikte istikrar politikası sadece para politikası üzerinde yoğunlaşmalıdır ve herhangi bir şeyin kötüye gidişinde kabahat merkez bankasınındır. Monetaristlere göre tam istihdamın ve fiyat istikrarının

[40] Ömer Yılmaz, Alaattin Kızıltan ve Vedat Kaya, "İktisadi Kriz Kuramları Finansal Küreselleşme ve Para Krizleri", **Erciyes Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi**, Sayı:24, Ocak-Haziran 2005, s.87.
[41] Çetin Doğan, "Para Politikasının Etkinliği: Türkiye Açısından Bir Değerlendirmesi", **Süleyman Demirel Üniversitesi İktisadi İdari Bilimler Fakültesi Dergisi**, Cilt:10, Sayı:1, Yıl:2005, s.30.

korunabilmesi amacıyla merkez bankası, üretimdeki artışı ve dolaşım hızındaki azalışı dengelemek için para stokunu yeteri kadar arttırmalıdır.[42]

Miktar kuramcıları para arzını, fiyatlar genel düzeyinin temel belirleyicisi olarak görmüşlerdir. Günümüzde modern miktar kuramcıları (monetaristler) paranın fiyatlar genel düzeyini belirlemenin ötesine geçerek daha geniş işlevinin olacağını, paranın kısa dönemde ekonomik faaliyetleri de etkileyeceğini ifade etmişlerdir.[43]

Friedman Miktar Teorisi'ni yorumlarken, paranın genellikle bir yılda kaç kez el değiştireceğini gösteren katsayı olan paranın dolanım hızını, sürekli gelirin istikrarlı bir fonksiyonu olarak ifade etmiştir. Zamanla sürekli gelire paralel olarak paranın dolanım hızı da ters yönde değişim göstermektedir. Sürekli gelirin artışı paranın dolanım hızını azaltmakta, azalışı artırmaktadır. Friedman, paranın dolanım hızının kısa dönemde değiştiğini ancak uzun dönemde sabit değerini aldığını söylemektedir. Yani paranın dolanım hızı; klasiklere göre kısa dönemde sabit, keynesyenlere göre istikrarsız, monetaristlere göre de aksine istikrarlı ve öngörülebilir bir özellik taşır. Monetaristler, Klasik Miktar Teorisi'ni (MV=Py) artış hızları cinsinden ifade ederek para politikasının etkinliği üzerinde durmaktadır. Artış hızları cinsinden Miktar Teorisi;[44]

$$\frac{\Delta M}{M} + \frac{\Delta V}{V} = \frac{\Delta P}{P} + \frac{\Delta y}{y}$$

$\frac{\Delta M}{M}$ = Para stokunun artış oranı,

$\frac{\Delta V}{V}$ = Paranın el değiştirme hızının artış oranı,

$\frac{\Delta P}{P}$ = Fiyatlar genel düzeyinin artış oranı (enflasyon)

$\frac{\Delta y}{y}$ = Büyüme oranı

[42] Parasız, 1986, s.56-58.
[43] Friedman, 1975, s.21.
[44] Bilgili, 2014, s.220-222.

1970 yılında Friedman oldukça detaylı bir gösterim kullanarak ilk önce Fisher'in işlemler denklemi MV=PT daha sonra bu eşitliğin gelir versiyonu MV=PYr ve son olarak Cambridge nakit-dengesi denklemi M= kPYr ile devam etmektedir. Friedman Miktar Teorisi'nin işlem ve gelir versiyonları, paranın rolü üzerine çok farklı düşünceler içermektedir. İşlem versiyonu için para ile ilgili en önemli şey transfer edilmesi iken, gelir versiyonu için en önemli şey elde tutulmasıdır. Bu farklılık Miktar Teorisi'nin Cambridge Nakit-Dengesi versiyonunda bile açıktır. Aslında, gelir versiyonu belki de Fisher ve Cambridge versiyonları arasında en iyisi olarak görülebilir. [45]

Monetaristler para talebinin işlem güdüsünü ön planda tutarken, Keynesciler spekülasyon güdüsünü ön planda tutmaktadır. Keynesci görüşün para politikasına yönelik bir itirazı özellikle enflasyonla mücadele için kullanıldığında tehlikeli bir kamçı olmasıdır. Çünkü Keynesciler, para politikasının ılımlı olarak yürütülmesine imkan olmadığını ifade ederler. Eğer para politikası etkili ise muhtemelen çok etkin olacaktır ve dolayısıyla bir finansal krize neden olabilecektir. Aşırı parasal kısıtlama, ödünç verenler ve alanlar açısından risk düzeyini arttırarak, finansal sistemden kopmalarını ve ayrılmalarını hızlandırıp, sermaye piyasalarının etkinliğini azaltarak bir ekonomik resesyona neden olabilir. Diğer bir itiraz bu uygulamanın ekonomideki sektörleri aynı oranda etkilemediği ve üretim yapısını bozduğuna yöneliktir.[46]

Monetarist iktisatçılar "duyuru etkisi yaratarak" finansal sistemde istikrarsızlığı arttırdığından ve merkez bankasının nihai ödünç veren merci olma işlevine dayanak teşkil ettiğinden dolayı, reeskont politikasını uygun bir politika aracı olarak görmemektedir. Monetarizmin kurucusu olarak kabul edilen Friedman, zorunlu karşılık politikasının uygulamadan kaldırılmasını önemli bir reform olarak nitelendirir.[47]

Kısacası Monetaristler, devletin müdahalesine karşı oldukları ekonomide maliye politikasına oranla daha etkili bir politika olarak para politikasını görmekte, bu politikanın yönetilmesinde de para arzını temel unsur olarak kabul etmektedir.

[45] Milton Friedman, "A Theoretical Framework for Monetary Analysis", The Journal of Political Economy, **The University of Chicago Press**, Vol:78, March/April 1970, s.194-202.
[46] Parasız, 1986, s.60.
[47] Can Aktan ve diğerleri, (Erişim: 25.02.2016)

### 1.1.4. Yeni Klasik İktisat Yaklaşım

Keynesyen ve Neo-Klasik senteze karşı olarak 1970'lerde ortaya çıkan Yeni Klasik Okul, metodolojisini mikro ekonomik esaslara dayandırmaktadır. Bir bütün olarak ekonomik sisteme yönelik sonuçlar geliştiren yaklaşımın ilk varsayımı; bireylerin yatırım, tüketim gibi iktisadi kararlarında sadece reel faktörleri temel almasıdır. Diğer bir varsayımı da; ekonominin değerlendirmesinde bireylerin sistematik hata yapmayacakları ve istikrarlı oluşlarıdır. Bireyin rasyonel beklentiler içinde olduğu kabul edilmektedir.

Lucas'ın katkılarıyla 1970'lerin sonlarında ünü hızla yükselen Yeni-Klasik İktisat, Makroiktisatta Rasyonel Bekleyişler-Denge Yaklaşımı olarak da bilinmektedir. En dikkat çeken hipotezi, son yirmi yıl içinde makro iktisatta yaratılan en büyük değişim olan Rasyonel Bekleyişler Hipotezidir. Lucas'ın Rasyonel Bekleyişler Hipotezi ile Doğal İşsizlik Oranının birleştirilerek oluşturulduğu Toplam Arz Modeliyle ortaya çıkan "Politika Etkinsizliği" önerisi de dikkat çekmektedir. Bu Friedman'ın para politikasının kısa dönemde reel üretimi etkilese de uzun dönemdeki etkisinin ortadan kalkacağı önerisinin, Yeni-Klasik iktisatta aldığı yeni bir versiyonudur. Yeni-Klasikler, öngörülebilir bir para arzı artışının reel üretimi etkileyemeyeceğini ve politikanın etkisiz olacağını ifade etmişlerdir.[48]

Yani bu yaklaşımda, beklenmeyen politikalar iktisadi birimleri şaşırtarak beklentilerini etkileyecektir. Dolayısıyla, merkez bankalarının da fazla sürpriz politikaları tercih etmemesi daha uygun görülmektedir.

Para arzının reel değişkenleri etkilediği bir modele, rasyonel bekleyişler varsayımının ilave edilmesi durumunda para politikası etkisiz olabilmektedir. Bunun nedenlerinden biri, bireylerin politika değişikliğini öngörmeleri ve kararlarını buna göre almalarıdır. Fiyat hareketleri ile piyasaların sürekli temizlendiği, karşılanmayan arz ve talebin olmadığı Yeni Klasik İktisatta, Lucas Arz Eğrisi ve Rasyonel Beklentiler varsayımı ile politikalar etkisini kaybedecektir. Bir ekonomide iktisadi bireyler akılcı, rasyonel davranmadığı takdirde uygulanan politikalar başarı göstermeyecektir.[49]

---

[48] Robert E. Lucas, "Some International Evidence On Output-Inflation Tradeoffs", **American Economic Review**, Vol:63, No:3, ss..326-334.

[49] Oğuz Aşırım, "Para Politikalarının Etkili ve Etkisiz Olduğu Bazı Durumlar", TCMB Araştırma Planlama ve Eğitim Genel Müdürlüğü, Tartışma Tebliği No: 9305, Mayıs 1993, s.13.

İktisadi unsurların sistematik süreçler ile oluşturulmasını temel alan Rasyonel Beklentiler Hipotezi, sadece geçmiş değil cari döneme ait verilerden de yararlanmaktadır. Hipotezde ekonomik aracılar, bir değişkeni belirleyen süreci zamanla öğrenir ve beklentileri de buna göre şekillendirir. Bireyler de beklentilere yönelik olan bilgiyi kullanarak bilgi sahibi olurlar. Firmaların beklentileri de aynı şekilde, teorinin yaptığı tahmin ile aynı gerçekleşecektir.[50]

Fiyatlardaki nominal katılıkların para ve maliye politikalarını etkili kıldığı Keynesyen görüşe karşın, Rasyonel Beklentiler Varsayımı altında fiyatların yeterince esnek olduğu Yeni Klasik yaklaşımda iktisat politikaları etkisiz olacaktır.[51] Özellikle uzun dönemde gerçekleşen bu durum karşısında devlet aktif bir rol üstlenmek yerine istikrarlı politikalar izlemelidir.

1970'li yıllardan beri ekonomiye önemli katkılar sağlamış olan Yeni Klasik İktisat yaklaşımı; Rasyonel Beklentiler Hipotezi ve makro iktisadın mikro temellerinin oluşturulması gerekliliği ile dikkat çekmiştir. Ayrıca, iradi politikalardan ziyade iktisat politikalarının kurallarla yönlendirilmesi konusundaki önermeleri ön plana çıkmıştır.[52]

Modellerini ampirik alana taşıma konusunda yeterince başarılı olamayan Yeni Klasik yaklaşıma karşı çeşitli teorik çalışmalar ön plana çıkmıştır. Bunlardan biri, Klasik geleneğe dayalı Reel İş Çevrim kuramları, diğeri de Keynesyen geleneğe dayalı Yeni Keynesyen İktisat yaklaşımıdır.[53]

### 1.1.5. Yeni Keynesyen Yaklaşım

Yeni Neoklasik Sentez olarak da adlandırılan Yeni Keynesyen görüş, 1990'lı yıllarda gelişen ve ekonomik istikrarın sağlanması konusunda para politikasını ön plana çıkaran bir yaklaşımdır. Merkez bankalarına fiyat istikrarını sağlamaları hususunu öngören bu yaklaşım, faiz oranı aracının da kullanılmasından yanadırlar. Nitekim, 2001 Krizi sonrası TCMB'nin

[50] John F. Muth, "Rational Expectations and the Theory of Price Movements", **Econometrica**, Vol:29, No:3, July 1961, s.316.
[51] Aşırım, 1993, s.1.
[52] Gülsün Gürkan Yay, "Yeni Klasik İktisat Okulu", Yeni Klasik Makroiktisat, *Para ve Finans Ansiklopedisi***,** Cilt:3, 1996, gulsunyay.com/portal/modules.php?name=News&file=article&sid=3., (Erişim: 11.08.2016)
[53] Erhan Yıldırım, Kenan Lopcu, Selim Çakmaklı, F. Özlem Özkan, "Yeni Keynesyen Makro Ekonomik Bir Model: Türkiye Uygulaması", **Ege Akademik Bakış**, Cilt: 10, Sayı: 4, Ekim 2010, s.1270.

temel amacı fiyat istikrarını sağlama şeklinde yasal hale gelmiştir. Reel ve nominal katılıkları beraber ele alan Yeni Keynesyen yaklaşıma göre kısa dönemde para yanlı iken, ekonomik istikrar iktisat politikaları aracılığıyla gerçekleşir.[54]

Ayrıca bu fiyat katılıkları nedeniyle toplam talep, reel ekonomik faaliyetlerin temel belirleyicisidir. Yani para politikası reel değişkenler üzerinde etkili olup, para politikasının pozitif ve normatif olarak çeşitli sonuçları bulunmaktadır. Pozitif sonuç konjonktür dalgalanmalarına bağlı iken, normatif sonuç toplam talebin yönlendirilmesi konusuyla ilişkilidir. Ayrıca uzun dönemde çıktı seviyesini belirleyen temel unsur arz güçleridir.[55]

Yeni Keynesyen model, para politikası araçlarındaki değişmelerin içsel bileşenlerini ön plana çıkarmaktadır. Ayrıca alternatif politika kurallarının olabileceği düşüncesiyle beraber, tüketicinin optimizasyon davranışına göre refaha dayalı bir ölçüt yardımıyla Lucas kritiğinden ayrı bir kural olarak belirlenebilir. Bu yaklaşım; eksik bilgi, kredideki katılıklar, açık ekonomi, işsizlik gibi çeşitli unsurları kapsayan bir modele dayanmaktadır.[56]

Yeni Keynesyenler tarafından geliştirilen Keynesyen Dinamik Rassal Denge Modelleri (KDRDM) ile beraber Philips Eğrisi gündeme yeniden gelmiştir. İşsizlik ve enflasyon oranına yoğunlaşan, ekonomik birimlerin yapısal davranışlarını gözden kaçıran Philips Eğrisi bu konuda eleştiriler almıştır.[57]

Tablo 1'de para politikasının etkinliği konusundaki varsayımlarına yönelik olarak Yeni Keynesyen ve Yeni Klasik İktisat görüşlerinin bir özeti yer almaktadır.

[54] Yıldırım ve diğerleri, 2010, s.1269-1270.
[55] Marvin Goodfriend ve Robert G. King, "The New Neoclassical Synthesis and the Role of Monetary Policy", 1997, www.nber.org/chapters/c11040.pdf., (Erişim:12.08.2016)
[56] Jordi Gali, "The New Keynesian Approach to Monetary Policy Analysis: Lessons and New Directions", **CREI and Universitat Pompeu Fabra**, 16 March 2009, s.1-2.
[57] Jeffrey C. Fuhrer, "The Phillips Curve is Alive and Well", **New England Economic Review**. March-April 1995, s.49.

**Tablo 1: Yeni Klasik-Yeni Keynesyen Görüşe Göre Para Politikasının Etkinliği**

| | **Genişletici Para Politikası Durumu** | |
|---|---|---|
| | **Öngörülmeyen Para Politikası** | **Öngörülen Para Politikası** |
| **Yeni Klasikler** | Kısa Dönemde;<br>✓ Gerçekleşen fiyat beklenen fiyattan büyüktür.<br>✓ Fiyatlar Genel Düzeyi yükselir, Çıktı Düzeyi Artar.<br>✓ Öngörülemeyen Para Politikası kısa dönemde etkindir.<br>Uzun Dönemde;<br>✓ Gerçekleşen fiyat, beklenen fiyata eşittir.<br>✓ Fiyatlar genel düzeyi artar.<br>✓ Çıktı düzeyi doğal seviyesine geri döner.<br><br>Öngörülemeyen Para Politikası Uzun Dönemde Etkin Değildir. | Kısa ve Uzun Dönemde;<br>✓ Gerçekleşen fiyat beklenen fiyata eşittir.<br>✓ Fiyatlar genel düzeyi artar, Çıktı düzeyi değişmez.<br><br>Öngörülen Para Politikası Hem Kısa Hem de Uzun Dönemde Etkin Değildir. |
| **Yeni Keynesyenler** | ✓ Gerçekleşen fiyat, beklenen fiyattan büyüktür.<br>✓ Fiyatlar genel düzeyi yükselir, Çıktı düzeyi artar.<br><br>Öngörülmeyen Para Politikası Etkindir, Ancak Öngörülen Para Politikasına Göre Daha Etkindir. | ✓ Gerçekleşen fiyat, beklenenden büyüktür.<br>✓ Fiyatlar genel düzeyi yükselir, çıktı düzeyi artar.<br><br>Öngörülen Para Politikası Etkindir. Ancak Öngörülmeyen Para Politikasına Göre Daha Az Etkindir. |

**Kaynak**: Metin Berber, "Keynesyen Akıma Bağlı İktisadi Okullar", www.metinberber.com/kullanici_dosyalari/file/ykeynes.ppt., (Erişim: 16.08.2016)

1970'lere kadar ABD, Avrupa ve Japonya gibi gelişmiş kapitalist ülkelerde yaşanan ekonomik krizlerin çözümünde Keynesçi büyük-uzlaşmaya dayalı Keynesyen para ve maliye politikaları ön planda olmuşsa da, günümüzde son küresel krizin etkilerini ortadan kaldırmada devlet müdahalesiyle Yeni-Keynesci uzlaşma politikaları aktif bir rol oynamaktadır.[58]

[58] Metin Altıok, "Keynes ve Keynesçi Kuramda Kriz ve İktisat Politikası Tartışmaları", **Toplum ve Demokrasi**, 3 (6-7), Mayıs-Aralık 2009, s.101.

### 1.2.Para Politikasının Ekonomiyi Etkileme Kanalları

İktisat biliminde, para politikasının ekonomideki reel etkileri geniş kapsamda tartışılan bir konudur. Kısa dönemde para politikalarının etkilerine ilişkin ortak bir noktaya varılmış olmasa da, uzun dönemde para politikalarının yansızlığı genel kabul görmektedir. Parasal şokların etkileri şiddetine ve şokların özelliklerine göre değişmekte, bu durum literatürde para politikası şoklarının asimetrik etkiler göstermesi olarak ifade edilmektedir.[59] Para politikası uygulamalarının, ekonomideki temel göstergeleri yani reel değişkenleri nasıl ve ne yönde etkilediği parasal aktarım mekanizmasını ifade etmektedir.

Buna göre, parasal aktarım mekanizmasının işleyiş yapısı analitik olarak üç aşamaya ayrılabilir:[60]

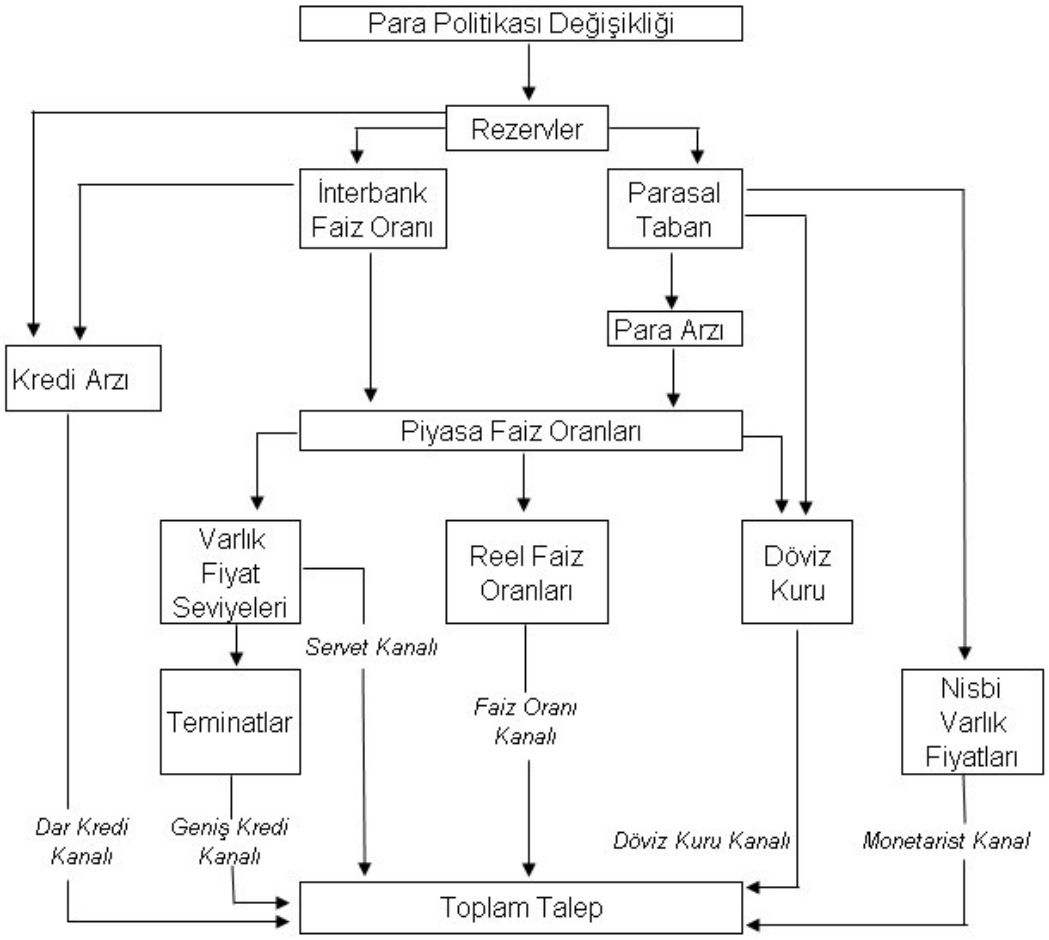
1. İlk aşamada para politikasında meydana gelen değişmeler; faizlere, döviz kuruna, varlık fiyatlarına, likiditeye ve kredi koşullarına yansımakta, finansman maliyeti değişmektedir.
2. İkinci aşamada bu değişme, hane halkı ve firmaların harcamalarına yansımaktadır.
3. Harcamalardaki bu değişmeler son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

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.[61]

Mishkin, parasal aktarım mekanizması kanallarını üç başlık altında toplamaktadır:

1) Geleneksel Faiz Oranı Kanalı
2) Diğer Varlık Fiyatları Kanalı (Döviz kuru ve hisse senetleri fiyatı kanalları)
3) Kredi Kanalı

[59] Etem Hakan Ergeç, "Para Politikası Şoklarının Asimetrik Etkileri", **Eskişehir Osmangazi Üniversitesi Sosyal Bilimler Dergisi**, C:10, S:2, 2009, s.67.
[60] Vedat Cengiz, "Parasal Aktarım Mekanizması İşleyişi ve Ampirik Bulgular", **Erciyes Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi**, Sayı:33, Temmuz-Aralık 2009, s.228.
[61] Gert Peersman, "The Transmission of Monetary Policy In The Euro Area: Implications For The European Central Bank", Universiteit Gent, **Department of Economics and Business Administration**, March 2001, s.6.




**Şekil 5:** Parasal Aktarım Mekanizması

**Kaynak**: Kenneth N. Kuttner and Patricia C. Mosser. "The Monetary Transmission Mechanism: Some Answers and Further Questions", **FRBNY Economic Policy Review**, May 2002, s.16.

Türkiye'de yapılan çalışmalar, çoğunlukla parasal aktarım mekanizmaları ile reel sektör arasındaki ilişkileri ölçmeye yöneliktir. Para politikası araçlarının mali piyasalar üzerindeki etkisine yönelik çalışmalar oldukça sınırlıdır.

İnal (2006), TCMB politika faiz oranlarındaki değişikliklerin göreli uzun vadeli faizlere olan etkisini tahmin etmeye çalışmıştır. Tahminlerin rasyonel bekleyişler hipotezi ile uyumlu olduğunu, para politikası sürprizlerini gösteren katsayıların büyük ve istatiksel olarak anlamlı

olduklarını, beklenen kısmını gösteren katsayıların da küçük ve istatiksel olarak anlamlı olmadıklarını gözlemlemiştir.[62]

Aydın (2007), Türkiye'de faiz oranlarının geçişkenliği konusundaki çalışmasında, politika faiz oranındaki değişikliklere ticari kredi faiz oranının duyarlı olmadığına, ihtiyaç ve otomobil kredisi faiz oranlarının duyarlı olduğuna ve konut kredisi faiz oranlarının da aşırı duyarlı olduğuna ulaşmıştır.[63]

Türkiye'de para politikası ve reel ekonomi etkileşimini, parasal aktarım kanallarından daha etkin olarak çalışanları inceleyen Kasapoğlu (2007) çalışmasında, faiz oranlarına verilen şoka döviz kuru ve enflasyonun tepki verdiğini ifade etmiştir. Ayrıca, döviz kuru kanalının üretim seviyesini etkilemezken fiyatlar genel seviyesini önemli ölçüde etkilediğini ve hisse senedi fiyatları ile kredi kanalının çalıştığına dair bulguların olmadığını tespit etmiştir.[64]

Aktaş ve diğerleri (2008), Türkiye'de para politikasının mali piyasalara olan etkisine yönelik yaptıkları çalışmalarında, politika faiz oranındaki değişikliklerin mali piyasalarda özellikle bono-tahvil faizleri üzerinde etkili olduğunu ifade etmişlerdir. Para politikası sürprizlerine hisse senedi fiyatlarının istatistiksel olarak anlamlı bir tepki vermediğini ve döviz kurunun tepkisinin de küçük olduğunu bulmuşlardır.[65]

Çiçek (2005), Türkiye'deki parasal aktarım mekanizmasını VAR (vektör otoregresyon) metodolojisini kullanarak incelemiş, reel üretimin parasal daralmadan sonra hızla düştüğünü fiyatların daha gecikmeli olarak düştüğünü görmüştür. Çalışmada Türkiye'de banka kredi kanalının reel sektörün finansmanında etkisinin olmadığını, geleneksel faiz oranı kanalının en etkin kanal olduğunu ifade etmiştir. Ayrıca Türkiye'de banka kredi kanalı, döviz kuru kanalı

[62] Duygu Güneş İnal, **Türkiye'de Para Politikası Faiz Kararlarının Uzun Dönemli Faizler Üzerindeki Etkisi**. TCMB Uzmanlık Yeterlilik Tezi, Ankara, Temmuz 2006.
[63] Halil İbrahim Aydın, "Interest Rate Pass-Through in Turkey", **The CentralBank of the Republic of Turkey Research and Monetary Policy Department Working Paper**, No:07/05, June 2007.
[64] Özgür Kasapoğlu, **Parasal Aktarım Mekanizmaları: Türkiye İçin Uygulama**. TCMB Uzmanlık Yeterlilik Tezi, Ankara, Şubat 2007.
[65] Zelal Aktaş, Harun Alp, Refet Gürkaynak, Mehtap Kesriyeli ve Musa Orak, "Türkiye'de Para Politikasının Aktarımı: Para Politikasının Mali Piyasalara Etkisi", TCMB Çalışma Tebliği No:08/11, Aralık 2008.

ve varlık fiyatları kanallarının para politikasının reel ekonomi üzerindeki etkinliğini azalttığını, fiyatlar üzerindeki etkinliğini de artırdığını belirtmiştir.[66]

Türkiye'de parasal aktarım kanallarının etkin bir şekilde işlemesini engelleyen önemli bir unsur, yaşanan kronik enflasyon sorunudur. Son yaşanan küresel finansal krizin dünyaya yayılmasında önemli rol oynayan parasal aktarım kanalları, krizin ortaya çıkışında ve kriz yönetiminin doğru yapılmasında politika yapıcılarına katkı sağlamıştır. Kriz bu kanallar üzerinden, her ülkede farklı önceliğe göre yayılmış ve kriz sürecinde kanalların hepsi etkili olmuştur.[67]

Bu doğrultuda, parasal aktarım mekanizmasının başlıca kanallarının ayrı ayrı incelemesi, bu mekanizmanın nasıl çalıştığının daha iyi anlaşılmasını sağlayacaktır.

### 1.2.1. Faiz Oranı Kanalı

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.[68]

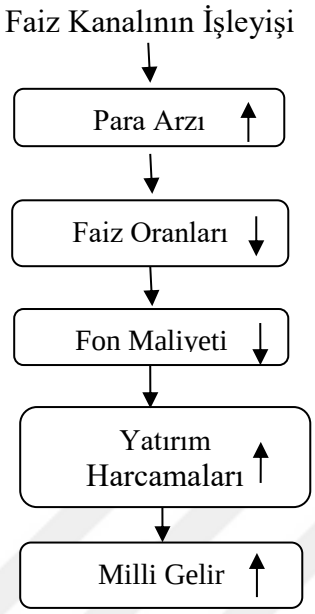
---

[66] Macide Çiçek, "Türkiye'de Parasal Aktarım Mekanizması: Var (Vektör Otoregrasyonu) Yaklaşımıyla Bir Analiz", **İktisat İşletme Finans Dergisi**, 2005.

[67] İlhan Eroğlu ve Nadir Eroğlu, "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, 25.07.2012, s.8554.

[68] TCMB, "Parasal Aktarım Mekanizması", Bülten, Ankara, Sayı:6, Haziran 2007, s.2-3.

Faiz kanalının işleyişini ve etkilerini şöyle ifade etmek mümkündür:

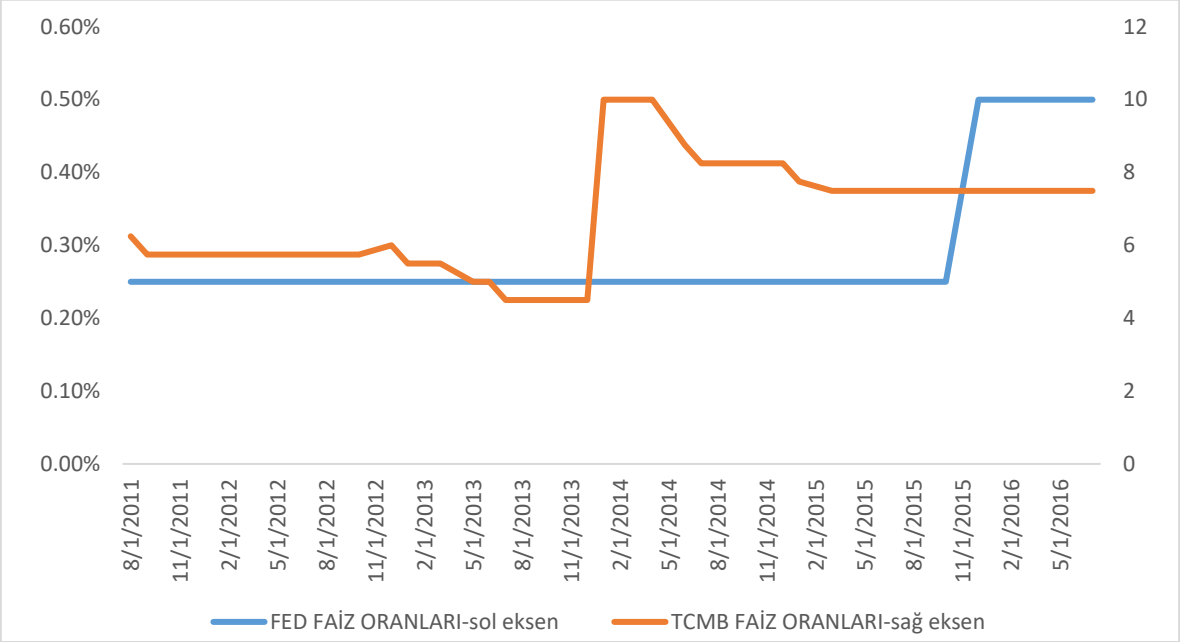



Bunun yanı sıra, ABD gibi faiz oranının düşük olduğu ülkelerde, faiz kanalıyla ekonomiye likidite sağlanması ve geleneksel para politikası araçları ile piyasaları etkilemek oldukça zordur.[69]

Şekil 6'da Amerikan Merkez Bankası (FED) ve Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası (TCMB) faiz oranlarının gelişimi yer almaktadır. Politika faizini bir süredir % 7,5 seviyesinde tutan TCMB, enflasyon hedeflemesi çerçevesinde izlediği faiz politikası doğrultusunda faiz kanalının etkinliğini artırmıştır.

Küresel Kriz sonrası uzun bir süre FED'in politika faizi sıfır ile % 0,25 arasında oldukça düşük bir seyir izlemiştir. (Şekil 6) Enflasyon, işsizlik ve büyümeye yönelik hedeflerine ulaşabilmek amacıyla FED, faizleri rekor düzeyde düşürmüştür. Ancak dünyanın izlediği FED faiz oranlarında yaşanacak yükselişler, piyasada bu yükselişin devam edeceği yönünde beklentiler oluşturabilecektir. Bu durumda piyasanın ani verebileceği bir tepkinin, olası bir krizi gündeme getirebileceği ve bu etkinin diğer ülkeleri de etkisi altına alacağı bir gerçektir. Bu noktada faiz kanalıyla hızla yayılabilecek olası bir kriz ortamına karşı, FED'in izlediği faiz politikasında oldukça temkinli davranması önem taşımaktadır.

[69] Ece D. Erol ve İbrahim Erol, "Küresel Finans Krizi ve Sonrasında Dünya Merkez Bankalarının Para Politikası Stratejileri", **Uluslararası İktisadi ve İdari Bilimler Dergisi**, Cilt:1, Sayı:1, 2015, s.56.




**Şekil 6**: FED ve TCMB Faiz Oranlarının Gelişimi

**Kaynak**: Investing.com ve TCMB verilerinden yararlanılarak oluşturulmuştur.

Para politikasının ekonomik aktivite üzerindeki etkilerini analiz etmeye yönelik, faiz kanalına dayalı temel varsayımlar şöyle sıralanabilir:[70]

- 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.

Bernanke'ye göre 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.[71]

[70] R. Glenn Hubbard, "Is There a 'Credit Channel' for Monetary Policy", **Federal Reserve Bank of St Louis Review**, Vol:77, No:3, May-June 1995, s.64.
[71] Ben Bernanke, "Credit in the Macroeconomy", **Federal Reserve Bank of Newyork Quarterly Review**, Vol:18, No:1, 1993, s.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.

### 1.2.2. Kredi Kanalı

Parasal aktarım kanallarından biri olan kredi kanalı, 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.[72]

Örneğin, Gündüz (2001) para politikası aracı olarak interbank gecelik faiz oranlarını kullanarak, Türkiye'deki parasal aktarım mekanizmasını analiz etmiş ve banka kredi kanalının işlediğini görmüştür.[73]

Aktarım mekanizmasını kara kutu olarak da adlandıran Bernanke ve Gertler'e (1995) göre de, parasal şoklara ekonominin vereceği tepkinin boyutu geleneksel faiz oranı kanalından ziyade kredi kanalı ile açıklanabilir. Ayrıca, bilanço ve banka kredi kanallarının her ikisinin de konut piyasasında önemli roller oynadığını ve parasal aktarım mekanizmasının kantitatif (nicel) olarak başarılı analizlerinin, bu mekanizmaları içermesi gerektiğini ifade etmişlerdir.[74] De Bondt (2002), Euro Bölgesi'nde bir para politikası şokuna karşı makroekonomik değişkenlerin tepkilerini incelemiştir. Almanya, İtalya, Fransa, Hollanda, İngiltere ve Belçika verilerini kapsayan çalışmada İngiltere ve Belçika dışındaki ülkelerde kredi kanalının varlığı ile ilgili sonuçlara ulaşmıştır.[75]

---

[72] Emre Alpan İnan, "Parasal Aktarım Mekanizmasının Kredi Kanalı ve Türkiye", *Bankacılar Dergisi*, Sayı:39, 2011, s.4.

[73] Lokman Gündüz, Türkiye'de Parasal Aktarım Mekanizması ve Banka Kredi Kanalı, **IMKB Dergisi**, Cilt:5, Sayı:18, 2001.

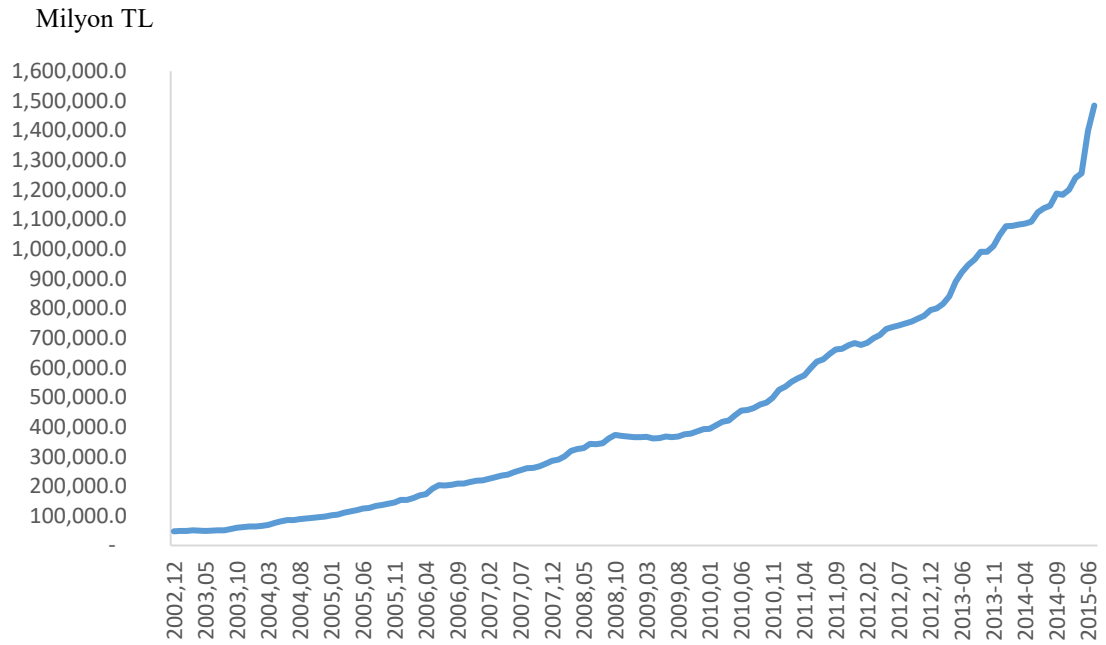
[74] Ben S. Bernanke ve Mark Getler, "Inside the Black Box: The Credit Channel of Monetary Policy Transmission", **Journal of Economic Perspectives**, Vol:9, No:4, Fall 1995.

[75] Gabe De Bondt, "Retail Bank Interest Rate Pass-Through: New Evidence at the Euro Area Level", **ECB Working Paper**, No:136, 2002.

Zamanla etkisini gösteren kredi kanalının etkin çalışabilmesi için üç varsayımdan bahsetmek mümkündür:[76]

- 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.[77](Şekil 7)

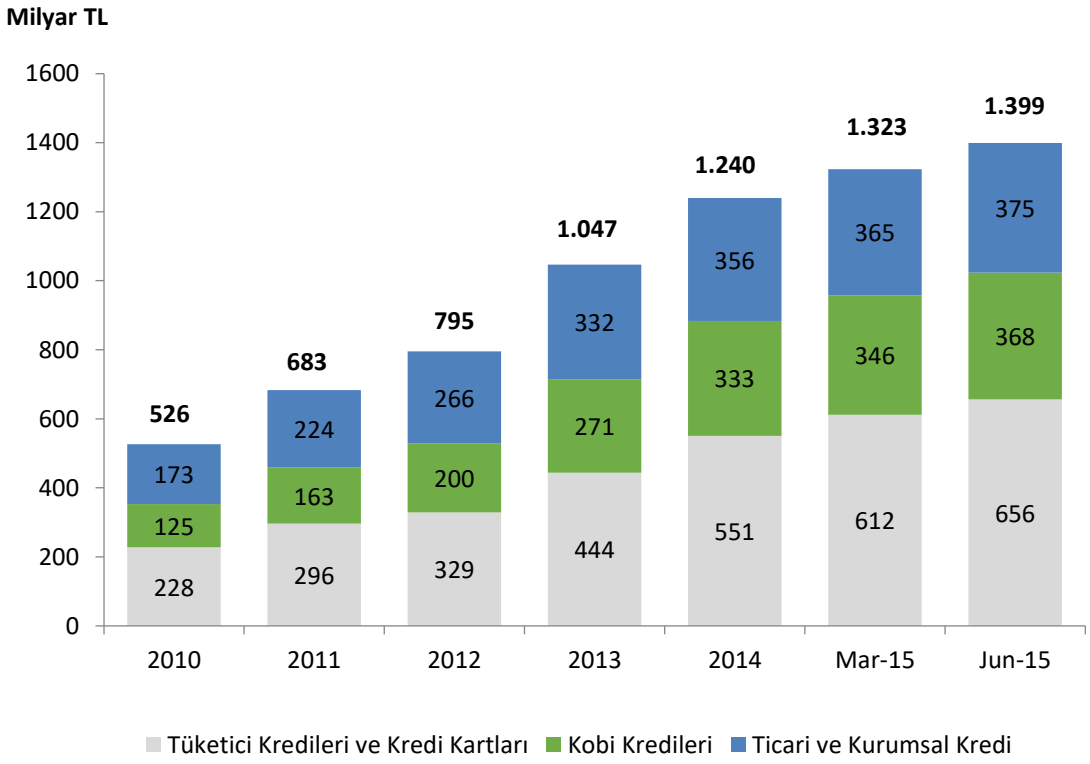



**Şekil 7:** Türk Bankacılık Sektörü Toplam Kredi Hacmi (Milyon TL)

**Kaynak**: BDDK, http://ebulten.bddk.org.tr/AylikBulten/Gelismis.aspx., (Erişim: 19.08.2016)

[76] İnan, 2011, s.5-8.
[77] TCMB, "Parasal Aktarım Mekanizması", 2013, s.11.

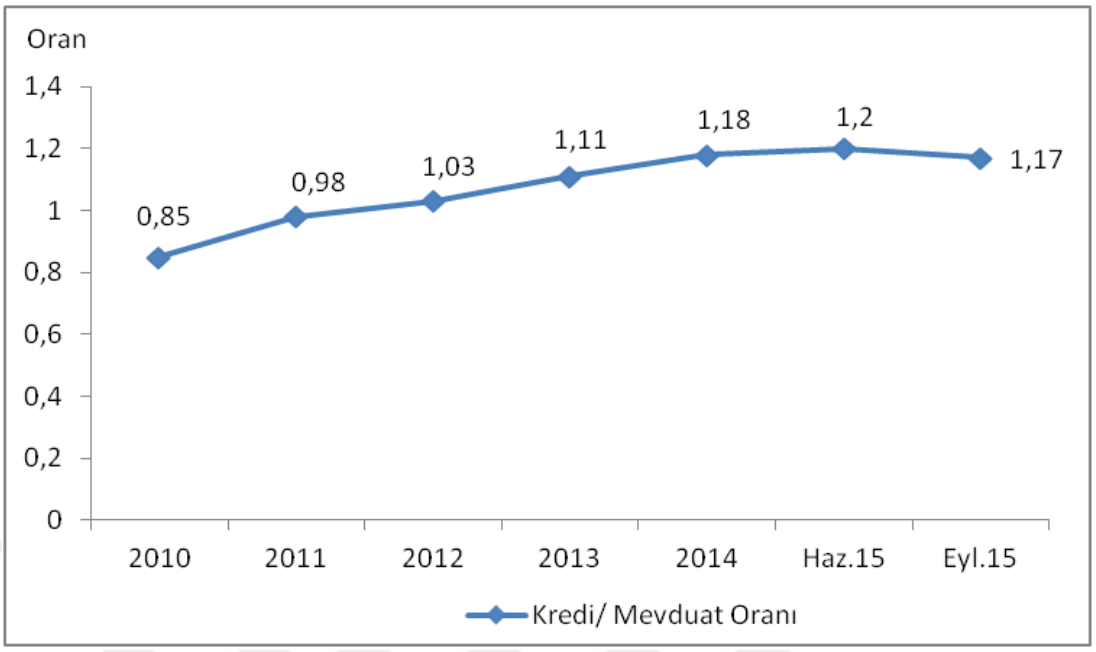
Şekil 8'de görüleceği gibi Haziran 2015 döneminde; ticari ve kurumsal krediler 656 milyar TL, kobi kredileri 368 milyar TL ve tüketici kredileri ve kredi kartları 375 milyar TL olarak gerçekleşmiştir. Kredi büyüme oranının yüksek seyrettiği 2011 yılı ortalarından itibaren uygulanan makro ihtiyati politikaların etkisiyle 2013 yılına kadar kredi büyümesi daha yavaş bir seyir izlemiş, büyüme oranı oldukça düşmüştür. Ancak, sonraki yıllarda tüketici kredilerindeki artışların daha fazla olduğu görülmektedir.




**Şekil 8:** Türk Bankacılık Sektörü Kredi Türlerinin Gelişimi

**Kaynak:** BDDK, "Türk Bankacılık Sektörü Temel Göstergeleri", Veri ve Sistem Yönetimi Daire Başkanlığı, Haziran 2015, s.11.

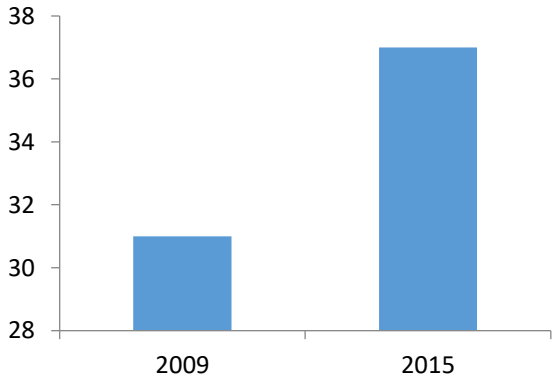
2015 yılının ikinci çeyreğinde kredi tutarı 1,48 trilyon TL, mevduat tutarı 1,27 trilyon TL olarak gerçekleşmiştir. 2010 sonrası Türk bankacılık sektörünün kredi ve mevduat tutarı ile mevduatın krediye dönüşüm oranı paralel şekilde yukarı yönlü bir seyir izlemiştir.




**Şekil 9:** Mevduatın Krediye Dönüşüm Oranı

**Kaynak:** BDDK Veri ve Sistem Yönetimi Daire Başkanlığı, Türk Bankacılık Sektörü Temel Göstergeleri, Eylül 2015, s.7.

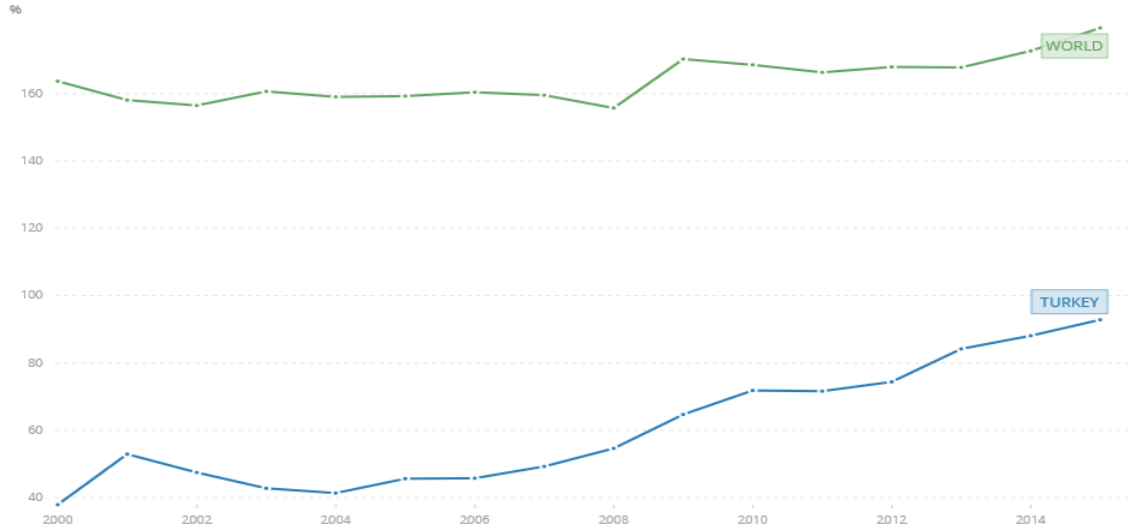
Türkiye'de konut kredileri 2009-2015 döneminde yıllık ortalama % 25 artarak 148 milyar TL, yıllık bazda ortalama reel büyüme % 16 düzeyinde gerçekleşmiştir. Öte yandan, konut kredilerinin bireysel krediler içindeki payı 6 puan artarak % 37'ye yükselmiş, konut kredilerinin gayri safi yurtiçi hasılaya oranı % 7'ye çıkmıştır. (Şekil 10)



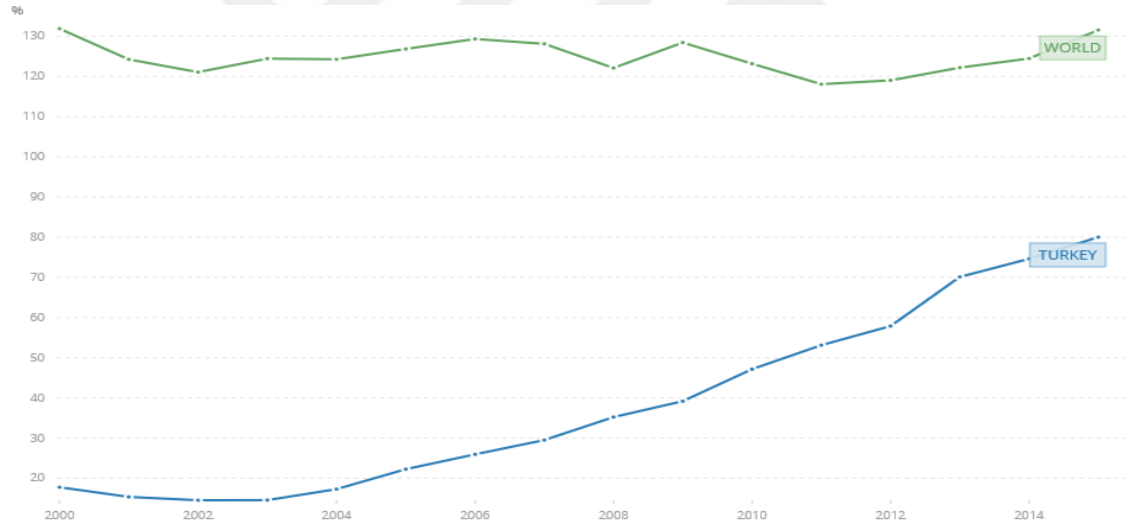

**Şekil 10:** Konut Kredisi Stokunun Bireysel Kredilere Oranı

**Kaynak**: TBB, "Konut Kredilerinde Meydana Gelen Artışlara İlişkin Bilgi Notu", 11 Temmuz 2016, ss.1-4, s.2.

Dünyada ve Türkiye'de mali sektör ve özel sektörün sağladığı kredi hacminin yıllara göre artan seyri Şekil 11 ve Şekil 12'de yer almaktadır.




**Şekil 11:** Dünyada ve Türkiye'de Mali Sektörün Sağladığı Yurtiçi Krediler (GSYİH %)




**Şekil 12:** Dünyada ve Türkiye'de Özel Sektöre Dönük Yurtiçi Krediler (GSYİH %)

**Kaynak**: Dünya Bankası, http://data.worldbank.org/indicator/FS.AST.PRVT.GD.ZS?end=2015&locations=TR-1W&start =2000. (Erişim: 19.08.2016)

Birçok aktarım kanalı üzerinden piyasaları etkisi altına alan 2008 Küresel Finansal Krizi öncelikle faiz kanalıyla başlamış, kredi kanalı ile etkisini sürdürmüştür. Konut kredilerindeki aşırı büyümenin ardından da varlık kanalı ile varlık fiyatlarında artışa neden olmuştur.[78]

[78] Suat Oktar, Nadir Eroğlu ve İlhan Eroğlu, "2008 Global Finans Krizi Parasal Aktarım Kanalları ve Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası'nın (TCMB) Deneysel Politika Çabaları", **Marmara Üniversitesi İ.İ.B.F. Dergisi**, Cilt: XXXV, Sayı: II, Yıl:2013, s.11.

Son yıllarda yapılan çalışmaların buluştuğu ortak nokta, yaşanabilecek bir ekonomik krizin tahmininde en önemli göstergelerinden birinin kredi hacmindeki aşırı büyüme olduğudur. Buna karşın, iç ve dış kredilerin azalması da tüketim, yatırım, işsizlik ve gelir üzerinde önemli düşüşler yaratacaktır. Bu nedenle ülkelerin, kredi hacminin gerekli ölçüde sınırlandırılmasına ilişkin yasal düzenlemeleri göz önünde bulundurarak, optimal kredi düzeyine ulaşmayı sağlayan para politikalarına ağırlık vermeleri önem taşımaktadır.

### 1.2.3. Kur Kanalı

Geçmişte uygulanan para ikamesi, sabit kur rejimine dayalı döviz kuru hareketlerinin yarattığı istikrarsızlık ortamının ardından, Türkiye'de döviz kuru kanalının işleyiş 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.[79]

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.[80]

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.[81]

---

[79] TCMB, 2013, s.11.

[80] Seyfettin Erdoğan ve Durmuş Çağrı Yıldırım, "Türkiye'de Döviz Kuru kanalının İşleyişi: VAR Modeli ile Bir Analiz", **İstanbul Üniversitesi Siyasal Bilgiler Fakültesi Dergisi**, No:39, Ekim 2008, s.96.

[81] İbrahim M. Turhan ve Nihat Gümüş, "Türkiye'de Parasal Aktarım Kanallarının İşleyişi ve Karşılaştırmalı Analizi",http://www.ibrahimturhan.com/yayinlar/turkiye-de-parasal-aktarim-kanallarinin-isleyisi-vekarsilastirmali-analizi-ibrahim-turhan-kas%C4%B1m-2014.pdf., s.18.

### 1.3.Alternatif Para Politikası Stratejileri

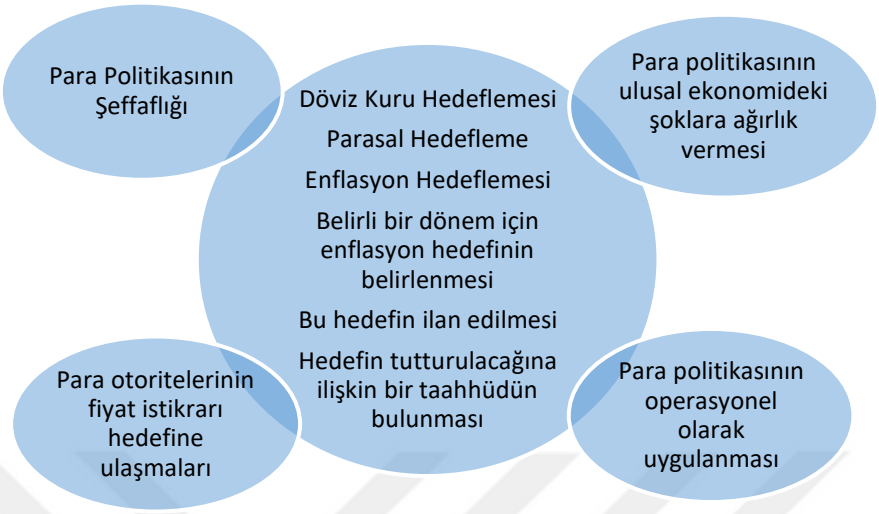
İktisadi birimlerin beklentilerini olumlu etkileyerek, ekonomide fiyat ve kur istikrarını sağlamayı temel alan stratejilerdir.

Geçmiş yıllarda para politikasına ilişkin çeşitli tartışmalar yaşanmış, çok sayıda öneriler olmuştur. Literatürde genel kabul gören üç para politikası rejimi (stratejisi) yer almaktadır. Bunlar, para miktarına dayalı para politikası, kredi hacmine dayalı para politikası rejimleri ve Faiz düzeyine dayalı para politikası rejimleridir. Günümüzde üzerinde fikir birliği sağlanmış sistematik bir parasal çerçeveden söz edilemese de, yaygın olarak aşağıdaki para politikası rejimleri ön plana çıkmaktadır: [82]

- Enflasyon Hedeflemesi
- Döviz Kuru Hedeflemesi
- Parasal Hedefleme
- Faiz Hedeflemesi
- Nominal Milli Gelir Hedeflemesi

Parasal hedefleme, döviz kuru hedeflemesi ve enflasyon hedeflemesi başlıca parasal stratejiler olarak görülmektedir. Son yıllarda dünyada fiyat istikrarı para politikasının temel hedefi olarak görülmekte olup, birçok gelişmiş ve gelişmekte olan ülke enflasyon hedeflemesi politikasına doğru yönelmiştir. Uygulamada istenilen amaca ulaşma konusunda bu stratejilerin aynı oranda başarılı olamadıkları da ayrı bir gerçektir.[83]

[82] Paya, 2013, s.14.
[83] Seyfettin Erdoğan, "Alternatif Para Politikası Stratejileri Üzerine Karşılaştırmalı Bir Değerlendirme", **Kocaeli Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi**, Sayı:9, 2005, s.34.




**Şekil 13:** Fiyat İstikrarı İçin Alternatif Para Politikaları

**Kaynak**: Hakkı Çiftçi ve M.Sedat Uğur, "Küresel Finans Krizi ve Türkiye Ekonomisi Üzerine Etkileri", İrfan Kalaycı (derleyen), **Halil Seyidoğlu'na Armağan Finansal Kriz Yazıları** içinde **(**117-147), Ankara: Nobel Yayın Dağıtım, Aralık 2010, s.125.

### 1.3.1. Döviz Kuru Hedeflemesi

Uzun bir tarihi geçmişi bulunan döviz kuru hedeflemesinin ilk uygulandığı yıllarda, ulusal paranın değeri altın gibi bir mala sabitlenmiştir. Sonraki yıllarda ulusal paranın değeri düşük enflasyon yaşayan, istikrarlı bir ülkenin parasına sabitleme şeklinde uygulanmıştır. Ulusal paranın değeri belirli bir bant içinde dalgalanmaya bırakılabilir. Sabit döviz kuru; tam dolarizasyon (ülkede tamamen yabancı paranın kullanılması) şeklinde uygulanabilir ya da para kurulu uygulaması ile ülke parası sabit bir pariteden güçlü yabancı bir paraya bağlanır.[84] Sabit kur hedeflemesi, ulusal paranın değerinin bağlandığı ülkenin yaşayabileceği şoklardan etkilenme olasılığını daha da artıracak ve riske karşı duyarlı hale getirecektir.

Küçük açık ekonomilerde, döviz kuru ile fiyatlar genel düzeyi güçlü bir ilişkiye sahiptir. Dolayısıyla bir döviz kuru hedeflemesinin dezavantajlarından en önemlisi, paranın aşırı değer kazanmasına ve rekabet sonucu kaybına yol açmasıdır.[85] Döviz kuru hedeflemesinin avantajı

[84] S. Frederic Mishkin, "International Experiences With Different Monetary Policy Regimes", **National Bareau of Economic Research,** Working Paper, No:6965, 1999, s.2.
[85] Alex Cukierman, "Targeting Monetary Aggregates and Inflation in Europe", January 1996, ss.1-27, s.5-6.

izlenmesinin halk tarafından daha kolay olması, net ve anlaşılır nitelikte olmasıdır. Bu durumun, beklentiler üzerindeki etkisi de önem taşımaktadır.[86]

Türkiye'de 1980'li yıllara kadar, TL'nin değerinin Merkez Bankası'nca belirlendiği ve o değerde sabit tutulduğu sabit döviz kuru rejimi, 1980'lerde döviz kurlarının piyasada belirlendiği ancak Merkez Bankası'nın sürekli müdahalelerinin olduğu müdahaleli dalgalı döviz kuru rejimini uygulamıştır. 2001 Krizi öncesinde bant içinde dalgalanma rejimi uygulayan Türkiye'de, bu rejim de 2001 Krizi ile son bulmuştur. Kriz sonrası dalgalı kur rejimine geçilmiş ve müdahaleli dalgalı kur rejimi uygulanmaya başlamıştır.[87]

**Tablo 2: 2008 Küresel Finansal Krizin Kur Rejimine Göre Etki Yönleri**

| KANAL | Esnek Kur Rejimi | | Sabit Kur Rejimi | |
|---|---|---|---|---|
| | **Enflasyon** | **Büyüme** | **Enflasyon** | **Büyüme** |
| Kredi | Düşürücü | Düşürücü | Düşürücü | Düşürücü |
| Portföy (Kur) | Artırıcı | Düşürücü | Düşürücü | Daha Sert Düşürücü |
| Dış Ticaret | Düşürücü | Düşürücü | Düşürücü | Düşürücü |
| Net Etki | Ülkeye Göre Farklı | Düşürücü | Düşürücü | Düşürücü |

**Kaynak**: TCMB, "Uluslararası Gelişmeler ve Türkiye Ekonomisine Etkileri", İstanbul Ticaret Odası Sunumu, Aralık 2008, s.6.

Tüm dünya ekonomilerini çeşitli kanallar yoluyla etkisi altına alan 2008 küresel kriz sürecinde esnek döviz kuru rejimini uygulayan ülkelerin; sabit kur rejimini uygulayan ülkelere kıyasla daha başarılı oldukları söylenebilir. Esnekleştirilmiş para politikası krizin etkilerini hafifletmede ülkelere katkı sağlamıştır.[88]

### 1.3.2. Parasal Hedefleme

Parasal hedefleme stratejisi, merkez bankasının başlıca parasal büyüklükler arasından enflasyon ile yakın ilişkisi olanı seçerek, üçer aylık veya yıllık dönemler itibariyle belirlediği

[86] Mishkin, 1999, s.2.
[87] Eğilmez, "Kur Rejimleri ve Türkiye Uygulaması", Kendime Yazılar, 07.10.2012, http://www.mahfiegilmez.com/2012/10/kur-rejimleri-ve-turkiye-uygulamas.html., (Erişim: 23.08.2016)
[88] TCMB, "Uluslararası Gelişmeler ve Türkiye Ekonomisine Etkileri", İstanbul Ticaret Odası Sunumu, Aralık 2008, s.6.

hedefi gerçekleştirmeye çalışmasıdır. Paranın dolaşım hızının istikrarlı olması gerektiği bu rejimin temel amacı, para arz fazlası yaratılmayacağına kamuoyunu inandırmaktır.[89]

İyi bir hedefte bulunması gereken temel özelliklerin başında, hedefin kolay kontrol edilebilir nitelikte olması ve kamuya karşı daima şeffaf olması gelmektedir. Nihai hedef ile güçlü bir ilişkisi olması, sık sık gözlemlenebilmesi ve diğer iktisadi amaçlara ulaşmayı engellememesi de önem taşımaktadır. Buna göre, merkez bankasının kontrol altında tuttuğu parasal hedefleme uygulamada merkez bankasına serbestlik sağlamaktadır.[90] Çok sayıda gelişmiş ülke merkez bankası çoğunlukla operasyonel hedef büyüklük olarak kısa vadeli faiz oranlarını tercih ederken, para piyasaları yeterince gelişmeyen ülkelerde para tabanı tercih edilmektedir.[91]

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 merkez bankacılığı ile ilgili olarak parasal istikrarı ön planda tutmuş ve şöyle bir açıklama yapmıştır:[92]

> *"...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."*

---

[89] Şeref Kalaycı, "Parasal Hedefleme Enflasyon Hedeflemesi ve Enflasyonist Bekleyişler: Türkiye Ekseninde Bir Değerlendirme", **Süleyman Demirel Üniversitesi İktisadi İdari Bilimler Fakültesi**, Cilt:7, Sayı:2, 2002, s.275.
[90] Cukierman, 1996, s.5.
[91] Andrea Schaechter, "Implementation of Monetary Policy and the Central Bank's Balance Sheet", **IMF Working Paper**, October 2001, s.3.
[92] Rüşdü Saraçoğlu, "Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası Parasal Programı Hakkında Dr. Rüşdü Saraçoğlu Tarafından Verilen Brifing Metni", TCMB Başbakanlık Özel Bürosu, Ankara, 16.01.1990, s.3-4. (Aktaran: Nadir Eroğlu, **Türkiye'de Parasal Kesim ve Merkez Bankası İşlemlerinin Analizi**, 1.Baskı, İstanbul: Der Yayınları, 2011, s.79-80)

1980 sonrası yaşanan finansal entegrasyon ve bunun etkisiyle piyasalarda alternatif araçların gündeme gelmesi, parasal hedefleme stratejisinin başarısını önemli ölçüde etkilemiştir. Döviz kuruna dayalı istikrar programı politikanın başarısı için gerekli olan güveni sağlamada avantaj sağlarken, parasal hedefleme stratejisi para politikalarının bağımsız şekilde uygulanmasını sağlamaktadır. İki stratejinin de uygulanmasında yaşanabilecek olumsuzluklar, hedefe ulaşmayı engelleyecek ve fiyat istikrarını bozacaktır. Bu durumda alternatif para politikası stratejileri gündeme gelecektir.[93]

### 1.3.3. Enflasyon Hedeflemesi

Enflasyon hedeflemesi rejimi para politikasının fiyat istikrarını sağlamaya ve sürdürmeye yöneldiği, temel politika aracı olarak da kısa vadeli faiz oranlarının kullanıldığı modern bir stratejidir. Enflasyon hedeflemesini oluşturan temel unsurlar şöyle sıralanabilir:[94]

- Merkez Bankası, sayısal bir hedef belirlemekte ve bu hedefi kamuoyuna duyurmaktadır. Belirli bir süre sonunda bu hedefe ulaşacağını da taahhüt etmektedir.
- Başta politika kısa vadeli faiz oranları olmak üzere tüm para politikası araçları bu hedefe ulaşmak için kullanılır.
- Bu rejim ile karar alma süreci kurumsallaşmakta, para politikası kararlarının zamanı da yönü de daha netleşmektedir.
- Enflasyon hedeflemesi rejimi çerçevesinde, merkez bankasının gelecekteki enflasyona ilişkin öngörüleri yol gösterici olmaktadır.
- Merkez bankası faiz kararlarını alırken, gelecekteki enflasyonun seyrini öngörebilmek amacıyla geniş bir bilgi setinden faydalanmaktadır.
- Beklentilerin doğru yönetilmesi ve iletişim politikasının etkin olması rejimin uygulanmasında önem taşıyan diğer unsurlardır.

[93] Hülya Deniz, "Geleneksel İstikrar Politikaları Üzerine Bir Değerlendirme", **Sosyal Bilimler Dergisi**, Sayı:2, 2007, s.16-20.
[94] TCMB, "Enflasyon Hedeflemesi Rejimi", 2006, s.3.

**Tablo 3: Gelişmiş Ülkelerde Enflasyon Hedeflemesi Uygulamaları**

| | Yeni Zelanda | Kanada | İngiltere | İsveç | Finlandiya | Avustralya | İspanya |
|---|---|---|---|---|---|---|---|
| **Programın Başlangıcı** | Mart 1990 | Şubat 1991 | Ekim 1992 | Ocak 1993 | Şubat 1993 | Nisan 1993 | 1994 yazı |
| **Hedef** | % 0-3* | % 1-3 | % 1-4 | % 2 | % 2 | % 2-3 | % 3'ün altında |
| **Süre** | 5 yıl | 1998 sonu | 1997 ilkbahar, daha sonrasında % 2.5 | 1996 sonrası | 1996 sonrası | Ortalama olarak aynı seviyede kalmak | 1997 sonu, daha sonra % 2'nin altında |
| **Enflasyon Ölçüm Birimi** | TÜFE (CPI)** | TÜFE (CPI) | İpotek faiz ödemeleri hariç tutulan Perakende Fiyat Endeksi | TÜFE (CPI) | TÜFE (CPI)** | TÜFE (CPI)** | TÜFE (CPI) |
| **TÜFE'den Çıkarılan Kalemler** | Faiz maliyeti unsurları, dolaylı vergiler, kamu kesintileri, dış ticaret hadlerindeki önemli fiyat değişiklikleri | Yok | İpotek faiz ödemeleri | Yok | İpotek faiz ödemeleri, dolaylı vergiler, devlet yardımları, konut fiyatları | İpotek faiz ödemeleri, dolaylı vergiler, diğer değişken (volati le) kalemler | Yok |
| **Hedefin Duyurulması** | Maliye Bakanı ve Merkez Bankası Başkanı arasında anlaşma sağlanan metinde tanımlandı.(Policy Target Agreement) | Maliye Bakanı ve Merkez Bankası Başkanı arasında ortak mutabakat | Başbakan | Merkez Bankası (Bank of Sweden) | Merkez Bankası (Bank of Finland) | Merkez Bankası (Reserve Bank of Australia) | Merkez Bankası (Bank of Spain) |
| **Enflasyon Raporu** | Mart 1990 sonrasında yılda 4 kez | Mayıs 1995 sonrasında yılda 2 kez | Şubat 1993 sonrasında yılda 4 kez | Ekim 1993 sonrasında yılda 4 kez | - | Mayıs 1997 sonrasında yılda 2 kez | Altı ayda bir |
| **Enflasyon tahminlerini yayımlanıyor** | Evet | Hayır | Evet | Hayır | Hayır | Hayır | Hayır |

**Kaynak**: Guy Debelle, "Inflation Targeting in Practice", **IMF Working Paper**, March 1997, ss.1-33., s.5.
Aktaran: Melike Alparslan ve Pelin Ataman Erdönmez, "Enflasyon Hedeflemesi", *Türkiye Bankalar Birliği* (TBB) Bankacılık ve Araştırma Grubu, Aralık 2000, s.11.
* Enflasyon hedef bantı 1996 yılında % 0-2 olmuştur.
**Çekirdek enflasyon kullanılmıştır.

Tablo 3'de enflasyon hedeflemesi politikasının söz konusu yedi ülkedeki uygulamalarına ilişkin özellikler kısaca özetlenmiş olarak yer almaktadır.

Enflasyon hedeflemesi rejimi, ilk kez 1990 yılında Yeni Zelanda tarafından uygulanmaya başlanmıştır. 1990'lı yıllardan 2008 küresel finansal krize kadar geçen dönemde, para politikaları Yeni Keynesyen Modeli ve Taylor Kuralı çerçevesinde enflasyon hedeflemesi stratejileri ile yön bulmuştur. Diğer para politikası hedeflerinin yerine enflasyon hedeflemesi rejimi daha fazla tercih edilmiştir. Bunun nedenlerinden biri, iktisadi büyüme hedefine ulaşma yolunun düşük ve istikrarlı seyreden bir enflasyon oranı olduğu görüşüdür. Diğeri, para politikasının kısa dönem manipülasyon özelliğinin fiyat istikrarı ile diğer hedefler arasındaki uyumu ortadan kaldırmasıdır.[95]

Türkiye 2001 Krizi sonrasında şu iki temel reformu uygulamıştır:[96]

- Biri ağır yönetilen sabit döviz kuru rejimini terk ederek, dalgalı döviz kuru rejimini uygulamak,
- Diğeri Merkez Bankası'nın 2006 yılında geçiş yaptığı tam gelişmiş enflasyon hedeflemesi rejimini ekonominin nominal çapası olarak uygulamaktır.

Ermişoğlu (2011), öncesi ve sonrası dönemleri (2006–2010 ve 1982-2005) enflasyon performansları açısından karşılaştırmış, enflasyon hedeflemesi döneminde enflasyon seviyesi ve oynaklığının yanı sıra, enflasyon sürekliliğin de azaldığını görmüştür. Bu azalışın daha çok enflasyon hedeflemesi döneminde enflasyonist şokların azalmasından dolayı gerçekleşmediğini görülmüştür. Ayrıca enflasyon hedeflemesi döneminde enflasyon beklentileri seviyesinin, oynaklığının ve beklentilerin enflasyon gerçekleşmelerine hassasiyetinin azaldığı görülmüştür. Analiz sonucunda, Türkiye'de enflasyon hedeflemesinin enflasyonun performansını olumlu yönde etkilediği ifade edilmiştir.[97]

2001 yılında yüksek seyreden enflasyon rakamları, 2005 yılında % 10'a kadar indirilmiştir. Bu süreç enflasyon hedeflemesi stratejisi konusunda TCMB'ye deneyim

[95] Fatih Mangır ve Cemil Ertem, "Alternatif Para Politikası Stratejisi Olarak Nominal GSYİH Hedeflemesi: Karşılaştırmalı Bir Analiz", **Selçuk Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Sosyal ve Ekonomik Araştırmalar**, Sayı:31, Nisan 2016 / Yıl: 16, s.168-171.
*Manipülasyon: Yönlendirme (Türk Dil Kurumu)
[96] Harun Alp ve Selim Elekdag, "The Role of Monetary Policy in Turkey during the Global Financial Crisis", **IMF Working Paper**, Asia and Pacific Department, WP/11/150, June 2011, s.7-8.
[97] Ergun Ermişoğlu, **Enflasyon Hedeflemesi Rejiminin Türkiye'deki Başarısının Değerlendirilmesi**. TCMB Uzmanlık Yeterlilik Tezi, Ankara, Mayıs 2011, s.87.

kazandırmış ve para politikasına güveni sağlamıştır.[98] Aynı zamanda bilişim teknolojilerini ileri seviyede kullanan Türk bankacılık sektörü, 2001 krizinden sonra istihdam kaybını telafi etmiş ve zamanla da yüksek miktarda istihdam sağlamıştır.[99]

TCMB'nin 2002 yılı para politikası, gelecek dönemin enflasyonuna odaklanan "örtük enflasyon hedeflemesi" stratejisine yöneliktir. Dalgalı kur rejiminde temel politika aracı olan kısa vadeli faiz oranlarını sadece fiyat istikrarı için kullanan banka, 2003 yılında kısa vadeli faiz oranlarını temel politika aracı olarak kullanmıştır. Aynı uygulamanın devam ettiği 2004 yılının sonunda, performans kriterleri olan Para Tabanı ile NUR (net uluslararası rezervler) ve gösterge nitelindeki NİV'e (net iç varlıklar) yönelik hedefler gerçekleştirilmiştir.[100]

Para politikasının sağlıklı işlemesi için faiz kararları, 2005 yılı itibariyle tarihi önceden duyurulan Para Politikası Kurulu (PPK) toplantılarında değerlendirilmeye başlanmıştır. Merkez bankasının açık enflasyon hedeflemesi rejimine geçtiği yıl olan 2006 yılında, temel politika aracı Bankalararası Para Piyasası ve İstanbul Menkul Kıymetler Borsası (İMKB)* Repo-Ters Repo Piyasası'nda uygulanan kısa vadeli faiz oranı olmuştur. Enflasyon hedefleri hükümetle birlikte üç yıllık olarak belirlenmiştir. 2008 yılında IMF ile yapılan stand-by anlaşmasının sona erdiği dönem, küresel krizin etkisini tüm dünyada iyice artırdığı bir süreç olmuştur. Türkiye ekonomisinin ve TCMB'nin artık çizmesi gerektiği bu yolda, fiyat istikrarı temel hedef haline gelmiştir.[101] TCMB kriz sürecinde enflasyon hedeflemesini gözeten, fiyat istikrarı hedefiyle bütünlük sağlayan esnek bir likidite yönetimi izlemiştir. Ancak, bu süreçte güven sağlayacak IMF finansal desteğinin reddedilmesi, krizden çıkışı geciktiren faktörlerden biri olmuştur.[102]

Şekil 14'de TCMB'nin 2009 yılından beri izlediği enflasyon hedeflemesinin sonuçları yer almaktadır. Buna göre; kırmızı çizgi TÜFE'yi, mavi çizgi I endeksini, siyah kırıklı çizgi TCMB'nin enflasyon hedefini göstermektedir. Kırmızı çizgi ile siyah kırıklı çizgi arasındaki

---

[98] Alpaslan Serel ve Musa Bayır, "2008 Finansal Krizinde Para Politikası Uygulamaları: Türkiye Örneği", **Yönetim ve Ekonomi Araştırmaları Dergisi**, Sayı:19, 2013, s.62.

[99] Selman Yılmaz, "The Impact of Technological Progress of Turkish Banking Industry on the Sector's Employment", **Journal of Social Policy Conferences**, Sayı:62-63, 2012/1-2, s.96.

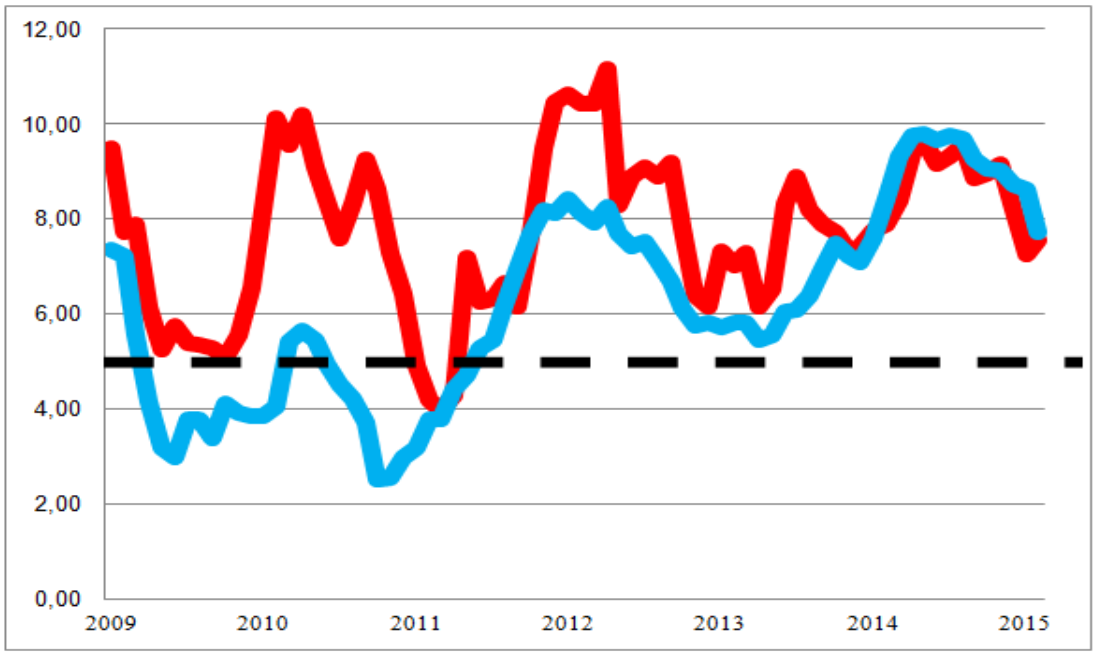
[100] TCMB, "2003 Yılı Para ve Kur Politikası Genel Çerçevesi", Basın Duyurusu, Sayı 2003-2, 03.01.2003, www.tcmb.gov.tr. (Erişim: 01.04.2016)

[101] Nadir Eroğlu, **Türkiye'de Parasal Kesim ve Merkez Bankası İşlemlerinin Analizi**. 1.Baskı, İstanbul: Der Yayınları, 2011, s.113-122.

*05.04.2013 tarihinde İMKB'nin kısaltması BİST (Borsa İskonferanstanbul) olarak değiştirilmiştir.

[102] Eroğlu, 2011, s.131.

açıklık, TCMB'nin enflasyon hedefinden ne kadar saptığını, mavi çizgi ile siyah kırıklı çizgi arasındaki açıklık TCMB'nin hedef olarak I endeksini seçmesi halinde ortaya çıkacak sapmayı göstermektedir. Kırmızı çizgi ile mavi çizgi arasındaki açıklık manşet enflasyonla (TÜFE) çekirdek enflasyon (I endeksi) arasındaki farkı ifade etmektedir. Buna göre, TCMB 2011 yılında hedefi tutturabilmiştir. Hedefin manşet enflasyon yerine I endeksi üzerine konması belki de hedefi tutturma konusunda daha etkili bir yol olabilir.[103]




**Şekil 14:** Türkiye'de Enflasyon Hedeflemesinin Sonuçları (2009 Sonrası)

**Kaynak**: Mahfi Eğilmez, Enflasyon Hedeflemesi ve Türkiye, Kendime Yazılar, 04.03.2015, http://www.mahfiegilmez.com/2015/03/enflasyon-hedeflemesi-ve-turkiye.html., (Erişim: 27.07.2016.)

Diğer stratejilere göre parasal otoriteye avantaj sağlayan Enflasyon Hedeflemesi göreli olarak başarı sağlayabilmiştir. Ancak, enflasyon ile mücadele etme konusunda elbette para politikası stratejilerinin hiçbiri tek başına çözüm sunamayacaktır. Kamuda fiyatlama ve vergi politikasının öngörülebilir olması, tutarlı yapılan ücret değişiklikleri ve kamu harcamalarının hedef enflasyon oranında sapma yaratmaması son derece önemlidir. İstikrarlı, güvenilir ve etkin çalışan bir kurumsal ortam, sağlıklı işleyen mali ve finansal bir yapı olmadığı sürece, para politikası stratejilerinin başarı sağlaması oldukça güçtür.[104]

[103] Eğilmez, Enflasyon Hedeflemesi ve Türkiye, Kendime Yazılar, 04.03.2015, http://www.mahfiegilmez.com/2015/03/enflasyon-hedeflemesi-ve-turkiye.html., (Erişim: 27.07.2016)
[104] Erdoğan, 2005, s.52.

### 1.4. Para Politikası Araçları

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.[105]

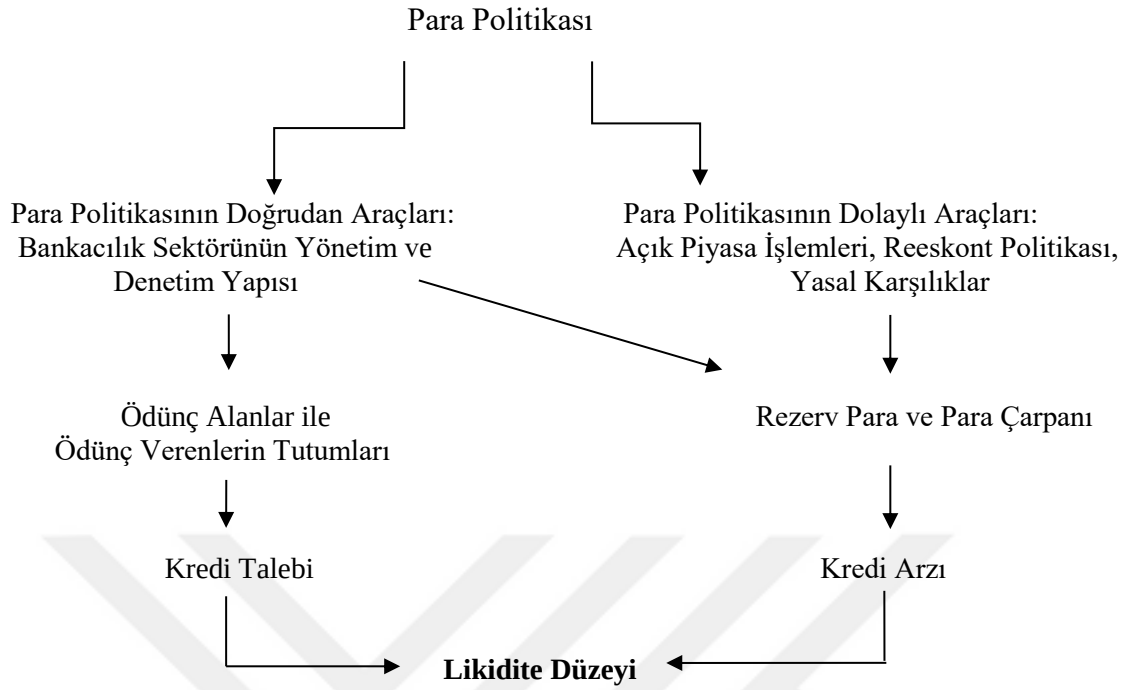
Optimal Para Politikası beş aşamalı bir süreci içermektedir:[106]

- 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 uygulamalarının başarılı olması için öncelikle gerçekçi bir hedefin belirlenmesi gerekir. M1, M2 ya da M3 gibi büyüklüklerin ana gösterge olarak seçilmesini öneren iktisatçılara göre paranın dolaşım hızı öngörülebilir bir yapı sergiler. Kredi miktarını ana gösterge olarak seçenlere göre, para arzındaki değişiklikler daima ekonomik aktiviteleri olumlu etkilemez. Piyasa faiz oranlarının kabul edilmesi toplam harcama düzeyi ile faiz oranları arasındaki güçlü ilişkiye bağlanmaktadır.[107]

Şekil 15, para politikasının ekonomideki likidite düzeyini etkileme sürecini sistematik olarak göstermektedir.

[105] Can Aktan ve diğerleri, Erişim: 25.02.2016.
[106] Paya, 2013, s.176.
[107] Orhan ve Erdoğan, 2013, s.64-65.




**Şekil 15:** Para Politikasının Ekonomideki Likidite Düzeyini Etkileme Süreci

**Kaynak**: Sheila Dow ve Carlos Rodriguez-Fuentes, "The Politicial Economy of Monetary Policy", The Politicial Economy of Central Banking, Ed by Philip Arestis and Malcolm C. Sawyer, UK: Edward ElgarPub., Conference Proceedings Edition, 1998, s.5.

Görüldüğü gibi, para politikasının ekonomideki likidite düzeyini etkilemesinde; bankacılık sektörünün ülkede ne denli gelişmiş olduğu, kredi talebinin faiz elastikiyeti ve parasal değişikliklere ödünç alanların ile ödünç veren bankaların tepkileri etkili olmaktadır.[108]

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.[109]

[108] Dow ve Fuentes, 1998, s.6.
[109] S. Gray ve G. Hoggarth, Introduction to Monetary Operations, London: Centre for Central Banking Studies, Bank of England, Handbooks in Central Banking No:10, 1996.

### 1.4.1. 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:[110]

*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 imkanı 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.

### 1.4.2. Para Politikası Dolaylı Araçları

Para politikasının kontrolü, uygulanması ve düzenlenmesi merkez bankalarının sorumluluğundadır. Merkez bankaları ülkedeki bankacılılık sisteminin sağlıklı işlemesi konusunda bankaların bankası görevini yerine getirmektedir. Ayrıca, para arzını kontrol etme ve bütçe açıklarını finanse etme gibi hükümete ilişkin görevleri de vardır.[111]

---

[110] Eğilmez, "Güncellenmiş Para Politikası Uygulamaları", Kendime Yazılar, 29.09.2012,www.mahfiegilmez.com/2012/09/guncel-para-politikas.html., (Erişim:25.02.2016)

[111] Begg David., S. Fischer, R. Dornbush, **Economics**. Fourth Edition, McGraw-Hill Book Company, 1994, Europes. s.407., Aktaran: Memduh Aslan Akçay, "Para Politikası Araçları", dergi.sayistay.gov.tr/icerik/der28m5.pdf., (Erişim: 25.02.2016.)

Para politikası araçlarının kullanımında 2000'li yıllarda hükümet müdahalelerine karşı bağımsızlığına kavuşabilen TCMB'ye yönelik, halen yürürlükte olan ilgili kanun maddesi (25.04.2001 tarih, 4651 sayılı kanunla değiştirilen şekli) şöyledir:[112]

> *Madde 4: "Bankanın temel amacı fiyat istikrarını sağlamak için uygulayacağı para politikasını ve kullanacağı para politikası araçlarını doğrudan kendisi belirler. Banka fiyat istikrarını sağlama amacı ile çelişmemek kaydıyla Hükümetin büyüme ve istihdam politikalarını destekler"*

Araç bağımsızlığı doğrultusunda, merkez bankası bilançosunu veya faizlerini endirekt yolla etkilemeyi hedefleyen dolaylı para politikası araçları piyasa bazlı araçlar olarak ifade edilmektedir.[113] Para politikasının başlıca dolaylı ya da genel araçları; açık piyasa işlemleri, reeskont politikası ve karşılık oranlarındaki değişmeler olarak ifade edilebilir.[114]

#### 1.4.2.1. Açık Piyasa İşlemleri

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.[115]

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.[116]

---

[112] Yakup Kepenek, **Türkiye Ekonomisi**. 25.Basım, Remzi Kitabevi, Ağustos 2012, s.220-224.
[*] 25.04.2001 tarih, 4651 sayılı kanunla değiştirilen şekli
[113] Gray, Hoggarth, 1996.
[114] Parasız, 1986, s.7.
[115] Parasız, 1986, s.7-8.
[116] 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)

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.[117]

Para politikasının diğer araçlarına göre daha çok tercih edilen APİ'nin avantajları şöyle sıralanabilir:[118]

- 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

Merkez bankaları sağladığı avantajlardan dolayı açık piyasa işlemlerini ve reeskont oranlarını ayarlayarak piyasaların ihtiyacı olan likiditeyi yaratmaktadır. Böylelikle, piyasaya güven vermekte ve fonksiyonlarını yerine getirmelerine imkan sağlamaktadır. Kısa vadeli faizlerdeki düzenlemeler ve rezerv zorunluluğundaki değişikliklerle, finansal istikrarsızlığı önlemeye çalışmaktadır

Tablo 4'de yer alan ilk üç araç, merkez bankalarının fiyat istikrarını sağlamak için kullandığı doğrudan araçlar olup, aynı zamanda kısa dönem faiz oranları ve açık piyasa işlemleri, finansal istikrarın sağlanması ve sürdürülmesi için dolaylı yoldan sisteme yönelik kullanılan araçlardır. Son üç araç olan etkin düzenleme, etkin denetim ve mevduat sigortası uygulaması finansal istikrarın sağlanmasına ilişkin, doğrudan risk unsuru yaratan kuruluşa yönelik uygulanmaktadır. İlgili kurumlarda oluşan riskin bir sistemik risk yaratma ihtimalinde, kuruma yönelik çeşitli düzenlemeler yapılabilir.[119]

---

[117] M. A. Akhtar, "Understanding Open Market Operations", Federal Reserve Bank Of New York, Public Information Department, 1997, s.35.
[118] Frederic S. Mishkin, **The Economics of Money Banking, and Financial Markets**. 7th ed. Pearson The Addison-Wesley, Columbia University, 2004, s.400.
[119] Tommaso Padoa-Schioppa, 2012, s.22.

**Tablo 4: Fiyat İstikrarı ve Finansal İstikrarın Sağlanmasına Yönelik Araçlar**

| Araçlar | Fiyat İstikrarı | Finansal İstikrar | |
|---|---|---|---|
| | | Sisteme Yönelik | Bireysel Kuruluşa Yönelik |
| 1- Para Politikası Stratejisi | xx | x | |
| 2- Kısa Dönem Faiz Oranları | xx | x | |
| 3- Açık Piyasa İşlemleri | xx | x | |
| 4- Ödemeler Sistemi | | xx | |
| 5- Kamu-Özel Arası İletişim | xx | □ | □ |
| 6- Acil Likidite Desteği | | xx | xx |
| 7- Kriz Koordinasyonu | | □ | □□ |
| 8- Etkin Düzenleme | | ⊙ | ⊙ |
| 9- Etkin Denetim | | ⊙ | ⊙ |
| 10- Mevduat Sigortası | | ⊙ | ⊙ |

**Kaynak**: Tommaso Padoa-Schioppa, "Central Banks and Financial Stability: Exploring A Land in Between", European Central Bank, Member of the Executive Board of the European Central Bank Second ECB Central Banking Conference, "The Transformation of the European Financial System", 24-25 October 2002, ss.1-46. s.22. (x= Merkez bankasının etkin denetim rolü olmadan uyguladığı araç, ⊙= Diğer kurumlara ait araçlar, □= Merkez bankası ve diğer kurumlar tarafından kullanılabilen araçlar. Çift semboller aracın esas kullanımı, tek semboller dolaylı şekilde kullanımıdır.)

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."[120] Repo ve ters repo işlemleri şu esaslara göre yapılmaktadır:[121]

-İşlemlerin genel esaslarını düzenleyen, yazılı bir çerçeve anlaşmasının taraflar arasında yapılması,

- İşlemin yapılarak menkul kıymet bedelinin çerçeve anlaşmasında belirlendiği şekilde ödenmesi,

- Ters repo işlemlerinde, taraflar arasında kararlaştırılan şartlarla işlemin yapılarak menkul kıymetin çerçeve anlaşmasında belirlenen usuller dahilinde tevdi edilmesi ve bu menkul kıymetlerin TCMB tarafından yapılacak düzenlemeler çerçevesinde "Depo" edilmesi,

- İşlemin vadesinde taahhütlerin yerine getirilerek, kararlaştırılan bedelin ilgili tarafa iletilmesi ile menkul kıymetin karşı tarafa iade edilmesi,

- Yetkili kuruluşların müşterileri ile yaptıkları ters repo işlemlerinde, işlemin vadesinde söz konusu menkul kıymetlerin yetkili kuruluş tarafından "Depo"dan teslim alınarak karşı tarafa iade edilmesi,

- Ters repo işleminin yetkili kuruluşlar arasında yapılması durumunda, işlemin vadesinde menkul kıymetlerin yetkili kuruluşun talimatına istinaden "Depo"lar arasında hesaben karşı tarafa iade edilmesidir.

*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

[120] Yener Coşkun, "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, 2012, s.60-62.
[121] T.C. Başbakanlık Sermaye Piyasası Kurulu, "Menkul Kıymetlerin Geri Alma veya Satma Taahhüdü İle Alım Satımı Hakkında Tebliğ", Seri: V, No:7, http://spk.gov.tr/apps/MevzuatEski/Printer_Friendly..aspx?nid=14135&submenuheader=null., (Erişim: 26.08.2016)

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.[122]

#### 1.4.2.2. Reeskont Politikası

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.[123]

Reeskont politikasının temelde iki amacı olduğundan bahsedilebilir:[124]

- Bankaların elindeki kağıtları alıp onlara karşılığında para vermek, böylelikle piyasadaki likidite düzeyini dengelemektir.
- Diğer amacı reeskont faizini değiştirip piyasadaki faiz oranını etkilemeye çalışmaktır.

#### 1.4.2.3. Zorunlu Karşılıklar

Kredi arzındaki istenmedik değişimleri kontrol etmek için kullanılan zorunlu karşılıklar, 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.[125]

---

[122] TCMB, http://www.tcmb.gov.tr/wps/wcm/connect/tcmb+tr/tcmb+tr/main+menu/piyasalar/acik+piyasa+islemleri /acik+piyasa+islemleri+cesitleri., (Erişim: 26.08.2016)
[123] Parasız, 1986, s.9.
[124] Eğilmez, 29.09.2012.
[125] Hicabi Ersoy ve Gökhan Işıl, "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, s.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**.**[126]

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.[127]

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."[128]

---

[126] Erdem Başçı ve Hakan Kara, "Finansal İstikrar ve Para Politikası", TCMB Çalışma Tebliği, No: 11/8, 1-18, Mayıs 2011, s.6-8.

[127] Ben S. Bernanke, "At the National Economists Club Annual Dinner, Board of Governors of the Federal Reserve System", Communication and Monetary Policy, Herbert Stein Memorial Lecture, Washington D.C. November 19, 2013.

[128] 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)

### 1.5. Dünya ve Türkiye Ekonomisinde Para Politikası Uygulamaları

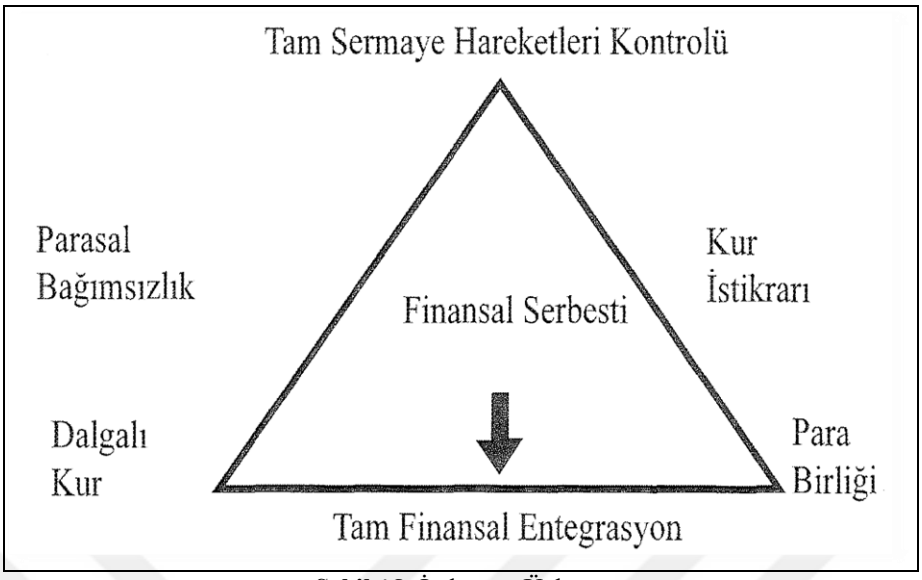
Merkez bankalarının para arzını etkilemeye çalışmasını ifade eden para politikası temelde uzun bir evrim geçirmiştir. Para politikasının fiyat istikrarına yönelik olarak kullanılması bu evrimin en önemli aşaması olmuştur. Çünkü fiyat istikrarını hedeflemeyen bir para politikası, maliye politikasının alanına girerek yüksek enflasyona neden olabilmektedir.[129]

Türkiye'de, Avrupa'da, ABD'de ve hatta dünyada merkez bankası para politikalarının ne denli bağımsız olduğunu söylemek güçtür. Finansal sistemin neden olduğu bu süreçte değişen paradigma, günümüzde para politikalarının bağımsız bir şekilde oluşturulmasını ve uygulanmasını da engellemektedir.[130]

Türkiye'nin küresel ekonomi ile bütünleşmesinin hızlandığı, iktisadi yeniliklere yönelik kurumsal ve yasal çerçevenin oturtulmaya çalışıldığı bir dönem olan 2000'li yıllardan sonra, uygulanan para politikaları da önemli bir dönüşüm sürecine girmiştir. Dolayısıyla 2000 sonrası dünyada ve Türkiye'de uygulanan para politikası uygulamalarını ele almak, günümüz politikalarının nasıl şekillendiğini anlayabilmek açısından önemlidir.

Finansal serbestleşmenin olmadığı kapalı finansal piyasalara sahip ülkeler, ulusal paralarını başka ülke paralarına bağlamaktadır. Bu durumda sabit döviz kuruna ve para politikalarında bağımsızlığa aynı anda sahip olabilmektedirler. Sermaye hareketliliği olan bir ekonomide parasal bağımsızlık dalgalı döviz kuru ile sağlanabilmekte, bu durumda döviz kuru istikrarından vazgeçilmektedir. Sabit döviz kuru ve parasal bağımsızlığın birlikte sağlanması halinde sermaye hareketliliğinden vazgeçilmek zorunda kalınacaktır. 1980'li yıllardan itibaren yaşanan finansal serbestleşme süreci ile birlikte, sermaye hareketliliği olan bir ekonomide sabit döviz kuru uygulanarak döviz kuru istikrarı sağlanabilmektedir. Ancak bu sefer de parasal bağımsızlıktan vazgeçilmektedir.(Şekil 16)

[129] Eğilmez, Mahfi ve Kumcu, Ercan. **Ekonomi Politikası Teori ve Türkiye Uygulaması**. Yenilenmiş 18.Basım, Remzi Kitabevi, 2004, s.172.
[130] Eğilmez ve Kumcu. 2004, s.195.




**Şekil 16:** İmkansız Üçleme

**Kaynak**: Alövsat Müslümov, Mübariz Hasanov, Cenktan Özyıldırım, "Döviz Kuru Sistemleri ve Türkiye'de Uygulanan Döviz Kuru Sistemlerinin Ekonomiye Etkileri", TÜGİAD Ekonomi Ödülleri 2002, Bilimsel Eser Yarışması Birincilik Ödülü, s.78.

1980'li yıllardaki finansal serbestleşme süreci sanayileşme hedefini geri planda bırakarak, finansal sermayenin kısa vadeli spekülatif kararlarını ön plana çıkarmıştır. Bu süreçte, ABD'de finans dışı kesimlerin kâr oranları yeniden yükselişe geçmiş, finansal spekülasyon ve finansal rantlar sanayi kârlarındaki gerilemeyi telafi eder hale gelmiştir. Kapitalizmin finansallaşma sürecinin bir ürünü olan 2008 krizini yaratan da temelde bu gidişattır.[131]

2000'li yılların başından itibaren görülen düşük faiz oranları, düşük enflasyon oranları ve parasal genişlemeler sonucunda ekonomik göstergelerdeki olumlu gidişat makroekonomik istikrarı sağlamış ve ABD'nin merkez bankasına olan güvenini artırmıştır. Yatırımcıların da bu güvenli ortamdan dolayı riskleri göz ardı etmesi konut kredilerinde artışa neden olmuştur. Özensiz konut kredilerinin (mortgage) riskli görünmesi, ABD'de 2007 yılının son çeyreğinde finansal alana daha sonra da reel alana yayılarak başta AB olmak üzere tüm dünyayı etkisi altına almıştır.[132]

[131] Erinç Yeldan, Kapitalizmin Yeniden Finansallaşması ve 2007/2008 Krizi: Türkiye Krizin Neresinde*?,* **Çalışma ve Toplum**, 2009/1, s.16.
[132] **Türkiye'de Yeniçağ**, "ABD Tüm Dünyaya Kriz İhraç Etti", 15.09.2016, s.6.

Fiyat istikrarı, 2008 Küresel Kriz öncesi dönemde dünyada uygulanan para politikalarının temelini oluşturmasına karşın, finansal istikrar bunun gölgesinde kalmıştır. Kriz ile beraber, finansal risklerin göz ardı edildiği para politikalarının etkin olamadığı görülmüş, fiyat istikrarı ile birlikte finansal istikrarın da gözetilmesinin gerekliliği anlaşılmıştır.[133] Finansal istikrara ilişkin politikalar geliştirilirken, banka dışı finansal kesim tepki fonksiyonlarına artık daha fazla dahil etmektedir. Küresel kriz, merkez bankalarının uyguladıkları para politikalarının finansal istikrarı sağlama konusunda yetersiz olduğunu göstermiştir. Bu süreçte merkez bankalarının kurumsal yapılarında ve para politikalarında bir takım yeniliklere gitme zorunluluğu doğmuştur. Para politikalarının daha etkin uygulanmasını sağlayan bu politikalar, sistemin genelini hedefleyen makro ihtiyati politikalardır. Bu politikalar tüm finansal sistemin daha sağlam bir yapıya kavuşmasını sağlayacak olan politikalardır.[134]

Makro ihtiyati politikaların hazırlanması ve yürütülmesi konusunda, sorumlu olması gereken kurum ya da kurumlar hakkında çeşitli yaklaşımlar gündeme gelmiştir. AB uygulamasında olduğu gibi bu politikaların merkez bankasının dışında ayrı bir kurumun oluşturulmasını söyleyenlerin yanı sıra, merkez bankalarının bu konuda görevlendirilmesi gerektiğini söyleyenler de mevcuttur. Elbette ikinci yaklaşım, merkez bankasının aynı anda iki hedefe (fiyat ve finansal istikrar) ulaşmada çeşitli sıkıntılar yaşayacağını düşünmektedir.[135]

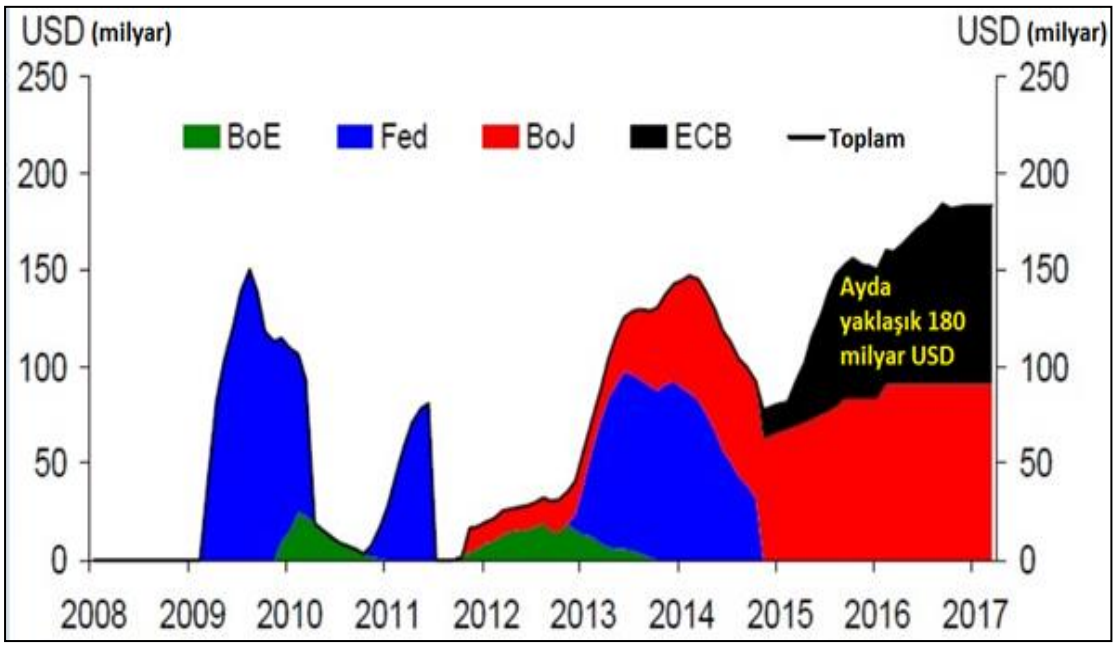
Nihai hedefe yönelik mevcut bu yaklaşımların yanında, son yıllarda dünyada merkez bankalarının deflasyonla mücadele etmeye yoğunlaştığı görülmektedir. ABD, Türkiye dahil dünyada bir yandan artan borç stoku, bir yandan büyüme hızının yavaşlaması deflasyonist eğilimlerin artmasına neden olmuştur. Dolayısıyla merkez bankaları ekonomideki durgunluğa karşı tüm araçlarıyla mücadele içerisine girmişlerdir.

Bununla birlikte FED durgunluğa girme ihtimaline karşın finansal istikrara odaklanmış, finansal istikrarı sağlama konusunda politikalar izlemiştir. FED'in niceliksel gevşeme

[133] Claudio Borio, "Central Banking Post-Crisis: What Compass for Uncharted Waters?, **BIS Working Papers**, No: 353, 2011, s.3-4.
[134] Suat Oktar, Erkan Tokucu ve Zekayi Kaya. **Finansal Küreselleşme Sürecinde Merkez Bankacılığı ve Para Politikaları**. 2.Basım, Nobel Akademik Yayıncılık, Ekim 2013, s.126-127.
[135] Oktar ve diğerleri, s.127.

politikalarının temel amacı; parasal piyasalarda etkinlik ve dengenin sağlanması, reel piyasalarda üretim ve işsizlik oranlarında belirli bir iyileşmeyi kapsamaktadır.[136]

Küresel krizin üzerinden uzun bir süre geçmesine rağmen, küresel parasal genişleme miktarı önemli ölçüde artış göstermektedir. Avrupa Merkez Bankası (ECB) ve Japonya Merkez Bankası (BOJ) birlikte ayda toplam 180 milyar $ varlık satın almaktadır.(Şekil 17)




**Şekil 17:** FED, ECB, BOJ Aylık Varlık Alımları

**Kaynak**: Jamie McGeever, "Update 1-Graphic-Global QE Running at Record $180 bln per Month and Rising", July 26, 2016, http://www.reuters.com/article/global-cenbank-qe-idUSL8N1AC5PK.,
Aktaran: İntıra Bey, Parasal Genişleme Rekor Kırıyor, BorsaGündem, 27.07.2016,http://www.borsagundem.com/yazarlar/parasal-genisleme-rekor-kiriyor-yazisi/1054528., (Erişim: 04.08.2016)

Tablo 5'de, dünyada önemli sayılan başlıca merkez bankasının kriz sonrası para politikası tedbirlerinin bir özeti yer almaktadır. Tabloda, Avrupa ve Japon merkez bankalarının istikrarı sağlamak için ortak hareket ettiği ve piyasalardan devlet tahvillerini satın aldıkları görülmektedir. Taşınabilir menkul değerlerin satın alınması ve bu işlem ile piyasalara aşırı likidite sağlanması göze çarpan temel uygulamalardır. Aşırı genişleyici para politikası, ABD'deki konut piyasasında istikrarı yeniden sağlamaya yardımcı olmuştur.

[136] İsmail Hakkı İşcan, "2008 Küresel Sistemik Finansal Krizinde FED ve ECB'nin Para Politikaları", Paper Prepared for the EY International Congress on Economics II "Europe and Global Economic Rebalancing", Ankara, November 5-6, 2015, s.17.

**Tablo 5: Menkul Kıymet Alımlarının Likidite Kaynakları**

| | | |
|---|---|---|
| ABD Merkez Bankası | - 2008 yılından beri yaklaşık olarak sıfır faiz oranı<br>- "Forward quidance" Faiz oranlarının işsizlik oranlarına bağlanması<br>- Merkez Bankası teminatlarının genişletilmesi | -Mart 2009 tarihinden itibaren "Quantitative Easing" çerçevesinde üç dönem ABD devlet tahvillerinin alımı<br>- Eylül 2011 tarihinden itibaren vade uzatma programı (Maturity Extention Program)<br>-Eylül 2008'den beri Mortgage teminatlı menkul değerlerin alınması |
| İngiltere Merkez Bankası | -Merkez Bankası Teminatlarının Genişletilmesi<br>-Banka rezervleri için hedef büyüklüklerinin belirlenmesi<br>-Kolaylaştırılmış diskont penceresi | -Para piyasası araçlarının(ticari kağıtlar) ve devlet tahvillerinin varlık satın alımları programı çerçevesinde satın alınması (Asset purchase facility) 2009,önemli artış 2012<br>-Konut Tasarruf Bankalarına kredi verilmesi ve Bankaların refinansman ihtiyaçlarının karşılanması (Funding for lendings cheme) |
| Avrupa Merkez Bankası | -Refinansman işlemelerinin sürelerinin 36 aya kadar uzatılması (Long Term Refinancing Operations)<br>-Merkez Bankası için geçerli olan teminatların genişletilmesi<br>-Acil Likidite Yardım Kolaylığı (Emergency Liquidity Asistance)<br>-2014 yılı ortasına Avrupa Merkez bankasının kadar miktar eğilimi yolu ile tam dağıtımı<br>-Ana refinansman işlemleri için faiz oranlarının %0,5'e düşürülmesi | -İki teminatlı tahvillerin satın alım programı 2009 ve 2012 (Borçlanma senetleri)<br>- Mayıs 2010'dan itibaren AB krize giren ülkelerden devlet tahvil alımları (Securities Markets Program)<br>-Belirli şartlarda AB problem ülkelerinden devlet tahvillerinin vade bitimine 1ü3 yıl kalmış olanların satın alınması 2012 (Aktif hale getirilmedi) |
| Japon Merkez Bankası | Sıfır faiz politikasına devam edilmesi ve geleneksel Açık Piyasa İşlemlerinin; özellikle piyasa katılımcıları vade çeşitliliği, alınan teminatlar açısından yeniden düzenlenmesi<br>-4 Nisan 2013'ten itibaren para bazını iki sene içinde iki misline çıkarmak<br>-Aşırı genişleyici para politikası % 2 enflasyon oranına ulaşıncaya kadar devam edilmesi | -2009 yılından itibaren devam eden Japon devlet tahvillerinin satın alınması programına devam edilmesi<br>-Şirket tahvillerinin satın alınması ve varlık alım programına devam edilmesi (Asset purchase program, 2009)<br>-Pasif olarak yönetilen fonların ve Japon Gayrimenkul Fonlarının satın alım programı 2010<br>-Japon devlet tahvillerinin iki katına çıkarılması ve vadelerinin 3 yıldan 7 yılına uzatılması,<br>4 Nisan 2013. |

**Kaynak**: Bischofberger, A., Walser, R.(2013) Diskussionspapier, Zentral Banker als Zauberlehrlinge? Zum Ausstieg aus der ultraexpansiven Geldpolitik, Juli, Avenir Suisse, Zürich http://www.avenir-suisse.ch/28957/zentral banker-als-zauberlehrlinge/, 10.11.2014., Aktaran: Ece D. Erol, İbrahim Erol, "Küresel Finans Krizi ve Sonrasında Dünya Merkez Bankalarının Para Politikası Stratejileri", **Uluslararası İktisadi ve İdari Bilimler Dergisi**, Cilt:1, Sayı:1, 2015, s.57.

Dünyada yaşanan hızlı küreselleşme süreci, ülkelerin ekonomi politikalarına dolayısıyla da para politikalarına ilişkin kararlara yansımaktadır. Günümüzde, para politikasına ilişkin açıklamalara finansal piyasaların yanıtı da aynı hızda gerçekleşmektedir. Merkez bankalarının kendi ekonomilerinin ihtiyacını karşılamaları, istikrarını sağlamaları uygun bir küresel ekonomik ortamın sağlanması için elbette yeterli değildir. Yani yaşanan küresel sorunlara karşı, finansal sistemin daha esnek olabilmesi için ulusal ve küresel tepkiler gerekmektedir. Bu

nedenle başta FED olmak üzere, dünyadaki merkez bankalarının para politikasına ilişkin kararları ve uygulamaları küresel ekonomiyi etkilemekte, önemle takip edilmektedir.[137]

Türkiye'nin para piyasalarını, küresel para piyasalarından ayrı düşünmek olanaksızdır. Hatta doğrudan ya da dolaylı dış piyasalardaki gelişmelerden etkilendiği de bir gerçektir. Para politikalarının oluşturulmasında döviz kuru değişimlerinin göz önünde tutulduğu da görülmektedir. Mevcut para piyasası yapısı, geçmişin para politikası deneyimlerinin ele alınmasını gerektirir. Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası (TCMB) 1930'da kurulmasıyla beraber para basımı ve yönetilmesi süreçleri bankanın kendi elindedir. Ayrıca başlıca para politikası aracı olan faiz oranları, 1980 yılına kadar tamamıyla TCMB tarafından saptanmıştır. Bu dönemde TCMB'nin yükümlülükleri arasında Kamu İktisadi Teşekkülleri'ne krediler vermek ve özel sektöre destek vermek yer almıştır.[138]

2001 Krizi sonrası IMF tarafından desteklenen, bankacılık sektöründe önemli düzenlemeleri ve yapısal reformları, mali ve parasal disipline yönelik uygulamaları içeren "Güçlü Ekonomiye Geçiş Programı" dönemin hükümetince açıklanmıştır.[139]

Merkez bankası enflasyon oranlarının hayli yüksek oluşu ile gerekli koşulların ve güven ortamının henüz sağlanmadığı düşüncesi nedeniyle, 2001 yılından 2005 yılına kadar "açık enflasyon hedeflemesi" rejimine geçmemiş, "örtük enflasyon hedeflemesi stratejisi" uygulamıştır.[140]

Enflasyon hedeflemesi rejimine geçiş sürecinde önemli bir adım olan para politikası kurumsal altyapı sorununa yönelik ilerleme kaydedilmiş, merkez bankasının daha şeffaf ve bağımsız bir yapıya kavuşması sağlanmıştır.[141]

---

[137] European Central Bank, Divergent Monetary Policies and The World Economy, Keynote address by Vítor Constâncio Vice-President of the ECB at the conference organised by FED/ECB/FED Dallas/HKMA in Hong Kong, 15.01.2015, https://www.ecb.europa.eu/press/key/date/2015/html/sp151015.en.html. (Erişim:27.08.2016)

[138] Kepenek, 2012, s.220-224.

[139] İlker Parasız, **Para Banka ve Finansal Piyasalar**. 9.Baskı, Ezgi Kitapevi Yayınları, 2009, s.416.

[140] TCMB, "2005 Yılı Para ve Kur Politikası", Basın Duyurusu, Sayı 2004-59, 20 Aralık 2004, s.3. http://www.tcmb.gov.tr/wps/wcm/connect/3825db04-42bb-4844-8b69-44b645b81245/DUY2004-59.pdf?MOD=AJPERES&CACHEID=ROOTWORKSPACE3825db04-42bb-4844-8b69-44b645b81245., (Erişim Tarihi: 28.08.2016)

[141] Salih Öztürk ve Coşkun Biner, "Gelişmekte Olan Ülkelerde Kurala Dayalı Para Politikasının Etkinliği Enflasyon Hedeflemesi Stratejisi: Türkiye Örneği", **Cumhuriyet Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi**, Cilt:9, Sayı:1, 2008, s.31.

Programın uygulanması konusunda oldukça titiz davranıldığının bir göstergesi de programı açıklamadan önce Merkez Bankası Kanunu'nun değiştirilmiş olmasıdır. 2006 yılında açık enflasyon hedeflemesi rejimine geçen merkez bankası, enflasyon hedefini "nokta hedef" şeklinde belirlemiştir. Piyasa tarafından daha kolay takip edilebildiğinden dolayı enflasyon hedefi Tüketici Fiyat Endeksi (TÜFE) üzerinden tanımlanarak, üç yıllık bir hedef patikası ifade edilmiştir.[142]

TCMB'nin 2005-2006 döneminde tam sterilizasyon politikası izlediği, 2005-2009 döneminde piyasadaki likiditeyi arttırarak genişletici para politikası uyguladığı görülmektedir.[143] 2008 Finans Krizi'nin etkilerinin hissedilmeye başladığı dönemde çoğu ülke para ve maliye politikalarını uygulamaya koymuştur. Türkiye de bu süreçte etkilenmiş ve para politikası olarak TCMB çeşitli tedbirler almıştır. Enflasyon hedefinin yanı sıra finansal istikrar hedefinin önemine vurgu yapmıştır. Bu tedbirler TCMB'yi ilgi odağı haline getirmiş, iktisadi çevrelerce tartışılmaya başlamıştır. TCMB'nin finansal istikrar hedefinin gerekçesi, dış piyasalardaki gelişmelerin yanında iç piyasada görülen aşırı kredi genişlemesi ve cari açıktaki büyümedir.[144]

Piyasada oluşan fazla likidite koşulları Mayıs 2008'den itibaren küresel krizin etkisiyle likidite sıkışıklığına dönüşmüştür. Merkez Bankası fazla likiditeyi gecelik vadede çekmiş, likidite ihtiyacını düzenli olarak bir hafta vadeli repo ihaleleri ile sağlamaya başlamıştır. Bazı bankalar da fazla likiditelerini işlem maliyetleri, vergi farklılıkları gibi faktörlerin neticesinde Bankalararası Para Piyasası'nda Merkez Bankası'na borç vererek değerlendirmiştir. Yani, merkez bankası piyasayı bir hafta vadeli fonlarken, gecelik vadede piyasadan borçlanma yoluna gitmiştir. Böylelikle piyasada gecelik faiz oranlarının, merkez bankası borçlanma faiz oranının üzerine çıkmasını önlenmiş ve likidite dengeli olarak dağılmıştır. Merkez Bankası borçlanma

[142] Fatih Özatay, "Türkiye'de 2000- 2008 Döneminde Para Politikası", **İktisat ve İşletme ve Finans Dergisi**, Cilt:24, Sayı:275, Şubat 2009, s.58.
[143] Hasan Memiş, Sadettin Paksoy, Tuğçe Yöntem, "Merkez Bankası Rezervleri ve Makro Ekonomik Değişkenler Arasındaki İlişki:1989-2013 Dönemi Üzerine Bir Uygulama", *Süleyman Demirel Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi*, Cilt: 19, Sayı: 4, Yıl: 2014, s.99.
[144] Özatay, "Merkez Bankası'nın Yeni Para Politikası: İki Hedef-Üç Ara Hedef-Üç Araç", **İktisat İşletme ve Finans Dergisi**, Cilt:26, Sayı:302, 2011, s.28.

faiz oranı da piyasada temel gösterge olarak devam etmiştir.[145] Kriz sonrası dönemde TCMB'nin gecelik borç ve borç verme faiz oranları Tablo 6'da yer almaktadır.

**Tablo 6: TCMB Faiz Oranları (%) (Gecelik Borç Alma ve Borç Verme)**

| Tarih | Borç Alma | Borç Verme | Tarih | Borç Alma | Borç Verme |
|---|---|---|---|---|---|
| 14.09.07 | 17.25 | 22.25 | 17.09.10 | 6.25 | 8.75 |
| 17.10.07 | 16.75 | 21.50 | 15.10.10 | 5.75 | 8.75 |
| 15.11.07 | 16.25 | 20.75 | 12.11.10 | 1.75 | 8.75 |
| 14.12.07 | 15.75 | 20.00 | 17.12.10 | 1.50 | 9.00 |
| 18.01.08 | 15.50 | 19.50 | 05.08.11 | 5.00 | 9.00 |
| 15.02.08 | 15.25 | 19.25 | 21.10.11 | 5.00 | 12.50 |
| 16.05.08 | 15.75 | 19.75 | 22.02.12 | 5.00 | 11.50 |
| 17.06.08 | 16.25 | 20.25 | 19.09.12 | 5.00 | 10.00 |
| 18.07.08 | 16.75 | 20.25 | 19.10.12 | 5.00 | 9.50 |
| 23.10.08 | 16.75 | 19.75 | 21.11.12 | 5.00 | 9.00 |
| 20.11.08 | 16.25 | 18.75 | 23.01.13 | 4.75 | 8.75 |
| 19.12.08 | 15.00 | 17.50 | 20.02.13 | 4.50 | 8.50 |
| 16.01.09 | 13.00 | 15.50 | 27.03.13 | 4.50 | 7.50 |
| 20.02.09 | 11.50 | 14.00 | 17.04.13 | 4.00 | 7.00 |
| 20.03.09 | 10.50 | 13.00 | 17.05.13 | 3.50 | 6.50 |
| 17.04.09 | 9.75 | 12.25 | 24.07.13 | 3.50 | 7.25 |
| 15.05.09 | 9.25 | 11.75 | 21.08.13 | 3.50 | 7.75 |
| 17.06.09 | 8.75 | 11.25 | 29.01.14 | 8.00 | 12.00 |
| 17.07.09 | 8.25 | 10.75 | 18.07.14 | 7.50 | 12.00 |
| 19.08.09 | 7.75 | 10.25 | 28.08.14 | 7.50 | 11.25 |
| 18.09.09 | 7.25 | 9.75 | 25.02.15 | 7.25 | 10.75 |
| 16.10.09 | 6.75 | 9.25 | 25.03.16 | 7.25 | 10.50 |
| 20.11.09 | 6.50 | 9.00 | 21.04.16 | 7.25 | 10.00 |

**Kaynak:** TCMB Faiz Oranları, www.tcmb.gov.tr. (Erişim: 28.04.2016.)

Parasal duruş açısından likidite politikasının önemini vurgulamak için, kısa vadeli faizlerin değişmediği ancak para politikasının fonlama kompozisyonu aracılığıyla sıkılaştığı bir durum Tablo 7'de bir örnek olarak verilmiştir. İlk üç sütun, TCMB'nin fonlama faiz oranları ile fonlama kompozisyonunu, son iki sütun da bunun sonucunda oluşan politika duruşunu TCMB ortalama fonlama faizini ve gecelik piyasa faizini ifade etmektedir.

[145] TCMB, "2009 Yılında Para ve Kur Politikası", Basın Duyurusu, http://www.tcmb.gov.tr/yeni/duyuru/2007/Baskan_2009Parapol.pdf, (Erişim Tarihi: 05.02.2009)

**Tablo 7: Kısa Vadeli Faizler, TCMB Fonlama Kompozisyonu ve Para Politikası Duruşu**

| | Marjinal Fonlama Faizi | 1 Haftalık Repo Faizi | Haftalık Fonlamanın Toplam İçindeki Payı | Ortalama Fonlama Faizi | Gecelik Piyasa Faizi |
|---|---|---|---|---|---|
| I | 10,75 | 7,5 | %80 | 8,2 | 10,75 |
| II | 10,75 | 7,5 | %70 | 8,5 | 10,75 |
| III | 10,75 | 7,5 | %60 | 8,8 | 10,75 |

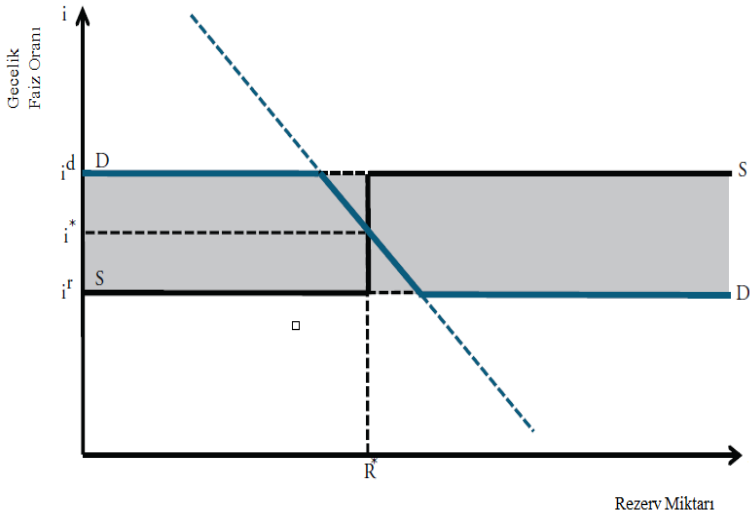
**Kaynak:** Hakan Kara, "Faiz Koridoru ve Para Politikası Duruşu", TCMB Ekonomi Notları, Sayı: 2015-13, 19.08.2015, s.8.

İlk satırda gösterilen durumda fonlamanın % 80'i 1 haftalık repo ihaleleri ile (% 7,5 faiz oranı olarak) sağlanmaktadır. Kalan % 20 için, bankalar (faizi % 10,75 olan) marjinal fonlama imkanına yönelmektedir. Bu fonlama dağılımında TCMB ağırlıklı ortalama fonlama faiz oranı % 8,2 olarak gerçekleşir. (0,8*7,5 + 0,2*10,75) Fonlama kompozisyonundaki değişimin ardından, gecelik piyasa faizi sabit kalırken TCMB ortalama fonlama faizi yükselmektedir. Yani, ilan edilen kısa vadeli faizleri değiştirmeden de politika duruşunu değiştirmenin mümkün olduğu görülmektedir.

2008 Küresel Kriz sonrasında dünyada artan risk ortamı, finansal istikrarın önemi konusunda farkındalığın daha çok artmasına ve merkez bankalarının alternatif politikalara yönelmesine yol açmıştır. Dolayısıyla TCMB de, bu çerçevede 2006 yılından itibaren uyguladığı enflasyon hedeflemesi rejimine fiyat istikrarına dayanarak finansal istikrarını da kapsayacak şekilde düzenleyerek 2010 yılı sonlarından itibaren aşamalı olarak yeni bir para politikası tasarımına yönelmiştir.[146]

TCMB'nin bu yeni para politikası tasarımında yer alan önemli bir araç da "faiz koridoru" sistemidir. Faiz koridoru sisteminin işleyişi Şekil 18'de gösterilmektedir.

[146] TCMB, "Enflasyon Raporu 2012-IV", Ankara: Türkiye Cumhuriyeti Merkez Bankası, 2012, s.2.




**Şekil 18:** Faiz Koridoru Sistemi

**Kaynak:** George A. Kahn, "Monetary Policy Under A Corridor Operating Framework", **Feredal Reserve Bank of Kansas City Economic Review**, *Fourth Quarter*, Vol:95, No:4, 2010, s.15.

Buna göre dikey eksendeki i değeri gecelik faiz oranlarını, yatay eksendeki R değeri rezerv miktarını göstermektedir. Faiz koridoru sistemindeki üç farklı faiz, merkez bankasına duruma göre hareket etme konusunda esneklik kazandırır. Yani bu sistem, merkez bankasına farklı para politikası hedeflerine yönelmede çeşitli seçenekleri uygulayabilme konusunda olanak sağlayan önemli bir sistemdir.

Dünyada uygulanan para politikaları, parasal büyüklükler ve merkez bankası bilançolarının takibi ekonomi açısından artık önem kazanmıştır. Dolayısıyla TCMB'nin belirlediği para politikası uygulamalarının başarısı da, dünyada izlenen iktisadi politikalara ve küresel konjonktüre göre şekillenecektir. TCMB genişleyici ve sıkı ekonomi politikalarını son krizin farklı evrelerinde uygulamış; temelde politika faizi, faiz koridoru, zorunlu karşılık ve döviz işlemleri gibi para politikası araçlarıyla piyasadaki likiditeyi etkilemiştir. TCMB analitik bilançosunun varlıkları 2007-2011 döneminde % 37 oranında büyümüş, döviz yükümlülükleri % 80 artmış, para arzı göstergeleri büyük ölçüde genişlemiştir. ABD ve Avrupa Merkez Bankası bilançoları 2-3 kat büyümüştür.[147]

2008 küresel krizden önce, merkez bankaları daha ziyade fiyat istikrarını hedefleyen para politikalarını uygulamıştır. Kriz sonrası para politikalarının artık finansal ve makroekonomik istikrarı da içine alması bir zorunluluk haline gelmiştir. Fiyat istikrarına sadece

[147] Fikret Kartal, "Merkez Bankası Bilançosu ve Parasal Büyüklüklerin Gelişimi", **Atatürk Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Dergisi**, Cilt:27, Sayı:3, 2013, s.202.

odaklanan bir para politikası ve bu doğrultudaki enflasyon hedeflemesi, riski etkin olarak gözlemleme olanağını vermemektedir. Bu durum, para politikası uygulamalarında alternatif yaklaşımları ön plana çıkarmış, tüm dünyada makro finansal risklere karşı merkez bankalarının rolü artmıştır. Son yıllarda merkez bankalarının sıkı para politikaları başta talebi ve dünya ticaretini olumsuz etkilemekte, merkez bankalarının aldıkları önlemler ile ekonomik istikrarı sağlamada ne ölçüde başarılı olduğu tartışılmaktadır. Dünyada özellikle kriz dönemlerinde, ülke merkez bankalarının uygulayacakları istikrarlı ve etkin politikaların son derece önemli olduğu açıktır.[148]

# 2. 2008 KÜRESEL FİNANSAL KRİZ VE KRİZİN TÜRKİYE'YE ETKİLERİ

2008 küresel finansal krizin derinleşmesi ile beraber neoliberal muhafazakar ideoloji sadece iktisadi bir olgu olmaktan çıkmış, kapitalizmin tümüyle kendisi sorgulanır hale gelmiştir. "*piyasa serbestisinin tüm sorunlara çare veren, bir uygarlık projesi olduğu"*na dair kalıplaşmış düşünce artık varlığını yitirmiştir**.**[149] Bu bölümde, finansal küreselleşme süreci ve kriz ilişkisi özellikle 2008 küresel kriz kapsamında değerlendirilecek, ardından yaşanan bu son küresel krizin nedenleri ve yarattığı etkileri üzerinde durulacaktır. Son olarak da krizden çıkış için dünyada ve Türkiye'de uygulanan para politikalarından bahsedilecektir.

## 2.1.Finansal Küreselleşme ve Kriz

1980'li yıllardan itibaren dünya ticaretini serbestleştirmek amacıyla ekonomik alanda yoğun olarak yaşanan küreselleşme; yeni dünya düzeninde serbest piyasa ekonomisini öngörürken rekabeti de sanayileşmenin önemli bir öğesi olarak kabul etmiş, finansal alanda sermayenin hareketini artırmıştır.[150]

Mali piyasalardaki gelişme hızı çok daha fazla gerçekleşmiş, küreselleşme sonucunda dünya ülkeleri artık birbirine daha bağımlı hale gelmiştir. Bu artan bağımlılık ulusal ekonomi politikalarının etkinliğini de önemli ölçüde azaltmıştır. Çünkü ülkeler, başta büyük

[148] Erişah Arıcan ve Güçlü Okay, "Ekonomik İstikrarsızlık Ortamında Merkez Bankalarının Uyguladığı Para Politikaları ve Türkiye Örneği", **İktisat Politikası Araştırmaları Dergisi**, Cilt:1, Sayı:1, 2014, s.1.
[149] Erinç Yeldan, "Avrupa'da Bir Hayalet Dolaşıyor", **Ekonomi Politik**, 22.10.2008, yeldane.bilkent.edu.tr/ Yeldan185_22Ekm08.pdf. (Erişim: 04.04.2016)
[150] Fatma Bahar Şanlı, "Küreselleşme ve Ekonomik Entegrasyonlar", **Doğu Anadolu Bölgesi Araştırmaları**, 2004, İstanbul Üniversitesi, İktisat Fakültesi, İktisat Politikası A.B.D- İstanbul, s.161.

sanayileşmiş ülkeler olmak üzere artık dış dünyadan yayılan etkilerle karşı karşıya kalmaktadır. Gerçek dünyada ABD'nin ve diğer sanayileşmiş ülkelerin politikalarına bakıldığında, sabit kur sisteminin uygulandığı 1950-1960 yıllarında, iç denge amacıyla para ve maliye politikasını birlikte uyguladıkları ancak dış dengesizliklerin artığı durumlarda bu yaklaşımı değiştirdikleri görülmektedir. Hatta dış dengesizlikler karşısında ülkeler para politikasını kullanmakta çekingen davranmışlar, onun yerine dolaysız kontrol önlemleri uygulamışlardır.[151]

Finansallaşma küreselleşme süreci, tüm ülkelerde farklı şekilde gerçekleşmiştir. Buna göre, Foster ekonomide finansallaşmayı 5 göstergede toplamıştır:[152]

- Toplam kârlar içerisinde finansal kârların oranındaki artış,
- GSYİH'nın oranı olarak borçluluk düzeyinde yükselme,
- Kısaca FIRE diye adlandırılan finans, sigorta ve gayrimenkul sektörlerinin milli gelir içerisindeki payında artış,
- Şeffaf olmayan finansal enstrümanların sayısında artış,
- Finansal balonların artan rolü

Bu göstergelere bağlı olarak, ekonomik faaliyet hacmindeki genişlemeler ve daralmalar düzenli bir periyotta değil, sürekli olarak meydana gelirler. İşte bu daralma aşamasında ortaya çıkan devamlı düşüş hali kriz olarak tanımlanır.[153]

Aynı zamanda, bir ekonominin temel dengelerinde meydana gelen sürdürülemeyen bir yapılanmanın onarılması için kendiliğinden oluşan dalgalanmalar olarak da ifade edilebilir.[154] İktisadi faaliyette kötü ve sıkıntı verici şekilde uzamış bir resesyon olan kriz kavramına ilişkin olarak, ani düşüş çıktının en az % 10 oranında gerilemesi iken, buhran daha derin ve uzun bir ani düşüştür.[155]

---

[151] Halil Seyidoğlu, **Uluslararası İktisat Teori Politika ve Uygulama**. Geliştirilmiş 18.Baskı, İstanbul: Güzem Can Yayınları, 2013, s.880.
[152] Hayri Kozanoğlu ve Yusuf Aytürk, "Finansallaşma Küresel Gelir Adaletsizliği ve 2008 Krizi", (Eds: Nadir Eroğlu, İlhan Eroğlu ve Halil İbrahim Aydın), **İktisadi Krizler ve Türkiye Ekonomisi Prof. Dr. İlker Parasız'a Armağan** içinde (303-322), Orion Kitabevi, 2015, s.306.
[153] Üzeyir Aydın ve Oğuz Kara, "Krizlerin Türkiye Ekonomisine Etkisi: Geleceğin Öngörüsüne Yönelik Bir Deneme", 2. Ulusal İktisat Kongresi-20-22 Şubat 2008, DEÜ İİBF İktisat Bölümü-İzmir, *s.2.*
[154] Yusuf Bayraktutan, "Küreselleşme Kriz ve IMF", **Liberal Düşünce**, Sayı:19, 2000, s.15.
[155] Bishop, 2013, s.222.

Tablo 8'de krizin finansal küreselleşme ile ilişkisinin bir yansıması olarak, 1990-2012 döneminde küresel finansal varlıkların değerinin seyri yer almaktadır. Toplam finansal varlıkların değeri kriz öncesi 206 trilyon dolara kadar yükselmiş, 2012 yılında 225 trilyon dolar olarak gerçekleşmiştir. Temel finansal enstrümanların değeri ve finansın ekonomideki payı dünyada yıllar itibariyle önemli ölçüde artış göstermiştir.

**Tablo 8: Küresel Finansal Varlıklar (Gelişmiş ve Gelişmekte Olan Ülkeler)**

| | Küresel Finansal Varlıklar (Trilyon ABD Doları) | | | | | | Yıllık Bileşik Artış Oranı (%) | |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| | **1990** | **1995** | **2000** | **2005** | **2007** | **2012** | **2000-2007** | **2007-2012** |
| **Hisse Senedi** | 11 | 18 | 37 | 47 | 64 | 50 | 8,0 | -5,5 |
| **Kamu Borçlanma Araçları** | 9 | 14 | 18 | 29 | 32 | 47 | 8,3 | 9,2 |
| **Finansal Şirket Borçlanma Araçları** | 8 | 11 | 19 | 30 | 39 | 42 | 10,7 | 1,5 |
| **Finansal Olmayan Şirket Borçlanma Araçları** | 3 | 3 | 5 | 7 | 8 | 11 | 5,1 | 9,1 |
| **Menkul Kıymetleştirilmiş Borçlanma** | 2 | 3 | 5 | 9 | 13 | 13 | 15,9 | -0,7 |
| **Genel Borçlanma** | 23 | 26 | 35 | 43 | 50 | 62 | 5,5 | 4,8 |
| **Toplam Finansal Varlıklar** | 56 | 75 | 119 | 165 | 206 | 225 | 8,1 | 1,9 |

**Kaynak**: McKinsey Institute, Financial Globalization, Mart 2013, s.2.

1980'li yıllardan sonra kapitalist sistem içinde küresel ve ulusal olarak sermayenin tekelleşmesi krizlerin de yayılmasının bir sebebidir. 1990'lı yıllardan itibaren, artık sermaye üretime yönelik değil, tüketime yönelik piyasalara doğru yoğunlaşmaya başlamıştır. Yani, kapitalist ekonomi üretimden yorgun düşüp, tüketime yönelmiştir. Bu süreçte ekonomide; piyasalaşma, özelleştirme, finansallaşma yoğun olarak kendini göstermekte, tüketim yanlı bir sermaye üretimine dönüşüm yaşanmaktadır. 2008 küresel mali kriz de, böyle bir sürecin yarattığı bir kriz olarak; sosyal, ekonomik ve çevresel birçok sorunun ortaya çıkmasına neden olmuştur. Neo-liberal iktisat politikalarının yaygınlaşmasıyla beraber, kısa dönem süren krizlerin çokça yaşandığı görülmektedir. Ancak son yıllarda yaşanan krizler, uluslararası sermaye hareketlerinin hızlanması ile dış ödemeler dengesi sorunları ve enflasyon gibi konuların daha önemli hale gelmesinden dolayı, önceki krizlerden daha farklı hale gelmiştir.

Ayrıca bu krizler, finansal piyasalardan reel sektöre ve krizin çıktığı ülkeden diğer ülkelere sıçrayarak teknolojinin de katkısıyla hızla dünyaya yayılması açısından da farklıdır.[156]

Ayrıca, ekonomik sistem büyük çapta dönüşümlere girdikten bir süre sonra da krizlerin yaşandığı görülmektedir. Buna göre 1929 Büyük Depresyon, ticaretin tüm dünyada serbestleştiği ve finansal kapitalizme geçiş döneminde yaşanmıştır. Yine 2008 Krizi kapitalizmin küreselleşmesinin ardından, sermaye hareketlerinin serbest kalması sürecinde meydana gelen küresel bir krizdir. Bu krize kadar geçen süreci iki başlıkta özetlemek mümkündür; biri sermaye serbestleşmesi, diğeri ticari serbestleşmedir.[157]

Artan bu serbestleşme ve küreselleşme eğilimi önemli bir takım politika sorunlarını da beraberinde getirmektedir. Bu sorunlar içerisinde hangi politikanın hangi düzeyde ne zaman uygulanacağı gibi konular yer almaktadır. Ayrıca, bu küresel sistemde yer alan çok uluslu şirketlerin, bu ulusal politikaların anlamını daha çok sorgulaması da söz konusudur. Yabancı teknolojiler ve bunların uluslararasında yayılmasının önemi ile günümüzde bazen "yeni sanayileşen ülkeler" bazen de dinamik Asya ekonomileri diye adlandırılan ülkelerin hızla sanayileşmesi ile güçlü bir şekilde görülmektedir. Grup olarak gelişen ülkelerin kalkınma hızları, gelişmiş ülkelere göre 1980'li ve 1990'lı yıllarda daha yüksek olmuştur. 1950'ler ve 1960'ların aksine, IMF'nin belirttiği gibi gelişmiş OECD ülkelerinin büyüme hızları dünya büyüme hızının motoru olma vasfını yitirmiştir.[158]

Türkiye'de finansal liberalizasyon ve bağımsız para politikasının oluşum sürecinin başlangıcı, 2001 yılında Merkez Bankası'nın bağımsızlığını kapsayan düzenlemeler ile olmuştur. Bu süreçte Merkez Bankası daha ziyade faiz oranlarını kontrol etmeyi hedeflemiştir. Finansal küreselleşme krizlerin yarattığı olumsuz etkilerin ülkeden ülkeye daha hızlı yayılmasına neden olmaktadır. Bu durumdan gelişmekte olan pazarlar daha fazla etkilenmektedir. Kaynağında finansal sistemin yarattığı kredilerin olduğu 2008 küresel kriz bunun en iyi örneğidir. Kısa süreli sermaye yöneticilerinin risk algısı artınca, gelişmekte olan

[156] Eğilmez ve Kumcu, 2013, s.89,96.
[157] Eğilmez ve Kumcu, , 2013, s.272-273.
[158] Chris Freeman ve Luc Soete, **Yenilik İktisadı**, Çev: Ergun Türkcan, Tübitak Yayınları, 4.Basım, 2003, s.401.

pazarlardan büyük miktarda fon çekmesi, bu ülkelerin krizden daha derin yara almalarına neden olmuştur.[159]

Yaşanılan 20-25 yıllık döneme bakıldığında, uluslararası sistemde işleyen finansman yapısı, iktisadi değişimleri gelişmekte olan ülkeler (çevre ülkeler) aleyhinde gerçekleştirmiş, bu ülkeleri sermaye girişine bağımlı kırılgan bir yapıya sürüklemiştir. İktisat politikası ulusal düzeyde belirlenirse nedensellik bağlantısının şöyle oluşması gerekmektedir:[160]

Genişleyici Ulusal Makro Politikalar ⟶ Büyüyen Cari İşlem Açığı ⟶ Cari Açığı Destekleyecek Sermaye Girişi

Ancak, nedensellik bağlantısı şu doğrultuda gerçekleşmektedir:

Sermaye Girişleri ⟶ Büyüme ⟶ Cari Açık

Ancak bu dönemde, ulusal politikaların terk edilmesiyle olması gereken nedensellik bağı yok olmuştur. 1989 sonrası büyüme tamamen kısa vadeli sermaye girişine dayalı olunca, kaynak girişi kesildiğinde büyüme kesintiye uğramıştır. Yani, ulusal politikalar üzerinden nedensellik bağlantısı gerçekleşmediği için büyüme zamanla değil anında sönmüştür.[161]

Porter (1990) ulusal politikaların önemini şöyle vurgulamıştır: [162]

"*Rekabetçi üstünlük oldukça yerel bir süreçle yaratılır ve sürdürülür. Ulusal iktisadi yapılar, değerler, kültürler, kurumlar ve tarihlerdeki farklılıklar rekabetçi başarıyı derinden etkiler. Ulusun rolü her zamankinden daha büyüktür ve büyük olacaktır. Her ne kadar küreselleşme ulusun önemini azaltmış görünse de, aslında böyle değildir. Rekabetçi olmayan yerli firmaları ve sanayileri koruma şeklindeki birkaç ticaret engeli dışında, rekabetçi üstünlüğü sağlayan beceri ve teknolojinin kaynağı ulustur.*"

Toplumların gelişim hızlarında insanın bilgiyi edinme, yayma ve kullanma süreci önemlidir. Bundan dolayı, gelişmiş sanayi ülkeleri kalkınmalarını bilgi ekonomisinin hâkimiyeti hedefine dayandırmaktadır. Çünkü bilginin yüksek katma değerli bir meta halinde

[159] Cengiz Bahçekapılı, **Küreselleşme Sürecinde Güçsüzleşen Ulus-Devlet**. Türkiye'nin Küresel Politik İktisadı, İstanbul: Derin Yayınları, 2009, s.80,132.
[160] Nazif Ekzen, **Türkiye Kısa İktisat Tarihi 1946'dan 2008'e**. İliştirilmiş Ekonomi IMF-Dünya Bankası Düzeninde 62 Yıl, 2.Basım, Odtü Yayıncılık, Kasım 2009, s.163.
[161] Ekzen, 2009, s.163.
[162] Michael Porter, **The Competitive Advantage of Nations**. New York: Free Press, 1990, s.19.

ülke ekonomisinde büyüme ve gelir yarattığı zamanla anlaşılmıştır.[163] Kapitalizmin yeni niteliksel dönüşümü olarak yorumlanan küreselleşme sürecinin de en önemli dinamiği elbette bilimsel ve teknolojik gelişmelerdir. Teknolojik gelişmenin arttırdığı ivme ile de yeni bir takım finansal araçların yaratılması finansal hizmetlerin de çeşitlenerek yaygınlaşmasına olanak sağlamıştır. Bu durum da devletin para ve finans politikalarının uygulanmasını hatta parasal büyüklüklerin tanımını bile giderek zorlaştırmaktadır.[164]

Küresel Krizi diğerlerinden ayıran önemli bir unsur; insanlık tarihinde paranın hiç bir altın ya da değerli madenin standardına bağlı olmadığı, hayali değerlerin hüküm sürdüğü bir finansallaşma sürecine denk gelmiş olmasıdır. Yani günümüzde paranın değerini belirleyecek belli bir standardın, bir "çapa" olmamasıdır.[165]

Bunun yanı sıra, finansal piyasalarda kredi akışını hızlandırmak için, faiz oranlarının düşürülmesi gerekir. Buna karşın enflasyonu kontrol altına alabilmenin yolu da, faiz oranlarının artmasıdır. Bu çelişki merkez bankalarını kriz dönemlerinde piyasaya olan müdahalelerini geciktiren bir durumdur. Ayrıca, bu dönemde enflasyon ve büyüme ters yönde hareket etmektedir. Faiz oranlarının hangi yönde hareket ettirileceği konusunda bir kararsızlık yaratmakta ve müdahale de yavaşlamaktadır.[166]

Türkiye'de 1980'li yıllardan sonra yaşanan hızlı enflasyon süreci, yüksek faiz politikası ile denetim altına alınmaya çalışılmıştır. Yüksek faiz politikası hem iç (enflasyonu önleme) hem dış denge (cari işlemler açığının karşılanması) amacıyla kullanılmıştır. Cari işlemler açıklarının büyük ölçüde yabancı mali sermaye (portfolyo sermayesi ve kısa vadeli sermaye) ile karşılanması, iktisadi ve siyasal koşullardaki beklentilerin olumsuz olduğu durumlarda, ülkeden yoğun olarak yabancı sermaye çıkışına sahne olmuştur. Bu da hem 1994, hem de 2001 mali krizlerinin ortaya çıkmasında önemli bir rol oynamıştır.[167]

---

[163] Çetin Ayhan Seyfullahoğulları ve Mustafa Emre Akbaş, "Ekonomide Bilgi İletişim Teknolojilerinin Önemi: Ülkeler Bazında Karşılaştırmalı Bir Analiz", **Öneri Dergisi**, Cilt:10, Sayı:40, Temmuz 2013, s.201.
[164] Alkan Soyak, **Teknoekonomi**. Genişletilmiş ve Gözden Geçirilmiş 2.Basım, İstanbul: Der Yayınları, 2011, s.230.
[165] Erinç Yeldan, "Kapitalizmin Yeniden Finansallaşması ve 2007/2008 Krizi: Türkiye Krizin Neresinde?", **Çalışma ve Toplum**, 2009/1, s.12.
[166] Erkan Tokucu, "Kriz ve Para Politikaları: Para Politikalarının Başarısızlığı Üzerine", **Ekonomik Yaklaşım**, Cilt:21, Sayı:76, 2010, s.40.
[167] Seyidoğlu, s.880.

Günümüzde küreselleşmenin bir sonucu olarak, ülkeler daha sık iktisadi şoklara maruz kalmaktadır. Yaşanan şok sonrası ekonominin uzun dönemde dengeye ulaşması, buna yönelik izlenecek para politikalarının belirlenmesi ve zamanında uygulanabilmesi oldukça zor bir süreçtir.[168]

Finansal krizleri önlemek için, finansal liberalizasyonun sıralamasına dikkat edilmesi ve makroekonomik dengesizliklerin giderilmesi önem taşımaktadır. Ayrıca krize yönelik olarak IMF, her ülkenin kendi sosyal, siyasal ve iktisadi koşullarını göz önünde bulundurarak analiz etmelidir. Kriz yaşayan ülkeler, kendilerine özgü şartlar ve sorunlar konusunda IMF'yi ikna etmeye çalışmalıdır.[169]

### 2.2. ABD Mortgage Piyasası, Krizin Ortaya Çıkışı ve Etkileri

Mortgage piyasasını; mortgage kredisinin düzenlendiği birincil piyasalar ve bu kredilere bağlı oluşturulan menkul kıymetlerin alınıp satıldığı ikincil piyasalar oluşturmaktadır. ABD'nin mortgage piyasasındaki krediler ödeme şekli, faiz yapısı, kredi isteyenin itibarı gibi bazı ayrımlara tabi tutulur. Mortgage kredileri; prime ya da A kalite (üst gelir grubu), alt A (orta gelir grubu) ve subprime (alt gelir grubu) şeklinde üç şekilde sınıflandırılabilir.[170]

2008 küresel finansal krize ilişkin yapılan yerli ve yabancı çalışmaların çoğu, krizin meydana geliş sürecini inceleme ve etkilerinin tablolar ile yorumlanması şeklinde olmuştur. Çalışmalardaki ortak nokta; ekonomik krizin ülkelerin makroekonomik büyüklüklerini önemli ölçüde etkilediğidir. Az sayıdaki ampirik çalışmada, genellikle döviz kuru ve ihracatta meydana gelen değişmelerin, GSYİH üzerindeki etkileri incelenmiş ve kriz genellikle kukla değişkenle modele dahil edilmiştir.[171]

Ayrıca, yapılan araştırmalar 2005 ile 2008'in ikinci çeyreği arasındaki dönemde konut fiyatları ile geri ödenemeyen subprime kredi sayısı arasında güçlü bir negatif korelasyon

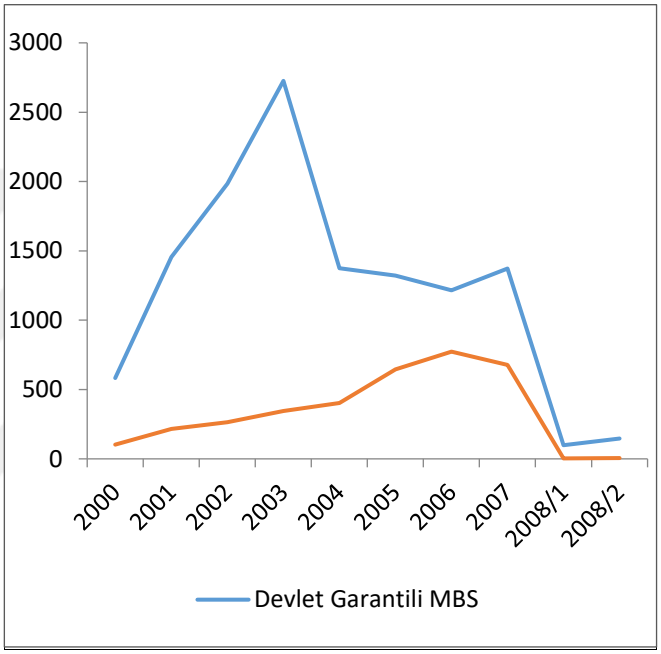
---

[168] Tokucu, 2010, s.34.
[169] Ahmet Turgut," Türleri Nedenleri ve Göstergeleriyle Finansal Krizler", **TÜHİS İş Hukuku ve İktisat Dergisi**, Cilt:20, Sayı:4-5, Kasım 2006/Şubat 2007, s.44-45.
[170] Serdar Öztürk ve Bekir Gövdere, "Küresel Finansal Kriz ve Türkiye Ekonomisine Etkileri", **Süleyman Demirel Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi**, Cilt:15, Sayı:1, Yıl:2010, s.384.
[171] İsmet Göçer, "2008 Küresel Ekonomik Krizin Nedenleri ve Seçilmiş Ülke Ekonomilerine Etkileri: Ekonometrik Bir Analiz", **Yönetim ve Ekonomi Araştırmaları Dergisi**, Sayı:17, 2012, s.23.

olduğunu da ortaya koymuştur.[172] 2000'li yıllardan itibaren 11.5 trilyon dolara ulaşan varlıkları ile önemli oranda tasarruf fazlasının sisteme girmesini sağlayan küresel likiditenin temel aktörleri, küresel finans sistemini yönlendirmeye başlamıştır. Bu aktörler; yatırım fonları, gelişmekte olan ülkelerin merkez bankaları ve egemen ülke fonları, petrolün içinde bulunduğu emtia ticareti yapan ülkelerdeki yatırımcılar olarak sıralanabilir.[173]

**Tablo 9: Mortgage İpoteklerine Dayalı Olarak İhraç Edilen Menkul Kıymetler (Milyar $)**

| Yıllar | Devlet Garantili MBS (Mortgage Backed Securities) | Diğer MBS | Toplam |
|---|---|---|---|
| 2000 | 582,3 | 102,1 | 684,4 |
| 2001 | 1.454,8 | 216,5 | 1.671,3 |
| 2002 | 1.985,3 | 263,9 | 2.249,2 |
| 2003 | 2.725,8 | 345,3 | 3.071,1 |
| 2004 | 1.375,2 | 403,8 | 1.779,0 |
| 2005 | 1.321,0 | 645,7 | 1.966,7 |
| 2006 | 1.214,7 | 773,1 | 1.987,8 |
| 2007 | 1.371,7 | 678,4 | 2.050,1 |
| 2008/1 | 98,5 | 3,2 | 101,7 |
| 2008/2 | 146,1 | 5,0 | 151,1 |




**Kaynak**: SIFMA, www.sifma.org.tr.

Tablo 9'da görüldüğü gibi, ABD'de 2007 yılında mortgage kredilerine dayalı menkul kıymet ihracı toplam 2.050,1 milyar dolara yükselmiştir. Mortgage kredileri geri dönmediği için tahvil geri ödemeleri yapılamamış, finans kuruluşları da zarar açıklamaya başlamıştır. Piyasada oluşan panik havası, bankalardan para çekilmesine ve likidite sıkıntısına sebep olmuştur.[174]

[172] Anthony Sanders, "The Subprime Crisis and its Role in the Financial Crisis", **Journal Of Housing Economics**, No:17, 2008, s.261.
[173] T.C. Chicago Başkonsolosluğu Ticaret Ataşeliği, "Küresel Finansal Krizin Nedenleri ve Olası Sonuçları Hakkında Bilgi Notu", 2008, s.2, http://www.musavirlikler.gov.tr/upload/CHI/Finansal%20kriz%20bilgi%20notu.pdf., 05.03.2011.
[174] Faruk Demir, Ayşegül Karabıyık, Emine Ermişoğlu ve Ayhan Küçük, "ABD Mortgage Krizi", BDDK Çalışma Tebliği, Sayı:3, Ağustos 2008, s.53.

Finans sektörü ile yakından ilişkili olan reel sektör, yatırımların kredilere bağlılığının artması nedeniyle küresel krizden önemli ölçüde etkilenmiştir. Dünya ve Türkiye ekonomisinde, başta üretim istihdam ve dış ticaret gibi temel makroekonomik göstergeler olmak üzere krizden olumsuz etkilenmiştir. Küresel kriz; temel mal fiyatlarındaki hızlı düşüş, finansal varlıkların değer kaybı ve sermaye akımlarındaki gerileme olarak üç temel alanda büyük değişimlere sebep olmuştur.[175]

Herhangi bir ülkenin finansal piyasasında yaşanan istikrarsızlıklar, artık kısa bir süre içerisinde diğer ülkelere de sıçrayabilmektedir. 2008 küresel kriz, finansal istikrarın sağlanmasında istikrarlı bir fiyat düzeyinin tek başına yeterli olmadığını göstermiştir. Merkez bankalarının finansal istikrara ilişkin rolleri tartışılmaya başlanmış, kriz öncesi gereken tedbirlerin alınmasının önemi anlaşılmıştır. Dünyada merkez bankalarının çoğu fiyat istikrarı hedefine finansal istikrar hedefini de ilave etmiştir.[176]

Türkiye'deki bankacılık sisteminin yatırım bankacılığından ziyade mevduat bankacılığı sistemine dayanması ve bankaların sorunlu kredilere dayalı menkul kıymetlerde pozisyonlarının olmaması nedeniyle, mortgage piyasası küresel finansal krizden doğrudan etkilenmemiştir. Mart 2007'de Sermaye Piyasası Kurulu (SPK), 5582 sayılı Konut Finansmanı Kanunu'nun kabulü ile Türkiye'de ikincil mortgage piyasası oluşturulmasına yönelik somut bir adım atmıştır. Ancak, Türkiye'de enflasyon konusunda istikrar sağlanmadığı takdirde bu piyasanın sağlıklı bir şekilde uygulamaya geçirilmesi de güçtür. Piyasanın kuruluş hedefinden uzaklaşması ve riskin biriktirilmesi sonucunda, finansal krizlerin yaşanma ihtimali de unutulmamalıdır.[177]

### 2.2.1. 2008 Küresel Finansal Krizin Nedenleri

2001 yılında kullandırılan ipotekli kredi toplamının % 7'sini oluşturan subprime ipotekli konut kredisi tutarı, 2006 yılında % 20'ler seviyesine gelmiştir. Subprime ipotekli konut

[175] Bülent Darıcı, Fatih M.Öcal ve Mete C. Okyar, "Küresel Finans Krizi ÇerçevesindeÜretim ve İstihdam Göstergeleri: Reel Sektör Etkileşimi ve Reel Sektör Öncül Endekslerinin Analizi", İrfan Kalaycı (derleyen), **Halil Seyidoğlu'na Armağan Finansal Kriz Yazıları** içinde (173-209), Ankara: Nobel Yayın Dağıtım, Aralık 2010, s.174.

[176] Seyhun Doğan ve Çiğdem Börke Tunalı, "Küreselleşme Sürecinde Finansal İstikrar-Para Politikası İlişkisi: Türkiye İçin Bir Değerlendirme (2001 Krizi Sonrası)", İstanbul Üniversitesi, Cilt:61, Sayı:2, 2011, s.77.

[177] Işıl Erol, "ABD Mortgage Krizi ve Türkiye'de İkincil Mortgage Piyasası", **Eğitim Bilim Toplum Dergisi**, Hakemli Makale, Cilt:7, Sayı:27, 2009, s.17,30.

kredisinin kullanımı 2001'den 2006 yılına kadar, 180 milyar dolardan 600 milyar dolar düzeyine çıkmıştır. Bu dönemde yaklaşık olarak 5 milyon konut, subprime ipotekli konut kredileri ile finanse edilerek satın alınmıştır.[178]

Düşük faiz ile beraber geleneksel yatırım araçlarındaki düşük getiri sebebiyle yatırımcılar daha fazla risk alarak daha çok getiri sağlamaya çalışmıştır. İkincil piyasada riskli subprime krediler ile ilişkili olan menkul kıymetlere talep arttığı için, ipotekli konut kredisi veren kuruluşlar kredi geçmişlerine dikkat etmeden özensizce kredi vermiş, gerekli riskler ölçülememiştir. Türev araçların karmaşıklaşması da krizin derinleşmesine önemli ölçüde katkı yapmıştır.[179] Tablo 10'da görüleceği üzere; türev ürün işlemlerinin % 83'ü faiz, % 88'i döviz, % 49'u emtia, % 20'si kredi, % 29'u da hisse senedi riskinden korunmak için sektörler tarafından gerçekleştirilmektedir.

**Tablo 10: Dünyanın En Büyük 500 Şirketinin Türev Ürün Kullanım Oranları**

| Sektör Adı | Toplam | Türev ürün kullanma oranı (%) | Faiz riskine karşı (%) | Döviz riskine karşı (%) | Emtia riskine karşı (%) | Kredi riskine karşı (%) | Hisse senedi riskine karşı (%) |
|---|---|---|---|---|---|---|---|
| **Temel Materyaller** | 86 | 97 | 70 | 85 | 79 | 0 | 6 |
| **Tüketici Malları** | 88 | 91 | 81 | 84 | 39 | 1 | 9 |
| **Finans** | 123 | 98 | 94 | 96 | 63 | 76 | 80 |
| **Sağlık** | 25 | 92 | 80 | 72 | 8 | 4 | 20 |
| **Endüstriyel Mallar** | 49 | 92 | 86 | 86 | 37 | 2 | 20 |
| **Hizmetler** | 40 | 88 | 75 | 85 | 35 | 3 | 13 |
| **Teknoloji** | 65 | 95 | 86 | 92 | 15 | 6 | 15 |
| **Alt Yapı** | 24 | 92 | 92 | 88 | 83 | 0 | 8 |
| **Toplam** | 500 | 94 | 83 | 88 | 49 | 20 | 29 |

**Kaynak:** ISDA, "2009 Derivatives Usage Survey", Statistics, News Release., 23.04.2009, s.3.

Dünyanın en büyük ilk 500 şirketinin faaliyette bulunduğu sektörlerin toplamda türev ürün kullanım oranı % 94 seviyesindedir. Tabloda özellikle finans sektörünün tüm risklere karşı yüksek oranda türev ürünlere yöneldiği de dikkat çekmektedir.

[178] Dwight Jaffee, "The U.S. Subprime Mortgage Crisis: Issues Raised and Lessons Learned", The World Bank, Washington, 2008, s.4-25.
[179] Carmen Reinhart ve Andrew Felton, "The First Global Financial Crisis Of The 21st Century", CEPR, London, University of Maryland College Park, July 2008, s.32-34.

Şirket yöneticilerinin kamusal çıkarın korunması, istihdam yaratmak gibi konulardan uzaklaşarak hisse senedinin fiyatını maksimizasyonuna yönelmesi, kapitalist sistemin yarattığı bir süreçtir. Bu süreçte, konut kredisiyle büyük borçlar altına giren emekçi kesimler de, bireysel ya da sendikal açıdan tepkilerini ortaya koymakta maalesef geç kalmışlardır.[180]

Yatırım bankalarının kriz sürecinde zarar etmelerinin en önemli nedenleri; sermayelerine göre çok daha fazla borçlanmaları, ipotekli konut kredilerine ilişkin riskli menkul kıymetlere büyük çapta yatırımlar yapmaları ve risk yönetimi etkin şekilde yapamamalarıdır.[181] 2007 yılında finansal sistemin küçük bir parçası olan kriz, daha sonraları dünya çapında büyük bir ekonomik buhrana dönüşmüştür. Bu olayı anlamak için iki tane anahtar görevinde ders vardır. Birincisi, küresel finansal sistemin önceleri tahmin edilenden daha çok birbirine bağlı olması ve dünya finansal sistemin çöküşünün büyük risklerle beraber geniş bir alanı tehdit altına alması ile sistemik riskin öneminin artmasıdır. İkincisi merkez bankalarının ve hükümetlerin krize karşı ortaya koyduğu davranıştır.[182] 2008 küresel krizin nedenlerine ilişkin olarak ortaya konulan çeşitli yaklaşımlar mevcuttur:[183]

---

[180] Kozanoğlu ve Aytürk, 2015, s.321.

[181] Hüseyin Ali Kutlu, N. Savaş Demirci, "Küresel Finansal Krizi (2007-?) Ortaya Çıkaran Nedenler Krizin Etkileri Krizden Kısmi Çıkış Ve Mevcut Durum", **Muhasebe ve Finansman Dergisi**, Ekim 2011, s.126.

[182] Frederic S. Mishkin, "Over The Cliff: From The Subprime To The Global Financial Crisis", **NBER Working Paper Series**, No:1660, December 2010, s.2.

[183] A. J. Schwartz. "Origins of the Financial Market Crisis Of 2008", **Cato Journal**, 29 (1), 2009.
J.B. Taylor, "Housing and Monetary Policy", **NBER Working Paper**, No.13682, December 2007.
J. B. Taylor. "The Financial Crisis and the Policy Responses: An Empirical Analysis of What Went Wrong", **NBER Working Paper**, No:14631, January 2009.
B. Bernanke. "Financial Reform to Address Systemic Risk", **Speech at the Council on Foreign Relations**, Washington, D.C. March 10, 2009.
J. Crotty. "Structural Causes of the Global Financial Crisis: a Critical Assessment of the 'New Financial Architecture'", **Cambridge Journal of Economics**, 2009, 33.
R. Levine. "An Autopsy of the US Financial System", **NBER Working Paper**, No.15956, April 2010.
M. Obstfeld ve K. Rogoff, "Global Imbalances and the Financial Crisis: Products of Common Causes", *Paper Prepared for the Federal Reserve Bank of San Francisco Asia Economic Policy Conference*, Santa Barbara, CA, October 18-20, 2009.
J. E. Stiglitz. "Interpreting the Causes of the Great Recession of 2008", *Lecture to have been delivered at BIS Conference, Basel*, June, 2009.
P. Lysandrou. "Global Inequality and the Global Financial Crisis: The New Transmission Mechanism", Retrieved November 16, 2014, http://www.boeckler.de/pdf/v_2009_10_30_lysandrou.pdf., 2009.
S. Resnick ve R. Wolff. The Economic Crisis: A Marxian Interpretation. **Rethinking Marxism: A Journal of Economics**, *Culture & Society*, 22:2, 2010.
E. Stockhammer. "Rising Inequality as a Root Cause of the Present Crisis", **PERI Working Paper Series**, No.282, April 2012, http://www.economist.com/news/schoolsbrief/21584534-effects-financial-crisis-are-still-being-felt-five-years-article.

- Schwartz (2009) ve Taylor (2007) (2009); ABD Merkez Bankası'nın uzun süre uyguladığı çok düşük faiz politikasından krizin kaynaklandığını iddia etmiştir.
- Bernanke (2009), Crotty (2009), Levine (2010), Obstfeld ve Rogoff (2009), Stiglitz (2009); ABD finans piyasalarının zamanla serbestleştirilmesini ve düzenlemede var olan aksaklıkları krizin nedenleri olarak görmüşlerdir.
- Lysandrou (2009), Resnick ve Wolff (2010), Stockhammer (2012); ABD'de ve gelişmekte olan ülkelerde gelir dağılımının bozulmasını, reel ücretlerin düşmesi gibi yapısal sorunları krizin nedenleri arasında görenler de vardır.

Gelişen teknoloji ve kitle iletişim araçları, küreselleşmeye hız katarak ülkelerin bütünleşik bir hal almasını ve birbirleriyle etkileşimini hızlandırmıştır. Bu durum küresel krizin hızla yayılmasında da önemli bir etken olmuştur. Krizin nedenleri;[184]

- Konut sahiplerinin ipotekli konut kredilerini ödeyememesi,
- Zayıf risk yönetim uygulamaları,
- Derecelendirme kuruluşlarının ipotekli konut finansmanına ilişkin menkul kıymetler hakkında yanlış derecelendirme yapmaları,
- Yüksek kişisel ve kurumsal borç seviyeleri,
- Para politikası uygulamaları,
- Uluslararası ticarette yaşanan dengesizlikler ve düzenlemelerdeki sorunlardan kaynaklanan eksiklikler sayılabilir.

Bu nedenlere bağlı olarak gelişen süreçte; müşteri güvenilirliği, kredi miktarı ve kredilendirme oranı gibi standartlara dayanmayan bir sistem neticesinde riskli mortgage kredilerini teminat gösteren finansal kuruluşların iflas etme olasılığı elbette çok yüksek olmuştur.[185]

#### 2.2.1.1. Likidite Bolluğu

Bazı Asya ülkeleri GSYİH'nın yaklaşık % 40'ına yakın olan yüksek tasarruflarını, dış varlıklar satın alma yoluyla değerlendirme yoluna gitmiştir. Bu durum krizi yaratan küresel

[184] **Türkiye'de Yeniçağ**, 15.09.2016, s.6.
[185] Erol, 2009, s.22.

likidite fazlalığına zemin hazırlamıştır. Küresel likiditenin bolluğu da, tüketici kredileri ile beraber konut ve emtia fiyatlarında da önemli bir artışa yol açmıştır.[186]

ABD Hükümeti'nin düşük faiz politikasını, tüketicilerin yüksek düzeyde borçlanma ve tüketim tercihlerini, finansal sektördeki düşük kaliteli kredilerin artışını önemli ölçüde etkileyen likidite bolluğu; varlık balonlarının* oluşmasına, menkul kıymet ve türevlerin artışına neden olmuştur.[187]

Kısacası, 2000'li yıllardan itibaren giderek artan likidite bolluğu ve buna bağlı yüksek büyüme rakamları, sermayedarların riskleri göz ardı etmesine ve kredi veren kuruluşların da verdikleri kredilerin ne kadar riskli olup olmadığı konusunda öngörüsüz yaklaşmalarına sebep olmuştur. Artan risk ile geri çağrılan krediler finansal sektörde ciddi bir şok yaratmıştır. Kapitalist ekonomik anlayış da bu krizin temel nedenlerinden biridir.[188]

#### 2.2.1.2.Menkul Kıymetleştirme

Gelecekteki bir nakit akışını ticareti mümkün olan tahvil benzeri menkul kıymetlere dönüştürme menkul kıymetleştirme olarak ifade edilmektedir. 1990'larda bu şekilde kıymetli evrak yaratmak finansal kuruluşlar için kazançlı bir hale dönüşmüştür. Menkul kıymeti ihraç eden şirketlerin kısa sürede paraya ulaşmalarını sağlaması ve riskin bir kısmını dağıtması nedeniyle teoride faydası vardır. Yatırımcılar da yeni bir varlık türünü ellerinde tutarak, dolayısıyla çeşitlendirmenin riski azaltan faydasından yararlanmış olurlar. Elbette bu döngünün tehlike yaratabilecek yanları da vardır. 2008 krizinde açıkça görüldüğü gibi, kıymetli evraka bağlı geleceğe dönük beklenen nakit akışının sağlıklı işlememesi, menkul kıymetleştirilmiş çeşitli varlıkların öngörülen değerlendirmeden uzak bir performans göstermesi gibi büyük riskleri de içerir.[189]

---

[186] T.C. Şikago Başkonsolosluğu Ticaret Ataşeliği, Küresel Finansal Krizin Nedenleri ve Olası Sonuçları Hakkında Bilgi Notu, 15.01.2010, s.1., Aktaran: Ramazan Akbulut, Son Yaşanan Finansal Kriz ve Türk Finans Sektörü Üzerindeki Etkileri, **Akademik Atırmalar ve Çalışmalar Dergisi**, Cilt:2, Sayı:2, Mayıs 2010, s.51.

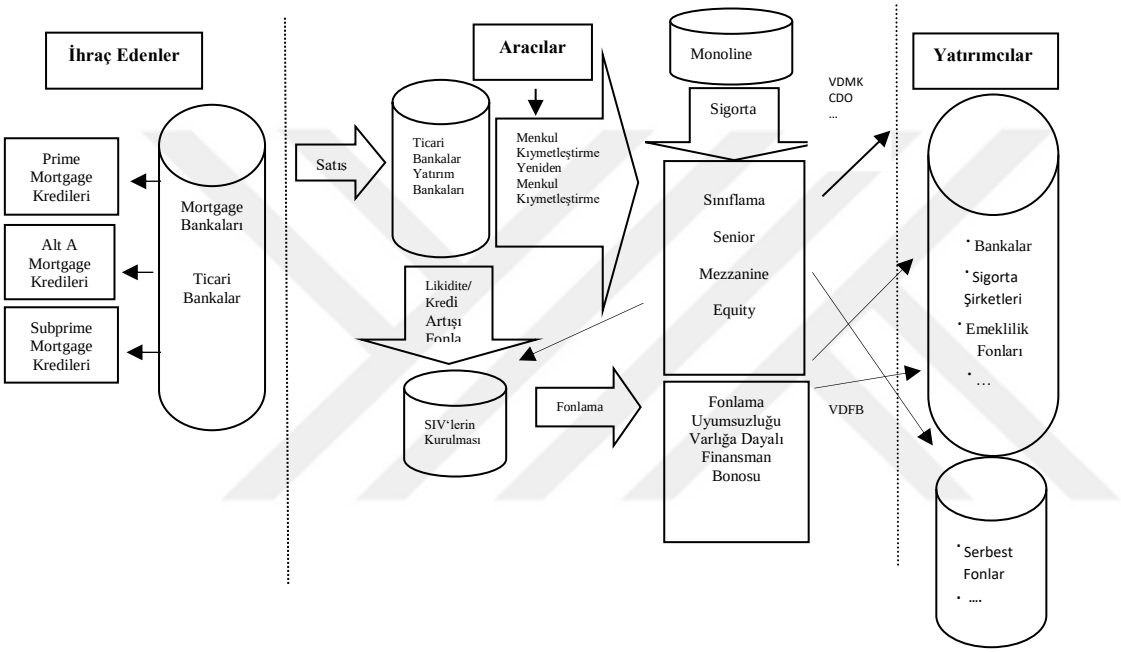
[187] Hülya Kırcı, 2008 Küresel Krizinin Kökeninde Yatan Hatalar ve Dodd-Frank Kanunu Düzenlemeleri, **Yönetim ve Ekonomi**, Celal Bayar Üniversitesi İ.İ.B.F., Cilt:23, Sayı:2, Yıl: 2016, s.472.

*Balon/köpük: Bir varlığın fiyatının temel ilkelerin öngördüğünden daha fazla yükselmesi, örneğin varlığı elde tutmayla ortaya olası bir gelirin çıkması gibi.(Bishop, 2013, s.53)

[188] **Türkiye'de Yeniçağ**, s.6.

[189] Bishop, 2013, s.242.

Mortgage kredilerini menkul kıymetleştirme yoluyla finansal sistemi tabana yayan ABD, elde edilen fonlarla birincil piyasada konut kredilerinin finansmanını sağlamıştır. Zaman içerisinde konut kredilerinin amacı konut spekülatörlüğüne dönüşmüş, konut alanların temerrüde düşmesi kredi ödemelerini kesintiye uğratmış, ödemeler durmuş ve menkul kıymet ihraç standartlarının kalitesi düşmüştür. Hem kredi veren hem de bu kredileri menkul kıymete çeviren aracı kuruluşlar faiz riskini transfer edip, yüksek aracılık ve komisyon geliri elde etmişler, bu dengesiz sistem de süratle büyümüştür.[190]




**Şekil 19:** Mortgage İpoteklerine Dayalı Menkul Kıymetleştirme Süreci İşleyişi

**Kaynak**: Bank of Japan (BOJ), "Financial System Report", **Report and Research Paper**, March 2008, s.5.

### 2.2.1.3.Şeffaflık

Uluslararası finansal kuruluşlara ve literatürdeki kaynaklara göre, küresel krizin nedenlerinin başında; şeffaflık sorunu, çeşitli ihmaller, yetersizlikler ve hatalar yer almaktadır.[191]

[190] BDDK, "ABD Mortgage Krizi", s.7.
[191] Kırcı, 2016, s.468.

Kredi verenlerin ve kredi talebinde bulunanların birbirlerinin geçmişini dikkate almaları gerekli olduğu krizi ile beraber anlaşılmıştır. Kredi verenlerin faiz oranlarına ilişkin bilgilendirme yaparken, kredi kullanımına ile ilgili ücret ve masraflar konusunda açıklayıcı şekilde yeterli bilgilendirmeyi yapmamaları ve kredi talebinde bulunanların kredi kullanımına yönelik tüm detayları yazılı olarak öğrenmemeleri ilerleyen süreçte sorun yaratmıştır.[192]

Günümüzde devamlı değişen, yenilenen çok sayıda finansal aracın karmaşık olan yapısının anlaşılması başta sıradan yatırımcı olmak üzere oldukça güçtür. Bu durum saydamlık konusunda piyasada önemli bir problem yaratmaktadır. Asmetrik bilgi de bu konuya ilişkin yaratılan diğer bir sorundur. Yani bilginin yatırımcılara, firmalara ve piyasadaki diğer aktrörlere farklı hızla ve farklı şekilde ulaşmasıdır.[193] 0 yıl kadar önce bu sorunların beraberinde yaşanan 2008 Krizi, liberal politikaların, küresel finansal mimarinin yetersizliğinin, finansal zafiyetlerin sorgulanmasına neden olmuş; şeffaflık ihtiyacını, küresel işbirliğinin önemini ve piyasa disiplininin sağlanması gereğini de göstermiştir.[194]

#### 2.2.1.4.Derecelendirme Kuruluşları ve Denetleyici Kuruluşlar

Ürünlerin fiyatlamasına ilişkin mortgage piyasalarında en fazla sorumluluğu, kredi derecelendirme kuruluşları taşımaktadır. Riskin belirlenmesi açısından, kredi notlarının herkes için önemi büyüktür. Gelirlerini tahvil ihraç eden kurumlardan alan derecelendirme kuruluşlarının, verdikleri hizmetin ne ölçüde kaliteli ve güvenilir olduğu konusu da şüphelidir. Sorunlu kredilere dayanan menkul kıymetlerin derecelendirilmesi riski daha çok büyütmüş, mortgage kredilerine dayalı finansal araçlara talep artmıştır.[195]

Kriz döneminde Türkiye'ye verdiği kredi notunu iki kademe yükselten kredi derecelendirme kuruluşlarının varsayımlarına ilişkin olarak yaptıkları açıklamalar piyasa tarafından oldukça yetersiz görülmektedir. Denetleyici ve düzenleyici kurumların şeffaflık konusuna yönelik daha yapıcı ve hızlı adımlar atması, etkin bir şekilde çalışması gerektiği de bir gerçektir.

---

[192] BDDK, "ABD Mortgage Krizi", s.3-5.
[193] Doğan Alantar, "Küresel Finansal Kriz: Nedenleri Sonuçları Üzerine Bir Değerlendirme", www.finanskulup.org.tr/.../maliyefinans/.../Dogan_Alantar_Kuresel_Finansal_Kriz_N.., (Erişim: 28.09.2016)
[194] Kırcı, 2016, s.481.
[195] Demir ve diğerleri, 2008, s.9.

### 2.2.2. Gölge (Shadow) Bankacılık Sistemi

Literatürde ilk defa göre Mc Culley[196] (2007) tarafından kullanılan gölge (shadow) bankacılık; geleneksel bankacılık sistemi ile ilişkili olup, direkt yasal olarak kontrol edilip denetlenemeyen, bilanço dışı işlemlere dayalı olan bir bankacılık sistemidir. Arz ve talep yönünden oluşan iki faktöre bağlı olarak gölge bankacılık sistemi oluşmaktadır;[197]

- Arz yönünden: Finansal yenilik ve yasal değişiklikler, bankaların rekabet avantajını kaldırmış, bankaların mevduattan elde ettiği getirinin, rekabete olan pozitif etkisi zaman içinde yok olmuştur.
- Talep yönünden: Finansal işlemlere teminat talep edildiğinden, gölge bankacılık araçları zamanla teminat olarak kullanılmıştır. Menkul kıymetleştirmeye bağlı olarak, repo işlemleri aktif bir araç haline gelmiştir.

Gorton, gölge bankacılık sisteminin oluşmasını en az 30-40 yıllık bir süreye bağlamaktadır. Ona göre bu sistemin oluşmasının nedenleri; geleneksel bankacılığın kârının düşmesi, kurumsal yatırım trendinin yükselmesi ve yatırımlara sistemin dışından regüle edilen bankacılık sistemi tarafından verilen güvencedir.[198]

Şekil 20'de gölge bankacılık ve geleneksel bankacılık sisteminin öz kaynaklarının 1952-2007 dönemindeki gelişimi yer almaktadır. 1990'lı yıllardan sonra gölge bankacılık sisteminin, geleneksel bankacılık sisteminin öz kaynaklarının üstüne çıkmaya başladığı, son yıllarda da yükselen bir ivme kazandığı görülmektedir.

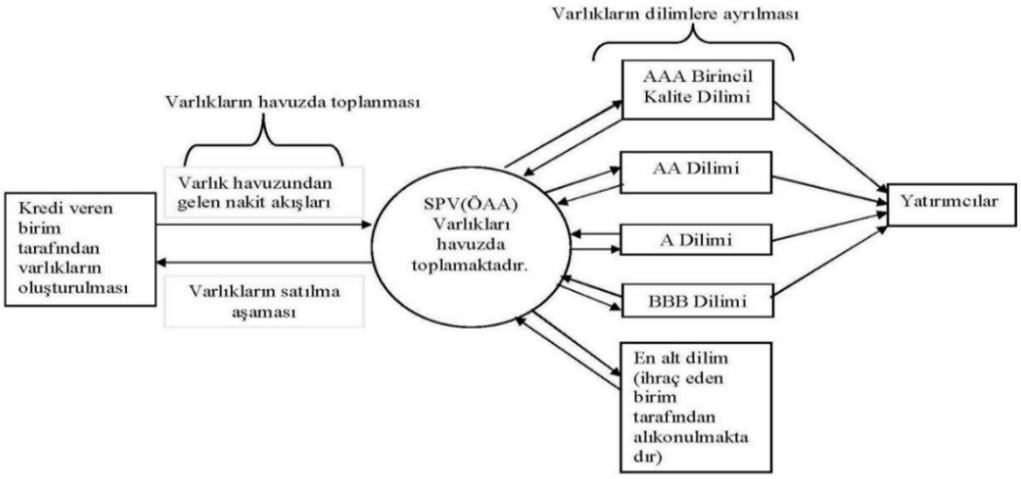
[196] Paul Mc Culley, "Teton Reflection", PIMCO Global Central Focus, Ağustos-Eylül 2007.
[197] Ömer Tuğsal Doruk, "Gölge Bankacılık ve Türkiye", **TBB**, Yayın No:300, İstanbul, 2014, s.26.
[198] Gary Gorton, "The Subprime Panic", **European Financial Management**, Vol:15, No:1, 2009.




**Şekil 20:** Geleneksel Bankacılık Sistemi ve Gölge Bankacılık Sisteminin Gelişmesi (1952-2007, Milyar $)

**Kaynak**: B. J. Noeth, R. Sengupta, "Is Shadow Banking Really Banking?", **The Regional Economist**, October 2011, s.9, Aktaran: Doruk, 2014, s.26.

2007-2008 sonlarında klasik bir bankanın işlevi yerine gölge bankacılık sisteminde; banka kısa vadeli yükümlülükler ve varlıklar gibi mevduatlara sahip olup uzun vadeli krediler gibi varlıklara da sahiptir. Böylelikle klasik bir banka çalışmasında, banka mevduat sahipleri mevduatı geri çekmeye çalışırsa, banka uzun vadeli varlıklarını kolayca nakde dönüştüremez. Gölge bankacılık sisteminde, kurumlar kısa vadeli borçlanma şeklinde kısa vadeli yükümlülüklere sahiptir, buna örnek olarak geri alım anlaşmaları (ya da repo) verilebilir, böylelikle uzun vadeli varlıklarda teminat olarak ipoteğe dayalı menkul kıymetler kullanılır.[199]




**Şekil 21**: Gölge Bankacılık Sisteminde Menkul Kıymetleştirme Süreci

**Kaynak**: Gary Gorton ve Andrew Metrick, "Regulating the Shadow Banking System", Brookings Papers on Economic Activity, 2010, s.271.

[199] Mishkin, 2010, s.2.

Türkiye'de gölge bankacılık sistemi, 2001 yılı sonrası bankacılık sektöründe yapılan düzenlemeler çerçevesinde, sermaye yeterlilik oranındaki artış ve kârlılığın azalması ile gelişim göstermiştir. Türkiye'de gölge bankacılığın başka ülkelere kıyasla ürün konusunda yetersizliği söz konusudur. Gölge bankacılık araçlarının çeşitliliğine yönelik yasal alt yapının geliştiği, 2012 ve 2013 yıllarında çıkarılan yasalar ile VDMK, İFK, konut finansmanı ve varlık finansmanı kurumları gibi sermaye piyasası araçları hakkındaki düzenlemelerle anlaşılmaktadır. İkincil konut kredilerine imkân veren piyasa da yakın zamanda oluşturulmuştur. Ayrıca ABD, AB, Malezya, Hindistan gibi çoğu ülkede olan birçok finansal aracı kurumun Türkiye'de olmadığı, kendine özgü bir çerçevede gölge bankacılığın var olduğu görülmektedir.[200]

### 2.2.3. Krizin Dünya ve Türkiye Ekonomisine Olan Etkileri

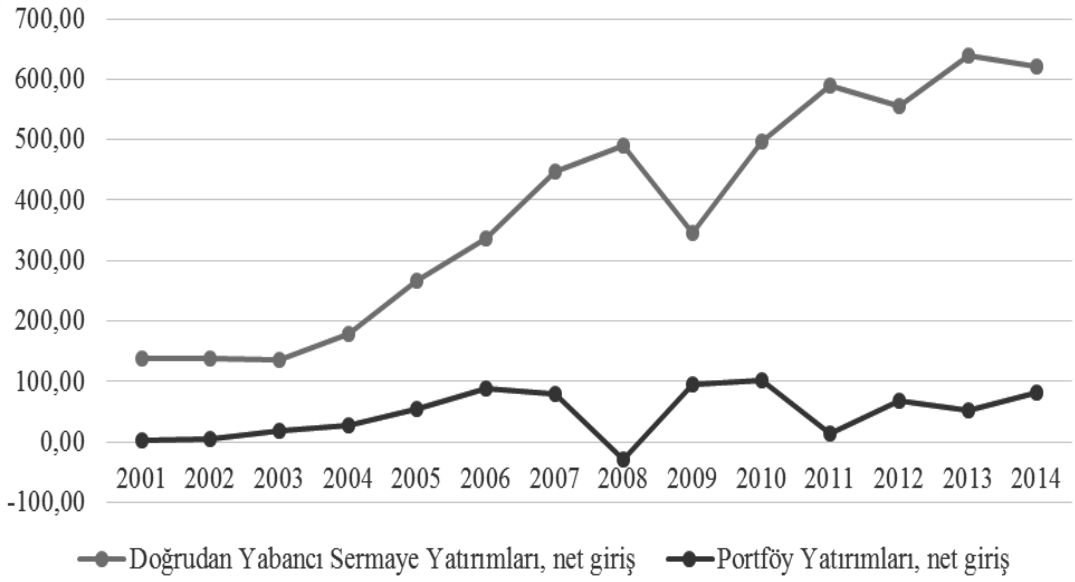
2000'li yılların başından 2006 yılına kadar olan dönemde, şişirilmiş ekonomik gelişmeler başta parasal olarak bir bolluk yaşatmıştır. Büyüme rakamlarındaki artışlar, makroekonomik verilerdeki iyi göstergeler sermaye sahiplerinin iştahını kabartmıştır. Bu iyi gidişat FED'e olan güveni artırmıştır. Likidite bolluğu ve güven ortamı finansal kesimin konut kredileri dağıtımında özensiz ve dikkatsiz davranması, kredilerin geri dönüşünde yaşanan sorunlar, bir Amerikan devi olan yatırım bankası Lehman Brothers'ın batması krizin patlak vermesine yol açmıştır. Kriz, cari açığın, işsizliğin ve kayıt dışı istihdamın artmasına, ekonominin küçülmesine ve yoksulluk uçurumunun önemli ölçüde büyümesine neden olmuştur.[201]

Örneğin, İngiltere krizin etkisiyle büyük bir ekonomik ve finansal darboğaza girmiş, durgunluk yaşamıştır. İngiltere'de, yurtiçi ve yurtdışı piyasalardaki sorunları önlemek için mevcut piyasa uygulamaları gözden geçirilmiştir. Alınan önlemler de daha ziyade kamu müdahalesine yönelik olurken, yapılan reformlar finansal sistemde otokontrol mekanizmalarını geliştirmeye yönelmiştir.[202]

---

[200] Doruk, 2014, s.115-122.
[201] **Türkiye'de Yeniçağ**, "2008 Krizi Türkiye'de Yoksulluğu Artırdı", 16.09.2016, s.6.
[202] Faruk Demir, Ayşegül Karabıyık ve Murat Karakoyunlu, "Küresel Krizde İngiltere Tecrübesi", BDDK Çalışma Tebliği, Sayı:4, Temmuz 2009.

Avrupa Birliği ülkelerinde Mayıs 2010'da bütçe krizi yaşanmış ve 2011 yılında Avro bölgesinin yaşatılmasına ilişkin şüpheler artmıştır. Bu süreçte, bankalar piyasalarda aracı rolünü üstlenememişler, merkez bankalarının para ve kredi hacmini ayarlayarak piyasaya müdahalesi kaçınılmaz olmuştur. Küresel finans krizi sonrası Amerikan Merkez Bankası (FED) ekonomideki faiz oranını sıfıra doğru en alt düzeye indirebilmiştir.[203] Krizle birlikte gelişmiş ülkelerin uyguladığı bu sıfır faiz politikalarının ardından, gelişmekte olan ülkelere doğru gerçekleşen yabancı sermaye hareketlerinin 2009-2014 döneminde hızlı bir artış gösterdiği görülmektedir. (Şekil 22) Net fon akımlarındaki bu hızlı artışın nedeni olarak gelişmekte olan ekonomilerdeki göreceli olarak yüksek faiz oranları nedeniyle bu ülkelerin tahvillerine ek talep yaratması gösterilebilir.




**Şekil 22:** Gelişmekte Olan Ülkelere Sermaye Hareketleri (Milyar Dolar)

**Kaynak**: World Bank, World Development Indicators. (Aktaran: Hicabi Ersoy ve Gökhan Işıl, 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, s.357)

Dünya Bankası'nın yaptığı bir çalışmaya göre; 2000'li yılların başından beri gelişmekte olan ekonomilere olan sermaye akımlarında oluşan çeyreklik dalgalanmaların yaklaşık üçte birinin nedeni, değişen küresel finansal koşullardır. Kısa ve uzun vadeli faiz oranlarındaki artışlar, gelişmekte olan yükselen piyasalara yönelik sermaye akımının önünü kesmektedir.[204]

[203] Erol ve Erol, 2015, s.56.
[204] Dünya Bankası, "Special Feature 1: Risks Around US Rate Liftoff and Policy Options", Küresel Ekonomik Beklentiler Raporu, Haziran 2015.

2008 kriziyle beraber gelişmiş ülkelerin uygulamaya koydukları yeni para politikalarının bir yansıması olarak Türkiye de dahil gelişmekte olan ülkelere yabancı sermaye girişi artmıştır. Kriz sonrası süreçte Türkiye'ye giren yabancı sermayede artış olmasına rağmen, 2014 yılsonu itibariyle bu miktar kriz öncesindeki yabancı sermaye miktarının altında kalmıştır.[205]

Türkiye'de küresel kriz oldukça yıkıcı sonuçlara neden olmuş, ekonomik ve toplumsal hayatta olumsuz gelişmeler yaşanmıştır. Özellikle 2008'in ikinci yarısından 2009'un son çeyreğine dek yoğun olarak yaşanan finansal krizle beraber üretim ve milli gelir devamlı azalırken, işsizlik oranı artarak tarihi seviyelere ulaşmıştır.[206]

Finans sektörü ile yakından ilişkili olan reel sektör, yatırımların kredilere bağlılığının artması nedeniyle küresel krizden önemli ölçüde etkilenmiştir. Dünya ve Türkiye ekonomisinde, başta üretim istihdam ve dış ticaret gibi temel makroekonomik göstergeler olmak üzere krizden olumsuz etkilenmiştir. Kısaca küresel kriz, temel mal fiyatlarındaki hızlı düşüş, finansal varlıkların değer kaybı ve sermaye akımlarındaki gerileme olarak üç temel alanda büyük değişimlere sebep olmuştur.[207]

### 2.2.4. Krizin Türkiye'de Temel Makroekonomik Göstergelere Etkisi

Küresel finansal krizin ekonomik aktivite üzerindeki olumsuz etkilerinin ve belirsizliğin devam ettiği bir süreçte hazırlanan 2009 Yılı Katılım Öncesi Ekonomik Programı'na göre, kriz Türkiye ekonomisini ticaret, finansman ve beklenti kanallarından etkilemiştir. İhracatın % 50'sine yakın bir bölümünü teşkil eden AB bölgesinde daralmaya bağlı olarak ihracat düşmüş, diğer gelişmekte olan ülkeler gibi Türkiye'de de net sermaye çıkışları olmuştur. Reel sektörün dış finansman konusunda zorluklar yaşadığı bu süreçte, artan belirsizliğin güven ortamını ve beklentileri olumsuz olarak etkilemesiyle yatırım ve tüketim kararları ertelenmiştir.[208]

---

[205] Ersoy ve Işıl, 2016, s.360.
[206] Kutlu ve Demirci, 2011, s.130.
[207] Kalaycı, 2010, s.174, 370.
[208] Devlet Planlama Teşkilatı (DPT), 2009 Yılı Katılım Öncesi Ekonomik Programı, Ankara, 2009, s.1., http://www.maliye.gov.tr/EADD%20alma%20Platformu/Ar%C5%9Fiv/Politika%20Belgeleri/2009/2009%20Y%C4%B1l%C4%B1%20Kat%C4%B1l%C4%B1m%20%C3%96ncesi%20Ekonomik%20Program%C4%B1.pdf (Erişim: 04.10.2016)

Bu doğrultuda yaşanan bir krizin kaynağı ve içeriği konusundan ziyade, ekonomi üzerinde bıraktığı etkilerin derinliği daha önem taşımaktadır. Krizlere karşı erken uyarı sistemleri çerçevesinde, öncü göstergelerin ne olduğunun belirlenmesi kriz ihtimaline karşı önlem alma ve uygun politikaları izleme konusunda ülke ekonomilerine katkı sağlamaktadır.[209]

Finansal krizlerin tahmininde kullanılan öncü göstergelerden bazıları, kullanım sıklığına göre değişmekle beraber, reel kur trendden sapma oranı, M2/rezerv oranı, mevduat reel faiz oranı, uluslararası büyüme oranı, enflasyon oranı, sanayi üretimi büyüme oranı kabul edilmektedir. Öncü göstergelerin ortak noktası, kredi talebindeki patlama kavramı ile yakından ilişkili olmasıdır.[210]

Bir ülkede yaşanan ekonomik krizin etkilerinin ne ölçüde olduğunu anlayabilmek için, temel makroekonomik göstergelerin gelişiminin izlenmesi gerekir. Bu çalışmada; borç alma ve borç verme faiz oranları (faiz koridoru), politika faizi, TL ve yabancı para zorunlu karşılık oranları, aylık ortalama repo faizi araçları da bağımsız değişkenler olarak alınmıştır. İlk modelde TÜFE (manşet enflasyon), diğer modelde I Endeksi (çekirdek enflasyon) olmak üzere, bankacılık sektörü toplam kredi hacmi, dış ticaret dengesi, sermaye hareketleri dengesi, imalat sanayi kapasite kullanım oranı da kriz performans göstergeleri olarak alınan ekonomik göstergelerdir. Son bölümde yer alan analizlerde, bu araçların söz konusu göstergeler ile olan ilişkisi, birbirlerine olan etkisi, varsa bu etkinin yönü, büyüklüğü incelenmekte ve değerlendirilmektedir.

Tablo 11 enflasyon, işsizlik ve büyüme oranının Türkiye Ekonomisi'nde 2000 yılından itibaren seyrini göstermektedir. Küresel krizin etkisini yoğunlaştırdığı 2009 yılında büyümenin eksi değerlere düştüğü, işsizlik oranının iki haneli rakamlara yükseldiği, enflasyon oranın da daralmanın etkisiyle düşüş gösterdiği görülmektedir.

[209] Fatih Yücel ve Hüseyin Kalyoncu, "Finansal Krizlerin Öncü Göstergeleri ve Ülke Ekonomilerini Etkileme Kanalları: Türkiye Örneği", **Maliye Dergisi**, Sayı:159, Temmuz-Aralık 2010, s.62.
[210] Kalaycı, 2010, s.179.

**Tablo 11: Türkiye'de Temel Makroekonomik Göstergeler (2000-2016 Haziran)**

| | 2000 | 2001 | 2002 | 2003 | 2004 | 2005 | 2006 | 2007 | 2008 | 2009 | 2010 | 2011 | 2012 | 2013 | 2014 | 2015 | 2016 (Haziran) |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| **GSYH 1998 Bazlı (%)** | 6,8 | -5,7 | 6,2 | 5,3 | 9,4 | 8,4 | 6,9 | 4,7 | 0,7 | -4,8 | 9,2 | 8,8 | 2,1 | 4,2 | 3,0 | 4,0 | 3,0 (II. çeyrek) |
| **İşsizlik Oranı (%)** | - | - | - | - | - | 9,5 | 9,0 | 9,2 | 10,0 | 13,1 | 11,1 | 9,1 | 8,4 | 9,0 | 9,9 | 10,3 | 10,9 |
| **Enflasyon Oranı TÜFE (%)** | - | 68,53 | 29,75 | 18,36 | 9,32 | 7,72 | 9,65 | 8,39 | 10,06 | 6,53 | 6,4 | 10,45 | 6,16 | 7,40 | 8,17 | 8,81 | 7,64 |

**Kaynak:** T.C. Maliye Bakanlığı Bütçe ve Mali Kontrol Genel Müdürlüğü, İstatistikler: Ekonomik Göstergeler, Temel Ekonomik Büyüklükler (2000-2016), http://www.bumko.gov.tr/TR,147/ekonomik-gostergeler.html., http://evds.tcmb.gov.tr/anaweb/enflasyonTR.html., TCMB-Enflasyon Verileri, (Erişim: 28.07.2016)
(T.C. Maliye Bakanlığı, TCMB ve TÜİK verilerinden yararlanılmıştır)

#### 2.2.4.1.Krizin Enflasyona Etkisi

Günümüzde TCMB dahil olmak üzere çoğu merkez bankasının nihai hedefi, fiyat istikrarını sağlamak ve sürdürmektir. Yani, fiyat istikrarını sağlamak ve sürdürmek için faiz oranı, döviz kuru veya parasal büyüklükleri değil enflasyonun kendisini hedeflemeyi tercih etmektedirler.[211]

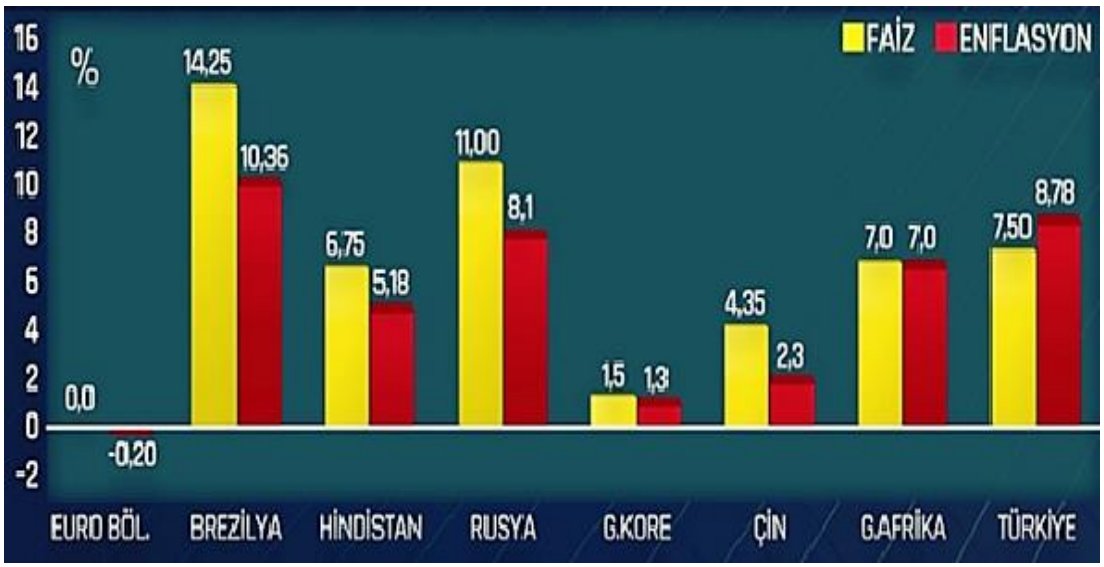
Türkiye'de 1980'li yıllardan sonra yaşanan hızlı enflasyon, yüksek faiz politikası ile denetim altına alınmaya çalışılmıştır. Türkiye'de yüksek faiz politikası, iç ve dış denge yani enflasyonu önleme ve cari işlemler açığının karşılanması amacıyla kullanılmıştır. Cari işlemler açığının büyük ölçüde yabancı mali sermaye (portfolyo sermayesi ve kısa vadeli sermaye) ile karşılanması, iktisadi ve siyasal koşullardaki beklentilerin olumsuz olduğu durumlarda, ülkeden yoğun olarak yabancı sermaye çıkışına sahne olmuştur. Bu da hem 1994, hem de 2001 mali krizlerinin ortaya çıkmasında önemli bir rol oynamıştır.[212]

Dünyada enflasyon oranları, 2007 yılında biraz kıpırdanmış olsa da çok önemli bir artış sergilememiş, dünya ticareti biraz düşse de yüksek oranda büyümeye devam etmiştir. Gelişmekte olan ekonomilerde enflasyon oranı özellikle, 2008 yılında artış göstermiş ancak sonrasında yeniden düşüşler yaşanmıştır. Yükselen ekonomiler ticareti daha çok gelişmiş ekonomilerle yaptıkları için, gelişmiş ülkelerin ticaret hacmindeki gerileme bu ekonomilerin

[211] Seyfettin Artan, "Türkiye'de Enflasyon Enflasyon Belirsizliği ve Büyüme", **Uluslararası İktisadi ve İdari İncelemeler Dergisi**, Cilt:1, Sayı:1, 2008, s.114.
[212] Seyidoğlu, 2013, s.880.

ticaret hacimlerini de daraltmaktadır. Ayrıca bu gerileme, gelişmiş ekonomilerdeki gerileme seviyesi kadar olmamıştır.[213]

2009 yılında gelişmiş ülkelerde yalnızca % 0.1 oranında artış gösteren tüketici fiyatları endeksi (TÜFE), 2010 yılında % 1.6 oranında artmıştır. 2009 yılı artışında, Japonya, ABD ve İspanya'da yaşanan düşüşler etkili olurken; 2010 yılındaki artışta İngiltere, yeni sanayileşen Asya ülkeleri ve diğer gelişmiş ülkelerde gerçekleşen artışlar önemli rol oynamıştır. Gelişmekte olan ülkelerde 2009 yılında bir önceki yıla göre nispi olarak düşen tüketici fiyatları artışı, 2010 yılında biraz yükselişe geçmiştir.[214](Şekil 23)




**Şekil 23:** Dünyada Faiz ve Enflasyon Oranları

**Kaynak:** İnternet Haber, Merkez Bankası faiz kararı indirim var Başçı sürpriz yapmadı!, http://www.internethaber.com/merkez-bankasi-faiz-karari-indirim-var-basci-surpriz-yapmadi-1577999h.htm., 24.03.2016., (Erişim: 24.03.2016)

2008 yılının ikinci yarısından itibaren küresel düzeyde talep ve maliyette meydana gelen düşüş, enflasyon oranlarına da yansımıştır. Türkiye'de 2009 yılı itibariyle, büyümede yavaşlama ile geçici vergi indirimleri ve enerji fiyatlarındaki düşüş eğiliminin etkileri görülmeye başlanmıştır. [215](Şekil 24)

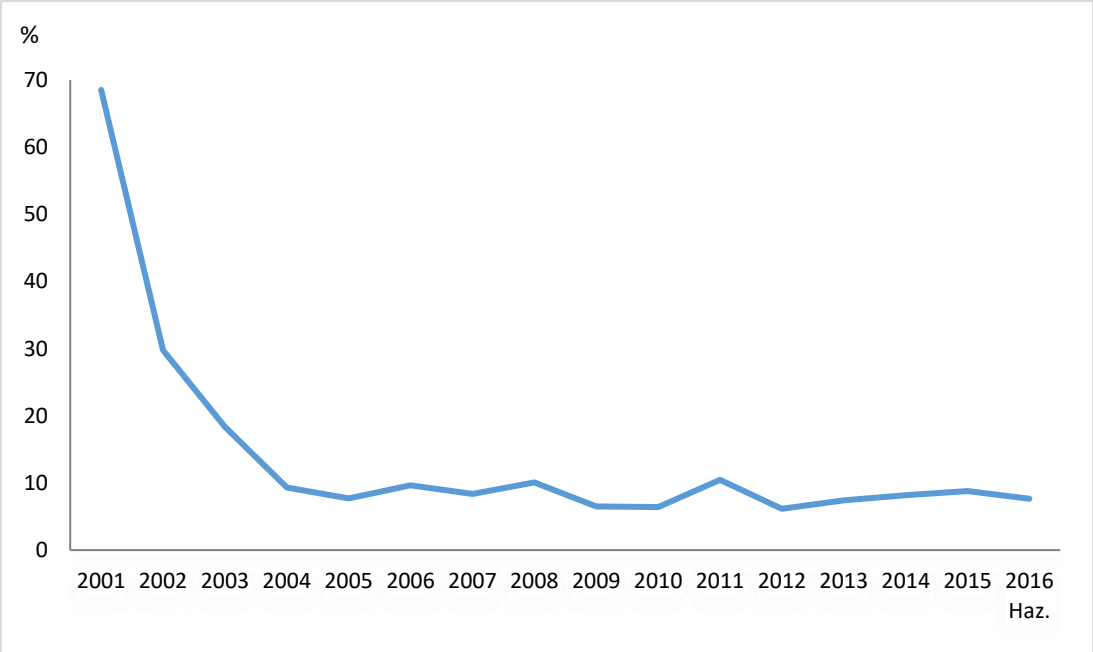
---

[213] Eğilmez, "Küresel Krizin Neresindeyiz?", Kendime Yazılar, 21.04.2013, www.mahfiegilmez.com/2013/04/kuresel-krizin-neresindeyiz.html., (Erişim: 07.10.2016.)

[214] Yusuf Kaderli ve Hatice Küçükkaya, "2008 Dünya Finansal Krizi Sonrası Türkiye Ekonomisinde Yaşanan Gelişmelerin Bazı Ülkelerle Karşılaştırmalı Olarak İncelenmesi", **Pamukkale Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi**, Sayı:12, 2012, s.91.

[215] Hülya Soylu, "Global Krize Karşı Politika Önlemleri ve Türkiye", **Maliye Dergisi**, Sayı:157, Temmuz-Aralık 2009, s.262.

TCMB'nin Ocak 2012'de yayınladığı enflasyon raporunda petrol fiyatları için şu açıklamalarda bulunulmuştur: "Önümüzdeki döneme dair bir diğer risk unsuru petrol fiyatlarına ilişkin belirsizliklerdir. Her ne kadar küresel iktisadi görünümün zayıf seyri emtia fiyatları üzerinde aşağı yönlü baskı oluştursa da, son dönemde petrol arzına dair sorunların belirginleşmesi, enerji fiyatlarının görünümüne ilişkin yukarı yönlü bir risk unsuru olarak ortaya çıkmaktadır." Yani petrol fiyatlarına ilişkin yaşanan belirsizlik ortamı, enflasyon beklentilerinin de yükselmesine neden olmaktadır.[216]




**Şekil 24:** Yıllık Enflasyon Oranı TÜFE (%) (Bir Önceki Yılın Aynı Ayına Göre)

**Kaynak**: TÜİK, http://www.bumko.gov.tr/TR,149/enflasyon.html., (Erişim: 28.07.2016)

Bu belirsizlik ortamında fiyat istikrarı hedefi ile çelişmeden 2008 krizinin olumsuz etkilerini azaltmaya çalışan TCMB, makroekonomik istikrara katkı sağlamaya çalışmaktadır. Bu kapsamda mali disiplinin ve yapısal reformların desteği de son derece önem taşımaktadır.

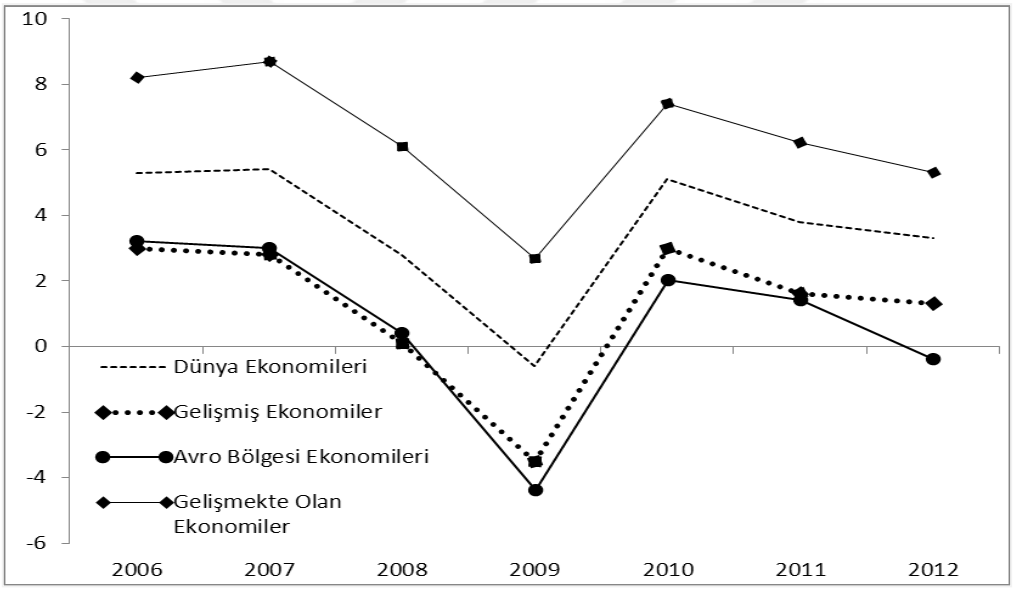
### 2.2.4.2.Krizin Büyümeye Etkisi

2008 küresel krizin dünya ekonomisine en önemli etkisi üretimde meydana gelen daralmadır. Dünya ekonomisi 2006 yılında % 5,1 oranında büyürken, bu büyüme 2008 yılında

[216] Erdem Başçı, Emtia Fiyat Hareketlerine Politika Tepkileri Konferansı Panel Konuşması, İstanbul, 7 Nisan 2012, s.3.

% 3,0'a kadar düşmüştür. Ayrıca gelişmiş ülkelerde büyüme hızı dünya ortalamasının altında kalmış, 2005'den itibaren Çin, Hindistan ve Rusya en fazla büyüyen ekonomiler olmuştur. 2008 krizinin etkisiyle ihracat ve ithalattaki düşüşlerden dolayı dünya ticaret hacmi daralmış, 2008 yılında % 2,6'ya kadar düşmüştür.[217]

Bu kadar düşüşün ardından 2010 yılında, büyük ölçüde baz etkisiyle dünyada büyüme ve ticaret hacminde hızlı bir toparlanma yaşanmış, izleyen iki yılda da baz etkisinin kaybolması ile beraber yeniden düşmüştür. 2009 yılında Türkiye'nin % -4,7 büyümesi gibi bazı ülkelerde eksi büyüme görülmüşse de, gelişmekte olan ülkelerde küresel kriz süresince eksiye düşmemiştir. Ayrıca, gelişmiş ülkelerin ticaret hacimlerinde çok daha fazla düşüşler yaşanmıştır.[218]




**Şekil 25:** GSYİH Büyüme Oranı (%)

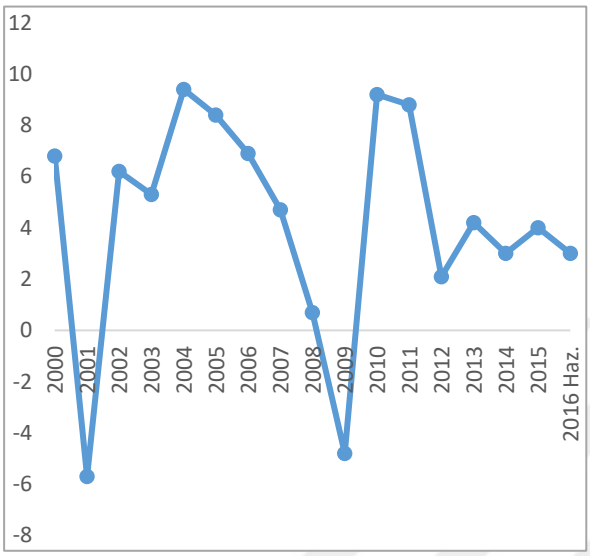
**Kaynak**: IMF, 2012. (Dünya ekonomilerini gösteren veriler, IMF'nin 186 ülkenin verilerini toplulaştırarak oluşturduğu verilerdir)

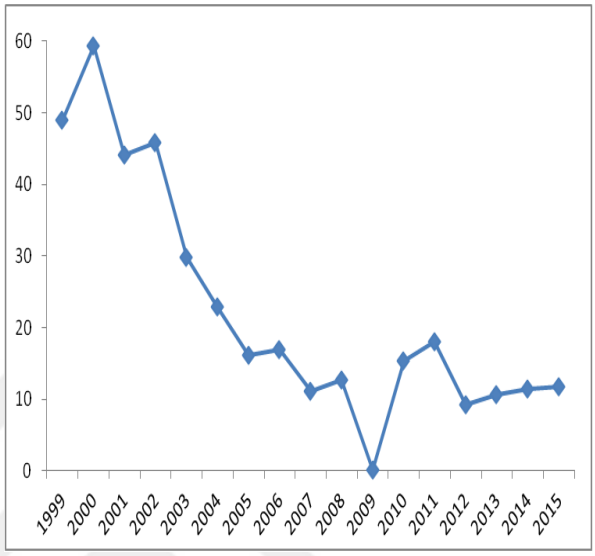
Şekil 25'de küresel krizin reel ekonomiye olan etkisiyle büyüme oranlarının önemli oranda düştüğü görülmektedir. 2007 yılının üçüncü çeyreğinden itibaren düşmeye başlayan büyüme oranları 2008 yılının üçüncü çeyreğinde negatif olmuş, 2009 yılında en düşük düşük

[217] Süreyya Yıldırım, "2008 Yılı Küresel Ekonomi Krizinin Dünya ve Türkiye Ekonomisine Etkileri", **Karamanoğlu Mehmetbey Üniversitesi Sosyal ve Ekonomik Araştırmalar Dergisi**, Cilt:12, Sayı:18, 2010, s.54.

[218] Eğilmez, Küresel Krizin Neresindeyiz?, Kendime Yazılar, 21.04.2013, www.mahfiegilmez.com/2013/04/kuresel-krizin-neresindeyiz.html., (Erişim: 07.10.2016.)

düzeye inmiş, 2010 yılında pozitif büyüme oranları gerçekleşmiştir. Gelişmekte olan ekonomilerin gelişmiş ekonomilerden daha yüksek büyüme oranlarına ulaşması da dikkat çekmektedir.




**Şekil 26:** GSYH Sabit (1998) Fiyatlarla Büyüme Hızı (%) **Şekil 27:** GSYH Cari Fiyatlarla Büyüme Hızı (%)

**Kaynak**: T.C. Maliye Bakanlığı, TCMB ve TÜİK verilerinden yararlanılmıştır. (Erişim: 28.07.2016)

GSYİH büyüme oranları Türkiye'de krizin etkisiyle, 2008 yılının ikinci çeyreğinden itibaren önemli ölçüde yavaşlamıştır. 2008 yılının sonları ile 2009 yılının başındaki dönemde, iktisadi faaliyetlerde sert bir düşüş olmuş, 2010'da bir toparlanma yaşanmıştır. (Şekil 26-Şekil 27)

Dünya Bankası Haziran 2015 "Küresel Ekonomik Beklentiler Raporu" Türkiye'ye ilişkin olarak, düşen petrol fiyatları ile küresel iyileşmenin ekonomiye istenen katkıyı yapmadığını belirtmiştir. Rapora göre, siyasi belirsizlikle beraber azalan yatırımcı güveni ve sıkı makro ihtiyati politikalar büyümenin hızını kesmektedir.[219]

### 2.2.4.3.Krizin İşsizliğe Etkisi

Küreselleşmenin hâkimiyetini sürdürdüğü günümüzde, öncelikle finansal sermayenin güvence altına alınması, bunun için de fiyat istikrarının sağlanması ve döviz kurundaki

[219] Dünya Bankası, "Special Feature 1: Risks Around US Rate Liftoff and Policy Options", Küresel Ekonomik Beklentiler Raporu, Haziran 2015.

dalgalanmaların yarattığı kayıpların azaltılması gerekmektedir. Dolayısıyla böyle bir ortamda Keynesyen politikaların uygulanması da oldukça güçtür. Çünkü hükümetlerin işsizliği azaltmak için bütçe açıkları yoluyla yatırımları finanse etmeye çalışmaları durumunda, finansal piyasalar rasyonel beklenti ile kendilerini korumaya alacak ve uygulanan politikaları etkisizleştirecektir. Sonuçta işsizlik azalmak yerine daha da artacaktır.[220]

Chang ve diğerleri (2013), 2007 yılını referans alarak 2000-2010 döneminde nüfus büyüklüğüne göre ağırlıklandırılmış 54 ülke çalışmalarında, 2008'de kişi başına düşen GSYİH'daki artışın ve genel işsizlikteki düşüşün tersi olduğunu belirtmişlerdir. Küresel krizin başlangıcını yansıtan 2008-2009 döneminde, kişi başına düşen GSYİH'da % 3 düşüş, işsizlikte % 37 artış olmuştur. Ayrıca, 2008 krizinden sonra Avrupa ve Amerika ülke araştırma raporlarında, iş kaybı yüksek düzeyde olan ülkelerde ve özellikle erkeklerde intihar oranlarının artış gösterdiği görülmektedir.[221] Krizin işsizliğe diğer bir etkisi de genç işsizlerde görülmüş, 2007 Ağustos-2008 Ağustos dönemi bu kesimde işsizlik oranı % 19,2 ve % 19,1 olmuştur. Genç işsizlerin içerisinde önemli oranda üniversite mezunu olduğundan, kriz sürecinde kalifiye elemanlarda büyük ölçüde işsizlik yaşanmıştır.[222]

Dolayısıyla 2008 küresel finansal kriz tüm dünyayı ve ülkelerin makroekonomik yapılarını derinden etkilerken, sosyoekonomik bakımdan da yüksek oranda işsizlik artışına yol açmıştır. Bazı ülkeler bu süreçte işsizlikle mücadelede başarı sağlarken, bazıları bu mücadelede yeterli ölçüde başarılı olamamıştır. 2000-2011 dönemi bazı OECD ülkelerinin işsizlik oranlarında düşüşlerin yanı sıra artışlar da meydana gelmiştir. 2008 kriz dönemine ve sonrasına bakıldığında; Yunanistan, İrlanda, İtalya, Polonya, Portekiz ve İspanya gibi ülkeler işsizlik oranında bir düşüş yaşamamış, Almanya, Kore, İsviçre ve Türkiye gibi ülkeler işsizlik oranı bakımından ciddi toparlanmaların olduğu ülkeler olmuştur.[223]

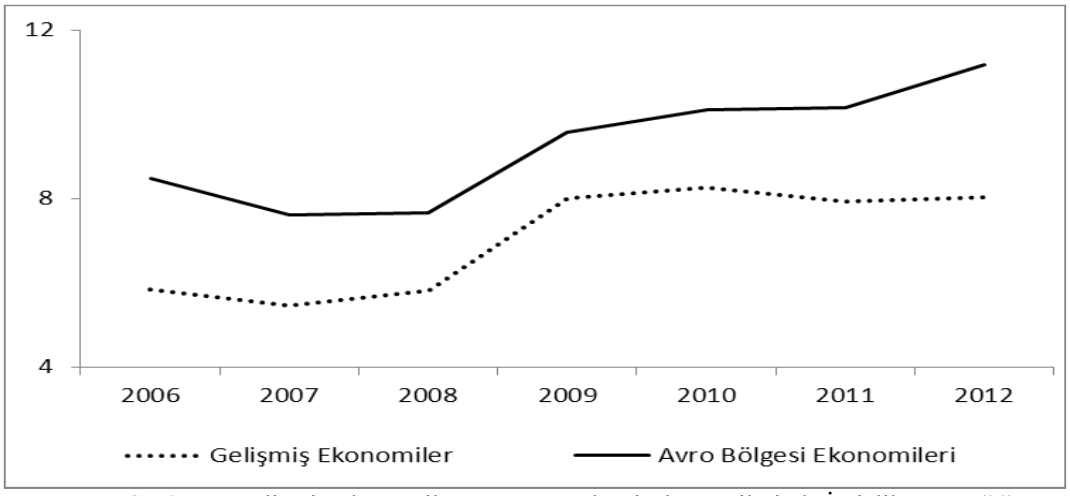
---

[220] Gülten Kazgan, **Küreselleşme ve Ulus Devlet (Yeni Ekonomik Düzen)**. İstanbul Bilgi Üniversitesi Yayını, Genişletilmiş 1.Baskı, İstanbul, Kasım 2000, s.236.

[221] Shu-Sen Chang, David Stuckler, Paul Yip, David Gunnell, "Impact of 2008 Global Economic Crisis on Suicide:Time Trend Study in 54 Countries",**BMJ**, 2013;347, 17.09.2013,doi:http://dx.doi.org/10.1136bmj.f5239.

[222] Yıldırım, 2010, s.52.

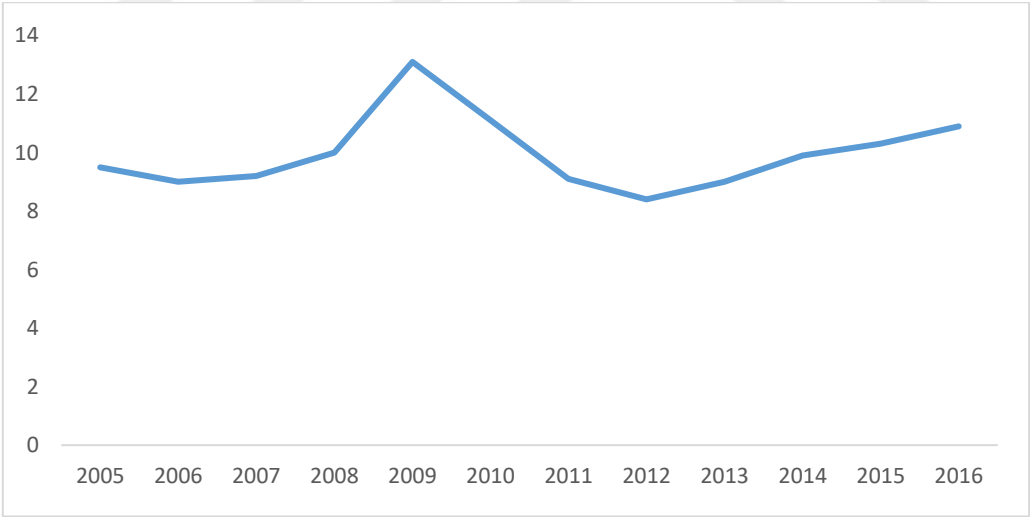
[223] Adem Korkmaz, Hüseyin Avsallı, Gülsüm Korkut, Hasan Güner ve Alim Tetik, "Küresel Ekonomik Krizde Dünyada ve Türkiye'de İşsizlikle Mücadelede Uygulanan Politikalar: Başarılı ve Başarısız Ülkeler", **Uluslararası Alanya İşletme Fakültesi Dergisi**, Cilt:5, Sayı:1, , Yıl:2013, s.113-115.




**Şekil 28:** Gelişmiş Ekonomiler ve Avro Bölgesi Ekonomilerinde İşsizlik Oranı (%)

**Kaynak:** IMF, 2012.

Buna karşın, krizle birlikte işsizlik oranlarının gelişmiş ekonomilerde ve Avro bölgesi ekonomilerinde büyük ölçüde artış gösterdiği Şekil 28'de görülmektedir. 2004-2005 sonrası düşme eğiliminde olan küresel işsizlik oranı, 2008 yılında yeniden yükselişe geçmiştir. Şekil 29'da Türkiye'de işsizlik oranlarının yıllar itibariyle seyri yer almaktadır.




**Şekil 29:** Türkiye'de İşsizlik Oranı (%)

**Kaynak**: TÜİK, http://www.tuik.gov.tr/UstMenu.do?metod=temelist., (Erişim: 28.07.2016)

Türkiye'de önemli ölçüde iş yaratabilmenin yolu, yeni üretim kapasitelerini geliştirebilmekten ve hızlı bir büyümeden geçmektedir. Türkiye ekonomisinde büyüme, istihdam yaratan bir büyümeye dönüştürülmezse işsizlik artışının önüne geçmek pek mümkün değildir. Bunun için de mutlaka iş gücü piyasasının esnek bir yapıya kavuşturulması, istihdamı

sınırlayan engellerin kaldırılmasına ilişkin gerekli iktisat politikalarını uygulamak önem taşımaktadır.[224]

### 2.2.5. Küresel Kriz Sürecinde Bankacılık Düzenlemeleri: Basel III Kriterleri

Basel düzenlemeleri, bir bankanın sermaye yeterlilik oranını verdiği borçların risk düzeyine bağlayarak, banka başarısızlıklarının sayısını azaltma girişimidir. Dünyadaki ilk girişim, 1988'de uluslararası banka denetimi için Basel komitesi tarafından Basel Sermaye Yeterliliği sonrasında Basel I adıyla yapılmıştır. Bu sistemin baştan savma görülmesi nedeniyle 1998'de Basel II gündeme gelmiştir. Bu yeni sınıflandırmaya ilişkin tartışmalar ile Basel II en az 2005 yılına kadar ertelenmiştir. 2008 küresel krizinin etkisiyle yaşanan kredi daralması, Basel sisteminin kuşkusuz daha çok reforma ihtiyaç duyduğunu göstermiştir.[225]

**Tablo 12: Basel I ve Basel II'nin Karşılaştırılması**

| Basel I Standartları | Basel II Standartları |
|---|---|
| SYR hesaplamasında sadece kredi ve piyasa risklerinin dikkate alınması. | Kredi riskinin daha kapsamlı ele alınması yanında operasyonel riskin de dikkate alınması. SYR'nin riske daha duyarlı hale getirilmesi |
| Kredi riskine ilişkin ağırlıkların belirlenmesinde OECD ve OECD üyesi olmayan ülke ayrımı. | Kredi riskinin standart yöntem ile ölçülmesinde kredi derecelendirme kuruluşlarının ülke ve kuruluş için verdiği risk derecelerinin kullanılması |
| Tek bir risk ölçüm yönteminin kullanılması | Her bir risk kategorisi için alternatif yöntemlerin varlığı nedeniyle sağlanan esneklik yanında bankaların içsel risk ölçüm yöntemlerinin kullanılmasının özendirilmesi. |
| Denetim otoritesince tüm finansal kuruluşlara aynı yaklaşım | Risk yönetiminin önemine ve risk kültürünün banka genelinde yaygınlaşmasına yapılan vurgu |
| Sadece asgari SYR'ye yapılan vurgu | Üçlü yapı, SYR yanında, gözetim ve denetimin önemi ile piyasa disiplinin gerekliliğine yapılan vurgu ve ilgili düzenlemeler. |

**Kaynak**: Nihal Değirmenci, **Sermaye Yeterliliği Konusunda Ve Seçilmiş Bazı Ülkelerdeki Uygulamalarının Değerlendirilmesi**, TCMB Uzmanlık Yeterlilik Tezi, Ankara, 2003, s.37.

Bu düzenlemelerin temel amacı, riske karşı tutulan sermaye miktarından ziyade alınan risklerin gerçekçi olarak ölçülme kapasitesidir. Çünkü sistemin kırılganlığını ortaya koyan risk ölçümleri, bankalara belirli bir maliyet yüklemektedir. Bu nedenle küresel kriz ile beraber Basel

[224] E. Yasemin Uyar Bozdağlıoğlu, "Türkiye'de İşsizliğin Özellikleri ve İşsizlikle Mücadele Politikaları", **Sosyal Bilimler Dergisi**, Sayı:20, 2008, s.62.
[225] Bishop, 2013, s.56.

düzenlemeleri önemli ölçüde eleştiri almıştır. Bu süreçte, statik risk ölçüm modelleri ile hesaplanan sermaye miktarı kriz sürecinde yeterli ölçüde tampon oluşturamadığı için kurumları olumsuz etkilemiştir. Teorik varsayımlara dayanan modellere olan fazla güven de finansal kurumların risk almayı, ihtiyati davranmayı elden bırakmalarına sebep olmuştur. Risk ölçüm modelleri kullanan büyük uluslararası bankalar, riski gerçeğinden daha düşük göstererek hesaplamalar yapmışlardır. Böylelikle sermayeyi olduğundan daha az miktarda tutmuşlardır. Ancak, küresel kriz sonrası yapılan stres testleri bunu gün ışığına çıkarmıştır.[226]

2008 Krizi, ülkelerin bankacılık sistemlerinde yüksek oranda bilanço içi ve bilanço dışı borçluluk oluştuğunu göstermiştir. Aynı zamanda, bankaların yüksek risk ağırlıklı sermaye yeterlilik oranları ile çalışmalarının, sağlıklı giden bir yapıya sahip olduklarını göstermeye yetmemektedir. Bu sebeplerle, Basel III kriterlerinde risk bazlı olmayan bir kaldıraç oranı düzenlemesi yer almıştır. Burada, bankacılık sektöründeki kaldıraçların dünyada ilk kez sınırlandırılması ve kaldıraç seviyesindeki ani düşüşlerin yaratacağı risklerin azaltılması amaçlanmıştır.[227]

Basel III Düzenlemeleri, bankacılık sektörünün yapısını güçlendirmek ve krizleri engellemek amacıyla; sermayenin kalitesi, tutarlılığı ve şeffaflığını arttırıcı değişiklikler, sermaye tamponları, küresel likidite standartları ve kaldıraç oranı gibi yeni oranları kapsamaktadır. Bankaların 2008 krizindeki aşırı risk alma güdülerini sınırlayan tedbirlere yer verilmiştir. En önemli değişiklik, finansal krizleri önleme amaçlı "döngüsellik karşıtı sermaye tamponu" ve "sermaye koruma tamponu" uygulamalarıdır. Basel III'ün ek sermaye ihtiyacı doğurduğu şeklinde olumsuz düşüncelere karşın, orta vadede büyümeye katkı sağlayacağı düşünülmektedir.[228]

Sermaye ihtiyacı, iki temel nedenden dolayı makro ihtiyati bir enstrüman olarak alınmaktadır. İlki, son sistemik kriz deneyiminin kredi arzı ve banka sermayesini kaçınılmaz olarak doğrudan veya dolaylı etkilemesine dayanmaktadır. Ayrıca banka sermayesinin,

---

[226] Coşkun Küçüközmen, "Küresel Kriz ve Risk Yönetimi", (Eds: Eroğlu ve diğerleri), **İktisadi Krizler ve Türkiye Ekonomisi** içinde (629-640), Ankara: Orion Kitabevi, 2015, s.634-636.

[227] Dünya.com., "Bankalara Mali Şoklara Karşı Basel III Kalkanı", 14 Eylül 2010, http://www.dunya.com/bankalara-mali-soklara-karsi-basel-iiikalkani_100135haber.html#), (Erişim: 08.10.2016)

[228] İlhan Şahin, "Küresel Finansal Kriz Esnasında Geliştirilen Bankacılık Düzenlemelerinden Basel III Kriterlerinin Kapsamı ve Uygulama Süreci", **Muhasebe ve Finansman Dergisi**, Temmuz/2013, s.162-163.

düzenleyici reform konusunda devam eden tartışmanın odağında olması da şaşırtıcı değildir. Sermaye kuralı, Basel III ile getirilen konjonktürel dengeleyici sermaye tamponuna bir örnek olarak görülebilir.[229]

Sermaye yeterlilik oranı, bankaların toplam öz kaynaklarının risklere göre ağırlıklandırılmış varlıklarına oranı olarak ifade edilir. Ne ölçüde bir riske karşılık öz kaynağı olduğunu gösteren bir orandır. Bankanın karşılaştığı kredi, piyasa riskleri ile kurumsal, operasyonel risklerle ilişkili olan bu oran, olası kayıpların karşılanma kapasitesini de gösterir. Yasal sınır asgari % 8 iken, BDDK bankacılık sisteminin güvenirliği açısından bu sınırı uygulamada % 12 olarak tutmaktadır.[230]

**Tablo 13: Türkiye'de Sermaye Düzenlemesine İlişkin Değişiklikler**

| | **BASEL I*** | **BASEL II**** | **BASEL III** | |
|---|---|---|---|---|
| | Asgari(%) | Asgari(%) | Asgari(%) | Koruyucu Tampon Dahil (%) |
| Sermaye Yeterlilik Rasyosu (SYR)>= | 8,0% | 8,0% | 8,0% | 10,5% |
| Ana Sermaye Rasyosu (ASR)>= | | 4,0% | 6,0% | 8,5% |
| Çekirdek Ana Sermaye Rasyosu (ÇASR) >= | | 2,0% | 4,5% | 7,0% |

**Kaynak**: TCMB, Finansal İstikrar Raporu, Kasım 2011 s.76.

*1988-1993:SYR=Sermaye Tabanı/Kredi Riski
1993-2007:SYR=Sermaye Tabanı/(Kredi Riski+Piyasa Riski)
**2007 sonrası: SYR=Sermaye Tabanı/(Kredi Riski+Piyasa Riski+Operasyonel risk)
SYR= Özkaynaklar/Risk ağırlıklı Aktifler
ASR:=Ana Sermaye/Risk Ağırlıklı Aktifler
ÇASR=Çekirdek Ana Sermaye/Risk Ağırlıklı Aktifler

2008 Finansal Kriz ile birlikte, birçok bankanın yetersiz kalitede veya tutarda sermaye ve likidite ile faaliyetlerini yürüttüğü görülmüştür. Bankalar olası en düşük öz kaynak tutarı ile çalışarak en yüksek öz kaynak karlılık oranlarını sağlamaya çalışır. Fakat bankaların yetersiz sermaye ve likidite oranları ile faaliyet göstermeleri büyük olası zararlara neden olabilmektedir.

[229] Paolo Angelini, Stefano Neri and Fabio Panetta, "Monetary and Macroprudential Policies", **Temi di Discussione (Working Papers)**, Number: 801, March 2011, s.15.
[230] Uğur Gürses, "Bankalar ve Merkez Bankası BDDK'nın Yeni Düzenlemesiyle Köşeye Sıkıştı", **Hürriyet**, 29.10.2015,http://www.hurriyet.com.tr/bankalar-ve-merkez-bankasi-bddknin-yeni-duzenlemesiyle-koseye-sikisti-40007613. (Erişim: 09.10.2016)

Dolayısıyla, sermaye ve likiditeye ilişkin standartların yükseltilmesi kuşkusuz yarar sağlayacaktır. Burada asıl konu, yeni sermaye ve likidite gereksinimlerini karşılanmasına dönük bu uygulamaların ne zaman ve ne şekilde yürürlüğe girmesi gerektiğidir.[231] Basel III'ün odak noktası, likidite gereksinimi ve kaldıraç sınırlamasının aşamalı olarak 2019'a doğru genişletilmesidir.[232]

Son krizden çıkarılan derslerden birisi, olası riskler için ayrılan ihtiyatların yeterli düzeyde olmadığıdır. Herhangi bir ülkenin finansal sistemindeki zayıflığın, diğer ülkelere hızla yayılabileceği de açıkça görülmüştür.[233]

OECD tarafından 26 Mayıs 2010 tarihinde yayımlanan "Basel III'ün Ötesinde Düşünmek: Sermaye ve Likidite İçin Gerekli Çözümler" adlı çalışmada ifade edildiği gibi, Basel III kuralları, krizin gerçek nedenini tanımlamakta başarısız olmakla beraber, geçmiş krizdeki esas sorun olan risk ağırlıklandırmasındaki hatalara yönelik herhangi bir yenilik getirmemektedir.[234]

BDDK, konut kredisi dışındaki tüketici kredileri ve kredi kartları alacağı için genel karşılık tutarlarını ve sermaye yeterliliği hesaplamasında dikkate alınan risk ağırlıklarını artırmış ve TCMB politikalarını destekleyen makro ihtiyati tedbirler almıştır. Bu durum kredi maliyetlerini yükseltmiş, kredi büyüme hızının ve aynı zamanda cari açığın düşürülmesinde etkili olmuştur.[235]

---

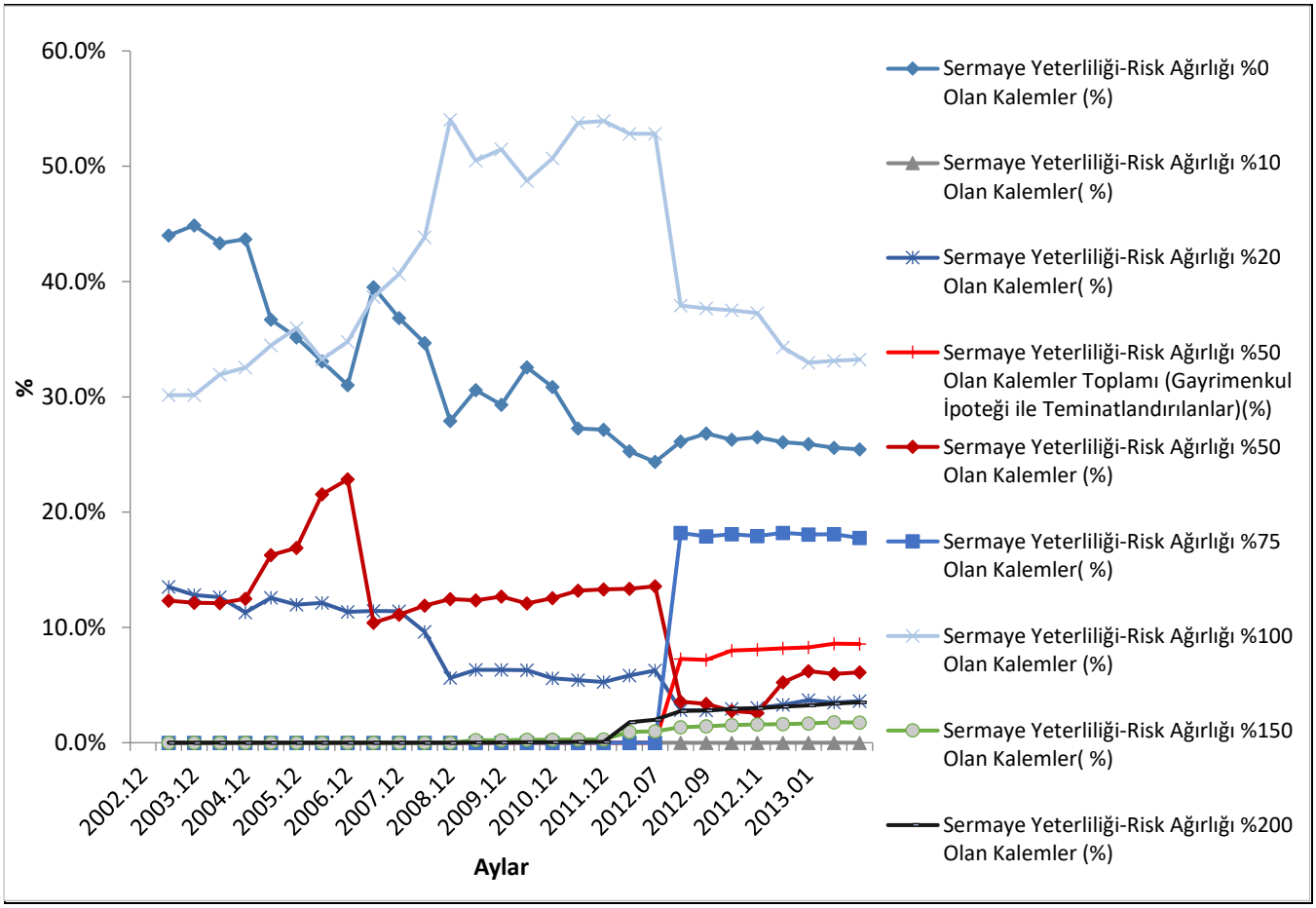
[231] Ozan Cangürel, Serkan Güngör, Veli Ulvi Sevinç, İskender Kayci, Sadık Atalay, "Sorularla Basel III", BDDK Risk Yönetimi Dairesi, Aralık 2010, s.8.

[232] Joon-Ho Hahm, Frederic S. Mishkin, Hyun Song Shin, Kwanho Shin, "Macroprudential Policies in Open Emerging Economies", **NBER Working Paper**, No:17780, National Bureau of Economic Research, January 2012, s.53.

[233] Cangürel ve diğerleri, 2010, s.10.

[234] OECD, "Thinking Beyond Basel III: Necessary Solutions For Capital and Liquidity 2010", http://www.oecd.org/dataoecd/42/58/45314422.pdf.

[235] Suat Oktar ve Kâmil Yurdabak, "2008 Küresel Kriz Sonrası Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası Para Politikası Uygulamaları", **Akademik Hassasiyetler**, Cilt:2, Sayı:4, 2015, s.111.




**Şekil 30:** Kredi Risk Ağırlığı

**Kaynak**: BDDK verilerinden yararlanılarak oluşturulmuştur. http://ebulten.bddk.org.tr/AylikBulten/Basit.aspx., (Erişim: 15.08.2015)

% 0 (OECD üyesi ülke Hazine, Merkez Bankası ve ECA'larına açılan krediler)
% 10 (OECD üyesi ülke kamu kuruluşlarına açılan krediler)
% 20 (Çok taraflı Kalkınma Bankaları ve OECD üyesi ülkelerin bankalarına açılan krediler)
% 50 (Konut ipoteği karşılığı açılan krediler)
% 100 (Konut ipoteği karşılığı açılan krediler)

Türk bankacılık sisteminde subprime mortgage kredi türev ürünlerinin yatırım tercihi olmaması ile güçlendirilmiş aktif kalitesi, likidite yapısı, sermaye yeterliliği, risk yönetimi ve iç kontrol sistemlerine sahip olmasının etkisiyle krizden daha az etkilenmiştir.[236]

[236] Muharrem Afşar, "Küresel Kriz ve Türk Bankacılık Sektörüne Yansımaları", **Eskişehir Osmangazi Üniversitesi İİBF Dergisi**, Cilt:6, Sayı:2, Ekim 2011, s.169.

## 2.3. Küresel Krizden Çıkış Stratejisi: Dünyada ve Türkiye'de Uygulanan Para Politikaları

Bir ülkede özellikle krizlerle karşılaşıldığında, uygulanan politikaların hangisinin daha etkili olduğunun bilinmesi önemlidir. Genişletici bir para politikası ekonomiyi canlandırmakta, genişletici bir maliye politikası ekonomiyi daraltmaktadır. Genişletici maliye politikası bütçe açığı yaratarak, faizler aracılığıyla özel yatırımı azaltıp ekonomiyi daraltacaktır. Maliye politikasının ekonomi üzerindeki etkinliğine göre, ekonomik krizden çıkışta daraltıcı maliye politikasının uygulanması olumlu sonuçlar verecektir. Toplam talep düzeyini dengelemede yine maliye politikaları önemli bir araç olarak ifade edilebilir.[237]

Nitekim 2008 küresel krizden çıkış için, maliye politikasının gerekli olduğuna yönelik belki de ilk ciddi çağrıyı IMF yapmıştır. Spilimbergo, Symansky, Blanchard ve Cottarelli tarafından 29.12.2008 tarihinde hazırlanan "Fiscal Policy For the Crisis" adlı çalışmada, bu süreçte IMF'nin küresel bir mali tepki için ülkelere çağrıda bulunduğunu belirtmişlerdir.[238]

Gelişmiş ülke merkez bankaları, 2008 krizine müdahale ederek dünya ekonomisinin durgunluğa girmesini önlemeye çalışmışlardır. Bu doğrultuda sıfır faiz oranını hedeflemişler, geleneksel olmayan para politikası tedbirlerini ön plana almışlardır. Kamu sektörünün finansman maliyetlerini düşürmeyi ve bankaların kredi olanaklarını artırmayı istemişlerdir. FED, tahvil alım programlarını azaltarak işsizlik oranını enflasyon oranına bağlamıştır.[239]

Çoğu ülkenin kriz sürecindeki politika ve tedbirleri Tablo 14'de yer almaktadır. Buna göre alınan tedbirlerin para politikası alanında yoğunlaştığı dikkat çekmektedir. Hem enflasyon hedeflemesi uygulayan ülkeler, hem de dünya ekonomisinde önemli paya sahip ABD, Japonya ve Çin gibi ülkeler para politikası tedbirlerini yoğun olarak kullanmışlardır. 2009-2012 arası dönemde, geleneksel olan politikaların yanı sıra geleneksel olmayan politikalara da büyük oranda başvurulmuştur.[240]

---

[237] Recep Düzgün, "Türkiye Ekonomisi'nde Para ve Maliye Politikalarının Etkinliği", **Uluslararası Sosyal Araştırmalar Dergisi**, Vol:3, Sayı:11, 2010, s.236.
[238] Bocutoğlu ve Ekinci, 2009, s.76.
[239] Erol ve Erol, 2015, s.63-64.
[240] Umut Vural, **Geleneksel Olmayan Para Politikalarının Yükselişi**, TCMB Uzmanlık Yeterlilik Tezi, Ankara, Mart 2013, s.37.

**Tablo 14: Ülkeler ve Politika Tedbirleri**

| | Para Politikası Tedbirleri | | | | | | | | | | | Maliye Politikası Tedbirleri | | | | | | Bankacılık Sektörü Tedbirleri | | | | | | | Emek Piyasası | Uluslararası Kuruluşlar | |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| | Geleneksel Olmayan Tedbirler | | | | | | | | Geleneksel Tedbirler | | | | | | | | | | | | | | | | | | |
| | Kredi Genişlemesi | Miktarsal Genişleme | Faiz Koridoru | Zorunlu Karşılık Oranı | Teminat Çeşitlendirmesi | Vade Uzatımı | Faiz Taahhüdü | MB İşlemeleri Katılımcı Banka Tabanı | Politika Faiz Oranı | Döviz İşlemleri | Diğer Para Politikası | Vergi Düzenlemeleri | Genişletici Maliye Politikası | Daraltıcı Maliye Politikası | Mali Hızlandırıcı ve Konsolidasyon | Sosyal Yardım ve Güvenlik Reform | İhracat Desteği | Sermaye İle İlgili Düzenlemeler | Kurumsal Düzenlemeler | Kredi Garantileri | Garanti Programları | Kredi Değer Oranı | Likidite Tedbirleri | Kredi Mevduat Oranı | Emek Piyasası Reformları | Swap Anlaşmaları | IMF ile İlişkiler |
| ABD | x | x | | | x | x | x | | x | | x | x | x | x | x | x | | x | x | | | | | | | x | |
| AMB | x | x | x | x | x | x | | | x | x | | | | | | | | | | x | | | | | | x | |
| ÇİN | | x | | x | | x | | | x | | x | x | x | | | | x | x | | | | | | | | x | x |
| JAPONYA | x | x | x | | x | | | | x | x | | x | | | | x | | | x | x | | | | | | x | |
| İNGİLTERE | x | x | x | | x | | | | x | | x | x | | x | | | | x | x | x | x | | x | | | x | |
| BREZİLYA | x | x | | x | | | | | x | x | | x | x | | | | x | x | | | | | | | | x | |
| KANADA | | x | x | | | | x | | x | | | x | | | x | | | x | x | x | | | | | x | | |
| AVUSTRULYA | x | x | x | | x | x | | | x | x | | | | | x | x | | x | | | x | | | | | x | |
| MEKSİKA | | | | | | | | | x | | | x | | x | | | | x | x | | | | | | x | x | x |
| GÜNEY KORE | x | x | | x | x | x | | x | x | x | x | x | x | | | | | x | x | | | | | | | x | |
| ENDONEZYA | | | x | x | | x | | | x | | | x | x | | x | | | x | x | | | | | | | | |
| **TÜRKİYE** | | | **x** | **x** | | | | | **x** | **x** | | **x** | **x** | **x** | **x** | **x** | **x** | | | | | **x** | | | **x** | **x** | |
| İSVEÇ | x | x | x | | x | x | x | x | x | x | | x | x | | | | | x | x | x | x | | | | x | x | |
| NORVEÇ | x | x | x | | | | | | x | | | | x | | | | | x | x | | | | | | x | x | |
| POLONYA | | x | x | x | x | | | | x | x | | | x | | | | | x | x | | | | | | | x | |
| GÜNEY AFRİKA | | | | | | | | | x | | | x | x | | | | | x | x | x | | | | | x | | |
| TAYLAND | | | | | | | | | x | | x | x | x | | | | | | | x | x | x | | | | x | |
| KOLOMBİYA | | | | x | | | | | x | | | x | | | | | | x | | | | | | | | | x |
| FİLİPİNLER | | | | x | | | | | x | | | x | x | | | | | | x | | | | | | x | | |
| İSRAİL | x | | | x | | | | | x | x | | x | x | | | | | x | x | | | x | | | | | |
| ŞİLİ | x | | | | | | x | | x | | | x | | | | | | x | x | | x | | | | | | |
| ÇEK CUMHURİYETİ* | | | | | | | | | x | | | x | | x | | x | | | x | | | | | | | | |
| ROMANYA | | x | x | x | x | | | | x | | | | | | x | | | x | x | | | | | x | x | | |
| PERU | x | x | | x | | | | | x | x | | | x | | | | | x | | x | | x | x | | x | | |
| YENİ ZELANDA | x | | x | | x | | x | | x | | | x | x | | | | | x | | | | | | | | | |
| MACARİSTAN | x | x | x | x | x | | | | x | x | | x | | x | | | | | x | | | | x | | x | x | x |
| SIRBİSTAN | x | | x | x | x | | | | x | | | x | | x | | | | | x | | | | | | | x | x |
| İZLANDA | x | | x | | | | | | x | x | | | | x | | | | x | x | | x | | | | | x | x |

**Kaynak**: Umut Vural, **Geleneksel Olmayan Para Politikalarının Yükselişi**, TCMB Uzmanlık Yeterlilik Tezi, Ankara, Mart 2013, s.36.

*Bazı görüşlere göre Çek Cumhuriyeti'nde uygulanan döviz kuru tahmin politikaları geleneksel olmayan para politikası aracı olarak değerlendirilebilmekle ancak bu politika bu tabloda yer almamaktadır.

FED nakit ve menkul kıymet olarak önemli tutarlarda piyasaya borç vermiş, bilançosunun yarıdan fazlasını yeni geliştirdiği programlara ayırmıştır. Yapılan bu işlemler şöyle sıralanabilir:[241]

- 100 milyar $ vadeli ihale kolaylığı,
- 100 milyar $ ipotekli konut finansmanına dayalı 28 günlük repo,
- 200 milyar $ vadeli menkul kıymet borç verme kolaylığı,
- 36 milyar $ döviz swapları,
- 29 milyar $ Bear Stearns'in satışını desteklemeye yönelik kredi,
- 30 milyar $ piyasa yapıcısı kredi kolaylığı yer almaktadır.

Finansal sektörde yaşanan aksaklıkların reel ekonomiyi etkilemesinden dolayı, FED'in aldığı parasal önlemlerdeki artışın etkisi istenen düzeyde olmamıştır. Bunun nedenleri şöyle ifade edilebilir:[242]

- Son yıllarda piyasalara ve finansal araçlara yönelik finansal yenilikler,
- Dünyada dolar tutma konusunda isteksizliğin artması,
- Bankaların sermaye tabanlarındaki bozulma ile FED'in parasal desteğini müşterilerine aktarmak istememeleridir.

Sadece bu nedenler, para politikası uygulayıcılarının krizi öngörme ve krizi engelleme noktasında neden başarısız olduğunu açıklamaya elbette yetmeyecektir. Uygulanan para politikalarının genel çerçevesiyle ilişkili olan birçok neden mevcuttur.[243]

Buna karşın küresel kriz sürecinde alınan önlemler, ileri düzeyde iş kayıplarının meydana gelmesini engellemede başarılı olmuştur. Kriz sonrası ekonomiyi canlandırmaya ilişkin önlem alan ülkelerde, 2010 yılının ortalarından itibaren istihdam üzerinde olumlu sonuçlar alınmaya başlamıştır. Kriz öncesi uygulanan istihdam politikalarının etkisiyle istihdamdaki düşüş yine de çok sert gerçekleşmemiştir. Dünyada talebi artırmaya yönelik kriz önlemleri; işsizlik yardımlarını ve sosyal yardımların kapsamını genişletme, asgari ücretten

[241] Stephen G. Cecchetti, "Monetary Policy and the Financial Crisis of 2007–2008", **CEPR Policy Insight**, Brandeis International Business School, No:21, April 2008, s.16.
[242] George Soros, **Finansal Piyasalar İçin Yeni Paradigma**. Çeviren: Coşkun Üçüncü, İstanbul: İnkılâp Yayınevi, 2009, s.116-117.
[243] Tokucu, 2010, s.41.

kesintileri azaltma ve düşük gelirlilere destek tedbirleri üzerinde yoğunlaşmıştır. Hollanda, Fransa, Avustralya, Almanya ve ABD gibi ülkelerde kısa çalışma hükümetlerce desteklenmiştir. İşsizlikle mücadelede kriz sürecinde daha başarılı olan ülkeler genel olarak aktif istihdam politikalarına yönelmişlerdir. Bu politikalar; mevcut istihdamı koruma, işsizlerin yeni işler bulmaları ile işgücü piyasasına katılımı sağlayan politikalar ve yeni istihdam alanları yaratmaya yönelik politikalardır.[244]

Bir yandan da merkez bankaları faiz politikasının ötesine geçerek, diğer para politikası araçlarını uygulamaya koymuşlar ve likidite artışına neden olmuşlardır. Merkez bankalarının bilançoları şişmiş ve aktif yapıları değişmiştir. FED'in geleneksel olmayan para politikası ile sağladığı mortgage kredileri, bilançosunun önemli bir kısmına ulaşmıştır.[245]

Türkiye'de 2008 krizinin olumsuz etkilerini azaltmaya ilişkin önlemler, belli bir zaman alan gecikmenin ardından zamana yayılan küçük paketler şeklinde alınmıştır. Bu önlemler 18 Şubat 2009, 13 Mart 2009, 25 Mart 2009, 4 Haziran 2009 (Yeni Teşvik Sistemi) ve 15 Haziran 2009 tarihlerinde alınmıştır. Esas hedefleri; istihdam artışını, tüketim harcamalarını, yurtdışından sermaye girişlerini, yurtiçi yatırımları, KOBİ'lerin üretimini ve ihracatını teşvik etmek olarak belirtilmiştir. Hükümetin uygulamaya koyduğu para ve maliye politikası tedbirlerinin başlıkları; likidite destekleri, vergi ve prim destekleri, üretim ve ihracata yönelik kredi ve garanti destekleri, finansman destekleri ve yeni yatırım teşvik mevzuatı olarak sıralanabilir.[246]

Haziran 2009'da açıklanan yeni teşvik sistemi; büyük proje yatırımları, bölgesel ve sektörel teşvik sistemi ve Genel teşvik sistemi olarak temelde 3 unsurdan oluşmaktadır. Büyük proje yatırımları için 12 sektör belirlenmiştir. Bölgesel ve sektörel teşvik sisteminde, başta Doğu ve Güneydoğu bölgeleri olarak, 81 ilin yeni teşvik sisteminden faydalanması öngörülmüştür.[247]

[244] Korkmaz ve diğerleri, 2013, s.115, 123.
[245] Erol ve Erol, 2015, s.56.
[246]Aykut Kibritçioğlu, "Küresel Finans Krizinin Türkiye'ye Etkileri", **Munich Personal RePEc Archive**, 24.09.2010, s.12.
[247] Soylu, 2009, s.264.

TCMB'nin küresel sorunların ülkenin ekonomisini ve istikrarını olumsuz etkilememesi için kriz sürecinde aldığı önlemleri şöyle ifade etmek mümkündür:[248]

- 09.10.2008 tarihinde TCMB nezdindeki Döviz ve Efektif Piyasaları, döviz depo piyasasındaki aracılık faaliyetlerine yeniden başlamış, bankaların bu piyasada işlem yapma limitleri 24 Ekim'den itibaren toplam 10,8 milyar dolara çıkarılmıştır.
- 16.10.2008 tarihinde döviz alım ihalelerine ara verilmiş, 24.10.2008 tarihinde döviz satım ihaleleri düzenlenmeye başlanmıştır. Küresel gelişmelerin olumlu seyri nedeniyle döviz satım ihaleleri 30 Ekim'de durdurulmuş, süreç içerisinde toplam 100 milyon ABD doları satılmıştır. 10.03.2009 tarihinden itibaren yeniden başlatılan döviz satım ihalelerine, 03.04.2009 tarihinden itibaren ara verilmiş, bu süreçteki 18 ihalede toplam 900 milyon ABD doları satılmıştır.
- 2008 yılı yapılan alım-satım ihaleleri ile net 7,5 milyar dolar satın alınarak, yılsonu TCMB brüt döviz rezervleri, 71 milyar dolar düzeyinde gerçekleşmiştir.
- 21.11.2008 tarihinden itibaren bankaların döviz depo piyasasında dolar ve euro cinsinden merkez bankasından alabilecekleri döviz depolarının vadesi uzatılmıştır. Borç verme faiz oranları % 10 olarak belirlenmiş, ABD doları için % 7'ye, Euro için % 9'a düşürülmüş, daha sonrasında ABD doları için % 5,5'e, Euro için % 6,5'e inmiştir.
- Ek döviz likiditesi sağlamak için yabancı para zorunlu karşılık oranı, % 9 seviyesine indirilmiştir. Yabancı para zorunlu karşılıklara faiz ödenmesi uygulaması da kaldırılmış, Türk Lirası zorunlu karşılıklara ödenen faiz oranında artış olmuştur.
- Sevk öncesi ve sevk sonrası ihracat reeskont kredisi, 05.12.2008 tarihinde önce 1 milyar dolara, sonra 2,5 milyar dolara yükseltilmiştir.
- 29.01.2009 tarihinde, bankalara avans olarak birer aylık vadelerde en fazla bir yıl süreyle, olağanüstü durumlar için *Likidite Desteği Kredisi* kolaylığı sağlanmıştır.

Finansal sermayenin hızla yükselmesinden kaynaklı olan bu krizin etkilerini daha da hafifletmek için yapılması gereken süreç şöyle özetlenebilir:[249]

- Gerekli finansal ve mali politikaların izlenmesi,

[248] Durmuş Yılmaz, "77.Olağan Genel Kurul Toplantısı Açılış Konuşması", TCMB, 14 Nisan 2009, Ankara, s.20.
[249] Serpil Ağcakaya, "Krizlerin Ortaya Çıkış Nedenleri Ortak Özellikleri ve Yayılma Yolları", Eroğlu ve diğerleri (Ed.), **İktisadi Krizler ve Türkiye Ekonomisi** içinde (83-108), Ankara: Orion Kitabevi, 2015, s.104.

- Ticaretin ve sermayenin teknoloji temelinde ele alınması,
- Politika üretimlerindeki dönüşümler ile beraber ekonominin de seyrinin değişmesi,
- Resesyon süreçlerinin aşılmasına yönelik para, banka, politika ve teknoloji zemininde oluşan değişmelerin değerlendirilmesidir.

Kredi derecelendirme kuruluşlarının denetim yapısının gözden geçirilmesi, denetleyici otoritelerin takip yöntemlerini geliştirmesi ile beraber bu otoriteler arasındaki işbirliğinin daha fazla artması da önem taşımaktadır.[250]

2008 küresel kriz sonrası izlenen düşük faiz politikası ile beraber geleneksel para politikası araçlarının etkin olmadığı anlaşılmıştır. Bu doğrultuda, TCMB makro ihtiyati politikalar çerçevesinde 2010 yılından itibaren geleneksel olmayan para politikası araçlarını uygulamaya başlamıştır. Bu araçlar; enflasyon hedefine odaklı kısa vadeli politika faiz oranı ile beraber finansal istikrar hedefini sağlayacak şekilde zorunlu karşılıklar, likidite yönetimi, faiz koridoru ve rezerv opsiyon mekanizması olarak sıralanabilir. Bu araçların nasıl kullanılacağı, hedeflerine hangi kanallar aracılığıyla ulaşmayı amaçladığı ve ekonomi üzerinde ne ölçüde etkili olacağı önemli konular arasındadır.[251]

## 3. 2008 KRİZİ SONRASI MERKEZ BANKASININ DEĞİŞEN ROLÜ VE MAKRO İHTİYATİ PARA POLİTİKALARI

Merkez bankacılığına ve para politikalarına ilişkin 2008 küresel finansal kriz öncesinde, mevcut olan uzlaşmanın temel parametreleri şöyle sıralanabilir:[252]

- 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.

[250] Demir ve diğerleri, 2008, s.99.
[251] Oktar ve diğerleri, 2013, s.12.
[252] Borio, 2011, s.2-3.

Bu parametreler dünyada birçok merkez bankası tarafından zaman içerisinde benimsenmiş ve uygulanmıştır. Krizle beraber, varılan bu uzlaşılarda bir takım 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.[253]

Günümüzde 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. Finansal sistemdeki sorunların finansal aracılık hizmetlerini kesintiye uğratarak, reel ekonomiyi derinden sarstığı 2008 küresel kriz sonucunda ortaya çıkan sistemik riske karşı, makro ihtiyati politika tedbirlerine başvurulmuştur.[254] 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.[255]

### 3.1.Finansal Küreselleşme Sürecinde Merkez Bankacılığı

Finansallaşma küreselleşme bu sürece dahil olan tüm ülkelerde, farklı şekillerde görülmüştür. Foster ise ekonomide finansallaşmayı bu beş göstergede toplamıştır:[256]

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

[253] Lokman Gündüz, "Finansal İstikrarsızlığın İstikrarı ve Merkez Bankaları", (Eds: Nadir Eroğlu, İlhan Eroğlu ve Halil İbrahim Aydın), **İktisadi Krizler ve Türkiye Ekonomisi Prof. Dr. İlker Parasız'a Armağan** içinde (617-640), Orion Kitabevi, Ağustos 2015, s.625.
[254] Eğilmez, "Makro İhtiyati Politikalar ve Türkiye Uygulaması", *Kendime Yazılar*, 27 Kasım 2014, http://www.mahfiegilmez.com/20914/11/makro-ihtiyati-politikalar-ve-turkiye.html., (Erişim:14.10.2016)
[255] A. H. Kara, "Küresel Kriz Sonrası Para Politikası", TCMB Çalışma Tebliği, No:12/17, Haziran 2012, s.23.
[256] Kozanoğlu, Aytürk, 2015, s.306.

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

Bu göstergeler, ekonomide finansal sistemin payının arttığına ve finansal küreselleşmenin daha çok önem kazandığına işaret etmektedir.

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.[257] 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.

Tablo 15, 1980-1989 döneminde gelişmiş ve gelişmekte olan ülkelerin toplam değişkenlerine göre yasal merkez bankası bağımsızlıklarının derecelerini göstermektedir. Aynı zamanda 1980'lerde bu ülkelerin ortalama enflasyon oranlarını sağlamaktadır. Merkez Bankası bağımsızlığına yönelik dört görüşe göre; çeşitli endeksler için en yüksek skor, merkez bankalarını daha fazla bağımsız yapacaktır. Buna göre ölçüyü, Alesina1'den 4'e, Eijffinger ve Schaling 1'den 5'e olarak derecelendirmektedir. Grilli, Masciandaro ve Tabellini, kullandıkları endekste 3'den 13'e derecelendirirken, Cukierman, 0-1 arası dereceleme yapmıştır. Örneğin, Grilli, Masciandaro ve Tabellini'nin kullandıkları ölçüye göre, Yunanistan Merkez Bankası daha az özerk iken, Cukierman, Webb ve NeYapti'ya göre kısmen bağımsızdır. Tabloya göre

[257] Doğan ve Tunalı, 2011, s.52-54.

TCMB'nin bağımsızlığı bazı ülkelere kıyasla yüksek iken, bazı ülkelere göre düşüktür. Özellikle 2001 yılı yasal düzenlemeleri yasal bağımsızlığın artmasını sağlamıştır.[258]

**Tablo 15: Çeşitli Merkez Bankalarının Yasal Bağımsızlık Dereceleri**

| Ülke | Alesina | Grilli, Masciandaro ve Tabellini | Eijffinger, Schaling | Cukierman, Webb ve NeYapti | Sousa |
|---|---|---|---|---|---|
| **Avustralya** | 1 | 9 | 1 | 0.36 | 2.66 |
| **Avusturya** | - | 9 | 3 | 0.61 | 4.82 |
| **Belçika** | 2 | 7 | 3 | 0.17 | 3.25 |
| **Kanada** | 2 | 11 | 1 | 0.45 | 2.33 |
| **Danimarka** | 2 | 8 | 4 | 0.50 | 3.99 |
| **Finlandiya** | 2 | - | 3 | 0.28 | 6.16 |
| **Fransa** | 2 | 7 | 2 | 0.29 | 4.66 |
| **Almanya** | 4 | 13 | 5 | 0.69 | 4.08 |
| **Yunanistan** | - | 4 | - | 0.55 | 4.74 |
| **İzlanda** | - | - | - | 0.34 | 4.08 |
| **İrlanda** | - | 7 | - | 0.44 | 4.16 |
| **İtalya** | 1.5 | 5 | 2 | 0.25 | 5.32 |
| **Japonya** | 3 | 6 | 3 | 0.18 | 2.83 |
| **Hollanda** | 2 | 10 | 4 | 0.42 | 3.91 |
| **Yeni Zelanda** | 1 | 3 | 3 | 0.24 | 4.99 |
| **Norveç** | 2 | - | 2 | 0.17 | 3.41 |
| **Portekiz** | - | 3 | 2 | 0.41 | 3.66 |
| **İspanya** | 1 | 5 | 3 | 0.23 | 3.91 |
| **İsveç** | 2 | - | 2 | 0.29 | 5.91 |
| **İsviçre** | 4 | 12 | 5 | 0.64 | 5.41 |
| **İngiltere** | 2 | 6 | 2 | 0.27 | 3.66 |
| **Amerika** | 3 | 12 | 3 | 0.48 | 3.83 |
| **Türkiye** | - | - | - | 0.46 | 3.49 |

**Kaynak:** Alex Cukierman, Steven B. Webb, Bilin Neyapti, "Measuring the Independence of Central Banks and Its Effect on Policy Outcomes", **The World Bank Economic Review**, Vol:6, No:3, 1992, s.380.
Pedro A.B.Sousa,"Central Bank Independence and Democratic Accountability", May 2002, s.20.
Sylvester CW Eijffinger ve Jakob De Haan, "The Political Economy of Central Bank Independence", Special Papers in International Economics, No:19, May 1996, s.23.
Vittorio Grilli, Donato Masciandaro, Guido Tabellini, "Institutions and Policies", **Economic Policy**, October 1991, s.368-369.
(Aktaran: Oktar ve diğerleri, 2013, s.75.)

[258] Oktar ve diğerleri, 2013, s.74-75.

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:[259]

- 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.[260]

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.

[259] Oktar ve diğerleri, 2013, s.73.
[260] Garry J. Schinasi, "Defining Financial Stability", **IMF Working Paper**, WP/04/187, October 2004, s.8.

Para politikası ve finansal istikrar, bir takım 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.[261]

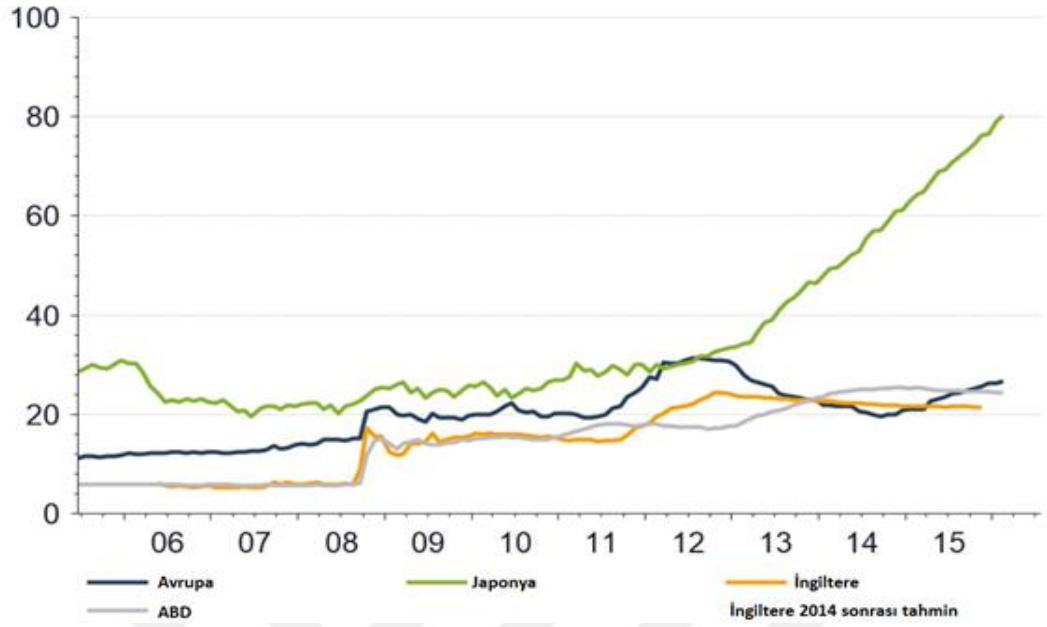
Merkez bankalarının finansal istikrara olan katılımları sahip oldukları para basma rollerinden kaynaklanmaktadır. Merkez bankalarının, finansal kuruluşlar gibi karşı tarafın kalitesini takip etmesi gerekmektedir. Aynı zamanda, likidite ve sağlam ödeme sistemi oluşturma rolleri de söz konusudur. Finansal istikrara yönelik olarak, merkez bankası tarafından doğru yönetilen likidite fonksiyonunun, ihtiyatlı bir gözetim ile beraber izlenmesi olumlu sonuçlar verecektir.[262]

### 3.2. Küresel Ekonomik Krizi Öncesi ve Sonrası Merkez Bankalarının Rolü

Merkez bankaları fiyat istikrarı amacını, kriz öncesindeki son yirmi yıl içerisinde faiz oranları aracılığıyla sağlamaya çalışmıştır. Bu süreçte makroekonomik istikrarı sağlarken merkez bankalarının rolleri belli değil iken, mevduat sigortası ve merkez bankalarının acil likidite yardımı olarak yani son kredi mercii rolü kullanılmıştır. Bu durum bankacılık sektöründe bir ahlaki tehlike sorununa sebep olmuştur. Mikro ihtiyat araçlarının kullanımı ile ilgili düzenleme ve denetim gerekliliği de ön plana çıkmıştır. Merkez bankaları döviz ve yerli para şeklinde varlıklara sahip iken, resmi mevduatlardan ziyade tedavüldeki para en önemli yükümlülükleri olmuştur. Kısaca merkez bankaları, bilançolarının büyüklüğü ile bileşimi konusuna çok fazla ilgi göstermemişlerdir.[263]

---

[261] Doğan, Tunalı, 2011, s.60-63.
[262] Serkan Özcan, **Para Politikası Tercihleri ile Finansal İstikrar Arasındaki İlişki Enflasyon Hedeflemesi Politikasında Finansal İstikrar ve Türkiye Analizi**. TCMB Uzmanlık Yeterlilik Tezi, Ankara, Mayıs 2006, s.21.
[263] Janet L. Yellen, 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, s.13.



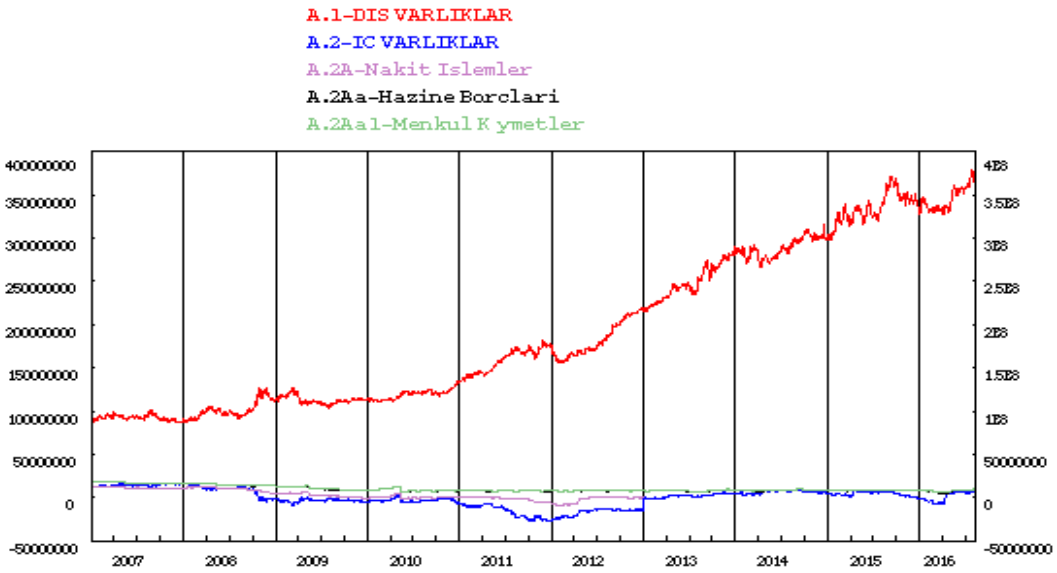

**Şekil 31:** G4 Merkez Bankaları Bilançoları (% GSYH)

**Kaynak:** Jamie McGeever, "Update 1-Graphic-Global QE Running at Record $180 bln per Month and Rising, Reuters", 26 July 2016**,** http://www.reuters.com/article/global-cenbank-qe-idUSL8N1AC5PK**.,** Aktaran: İntıra Bey, "Parasal Genişleme Rekor Kırıyor", BorsaGündem, 27.07.2016, http://www.borsagundem.com /yazarlar/parasal-genisleme-rekor-kiriyor-yazisi/1054528., (Erişim: 04.08.2016)

Şekil 31'de küresel kriz sürecinde ve sonrasında, G4 merkez bankaları bilançolarının GSYH tutarları yer almaktadır. Buna göre, en ilginç durum Japonya'da gerçekleşmiş ve bu rakam başka ülkelerde % 20-30 civarında seyrederken, BOJ bilançosu GSYH tutarının % 80'ine kadar ulaşmıştır. Ayrıca, Japonya'da herhangi bir büyüme sinyalinin veya enflasyon artışının olmaması ilginçtir. Dünyada düşük büyüme eğilimi yaşanırken, merkez bankası bilançolarının giderek daha çok büyümesi de kaçınılmaz bir durumdur.[264]

Türkiye'nin de günümüz koşulları gereği, dış dünyayla sağlıklı ve etkin bir iletişim kurabilmesi ve dolayısıyla bu genişlemeden yararlanabilmesi önem taşımaktadır. Bunun yanı sıra, TCMB'nin döviz varlıklarındaki artışa dayalı olarak Şekil 32'de görüldüğü gibi, dış varlıklarında kriz sonrası meydana gelen artış da dikkat çekicidir.

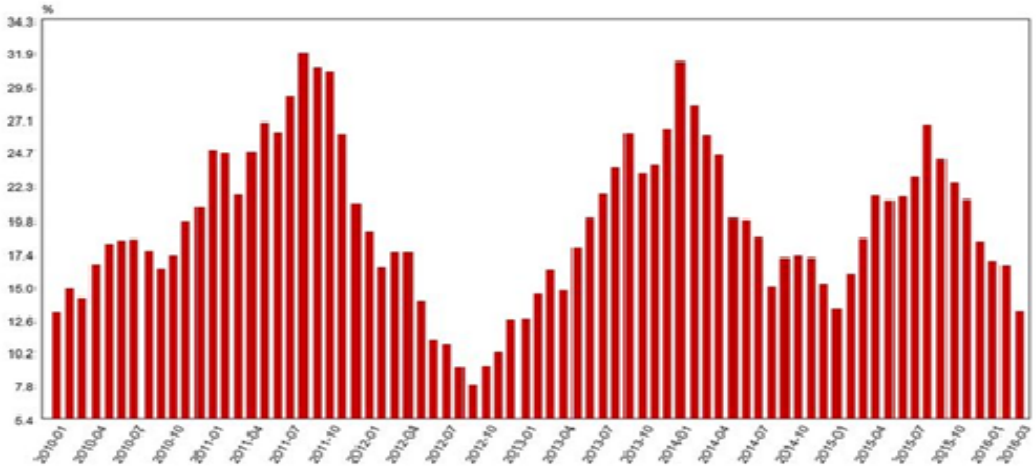
[264] Jamie McGeever, "Update 1-Graphic-Global QE Running at Record $180 bln per Month and Rising, Reuters", 26 July 2016, http://www.reuters.com/article/global-cenbank-qe-idUSL8N1AC5PK., Erişim:04.08.2016)




**Şekil 32:** TCMB Analitik Bilanço (İş Günü, Bin TL)

**Kaynak**: TCMB Bilanço Verileri, http://evds.tcmb.gov.tr/. (Erişim: 14.08.2016)

Türk bankacılık sektörünün bilanço büyüklüğü 2012 sonrası büyüme sürecine girmiş ancak son dönemde tekrar düşüşe geçmiştir. BDDK Başkanı yaşanan bu düşüşü şöyle ifade etmiştir: "Bankacılık sektöründe Mart 2016 itibarıyla 2,4 trilyon lira aktif büyüklüğüne ulaşılmıştır. Küresel belirsizliklere rağmen son bir yıllık dönemde % 13,1 büyüme kaydeden sektör görece düşük olan büyüme potansiyelini sunmaya devam etmektedir". Yani, zor şartlara rağmen bilançonun büyümeye devam ettiğine dikkat çekmiştir.[265](Şekil 32)




**Şekil 33:** Türk Bankalarının Bilanço Büyümesi (%)

[265] Business HT, "Bankacılarla düzenleyicilerin neden tartıştığını gösteren 7 grafik", 27.05.2016, http://www.businessht.com.tr/ekonomi/haber/1245536-bankacilarla-duzenleyicilerin-neden-tartistigini-gosteren-7-grafik., (Erişim: 05.08.2016)

Buna karşın, sektörün finansal sağlamlık göstergelerinin güçlü bir görünümü yansıttığı ifade edilmekte, yani finansal istikrara önemli katkısının olduğu görülmektedir. Küresel kriz öncesi finansal istikrar daha çok bireysel kurumların batma riskini azaltmaya yönelik olarak mikro ihtiyati bir bakış açısıyla değerlendirilmekte iken, kriz süreciyle beraber finansal istikrarın makro ihtiyati veya sistemik olan boyutu ön plana çıkmıştır. Yani, merkez bankaları için de makro ihtiyati yaklaşımın önemi artmıştır.[266]

2008 Küresel Kriz öncesinde, merkez bankacılığına ilişkin olan uzlaşmanın temel parametreleri arasında, enflasyon hedeflemesi rejiminin tercih edilmesi ve para politikasının denetleyici ve makroekonomik boyutlarının ayrı olması da yer almaktadır.[267]

Güney Kore'de 15-16 Kasım 2009 tarihinde yapılan G20 ülkeleri toplantısında, merkez bankacılığına ilişkili olarak şu konuların üzerinde durulmuştur:[268]

- Merkez bankalarının fiyat istikrarına olan bağlılıklarını sürdürmelerinin gerektiği,
- Merkez bankaları özellikle kriz döneminde uygulanan olağan dışı politikalardan çıkış stratejilerini açıkça duyurması, en son ödünç veren merci olma rollerini genişletmesi ve piyasa yapıcılığı konusunda daha aktif olması gerekliliği,
- Parasal aktarım kanallarının nasıl değiştiğini ve nelerden etkilendiğini doğru anlaşılmasıdır.

İletişim kanalının önemine vurgu yapıldığı dikkat çeken bir unsurdur. Merkez bankalarının temel politika stratejisine etki eden 2008 finansal kriz sırasında yaşananlardan çıkarılabilecek dersleri şöyle sıralamak mümkündür:[269]

- Finans sektöründeki gelişmelerin, iktisadi faaliyet üzerinde daha önce bilinenden çok daha büyük bir etkiye sahip olması; mali sürtüşmelerin konjonktür dalgalanmalarında önemli bir rol oynadığı merkez bankacıları tarafından genellikle kabul edilse de, finansal aksamaların olumsuz etkisinin iktisadi faaliyet üzerinde gelişmiş ekonomiler için öngörülenden çok daha kötü olabileceğini 2007-2009 Finansal Krizi açıkça ortaya koymuştur.

[266] TCMB, Finansal İstikrar Raporu, Sayı:22, Mayıs 2016, s.61.
[267] Olivier Blanchard, David Romer, Michael Spence, Joseph Stiglitz, **In the Wake of the Crisis: Leading Economists Reassess Economic Policy**, The MIT Press, 2012, s.624.
[268] Oktar ve diğerleri, 2013, s.82.
[269] Hahm ve diğerleri, 2012, s.7-11.

- Finansal kriz sonrası düzeni sağlama maliyetinin çok yüksek olması; dünya çapındaki durgunluğun bir sonucu olarak üretim kaybı maliyetinin yanı sıra, küresel kriz çok daha yüksek olabilecek üç ek maliyeti ortaya koymuştur;
    1) Finansal krizlerin genellikle çok yavaş büyümeyi takip etmesi,
    2) Hükümetin bütçe pozisyonunun hızla bozulması,
    3) Merkez bankalarının geleneksel olmayan para politikalarından çıkış stratejisi, hem güç olabilir hem de merkez bankalarının gelecekte ekonomiyi başarılı şekilde yönetme yeteneğini engelleyebilir.
- Fiyat ve çıktı istikrarının, finansal istikrarın garantisi olmaması; bu belki de son mali krizin merkez bankalarına yönelik en önemli dersidir. Nitekim krizden önce akademisyenler ve merkez bankaları için, fiyat ve çıktı istikrarının finansal istikrarı desteklemede başarılı olduğu görüşü ortak görüş olmuştur.

### 3.3.TCMB'nin Yeni Para Politikası Çerçevesi

Geleneksel para politikası araçlarının etkin olmadığı 2008 küresel kriz sonrası anlaşılınca TCMB, 2010 yılının sonlarından itibaren makro finansal riskleri de göz önünde bulunduran yeni bir para politikası çerçevesi uygulamaya başlamıştır. Enflasyon hedeflemesi genel olarak gözden geçirilerek finansal istikrarı destekleyen bir amaç olarak belirlenmiştir. Yeni politika başta dış denge, kredi genişlemesi ve sermaye akımlarının yarattığı kırılganlığa karşı ekonomiyi güçlendiren bir çerçeve hedeflemiştir. Bu politika tasarımında geleneksel değişkenlerin yanında cari denge ve sermaye akımları da önemli değişkenlerdir. Ekonominin dengeli büyümesi ve dış finansman yapısının daha sağlıklı işlerliği merkez bankasının uyguladığı politikaların hedefi olmuştur.[270]

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

[270] http://www.iktisadi.org/2008-kuresel-finansal-kriz-sonrasi-turkiyede-degisen-merkez-bankasi-para-politikasi-anlayisi.html., (Erişim: 01.11.2016)

risk iştahındaki oynaklıklara karşı ortalama fonlama faizi ihtiyaç olduğunda günlük frekansta ayarlanabilmektedir.[271]

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.[272]

Bu araçların kullanılmaya başlanması, parasal aktarım mekanizmasında özellikle kredi ve döviz kuru kanallarının ön plana çıkmasına neden olmuştur.

**Tablo 16: TCMB Yeni Para Politikası Çerçevesi**

| | **ESKİ ÇERÇEVE** | **YENİ ÇERÇEVE** |
|---|---|---|
| **ARAÇLAR** | Politika Faizi | Politika Faizi<br>Likidite Yönetimi<br>Faiz Koridoru<br>Zorunlu Karşılıklar<br>Rezerv Opsiyonu Mekanizması |
| **AMAÇLAR** | Fiyat İstikrarı | Fiyat İstikrarı<br>Finansal İstikrar |

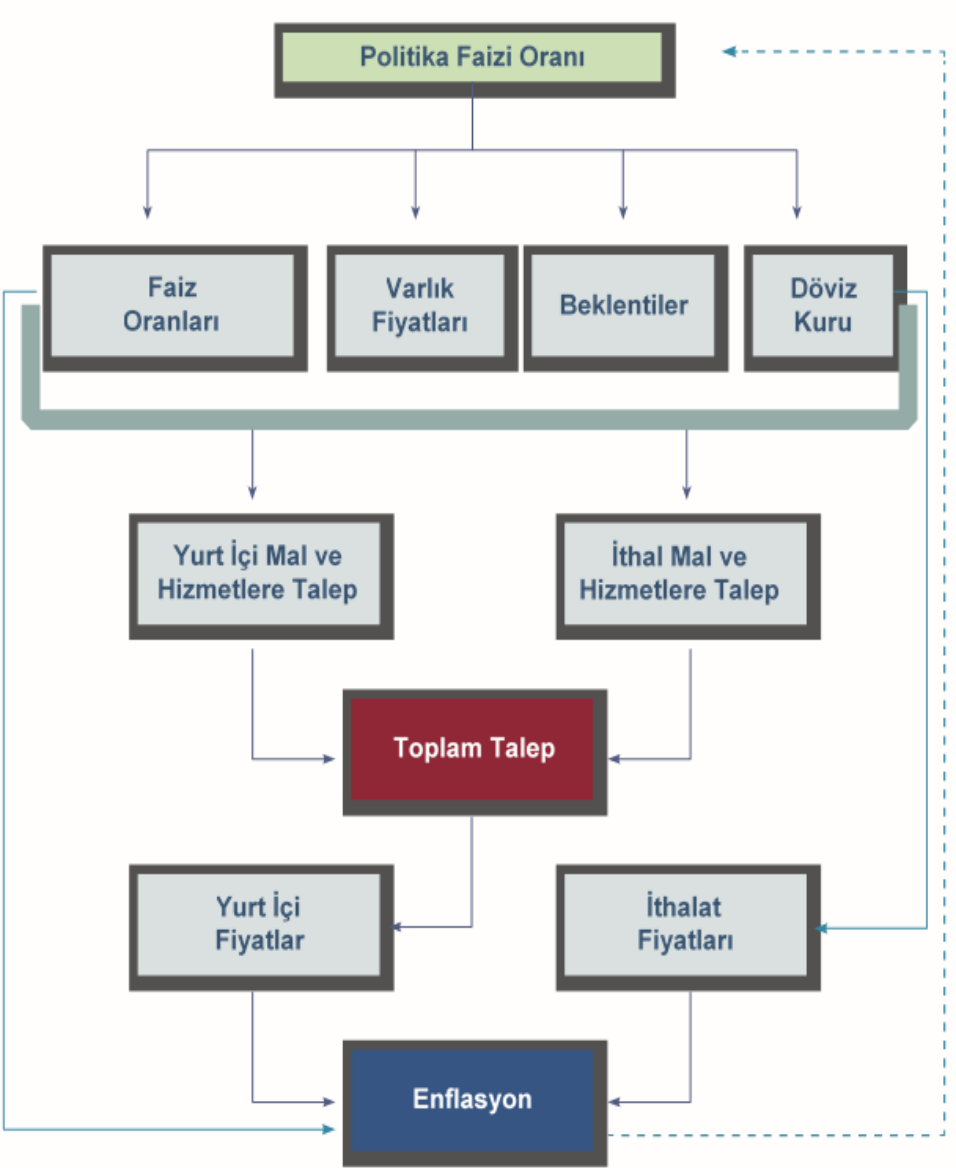
**Kaynak**: TCMB, "Parasal Aktarım Mekanizması", 2013, s.12.

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

[271] Kara, Haziran 2012, s.8.
[272] Başçı, Kara, 2011, s.12.

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. [273]

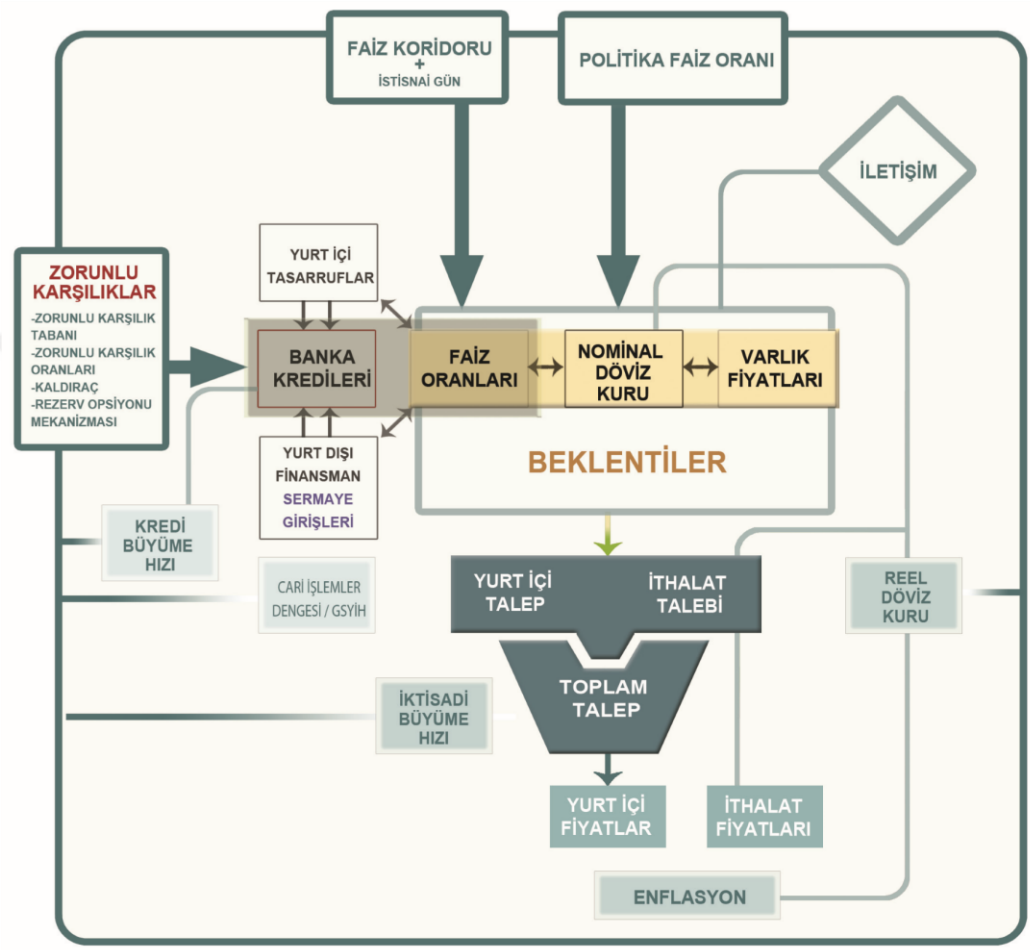



**Şekil 34:**Basitleştirilmiş Parasal Aktarım Mekanizması

**Kaynak**: TCMB, "Parasal Aktarım Mekanizması", 2013, s.3.

[273] TCMB, "Parasal Aktarım Mekanizması", 2013, s.2.

Yeni para politikasına bağlı olarak parasal aktarım mekanizmasında kredi ve kur kanalının makro değişkenler üzerindeki önemi daha çok artmıştır. Şekil 35, kredi ve döviz kuru kanallarının işleyişinin yeni politika çerçevesinde nasıl değiştiğini göstermektedir.




**Şekil 35:** Yeni Para Politikası Çerçevesinde Parasal Aktarım Mekanizması

**Kaynak**: TCMB, "Parasal Aktarım Mekanizması", 2013, s.15.

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.[274]

[274] Erdem Başçı, Hakan Kara, "Finansal İstikrar ve Para Politikası", **İktisat İşletme ve Finans**, Cilt: 26, Sayı: 302, 2007, s.9,17.

### 3.3.1. Kurala ve Duruma Göre Para Politikası Tartışması ve Yeni Yaklaşımlar

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:[275]

- 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.

Duruma göre (ihtiyari) ve kurala göre tartışmasının geçmişi, 17.yüzyılın başlarındaki Nakit Okulu Bankacılık Okulu tartışmalarına kadar uzanmaktadır. Nakit okulu taraftarları, kâğıt para ihracı merkez bankasının altın rezervlerine çok yakından bağlanmıştır. Bankacılık okulu taraftarları böyle bir sıkı kural olmasa bile kâğıt para arzının makroekonomik istikrarla bağdaşır şekilde arttırılabileceğini savunmuşlardır. Merkez bankasına yüksek derecede ihtiyarilik sağlayan yasaya en uygun örnek, ABD Federal Reserve Yasasıdır. 1950-1966 ve 1985-2000 yılları arasında ABD para politikasının performansı ihtiyari politika başlangıcından itibaren iyi sonuçlar vermiştir. Kural, genellikle merkez bankası yasasıyla dışarıdan empoze edilen bir düzenleme olarak tanımlanmıştır. Bunun esas işlevi, politika yapıcıların ihtiyariliğini sınırlamaktır. Ayrıca, kural merkez bankacıların karar süreçlerini kolaylaştıran geçmiş deneyimlerden yararlanma biçimi olarak da tanımlanır. Kurala göre politikaları içeren kurumsal düzenlemelerin çok farklı gereklilikleri de karşılaması gerekir:[276]

- Bir kural basit olmalıdır. Bir yasada yer alacaksa en azından anlaşılması yeteri kadar kolay olmalıdır.
- Kural istikrarlı olmalıdır. Yani bir süre devam edecek şekilde kaleme alınmalıdır.
- Aynı zamanda, aktarım süreci hakkındaki belirsizlikler kuralın çeşitli şoklarla baş edebilmek için yeteri kadar esnek olmasını gerektirmektedir.

[275] İlker Parasız, **Merkez Bankacılığı ve Para Politikası**. 1.Baskı, Ezgi Kitabevi, Nisan 2011, s.225.
[276] Parasız, 2011, s.225-226.

2008 sonrası dönemde kurala dayalı durumdan, duruma göre müdahale etme yaklaşımına geçiş ile beraber karma para politikası ve temel hedef enflasyona yönelik kullanılan araçlarda çeşitliliğe gidilmesi Tablo 17'de da açıkça görülmektedir. Finansal istikrarın ve makro ihtiyati politikaların önem kazanmasıyla duruma göre müdahale etme anlayışı hâkim olmuş, zorunlu rezerv oranı ve likidite yönetimi para politikası önceliğinde ilk sıralara yerleşmiştir.[277]

**Tablo 17: Finansal İstikrar ve Fiyat İstikrarı İçin Para Politikası Öncelikleri**

| Finansal İstikrar İçin Politika Öncelikleri | Fiyat İstikrarı İçin Politika Öncelikleri |
|---|---|
| 1. Bankalar Zorunlu Rezerv Oranı | 1. Kısa Vadeli Faiz Oranları Politikası |
| 2. Yerleşik Paranın Likidite Yönetimi | 2. Yerleşik Paranın Likidite Yönetimi |
| 3. Kısa Vadeli Faiz Oranları Politikası | 3. Bankalar Zorunlu Rezerv Oranı |

**Kaynak:** Erdem Başçı, The Turkish Experience, Bank Of Indonesia and IMF Joint Conference on Coping With Asia's Large Capital Inflows in a Multi-Speed Global Economy, Bali, Indonesia, 11 March 2011, s.11.

Bununla birlikte, kriz sonrası süreçte gelişmiş ülkelerin uyguladıkları geleneksel olmayan politikalar ve bu konuda var olan belirsizlikler gelişmekte olan ülkeleri etkilemiş, gelişmiş ülkelerle ilgili açıklanan verilere aşırı duyarlı hale gelmelerine neden olmuştur. Gelişmekte olan ülkelerin faizleri küresel para politikası gelişmelerine göre yön bulmaya başlamıştır. TCMB'nin geniş faiz koridoru ve sıkı likidite politikasını bu süreçte birlikte kullanması, Türkiye Ekonomisinin dış şoklara karşı duyarlılığını nispeten azaltmasına katkı sağlamıştır.[278]

Kriz sonrası para politikalarını eleştiren iktisatçılar arasında Joseph Stiglitz ve Jeffrey Frankel gibi isimler de yer almaktadır. Stiglitz, enflasyon hedeflemesi rejimini fiyatların hedeflenen seviyenin üstünde olması halinde faizlerin artırılması olarak tanımlamaktadır. Ona göre, enflasyonun kaynağının ne olduğu bilinmeden alınan faiz artışı kararı teorik ve amprik olarak desteklenmesi güç bir politikadır. Stiglitz, gelişmekte olan ülkelerin yaşadıkları ithal enflasyonu önlemek için faizleri arttırmalarının büyümeyi ve istihdamı dahi olumsuz etkileyebileceğini belirtmiştir. Ayrıca, enflasyon hedeflemesi rejiminin açıkça başarısız

[277] Selin Çetin, "Para Politikası Fiyat İstikrarından Finansal İstikrara: Merkez Bankası Macroprudential Politika Çerçevesi", iktisat.gsu.edu.tr/wp-content/uploads/5.Yeni-Para-Politikasì.pdf., (Erişim: 03.07.2016.)
[278] TCMB, 2016 Yılı Para ve Kur Politikası, 09.12.2015, s.3.

olduğunu da ifade etmiştir.[279] Enflasyon hedeflemesinin arz ve ticaret hadlerinde olabilecek şoklara karşı uygun olmayan bir para politikası olduğu da Frankel tarafından savunulmaktadır. İthal malların dünya fiyatında artışlara karşı uygun politika yanıtının genişletici para politikası olması gerektiğini söyleyen Frankel'e göre, TÜFE odaklı enflasyon hedeflemesinde para değerlenmesine yönelik sıkı para politikası uygulanmaktadır.[280]

Türkiye'de uygulanan para politikaları, gecikmeli olsa da uluslararası gelişmeleri izlemektedir. 1980 sonrası dönemde esasında kurala dayalı para politikaları uygulandığı görülmektedir. Ancak, bu süreçte merkez bankasının tam bir bağımsızlığının olmaması ve yüksek bütçe açıkları gibi sebeplerle yürütülen programlar da başarı sağlayamamıştır. 2001 sonrası merkez bankası ve hazine arasındaki finansmana yönelik düzenlemelerle beraber enflasyon hedeflemesine geçişin ilk adımları atılmış, 2006 yılında tam olarak geçiş yapılmıştır.[281]

Bu dönemde açık olarak uygulanmaya başlanan enflasyon hedeflemesi yaklaşımı tamamen kurala dayalı bir politika olmamıştır. Yani kurala dayalı politikalar için önerilen Taylor Kuralı[*], Türkiye ekonomisinin dinamik yapısı ve mali piyasaların yeterince derin olmaması nedeniyle para politikaları için pek de uygun görülmemektedir. Ayrıca, uygulamadaki tepki fonksiyonunun da daha esnek olması olumlu sonuçlar verecektir. TCMB, her ülke için kabul gören tek bir modelin geçerli olamayacağına, Türkiye'nin yapısına özgü bir modelin geliştirilmesi gerektiğine de vurgu yapmıştır.[282]

Enstrüman kuralları iktisat literatüründe "tepki fonksiyonları" olarak adlandırılır. Para otoritesi $t_0$ döneminde gelecek için ölçülebilir değişkenlere bağlı olarak tepki fonksiyonlarını ortaya koyar. Tepki fonksiyonları enflasyon, büyüme gibi önceden belirlenmiş değişkenleri içerebilirken, döviz kuru gibi geleceğe dönük değişkenleri de içerebilmektedir. Dışa açık büyük ülke için oluşturulmuş bir kural politikası olan Taylor Kuralı, faiz oranlarının toplam talep

[279]Joseph E. Stiglitz, "The Failure of Inflation Targeting", **Project Syndicate**, 30.05.2008, http://www.projectsyndicate.org/print_commentary/stiglitz99., (Erişim: 03.11.2016)
[280] Jeffrey Frankel, "The Death of Inflation Targeting", **Project Syndicate**, 16.05.2012.
[281] Gülsüm Akalın, Erkan Tokucu, "Kurala Dayalı-Takdire Dayalı Para Politikaları: Taylor Kuralı ve Türkiye'de Enflasyon Hedeflemesi Uygulaması", **Marmara Üniversitesi İ.İ.B.F. Dergisi**, Cilt: XXII, Sayı:1, Yıl: 2007, s.51.
[282] Akalın, Tokucu, 2007, s.52.
[*]Taylor Kuralı; John Taylor'un 1993 yılında para politikasının yürütülmesinde merkez bankalarının takip edecekleri kurallarla ilgili olarak ileri sürdüğü, dolayısıyla kurala dayalı politikalar tarafında yer alan bir görüştür.(Ayrıntı için bkz. Akalın, Tokucu, s.41.)

üzerinde etkin olduğu varsayımına dayanır. Böyle ülkelerde döviz kuru, toplam talebin bir belirleyicisi değildir.[283]

### 3.3.2. Finansal İstikrarın Önemi ve Finansal İstikrar Komitesi

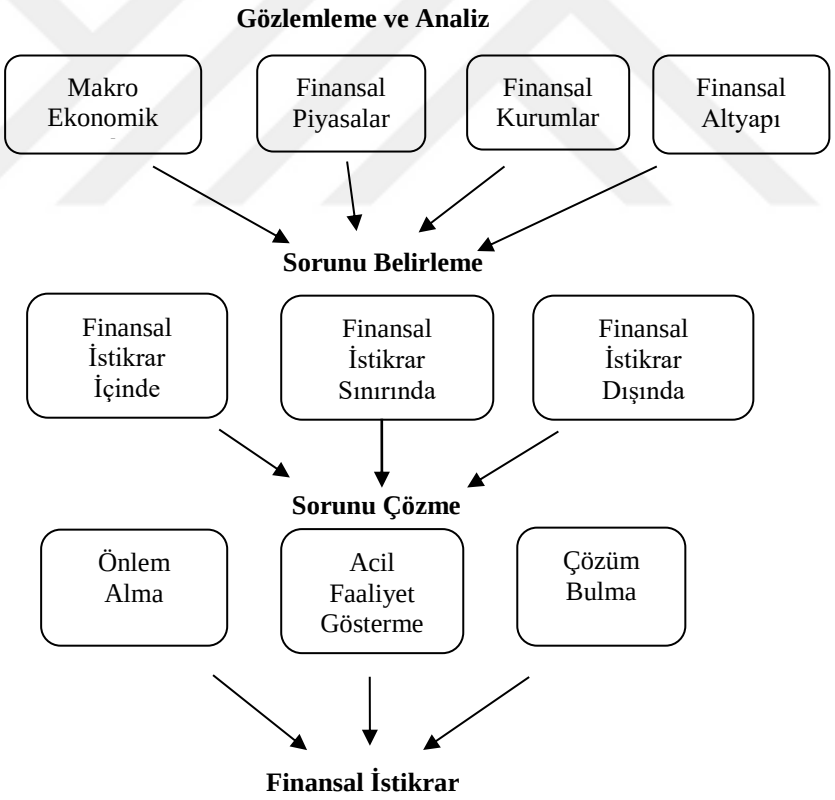
2000'li yıllardan itibaren zamanla önemini ekonomide artıran finansal istikrar kavramı, 2008 küresel kriz sonrası daha da ön plana çıkmıştır. Finansal piyasalardaki düzenlemelerin kaldırılması, sermaye hareketlerinin yaygın hale gelmesi ve dalgalı döviz kurunun uygulanması merkez bankalarının güçlerini azaltan faktörlerdir. Dolayısıyla, merkez bankalarının uyguladığı para politikalarının etkinliği de azalmaktadır. Nitekim kurumsal düzenlemeler ile merkez bankalarının bağımsızlıkları artarken, aynı düzenlemelerin politika etkinliğine yansıması zor olmuştur. Para politikası aracı olarak kısa vadeli faiz oranının etkinliği konusundaki tartışmalar, özellikle 2000'li yıllardan sonra finansal piyasaların hızlı gelişmesi ve finansal varlıkların artışı ile hız kazanmıştır. Tartışmaların odağında, kısa vadeli faiz oranının fiyat istikrarını ve finansal istikrarı sağlayacağı konusunun yanı sıra, ikincil bir para politikası aracının gerekliliğine yönelik olmuştur.[284] Finansal istikrarın temel özellikleri şöyle açıklanabilir:[285]

- Finansal istikrar, finansal sistemin farklı yönlerini ve kamu politikalarını kapsayan geniş bir kavramdır. Devlet parasal istikrarı sağlamak için para politikası araçlarını, mali disiplini sağlamak için maliye politikası araçlarını kullanmaktadır.
- Finansal istikrarın, kaynak ve risk dağılımı, servet birikimi, büyümeyi kolaylaştırma rolünün yanında, ekonomide ödeme sistemlerinin etkin bir şekilde uygulanması rolü de mevcuttur.
- Finansal istikrar, finansal krizlerin önemli bir tehdit haline gelmeden önce finansal sistemin gereken önlemleri alması ve bu tehditleri azaltma yeteneğine sahip olması olarak ifade edilebilir.
- Finansal istikrarın reel ekonomide yaratacağı sonuçların derecesi de önem taşır. Çünkü finansal piyasalarda yaşanan sapmalar, reel ekonomideki faaliyetlere büyük ölçüde zarar vermedikleri sürece tehdit şeklinde algılanmazlar.

[283] Bora Süslü ve Cem Dişbudak, "TCMB'nin Para Politikası Duruşunun Alternatif Açıklaması: Parasal Durum Endeksi (MCI)", **Celal Bayar Üniversitesi İ.İ.B.F. Yönetim ve Ekonomi**, Cilt:19, Sayı:2, Yıl:2012, s.69.
[284] Özgür Balmumcu, "Küresel Finans Krizi Ekseninde Para Politikası Tartışmaları", **Ege Stratejik Araştırmalar Dergisi**, Cilt:4, Sayı:2, 2013, s.40-41.
[285] Schinasi, 2004, s.6-7.

- Süreklilik kavramı finansal istikrar açısından önem taşımaktadır. Finansal istikrar beklentilere dayanmakta ve dinamik bir nitelik taşımaktadır.

Finansal istikrarı, finansal sistemin kaynaklarını zaman içinde etkin olarak dağıtabilme, finansal riskleri yönetebilme yeteneğine sahip olduğu bir durum olarak tanımlayan Houben, Kakes ve Schinasi, finansal istikrarı adına üç aşamalı bir model ileri sürmüşlerdir. Bu modelin ilk aşamasında, makroekonomik ve finansal sistemin unsurlarının gözlemlenmesi ve analizi bulunmaktadır. Sonrasında bu sonuçlara göre sorun belirlenmekte, ülkenin finansal sisteminin istikrarlı mı olduğu, istikrarın bozulmaya mı başladığı yoksa tam olarak mı bozulduğu belirlenir. Üçüncü aşamada istikrarlı bir finansal sistem durumunda önlem alma, istikrar sınırında acil gerekli faaliyetleri gösterme ve istikrarın olmadığı durumda da çözüm önerileri bulma şeklindeki düzenlemeler mevcuttur. Son aşamada da finansal istikrara ulaşılmaktadır.[286](Şekil 36)




**Şekil 36:** Finansal İstikrarın Sağlanmasına İlişkin Model

**Kaynak**: Aerdt Houben, Jan Kakes, Garry Schinasi., Toward a Framework for Safeguarding Financial Stability, **IMF Working Paper**, WP/04/101, June 2004, s.17.

[286] Aerdt Houben, Jan Kakes ve Garry Schinasi, "Toward a Framework for Safeguarding Financial Stability", **IMF Working Paper**, WP/04/101, June 2004, s.16.

Schinasi aynı zamanda finansal istikrar amacının, merkez bankaları tarafından temel hedef olarak alınmasında etkili olan faktörleri şöyle sıralamıştır:[287]

- Merkez bankalarının yasal ödeme aracı olarak acil likiditenin tek sağlayıcısı olması,
- Merkez bankalarının ödeme sisteminin sorunsuz olarak çalışmasını sağlaması,
- Bankacılık sisteminin, parasal aktarım mekanizmasının sağlıklı işlemesi bakımından önemli olması,
- Parasal istikrar ve finansal istikrar arasında bir ilişki olması, birbirlerini etkilemeleridir.

Merkez bankalarının hazırladığı finansal istikrar raporları, finansal istikrar kavramına yönelik önemli ipuçları taşımaktadır. Finansal istikrar raporlarında yer alan finansal istikrar kavramına ilişkin dar ve geniş kapsamlı yapılan tanımları Tablo 18'de olduğu gibi özetlemek mümkündür.

**Tablo 18: Finansal İstikrar Kavramına İlişkin Tanımlar**

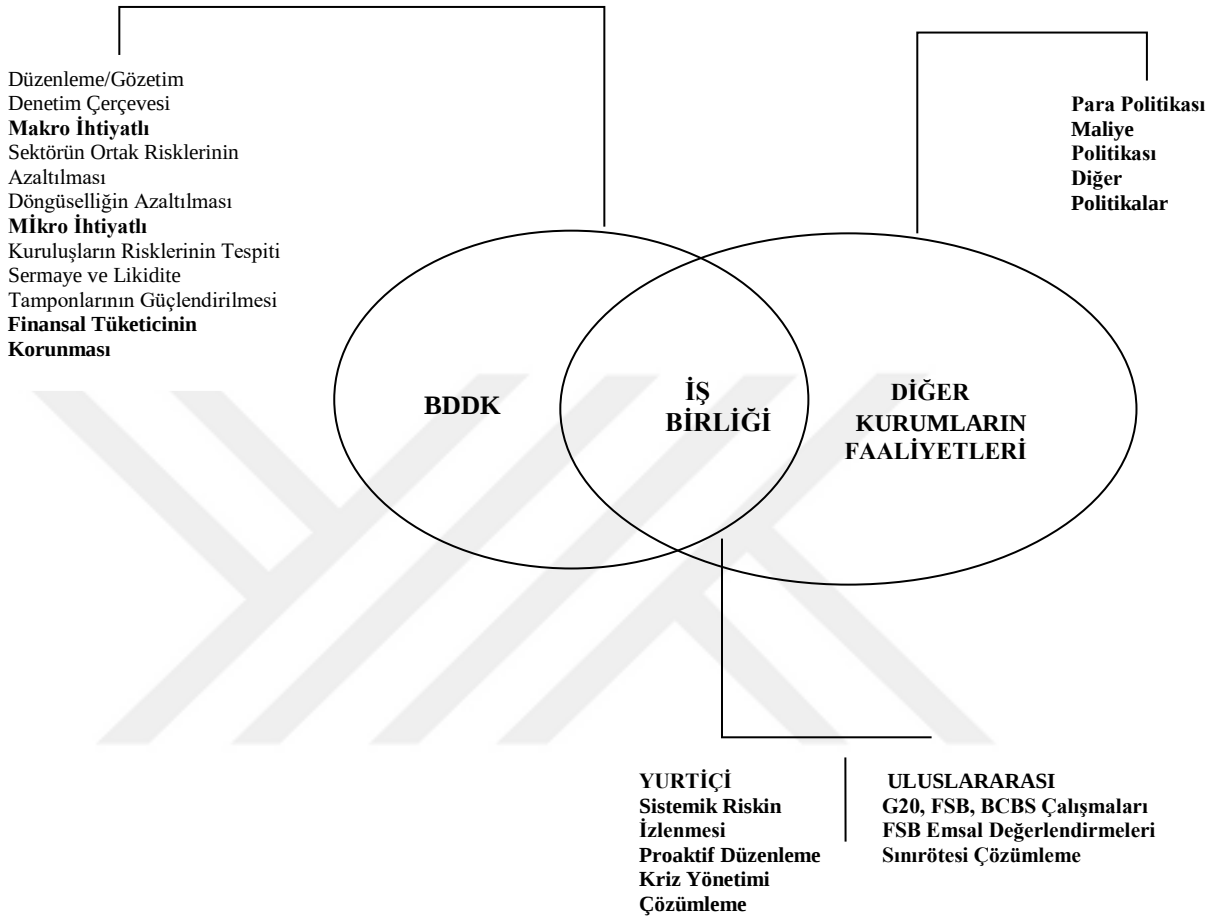
| **Riskler/Şoklar** | | **Belirgin Riskler?** | |
|---|---|---|---|
| | | **Mevcut Değil** | **Mevcut** |
| **Ciddi Boyutta Şoklar?** | Yok | Finansal İstikrar | Finansal İstikrar |
| | Şu Anda Yok, Ancak Ortaya Çıkması Mümkün | Finansal İstikrar | Finansal Kırılganlık |
| | Var | Volatilite (Çalkantılar, Balonlar) | Finansal Kriz |

**Kaynak:** Martin Čihák, "Central Banks and Financial Stability: A Survey of Financial Stability Reports", Seminar on Current Developments in Monetary and Financial Law, Washington, D.C., October 23-27, 2006, s.13.

Finansal istikrarın en dar kapsamlı tanımı, finansal sistemin fonksiyonlarını yerine getiremediği finansal krizler ile karşılaşılmaması durumudur. Finansal istikrarsızlığa neden olan krizler, ciddi boyutta olan şoklar ile beraber sistemin belirgin risklerle karşı karşıya olduğu durumda ortaya çıkar. Daha kapsamlı tanımlarda, istikrara ilişkin olarak potansiyel tehlikeler de dikkate alınır. Ekonomide mevcut bir şok yokken, şoklarla karşılaşılma ihtimali ve riskler vardır. Geniş kapsamlı olan tanımlarda da, ekonomide belirgin riskler bulunmamaktadır. Finansal piyasalarda varlık fiyatlarında aşırı şişme gibi dalgalanmalar varsa, ekonomide finansal istikrarsızlıktan bahsedilebilir.[288]

[287] Garry J. Schinasi, "Responsibility of Central Banks for Stability in Financial Markets", **IMF Working Paper**, No: 03/121, Washington, DC, June 2003.
[288] Doğan ve Tunalı, 2011, s.57.

Küresel Kriz sonrasında sistemik riskin asgariye indirilmesi, finansal istikrarın korunması ve kurumlar arası işbirliği, gözetim ve denetim faaliyetlerinin önemli bir amacı olarak karşımıza çıkmaktadır. (Şekil 37)




**Şekil 37:** Finansal İstikrarın Sağlanmasına Yönelik Faaliyetler

**Kaynak:** BDDK, "Yıllık Faaliyet Raporu-2013", 15.04.2014, s.51.

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.[289]

Makro ihtiyati finansal politikaların uygulanabilmesi için kurumsal düzenlemelerin ne ve nasıl olması gerektiği tartışılırken, mevcut seçeneklerden biri de bu konuya ilişkin komitelerin oluşturulmasıdır. Türkiye'de bu doğrultuda 8 Haziran 2011 tarihinde kurulan Finansal İstikrar Komitesi, sistemden ayrık bir kurum olarak görünmektedir. Sadece görevleri ve kimlerden oluştuğu açıkça belli olan Finansal İstikrar Komitesi'nin amacına ulaşması için yeniden düzenlenmesi de bir gerekliliktir.[290]

Finansal İstikrar Komitesi; Hazine Müsteşarlığı'nın bağlı olduğu Bakanın başkanlığında, Hazine Müsteşarı ile TCMB, BDDK, Sermaye Piyasası Kurulu ve Tasarruf Mevduatı Sigorta Fonu başkanlarından oluşmaktadır. Komitenin görevleri şunlardır:[291]

- Finansal sistemi etkileyebilecek sistemik risklerin belirlenmesi, takibi ve azaltılması için gerekli tedbir ve politika önerilerini belirlemek,
- İlgili birimlere sistemik risklere ilişkin uyarılarda bulunmak,
- İlgili kurumların hazırlayacağı sistemik risk yönetim planlarını değerlendirmek,
- Sistemik risk yönetimi ile ilgili koordinasyonu sağlamak.
- Kamu kurum ve kuruluşlarından görev alanına ilişkin her türlü veri ve bilgiyi sağlamak, kurumlar arası politika ve uygulama konusunda koordinasyonu sağlamak,
- Mevzuatla yetki verilen diğer konularda da gerekli kararları almaktır.

Yani kısaca temel görevi; sistemik riskleri belirlemek ve bunları azaltmak için gerekli önlemleri belirlemek ve bu amaca yönelik olarak ilgili kurumlar arasında işbirliğini sağlamaktır. Bu süreçte BDDK, Finansal İstikrar Komitesi'nin yön göstericiliği kapsamında makro ihtiyati politika uygulamasında çeşitli önlemler almıştır. Kredi kartı limitlerini belirleme,

[289] TCMB Bülten, "Makro İhtiyati Politikalar ve Türkiye Uygulaması", Sayı:35, 2014, s.3.
[290] Özatay, "Finansal İstikrar Komitesi", **Radikal**, 14.02.2012.
[291] T.C. Başbakanlık Hazine Müsteşarlığı, Finansal İstikrar Komitesi, https://www.hazine.gov.tr/tr_TR/Sayfalar/Gorevlerimiz-Finansal-Istikrar-Komitesi?nm=924. (Erişim: 08.11.2016)

kredi kartı taksitlerine uygulanacak olan risk ağırlıklarını artırma, kredilere uygulanacak çeşitli kriterleri belirleme gibi önlemler olarak ifade edilebilir.[292]

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.[293]

### 3.3.3. TCMB Para 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.[294]

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:[295]

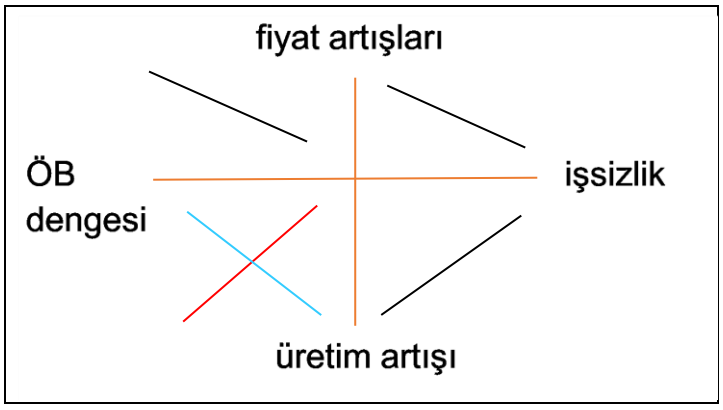
---

[292] Eğilmez, 2014.
[293] Doğan, Tunalı, 2011, s.78-79.
[294] Lütfü Şimşek, "TCMB'NİN Finansal İstikrarla İmtihanı", **Tekirdağ S.M.M.M. Odası Sosyal Bilimler Dergisi**, Sayı:1, Eylül 2012, s.2-5.
[295] Claudio Borio ve Philip Lowe, "Asset Prices Financial and Monetary Stability: Exploring the Nexus", **BIS Working Papers**, No:114, July 2002, s.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.

Tinbergen Kuralı*, iki amaç mevcutsa iki aracın da olması gerektiğini savunmaktadır. Bu sebeple, merkez bankaları finansal istikrar için sistemik şoklara karşı tampon görevi gören makro ihtiyati politikalar geliştirmiştir. Elbette, makro ihtiyati politika uygulamaları giderek daha da çeşitlenecek bu durum beraberinde bazı riskleri ve fırsatları getirecektir. Bu süreçte merkez bankalarının bağımsız olması ve hükümet ile yapılan işbirliği önem taşımaktadır.[296]

Para politikasının temel amaçları arasında; fiyat istikrarı olarak düşük enflasyon; reel değişkenler olarak büyüme, üretim, işsizlik; hazineye destek olarak bütçe açığının finansmanı, DİBS piyasasına destek; döviz kurlarında istikrar; finansal piyasalarda istikrar; öncelikli sektörlerin desteklenmesi; ödemeler bilançosu denkliği olarak sıralanabilir. Elbette yalnızca para politikası ile bu amaçların tamamının hedeflenmesi mümkün olmayacaktır. Çünkü bu amaçlar aynı zamanda birbirleriyle çelişmektedir.[297]




**Şekil 38:** Amaçlar Arasındaki Çatışma

**Kaynak**: kisi.deu.edu.tr/asuman.altay/4-PARA%20 POLITIKASI.ppt., (Erişim:25.02.2016)

[296] Lokman Gündüz, "Finansal İstikrarsızlığın İstikrarı ve Merkez Bankaları", Eroğlu ve diğerleri (Ed**), İktisadi Krizler ve Türkiye Ekonomisi** içinde (617-628), Ankara: Orion Kitabevi, 2015, s.625.
*Tinbergen Kuralı: Birbirinden bağımsız çok sayıda politika hedefine ulaşmak için hedefe eşit sayıda politika aracı kullanılması gerektiğini ifade eden ve Jan Tinbergen'in ileri sürdüğü kural.(Türk Dil Kurumu)
[297] kisi.deu.edu.tr/asuman.altay/4-PARA%20 POLITIKASI.ppt., (Erişim:25.02.2016)

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.[298]

Nihai hedef olarak fiyat istikrarına vurgu yapılan ve 2000'li yılların başında çıkarılan kanun maddesinde, TCMB şöyle bir açıklama yapmaktadır:[299]

> *"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.

Bu doğrultuda TCMB'nin fiyat istikrarı ve finansal istikrarı sağlamak için uyguladığı para ve kur politikası araçları ile bu araçların fiyat istikrarı ve finansal istikrar üzerindeki olası etkileri Tablo 19'da yer almaktadır. Buna göre, + sayısının yüksekliği uygulanan politika aracının o alanda daha çok etkili olduğu anlamına gelmektedir.[300]

Buna göre, kaldıraca dayalı zorunlu karşılık uygulaması finansal istikrar üzerinde en fazla etkiye sahip araç iken, aynı araç fiyat istikrarı üzerinde en az etkiye sahip araçlardan biridir.

---

[298] Arıcan ve Okay, 2014, s.12.
[299] Kepenek, 2012, s.220-224.(Madde 4; 25.04.2001 tarih, 4651 sayılı kanunla değiştirilen şekli)
[300] Eğilmez, "TCMB'nin 2013 Yılı Para Politikası", *Kendime Yazılar*, 28.12.2012, http://www.mahfiegilmez.com/2012/12/tcmbnin-2013-yl-para-politikas.html., (Erişim: 10.05.2016)

**Tablo 19: TCMB'nin Para Politikasının Fiyat İstikrarı ve Finansal İstikrara Farklı Etkileri**

| Para ve Kur Politikası Araçları | Politika Araçlarının Olası Etkileri | |
|---|---|---|
| | Fiyat İstikrarı | Finansal İstikrar |
| *Faiz Politikası* | | |
| Politika Faizi | ++ | + |
| TCMB'nin Gecelik Borç Verme Faizi | ++ | ++ |
| TCMB'nin Gecelik Borç Alma Faizi | + | + |
| *Zorunlu Karşılıklar* | | |
| Normal Karşılıklar | ++ | + |
| Rezerv Opsiyon Katsayısı Uygulaması | ++ | ++ |
| Kaldıraca Dayalı Zorunlu Karşılıklar | + | +++ |
| *Açık Piyasa İşlemleri (APİ) Uygulaması* | ++ | ++ |

**Kaynak:** Eğilmez, "TCMB'nin 2013 Yılı Para Politikası", Kendime Yazılar, 28.12.2012, http://www.mahfiegilmez.com/2012/12/tcmbnin-2013-yl-para-politikas.html., (Erişim: 10.05.2016)

Son ampirik literatür**,** para politikasının finansal istikrarı etkilediğini doğrulayan bir kanıt bulmuştur. Merkez bankalarının son trendi, edinilen makro ihtiyati portföylerin onun potansiyel yararlarının bir yansımasıdır.[301]

Makro ihtiyati politika uygulamalarının, fiyat istikrarı ve finansal istikrarla uyum gösterdiği, ancak uygulamada çeşitli yenilenmelere gidildiği görülmektedir. TCMB'nin belirsizliği azaltarak daha şeffaf davranması ve iletişime daha fazla açık olması da önem taşıyan konulardır. BDDK ile daha koordineli şekilde çalışması, uygulanan politika sonuçlarının istenildiği gibi başarılı olması açısından bir gerekliliktir.[302]

[301] Itai Agur and Maria Demertzis, "Will Macroprudential Policy Counteract Monetary Policy's Effects on Financial Stability?", **IMF Working Paper**, WP/15/283, December 2015, s.18.
[302] BDDK, Basın Duyurusu, Sayı: 2013/13, 26.11.2013.

### 3.4. 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.[303]

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:[304]

> *"[ ... ] 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. [ ... ]"*

Makro ihtiyati yaklaşımı Hanson, Kashyap ve Stein (2011) şöyle ifade etmektedir: "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 ise şöyle ayrılmaktadır:[305]

---

[303] Gabriele Galati ve Richhild Moessner, "Macroprudential Policy - A Literature Review", **BIS Working Papers**, No:337, February 2011, s.1.
[304] Galati ve Moessner, 2011, s.3.
[305] Hanson, Samuel, Anil Kashyap ve Jeremy Stein, "A Macroprudential Approach to Financial Regulation" **Journal of Economic Perspectives**, Vol:25, No:1, 2011, s.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."*

Tablo 20'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 ihtiyati politikaların temelde neyi ifade ettiği şöyle izah edilebilir:[306]

- *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.

[306] José Viñals, "Central Banking Lessons From The Crisis", **IMF the Monetary and Capital Markets Department**, 27 May 2010, s.13.

**Tablo 20: Makro ve Mikro İhtiyati Perspektiflerin Karşılaştırması**

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

**Kaynak:** Claudio Borio, "Towards a Macroprudential Framework For Financial Supervision and Regulation?", **BIS Working Papers**, Monetary and Economic Department, No:128, February 2003, s.2.

Merkez bankaları makro ihtiyati politikaların etkinliğini arttırmak için uzman ve sağlam teşvik edici bilgi isteyebilir. Dolayısıyla, merkez bankasındaki 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. Buna bağlı olarak bazı nedenler şöyle belirtilebilir:[307]

- 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.

[307] Viñals, 2010, s.13-14.

- Etkisiz makro ihtiyati politika araçları, merkez bankalarının sistemik stres ile başta etmede acil likidite sağlamak zorunda oldukları ihtimalini arttırmaktadır, bu da kendi binçolarını 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.

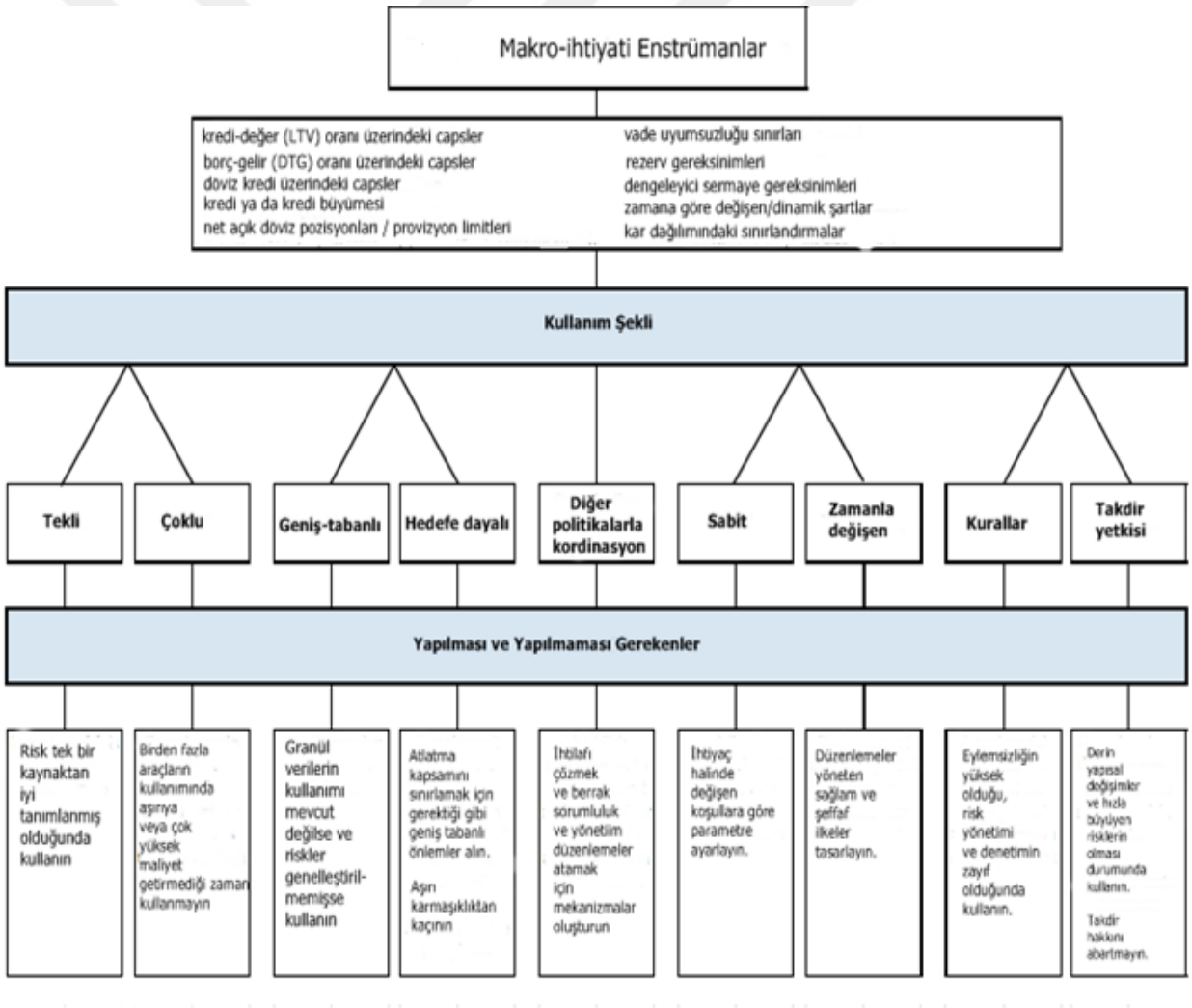
Günümüzdeki makro ihtiyati araçların etkinliğini araştıran en kapsamlı ampirik çalışmalardan biri C. Lim ve diğerlerine (2011) ait olan çalışmadır. 49 ülkeden elde edilen verilerin kullanıldığı çalışmada, zaman içinde kurumlarda ve piyasada oluşan sistemik riskleri azaltmada kullanılan bu araçların etkinliği değerlendirilmektedir. Yapılan çalışma en sık kullanılan araçların devreselliği düşüren araçlar olduğunu ve finansal sektörde karşılaşılan şokun türüne göre etkinliğini sunmaktadır. 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.[308]

Dolayısıyla politika yapıcılar, bu makro ihtiyati araçları kullanmada bir takım seçeneklerle karşılaşır. Bir taraftan hepsi tam manasıyla uygulanamazken, bazı yaklaşımların avantajları olabilmektedir. Şekil 39, başarıya götüren ve sakıncalı olan durumları şöyle özetlemektedir.[309]

- *Çokluya karşı tek*; çoklu araçları kullanmanın aynı riskin farklı yönleri ile baş etmede avantajları vardır, belirtilen durumun üstesinden gelmeye ve etkinliği arttırmada yardımcı olur.
- *Hedeflenene karşı geniş tabanlı*; bazı hedef riskli işlemlerini çeşitlendirebilme yeteneği, kullanılan araçların daha net ve daha etkili olmasını sağlar.

[308] C. Lim, F. Columba, A. Costa, P. Kongsamut, A. Otani, M. Saiyid, T. Wezel, and X. Wu, "Macroprudential Policy: What Instruments and How to Use Them? Lessons from Country Experiences", **IMF Working Paper**, WP/11/238, October 2011, s.1.
[309] C. Lim ve diğerleri, 2011, s.4-5.

- *Zaman değişkenine karşı sabit*; döngünün çeşitli evrelerinde araçları kullanmak, onların finansal döngüde yumuşayarak daha etkili olmasını sağlar.
- *Tedbire karşı kurallar*; dinamik önlem gibi kural temelli düzenlemeler, net avantajlara sahiptir ve etkilidir. Ancak kurallar, özellikle bazı araçlar için bazen uygulamada zor olabilmektedir ve politika yapıcılar tedbirleri muhafaza etme adına makro ihtiyati politikaların durumunu ayarlamalıdırlar.
- *Diğer politikalar ile uyum;* belirtilen araçlar, mali ve finansal politika araçları ile beraber çalıştığı takdirde daha başarılı olacağı düşünülmektedir çünkü onlar aynı makro ihtiyati amaçlara hizmet etmektedir. Desteklenmeyen politikalar, koordine edilmiş politikalara oranla daha etkisiz sayılmaktadır.




**Şekil 39:** Makro İhtiyati Araçlar

**Kaynak**: C. Lim ve diğerleri, 2011, s.6.

Kısacası makro ihtiyati politika araçları; tek başına ya da birlikte, geniş tabanlı ya da hedef odaklı, statik ya da dinamik kurallı ya da ihtiyari olarak kullanılmaktadır. Özellikle, bu araçlar sistemik riskin dört büyük kategorisini azaltmak amacıyla kullanılmaktadır.[310]

- 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.[311]

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.[312]

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.[313]

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

[310] C. Lim ve diğerleri, 2011, s.8.
[311] Yellen, 2010, s.19.
[312] Vural, 2013, s.86.
[313] Arıcan ve Okay, 2014, s.12.

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.[314]

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.[315]

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.[316] Bu doğrultuda başlıca makro ihtiyati araçların ne işe yaradığı yani kavramsal olarak temeline Tablo 21'de yer verilmiştir.

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,

[314] Vural, 2013, s.37-39.
[315] Mustafa Harun Atılğan, "Yeni Para Politikası Anlayışı ve Finansal İstikrar", **Çankırı Karatekin Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi**, Cilt:6, Sayı:2, 2016, s.262.
[316] Joon-Ho Hahm ve diğerleri, 2012, s.46.

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.[317]

**Tablo 21: Makro İhtiyati Araçların Kavramsal Dayanağı (Temeli)**

| ARAÇLAR | KAVRAMSAL DAYANAĞI |
|---|---|
| Kredi Teminat Oranı Sınırlaması | Tüketicilerin kredi ile borçlanmalarına sınır getiren bu oran, bankaların kredi hacmi ve bu kredilere karşılık alınan teminatlar arasındaki ilişkiyi ifade eder. Kredi kullanım tutarının, konut veya otomobil gibi alımı yapılan ürünün fiyatına oranını gösterir. |
| Borç-Gelir Oranı Sınırlaması | Kredi kullanımının gelirin belirli bir oranı ile sınırlandırılmasını ifade eder. Bu sınırlama kredi teminat oranı sınırlaması ile uygulandığı takdirde, tüketiciler borçlanma konusunda daha fazla zorluk çeker. |
| Yabancı Para Cinsinden Borçlanmanın Sınırlandırılması | Yabancı Para Cinsinden Borçlanma, kur riskinin türev ürünlerle giderilmediği durumlarda oluşan kur riski ile beraber kredinin geri ödenmesi zorlaştırır. Dolayısıyla bu borçlanmada yapılan sınırlama sistemik riskin ortaya çıkmasına engel olur. |
| Kredi Büyümesinin Sınırlandırılması | Kredi büyümesi sınırlandırılarak, hem toplam kredi büyümesi (sistemik riskin zaman boyutu), hem de sektörel bazlı kredi büyümesi (sistemik riskin kesit boyutu) önlenerek kontrol edilebilir. |
| Net Açık Pozisyonun Sınırlandırılması | Kur seviyesindeki dalgalanmaların yarattığı kur riskini bankalar açısından sınırlandırmayı hedefler. |
| Vade Uyumsuzluğunun Sınırlandırılması | Finansal kurumların aktiflerinin yükümlülüklerine göre daha uzun vadeli olması ile meydana gelen vade uyumsuzluğu karşısında, yükümlülüklerin yerine getirilmesi amaçlı varlık satışının yapılması sistemik riski bu satış dalgasıyla beraberinde getirebilir. |
| Zorunlu Karşılıklar | Kredi büyümesini sınırlama ve likidite tamponu işlevi iki açıdan sistemik riski önler. |
| Konjonktürel Sermaye Gereksinimi | İktisadi konjonktürün olumlu seyrettiği dönemlerde sermaye birikiminin yapılması, kriz dönemlerinde ihtiyaç duyulan sermaye gereksinimini sağlayacaktır. |
| Değişken/Dinamik Karşılık Ayırma | İktisadi konjonktürün olumlu seyrettiği dönemlerde daha fazla karşılık ayırma, kriz dönemlerinde ayrılması gereken karşılıkların karşılanmasını sağlayacaktır. |
| Kâr Dağıtımının Sınırlandırılması | Bankaların sermaye yeterlilik oranlarını daha güçlü hale getirmeyi sağlayacaktır. |

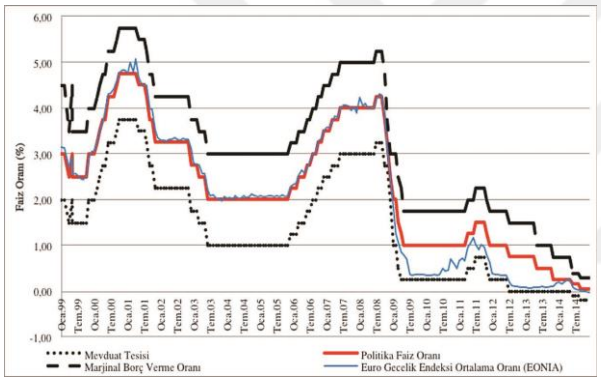
**Kaynak:** C. Lim, 2011, s.72.

[317] Eğilmez, 2014.

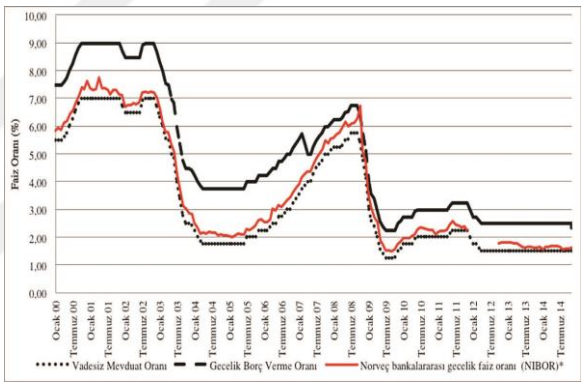
Özellikle kriz sonrası ekonomi gündeminin önemli bir konusu haline gelen makro ihtiyati para politikalarının dünyadaki ve Türkiye'deki uygulamalarına ve bu uygulamaların geleneksel olmayan araçların ekonomide yarattığı etkilere bu bölümde değinilecektir.

### 3.4.1. Dünya'da Makro İhtiyati Para Politikaları

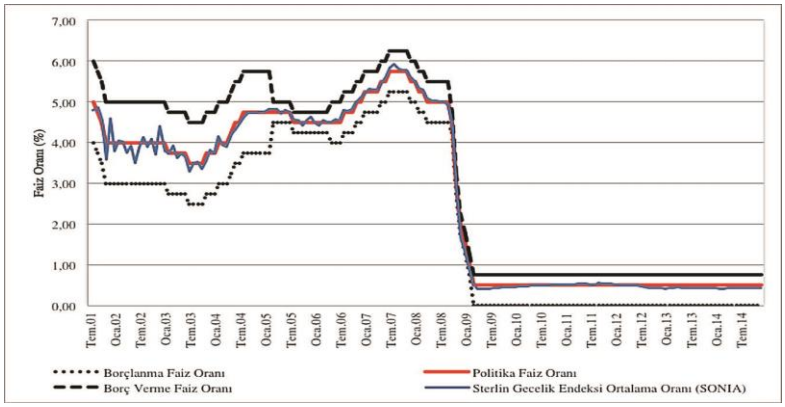
ABD'de ortaya çıkan küresel kriz karşısında tüm dünya ülkeleri krize karşı çeşitli önlemler alarak yeni iktisadi politikalar uygulamaya koymuşlardır. Bu politikaların para politikası tarafında da yeni araçlar etkin olarak kullanılmaya başlanmıştır. Hem akademik çalışmalarda hem de çeşitli kurum ve kuruluşların raporlarında bu araçlar ele alınmıştır. Finansal krizle mücadele sürecinde merkez bankalarının kullandıkları en önemli araç elbette faiz oranı politikası olmuştur. Faiz oranları değiştirilerek para piyasası kontrol altında tutulmaya çalışılmıştır.[318]




**Şekil 40:** Avrupa Merkez Bankası (AMB) Faiz Koridoru




**Şekil 41:** Norveç Merkez Bankası Faiz Koridoru




**Şekil 42:** İngiltere Merkez Bankası Faiz Koridoru

**Kaynak:** Başak Tanınmış Yücememiş, Ufuk Alkan, Canan Dağıdır, "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, Temmuz 2015, s.456-459.

[318] Selim Duramaz, İlkay Dilber, "Küresel Kriz Sürecinde Para Politikasında Yeni Bir Araç Olarak Faiz Koridoruna Genel Bir Bakış", **Maliye Araştırmaları Dergisi**, Cilt:1, Sayı:1, Yıl:1, 2015, s.30,32.

Avrupa Merkez Bankası (AMB) tarafından ilk kez Haziran 1998'de faiz koridoru sistemi ile ilgili adımlar atılmış, 1999 yılında Euro'ya geçişle beraber fiilen uygulamaya geçmiştir. Avrupa Guvernörler Konseyi tarafından gerçekleştirilen her ayın ilk toplantısında, hem hedef faiz oranı hem de hedef etrafında faiz koridorun genişliği belirlenerek para politikası izlenmektedir. AMB, küresel kriz sonrasında gecelik faiz oranlarını, 2013'ten itibaren de politika faiz oranını mevduat faiz oranına yakın tutarak koridor sistemini uygulamaktadır.[319](Şekil 40)

Şekil 41'de Norveç faiz koridoru uygulamasında politika faizi (NIBOR) taban faiz oranını oluşturan vadesiz mevduat faiz oranlarına yakın bir seyir izlemiştir. Böylelikle Merkez Bankası gecelik faizleri mevduat oranına yaklaştırarak bankalara daha fazla likidite sağlamaktadır. Bu yolla kriz süreçlerinde birçok merkez bankası koridor sistemini geçici de olsa uygulamaktadır. İngiltere Merkez Bankası (BOE), 2009 yılının Mart ayında borçlanma faiz oranını % 0 olarak belirlemiştir. Rezervlere uygulanan resmi banka oranını % 0.5 ve borç verme faiz oranını ise % 0.75 olarak belirlemiş, koridor genişliğinde 75 baz puana artışa gitmiştir. BOE faiz oranlarında Mart 2009-Mart 2015 dönemi boyunca değişikliğe gitmemiştir. Bununla birlikte koridor sisteminin başlangıcı 2001 yılından beri, faizlerde toplam 21 kez değişikliğe gidilmiştir.(Şekil 42)[320]

Küresel kriz ile beraber başta gelişmiş ülkelerin merkez bankaları olmak üzere, para politikası faizlerini neredeyse sıfır düzeyine indirerek parasal bir genişlemeye yönelmişlerdir. Örneğin, Avrupa Merkez Bankası (ECB) banka mevduatlarına negatif faiz vermeye başlamıştır. Çoğu merkez bankası, piyasaya para sağlamak yani miktarsal genişleme adına piyasadaki sermaye piyasası araçlarını satın almıştır. Düşük faiz ile tüketimi ve yatırımı uyararak iktisadi büyümeyi hızlandırmak için; Amerikan Merkez Bankası (FED), ECB ve gelişmiş ülke merkez bankaları politika faizlerinin uzun süre sıfıra yakın olarak bırakılacağını piyasalara taahhüt etmişlerdir.[321]

[319] Yücememiş ve diğerleri, 2015, s.454.
[320] Yücememiş ve diğerleri, 2015, s.457-459.
[321] Ercan Kumcu, "Makro İhtiyati Önlemler", *Bloomberg HT*, 15 Ekim 2014, http://www.bloomberght.com/ht-yazarlar/ercan-kumcu/1644391-makro-ihtiyati-onlemler/., (Erişim: 21.11.2016)

Dolayısıyla kriz sonrası uygulanan sıfır faiz politikası uygulaması ile bono fiyatları ABD'de 2007 yılına göre % 35, Avrupa Birliği'nde ise % 30 oranlarında artış göstermiş, bu artış büyümeye ve enflasyona katkı sağlamıştır. Bunun yanı sıra sıfır faiz politikası ABD'de, İngiltere'de çok hızlı düşen konut fiyatlarının yeniden yükselişe geçmesine, hükümet borçlanma maliyetlerinin de azalmasına neden olmuştur. Gelişmiş ülkelerin merkez bankaları kriz dönemlerinde, geleneksel olmayan para politikası uygulamaları olarak sıfır politika faizi uygulamasının yanı sıra; likiditeyi sağlayıcı önlemler, kredi imkânları, menkul kıymet alımları ve sözlü yönlendirme araçlarını kullanmayı tercih etmektedir. Dolayısıyla 2008 Krizi ile beraber başta ABD olmak üzere İngiltere, Japonya ve Avrupa merkez bankaları sıfır politika faizi uygulamaya başlamış, faiz oranı çok düşük seviyelere inmiştir.[322]

Bunun ardından geleneksel olmayan bir para politikası aracı olarak, piyasalara likidite sağlamak için miktarsal genişleme politikaları uygulanmaya başlanmıştır. Düşük faizler nedeniyle getirisi yüksek olan gelişmekte olan ülkelere doğru giden sermaye, ulusal paranın değerlenmesiyle beraber dış ticaret dengesini bozmaktadır. İzlenen sıfır politikasının da etkisiyle 2009 sonrası gelişmekte olan ülkelere doğru yönelen yabancı sermaye hareketlerinin hızla arttığı görülmektedir. Bu durum, özellikle gelişmekte olan ülkelerin göreli yüksek faiz oranlarının ülke tahvillerine yönelik ek talep yaratmasından kaynaklanmıştır.[323]

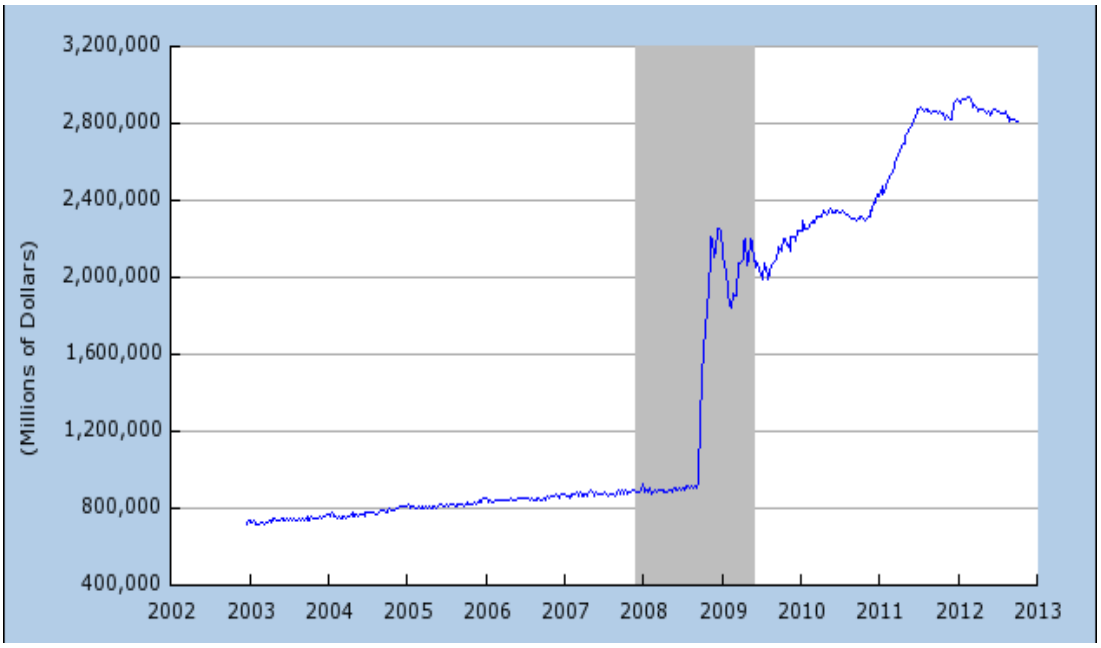
FED'in ve tüm dünyanın son yıllarda izlediği faiz oranını en alt düzeye indirme politikasına bakıldığında daha çok, hisse senetleri piyasasını ve döviz piyasalarını olumlu etkilediği görülmektedir. Tek başına faiz politikasının etkinliğini kaybetmesi üzerine ortaya çıkan geleneksel olmayan politikalar da merkez bankalarının bilançolarını oldukça büyütmüştür.

Şekil 43'de, 2013 yılında FED bilanço büyüklüğünün 2.81 trilyon dolar civarında olduğu görülmektedir. 2013 sonunda 4 trilyon dolara yükselen FED bilanço büyüklüğü, 2016 yılı 4,5 trilyon dolar seyrini izlemektedir. Bilançonun küçülmesi bu süreçte zor ve biraz zaman alacak gibi görünmektedir.[324]

---

[322] Kumcu, 2014.
[323] Ersoy ve Işıl, 2016, s.352-369.
[324] Bloomberg HT, "Fed Bilanço Varlıkları 4.5 Trilyon Dolara Yaklaştı", 28.03.2016, http://www.bloomberght.com/haberler/haber/1868030-fed-bilanco-varliklari-45-trilyon-dolara-yaklasti., (Erişim: 15.11.2016)

Bu doğrultuda FED, her ay yaptığı yaklaşık 85 milyar dolar civarındaki tahvil alımlarını aşamalı olarak azaltacağını 2013 yılı ortasında duyurmasının ardından, normalleşme süreci kapsamında 30 Ekim 2014 tarihinde bu tahvil alımlarını tamamen durdurmuştur. Aralık 2015'te 25 baz puan olarak 10 yıl aradan sonra faiz artırımına giden FED, dünya ekonomisi için de bundan önemli ölçüde etkilenen gelişmekte olan ülkeler için de yeni bir dönemi başlatmıştır.[325]

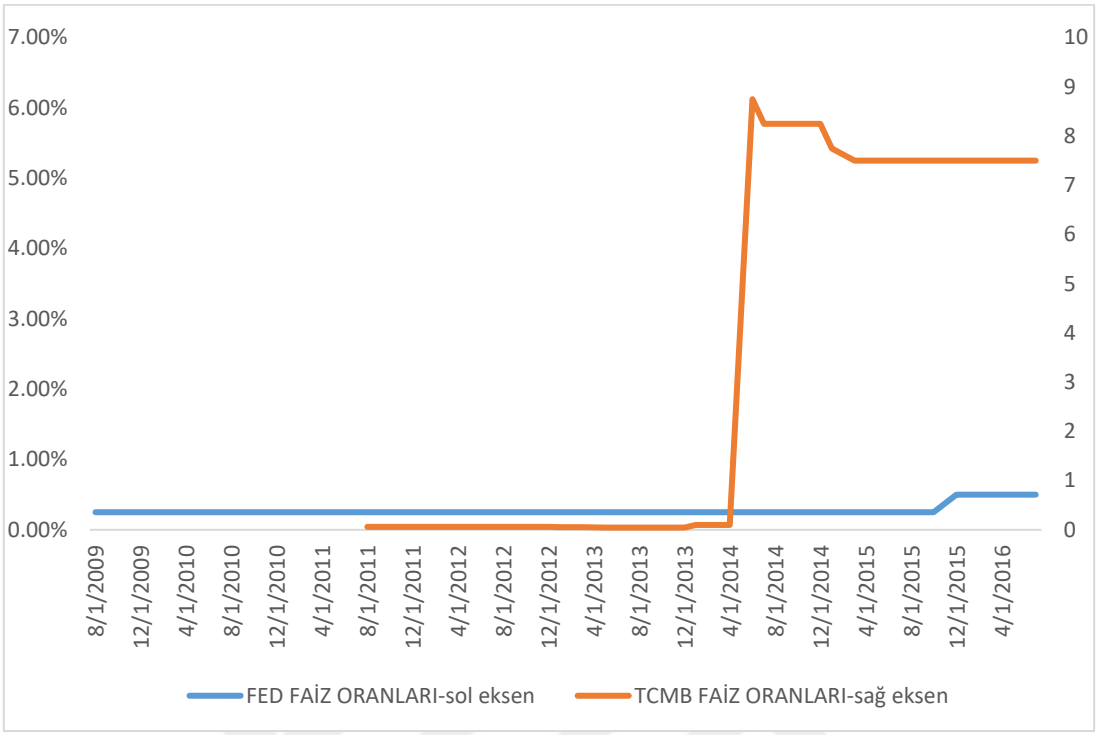



**Şekil 43:** FED Bilanço Büyüklüğü

**Kaynak**: http://www.finansalpusula.com/makale.aspx?id=547.

FED'in 10 milyar dolarlık tahvil azaltma kararının negatif etkisi, TCMB'nin Ocak 2014'te politika faizi olan 1 haftalık repo faizini sert şekilde % 4.5'tan % 10'a çıkarması kararı ile azalmıştır. Fiyat istikrarını sağlama açısından TCMB önemli sayılacak bir hamle yapmıştır. TCMB, yükselen döviz kurunu teskin etmek için döviz satışı yapmış, ancak bu yeterli olmayınca faiz artışına yönelmiştir. (Şekil 44)

325 http://www.paraanaliz.com/dunya/dr-cuneyt-akman-uyardi-2016nin-2-yarisina-dikkath9493.html.,(Erişim: 15.11.2016).




**Şekil 44:** FED VE TCMB Faiz Oranlarının Gelişimi

**Kaynak**: Investing.com ve TCMB verilerinden alınmıştır.

Aslında, bir para politikası aracı olarak politika faiz oranı sadece gelecekteki kısa vadeli faiz oranı beklentilerini etkilemek için kullanılmaktadır. Bu doğrultuda az veya çok tahmin edilebilir şekilde uzun dönem faiz oranları ile varlık fiyatları düzenlenebilmektedir.[326] Son yıllarda faiz politikası dışında, politika yapıcıların finansal denge üzerindeki tereddütleri giderme adına makro riski azaltıcı politikalar üzerinde durdukları görülmektedir.

Akinci ve Olmstead-Rumsey (2015) çalışmalarında; iç makro risk azaltıcı politikalarını ele alan yeni bir indeks oluşturmuş, 2000 yılı 1.çeyrekten 2013 yılı 4.çeyreğe kadar olan dönemde 57 gelişmiş ve gelişmekte olan ekonomi, buralardaki sıkıştırmalar ve yumuşatmalar ayrı ayrı kaydedilerek ele alınmıştır. Bu politikaların banka kredisinin büyümesini engellemedeki etkinliği ve ev fiyat enflasyonu dinamik bir panel veri modeli kullanılarak değerlendirilmiştir. Bu çalışmadan elde edilen bulgular şöyle olmuştur:[327]

[326] Yellen, 2010, s.19.
[327] Ozge Akinci and Jane Olmstead-Rumsey, "How Effective are Macroprudential Policies? An Empirical Investigation", **International Finance Discussion Papers**, Board of Governors of the Federal Reserve System, No:1136, 1 June 2015, s.1.

- Makro risk azaltıcı politikalar kriz sonrası hem gelişmiş hem de gelişmekte olan ekonomilerde daha aktif kullanılmaya başlanmıştır.
- Bu politikalar özellikle de gelişmiş ülkelerde, ilk olarak konut sektörünü hedef olarak seçmiştir.
- Makro risk azaltıcı politikalarından sırasıyla banka rezerv gereksinimleri, sermaye akış yönetim tedbirleri ve para politikası değişiklik göstermiştir.
- Belirtilen analiz makro risk azaltmadaki sıkılaştırmanın daha düşük banka kredi büyümesi, konut kredi büyümesi ve ev fiyat enflasyonu gibi konularla ilgili olduğu belirtilmiştir.
- Hedeflenen politikaların örneğin, daha etkili olabilmesi için konut kredisindeki büyümenin kısıtlanması gerekmektedir.
- Gelişmekte olan ekonomilerde, sermaye kısıtlamaları portföy akış kısıtlaması olmasa da düşük kredi büyümesine sahip olan banka sektörünü hedef almaktadır.

Kullanımında önemli ölçüde yaşanan artışa karşın, literatürde makro ihtiyati araçların etkinliğini analiz eden çalışmalar oldukça sınırlıdır. Makro ihtiyati politikaların makroekonomik ve finansal değişkenlere olan etkilerini tanımlamanın zorluğu ve analiz için ihtiyaç duyulan verilerin yetersiz olması bunun nedenleri arasındadır. Bunun için de yapılan çeşitli çalışmalar mevcuttur.[328]

Jeanne (2014) çalışmasında, finansal sorunlar ve düzenlemeler konusundaki hızla büyüyen bu literatürün önemli bir kısmı, mikro ihtiyati bankacılık düzenlemesinden makro ihtiyati düzenlemeye doğru vurgulamada bir kaymanın olduğu bankacılık sektörüne odaklanmaktadır. Bu çalışma; [329]

(i) Küçük açık bir ekonomide ulusal ihtiyati politikalar ile ihtiyati sermaye hesabı ilkelerinin etkilerini karşılaştırmayı,

(ii) Bu politikaların koordinasyonsuz şekilde kullanımının genel dengeye etkilerini analiz etmeyi,

[328] Gabriele Galati ve Richhild Moessner, "What Do We Know About The Effects Of Macroprudential Policy?", **DNB Working Paper**, No:440, September 2014, s.13.
[329] Olivier Jeanne, "Macroprudential Policies in a Global Perspective", **NBER Working Paper**, No:19967, National Bureau Of Economic Research, March 2014, s.4,24.

(iii) Küresel düzeyde makro ihtiyati ve para politikalarının uyumunu açıklama konusunda bir çerçeve çizmiştir.

Cerutti, Claessens ve Laeven (2015), daha önceki çalışmaları genişleterek ve son IMF anketini kullanarak, çoğu araçları kapsayan 2000-2013 dönemi boyunca 119 ülke için makro ihtiyati politikaların kullanımını belgelemişlerdir. Finansal döngüyü azaltmada makro ihtiyati politikaların etkinliğini analiz etmek için, bu politikaların kullanımı ile konut piyasası ve kredi gelişmeleri arasındaki ilişkileri incelemişlerdir.[330]

Çalışmada yer alan araçlardan sistemik riskin *zaman boyutuna odaklanan makro ihtiyati araçlar*[*], finansal döngünün ani yükselmesi ve düşmesi durumunda yaşanabilecek riskleri azaltmayı amaçlamaktadır. Sistemik riskin kesit boyutundaki araçları finansal sistem içerisindeki dışsallıklardan kaynaklanan yapısal riskleri kontrol altına almaya çalışmaktadır.[331]

Buna göre, Tablo 22'de 2000-2013 dönemi için 119 ülke ve 12 makro ihtiyati aracın kullanım sıklığı oranları yer almaktadır. Tabloya göre 119 ülkenin çoğu (% 75'i) 14 yıl, konsantrasyon limitlerini (CONC) kullanmıştır. Bunu % 29 ile bankalar arası açıklama limitleri (INTER), ardından %21 ile FX ve/veya dengeleyici zorunlu karşılıklar (RR_REV) ve kredi teminat oranı sınırlaması (LTV_CAP) izlemektedir. Sonuçta, bu politikaları özellikle dövize ilişkin politikaların yoğun olarak kullanıldığı gelişmekte olan ülkelerin daha sık kullandığı görülmüştür. Yani gelişmiş ülkeler daha borç tabanlı politikalar kullanırken, gelişmekte olan ekonomiler özellikle dövize ilgisi olanlar daha sık makro ihtiyati politikalar kullanmıştır. Kullanımı genellikle kredide özellikle ev kredisinde daha düşük büyüme ile ilişkili olup, etkileri mali açıdan daha gelişmiş ve açık ekonomilerde daha düşüktür.[332]

---

[330] Eugenio Cerutti, Stijn Claessens ve Luc Laeven, "The Use and Effectiveness of Macroprudential Policies: New Evidence", **IMF Working Paper**, WP/15/61, March 2015, s.24.

[331] Ali İlhan, "Makro İhtiyati Politikaların Genel Çerçevesi", **Finans Politik & Ekonomik Yorumlar**, Cilt:52, Sayı:608, 2015, s.71,74.

***** Zaman boyutuna odaklanan araçlar; konjonktür karşıtı sermaye tamponları, karşılıklar, koruma tamponları, sektörel sermaye yeterlilikleri, kaldıraç oranları, kredi-teminat oranı, borç-gelir oranı, likidite araçları, zorunlu karşılıklar ve vergilendirme iken, kesit boyutuna odaklanan araçlar; sistemik açıdan önem arz eden finansal kurumlar için ilave sermaye yükümlülüğü, sistemik risk tamponları ve yapısal reformlardır.

[332] Cerutti ve diğerleri, 2015, s.1. (Not: 119 ülkeden; 31'i gelişmiş, 64'ü gelişen, 24'ü gelişmekte olan ülkeleri oluşturmaktadır)

**Tablo 22: Makro ihtiyati Politika Değişkenleri**

| Değişkenler | Toplam Ülkeler | Gelişmiş Ekonomiler | Gelişen (Yükselen) Ekonomiler | Gelişmekte Olan Ekonomiler | Açık Ekonomiler | Kapalı Ekonomiler |
|---|---|---|---|---|---|---|
| Kredi Teminat Oranı Sınırlaması (LTV_CAP) | %21 | %40 | %20 | %6 | %29 | %14 |
| Borç Gelir Oranı (DTI) | %15 | %13 | %21 | %0 | %19 | %12 |
| Dinamik Kredi Zararı Karşılığı (DP) | %9 | %5 | %6 | %19 | %5 | %11 |
| Genel Dengeleyici Sermaye İhtiyacı (CTC) | %2 | %1 | %3 | %1 | %0 | %3 |
| Kaldıraç Oranı (LEV) | %15 | %13 | %17 | %12 | %28 | %8 |
| Sistemik Öneme Sahip Finansal Kurumlar Üzerindeki Sermaye Yükü (SIFI) | %1 | %1 | %1 | %1 | %1 | %1 |
| Bankalar arası Açıklama Limitleri (INTER) | %29 | %33 | %32 | %17 | %34 | %26 |
| Konsantrasyon Limitleri (CONC) | %75 | %69 | %76 | %77 | %72 | %78 |
| Döviz Kredileri Sınırları (FC) | %14 | %9 | %16 | %13 | %10 | %16 |
| FX ve/veya Dengeleyici Zorunlu Karşılıklar (RR_REV) | %21 | %0 | %24 | %33 | %4 | %32 |
| Yurtiçi Döviz Kredisi Piyasası (CG) | %12 | %0 | %11 | %26 | %9 | %14 |
| Finansal Kurum Vergisi (TAX) | %14 | %14 | %14 | %11 | %17 | %12 |

**Kaynak:** Eugenio Cerutti, Stijn Claessens, and Luc Laeven, "The Use and Effectiveness of Macroprudential Policies: New Evidence", **IMF Working Paper**, WP/15/61, March 2015, s.24.

Ayrıca Claessens (2014) çalışmasında, 2000-2013 döneminde bu araçları kullanan toplam 42 ülkenin sayılarını ve kullanım sıklığını incelemiştir. LTV'yi (kredi teminat oranı sınırlaması) (11'i gelişmiş, 13'ü gelişmekte olan) 24'ü kullanırken, % 28 oranında bir sıklıkla yani en sıklıkla kullanılmıştır. DTI (borç gelir oranını) ise, 23 ülke ve % 24 oranında sıklıkla kullanmıştır. Genel dengeleyici sermaye ihtiyacı (CTC) en düşük oran ile 5 ülke ve % 2 kullanım sıklığında başvurulmuştur.[333]

Ülke bazında daha yüksek düzeyde sermaye yeterlilik oranları, kredi arzını etkileyerek varlık tutma yeteneğini geliştirmektedir. Estonya, Bulgaristan, Hırvatistan ve Ukrayna gibi ülkelerde bu uygulama başarılı olamamış, Polonya'da kısmen başarı göstermiştir. Polonya, borçlanma uygunluk kriterlerini uygulayarak ve faizleri düşük tutarak borçlanmayı kontrol etmiştir. Borcun gelire oranı ve kredi tavanı oranı, borçlanan taraf hane halkı olduğunda

[333] Stijn Claessens, "An Overview of Macroprudential Policy Tools", **IMF Working Paper**, WP/14/214, December 2014, s.37.

dayanıksızlığa neden olabilirken, borç verenlerin de kırılganlığını azaltacaktır. Kore ve Hong Kong uygulamalarında bu araçların etkili şekilde kullanılmıştır. 2002 yılında Kore'de başlayan sınırlamalar ev fiyatlarını düşürürken, Hong Kong'da 1994'e dayanan bu uygulama emlak balonlarını durdurmada etkili olmuştur. 1997 Asya Krizi karşısında önemli bir güvenlik sistemi de olmuştur. Peru'da mevduatlara uygulanan zorunlu karşılıklar ise hızlı kredi artışının yarattığı riskleri azaltmıştır. Kredi artışına karşı Brezilya'da da yüksek oranda LTV belirlenmiştir.[334]

Makro riskleri azaltıcı bu araçlar, Avrupa Birliği bağlamında da özel bir öneme sahiptir. Seçilen ve uygulanan makro ihtiyati araçların üzerinde çalışma Avrupa Birliği'nde hem ulusal hem de sendika düzeyinde bir önceliktir. Bu doğrultuda, Avrupa Sistemik Risk Kurulu (ESRB), makro ihtiyati risk konusunda uyarmak ve makro ihtiyati araçların uygulanmasını teşvik etmek amacıyla 1 Ocak 2011 tarihinden itibaren kurulmuştur.[335] AB tarafında makro ihtiyati politikadan ve gözetiminden sorumlu kurum olan ESRB'nin aldığı kararlar, açık şekilde görevlendirilmesine rağmen bağlayıcı olamamaktadır. Bu kurumun kararları doğrudan uygulayabileceği politika araçları da yoktur. Kararlar ulusal otoritelerin tasarrufunda olan makro ihtiyati politika araçları ile uygulanmaktadır. Dolayısıyla ulusal otoriteler, makro ihtiyati denetim ve gözetimden sorumlu olmaktadırlar.[336]

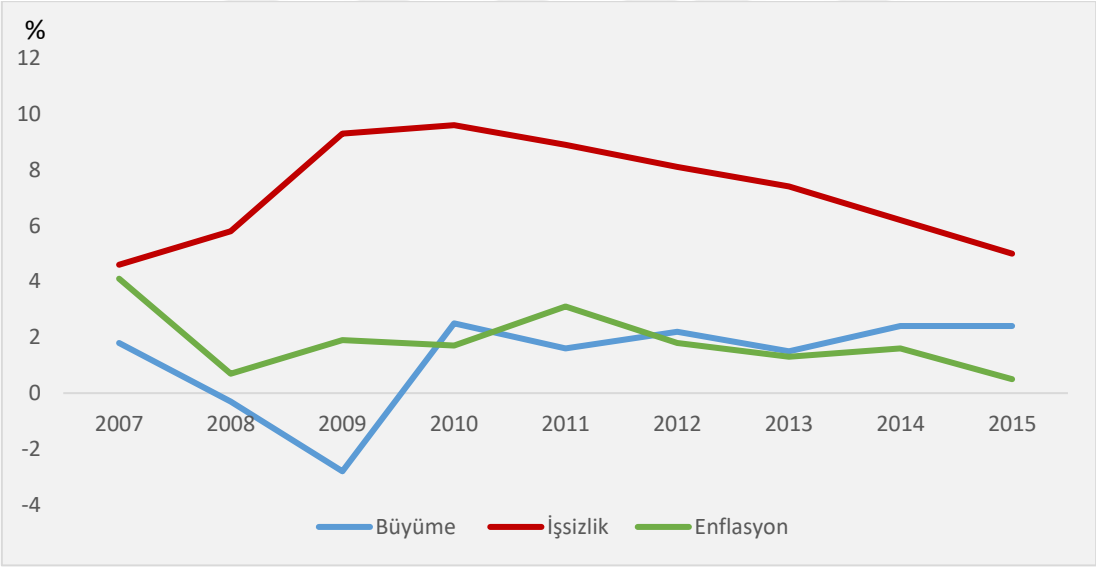
Makro ihtiyati politikaların rolü üzerine İngiltere Merkez Bankası Kasım 2009'da yayınlandığı raporda, İngiltere'nin deneyimi olan Northern Rock bankasının batışını ele alan sorunları, politik kaygıları ve İngiltere bankacılık sisteminde bunu izleyen müdaheleyi sunmuştur. Gelişmiş ve gelişmekte olan bir ekonominin kaygıları arasında belli boşluklar olsa da, aşırı aktif büyüme ve değişken piyasa temelli yükümlülüklerdeki büyüme gibi dersler ele alınması gereken ortak konulardır. Uluslararası Ödemeler Bankası, özellikle Küresel Finansal Sistem Komitesi (CGFS) makro ihtiyati politikalar üzerinde geniş bir araştırma

[334] Atılğan, 2016, s.8-9. (Makro ihtiyati politikaların özellikle Çin, Hindistan, Kore ve Singapur başta olmak üzere Asya ülkelerindeki uygulamaların ayrıntıları için bkz; Jaime Caruana, "Macroprudential Policy: Working Towards a New Consensus, Bank for International Settlements", *The Emerging Framework for Financial Regulation and Monetary Policy Meeting*, Washington DC, 23 Nisan 2010, s.1-6.
[335] C. Lim ve diğerleri, 2011, s.10.
[336] André Sapir, "Europe's Macroprudential Policy Framework in Light of the Banking Union", Macroprudentialism E-book VoxEU, 2014, s.162.

yürütmüştür.CGFS, Mayıs 2010 makro ihtiyati politikalar çerçevesinde bu araçları da ele alan bir müzakere belgesi yayınlamıştır.[337]

Gelişmiş ülkelerde daha ziyade finansal kurumların kaldıraçlarındaki aşırılığa odaklanan makro ihtiyati araçlar tercih edilirken, gelişmekte olan ülkelerde sermaye hareketlerinden kaynaklı sistemik risklerin azaltılması için araçlar çoğunlukla kullanılmıştır.[338] Kredi büyümesini yavaşlatmak için kullanılan çeşitli makro ihtiyati araçlar, öncelikle finansal derinleşmenin daha sürdürülebilir daha yavaş olması ile beraber finansal istikrarı korumayı hedeflemiştir.[339]

Bu kapsamda küresel krizin yaratabileceği olası deflasyon endişesi ile FED, bankalar arası borç alışverişine uyguladığı faizi 2008 yılı içerisindeki her toplantısında indirmiştir. Ayrıca FED parasal genişleme politikası ile faizi indirip, harcama ve kredi aracılığıyla ekonomik büyümede artış ve işsizlikte de düşüş sağlayarak, ekonomiyi canlandırmayı başarmıştır.[340]




**Şekil 45:** ABD Enflasyon, İşsizlik ve Büyüme Oranlarının Seyri (2007-2015)

**Kaynak:** IMF ve Dünya Bankası, Ocak 2015.

[337] Joon-Ho Hahm ve diğerleri, 2012, s.45. (Müzakere Belgesi Ayrıntı için bkz. Bank of England, 2009, "The Role of Macroprudential Policy: A Discussion Paper", http://www.bankofengland.co.uk/publications/other/financial stability/roleofmacroprudentialp olicy091121.pdf.
[338] İlhan, 2015, s.83.
[339] IMF Country Report,No:16/105, 22.04.2016, http://www.imf.org/external/pubs/cat/longres. aspx?sk=43873.0.
[340] Eğilmez, "Fed'in Faiz Artırmasının Olası Etkileri", Kendime Yazılar, 18.12.2015, http://www.mahfiegilmez. com/2015/12/fedin-faiz-artrmasnn-olas-etkileri.html., (Erişim: 24.11.2016)

İzlenen bu politikalar neticesinde Şekil 45'de görüldüğü gibi; ABD'de ekonominin önemli bir göstergesi olan büyüme oranının, % 2,9 potansiyel büyüme oranı kabul edilirse önemli ölçüde toparlandığı, ABD için doğal işsizlik oranı da eğer % 5 olarak kabul edilirse işsizlik hedefine de neredeyse ulaşılmış olduğu söylenebilir. Ancak, enflasyon oranında uzun vadede ulaşılmak istenen % 2 seviyesinden uzak olduğu görülmektedir.[341] 2016 sonları itibariyle de bu oran % 1,6 düzeylerinde seyretmektedir.

Günümüz dünyasına bakıldığında enflasyon, büyüme ve para politikaları daha çok ikili ya da çok parçalı bir seyir izlemektedir. Gelişmiş bölgeler olarak Avrupa ve Japonya gibi merkez bankaları, özellikle deflasyonist baskılara karşı parasal genişleme programlarına hız vermişler, varlık alımlarını önemli ölçüde artırmışlardır. Dünyada yaşanan ekonomik yavaşlama, tüketim ve yatırım harcamalarındaki durgunluk ülkeleri dış ticarette rekabeti korumak veya ekonomiyi canlandırmak için bu politikalara yöneltmiştir.[342]

Gelişmiş ülkeler tarafından uygulanan geleneksel olmayan para politikalarının etkileri, gelişmekte olan ülkelerde ağırlıklı olarak sermaye hareketleri üzerinde görülmektedir. Dolayısıyla, gelişmiş ülkelerin ekonomisinde yaşanan istikrarsızlıklar ve daralma dönemlerinden çıkış politikaları, gelişmekte olan ülkelerin uzun vadede daha çok sorunla mücadele etmelerine neden olabilmektedir.[343]

FED'in faiz artırma sürecine girmesi ile beraber sermaye akımları tersine dönmüş, aradaki faiz farkının kapanacağını düşünen fonlar da gelişmiş ekonomilere doğru yönelmiştir. Bu süreçte en çok sorun yaşayacağı muhtemel ülkeler yine dışa bağımlı olan ekonomiler olmuştur. Dolayısıyla Türkiye'nin, sıcak paraya dayalı büyümeyi bırakarak dış kaynak bağımlılığını hızla azaltacak yapısal düzenlemeleri hayata geçirmesi artık bir zorunluluktur.[344] Çünkü bu yapısal reformlar, hem ülkenin hem de merkez bankasının her açıdan daha bağımsız ve daha güçlü bir konuma gelmesine çok önemli bir katkı sağlayacaktır.

---

[341] Eğilmez, "Fed Faizi Artırır mı?", Kendime Yazılar, 14.09.2015, http://www.mahfiegilmez .com/2015/09/fed-faizi-artr-m.html.,(Erişim: 24.11.2016)

[342] Sumru Altuğ, "Dünyada ve Türkiye'de Dünyada ve Türkiye'de Enflasyon Dinamikleri", Koç Üniversitesi CEPR ve KU-TUSİAD EAF, 10.04.2015, http://eaf.ku.edu.tr/sites/eaf.ku.edu.t/files/2015-04-10_sumru_altug_presentation.pdf., (Erişim: 24.11.2016)

[343] Ersoy, Işıl, 2016, s.359.

[344] Eğilmez, 18.12.2015.

Dünyada FED'in öncülüğünde yaşanan para politikasının normalleştirilmesine yönelik mevcut yeni durum karşısında, krize karşı kullanılan geleneksel olmayan 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.[345]

### 3.4.2. Türkiye'de Makro İhtiyati Para Politikası Uygulamaları

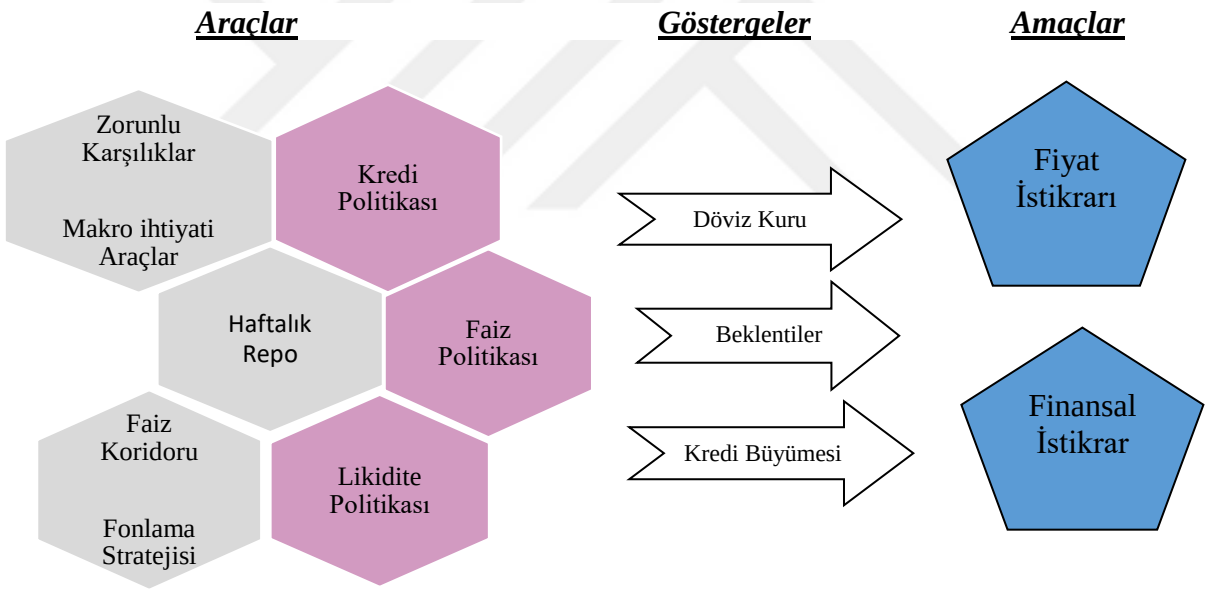
Önceden merkez bankaları sadece fiyat istikrarından sorumlu iken, hükümetler de para politikasını veri kabul edip, diğer istikrar önlemlerini ona göre almaktaydı. Bir tek konu üzerine sorumlulukları olan ve daha bağımsız hareket eden merkez bankaları, zaman içerisinde tüm ekonomik konulardan sorumlu hale getirilmiştir.[346] Fiyat istikrarını hedefleyen bir merkez bankasının finansal istikrar sorumluluğunu da üstlenmesi, esasen fiyat istikrarı hedefinde tutarlı olmanın bir gereğidir.[347]

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

[345] Hatice Karahan, "İhtiyaçtan Mütevellit Politika İcatları", *Seta Analiz,* http://www.setav.org/ihtiyactan-mutevellit-politika-icatlari/., (Erişim: 21.11.2016)
[346] Eğilmez, TCMB'nin 2013 Yılı Para Politikası, 28.12.2012.
[347] Lütfü Şimşek, "TCMB'nin Finansal İstikrarla İmtihanı", **Tekirdağ S.M.M.M. Odası Sosyal Bilimler Dergisi**, Sayı:1, Eylül 2012, s.5.

kredi genişlemesini yavaşlatma olarak iki ara hedef benimsemiştir. 2008 küresel krizin 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.[348]

Buna göre, 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.(Şekil 46)




**Şekil 46:** Yeni Politika Tasarımı: Politika Araçları ve Aktarım Kanalları

**Kaynak**: A. Hakan Kara, Küresel Kriz Sonrası Para Politikası, TCMB Çalışma Tebliği, No:12/17, Haziran 2012, s.10.

[348] Başçı ve Kara, 2011, s.8.

2008 küresel krizinin derinleşmesi merkez bankalarını miktarsal genişleme, kredi genişlemesi, faiz taahhüdü gibi çeşitli geleneksel olmayan para politikası uygulamasına yöneltmiştir. 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.[349]

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. Türkiye'deki makro ihtiyati araçların neler olduğuna, genel olarak kapsamına Tablo 23'de yer verilmiştir.

**Tablo 23: Türkiye'de Makro İhtiyati Araçların Genel Kapsamı**

| Yıl | Arka plan ve Motivasyon | Eylem - Kullanılan Makro İhtiyati Araçlar |
|---|---|---|
| **2008-2009** | Küresel mali krizin etkileri bir döviz likidite sıkışıklığına aracılığıyla Türkiye'de kendini göstermiştir. Bankalar euro-tahvil senetleri ve döviz kredisi azaltarak likidite sıkışıklığına yanıt vermiştir. Yetkilileri harekete geçiren önemli motivasyonlar olmuştur:<br>• Bankaların mali konumunu güçlendirmek ve korumak<br>• Küresel mali krizin negatif etkisini gidermek | • **Döviz kredileri ile ilgili başlık:** şirketlerin döviz kredisi almak için döviz olmayan kazançlara izin vererek döviz kredilerini yönetmesi (2009)<br>• **YP likidite:** bankaların geçici olarak döviz kredisini döviz likiditesi olarak sınıflandırmalarına izin vererek, onlara yabancı para likidite yeterlilik oranlarını karşılamaları için YP likidite oranında değişiklik yapma (2008)<br>•**Kâr dağıtımı kısıtlama**: kâr dağıtımına ilişkin kısıtlamalar getirilmesi (2008) |
| **2009-2010** | Türkiye küresel mali kriz sonrasında hızla toparlanmıştır. Ülke iç talepte hızlı bir artış, hızlı kredi büyümesi ve bankalar tarafından döviz borçlanmalarında artış görmüştür. Eylemleri için motivasyonları kredi büyümesini yavaşlatmak ve kredi kalitesini artırmaktı. | **LTV (kredi değer oranı):** Gayrimenkul kredileri için LTV oranına giriş başlıkları (2010) |

**Kaynak:** C. Lim, F. Columba, A. Costa, P. Kongsamut, A. Otani, M. Saiyid, T. Wezel, and X. Wu, "Macroprudential Policy: What Instruments and How to Use Them? Lessons from Country Experiences", **IMF Working Paper**, WP/11/238, October 2011, s.80.

[349] Selim Duramaz ve İlkay Dilber, "Küresel Kriz Sürecinde Para Politikasında Yeni Bir Araç Olarak Faiz Koridoruna Genel Bir Bakış", **Maliye Araştırmaları Dergisi**, Cilt:1, Sayı:1, Yıl:1, 2015, s.33.

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:[350]

- 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.

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.

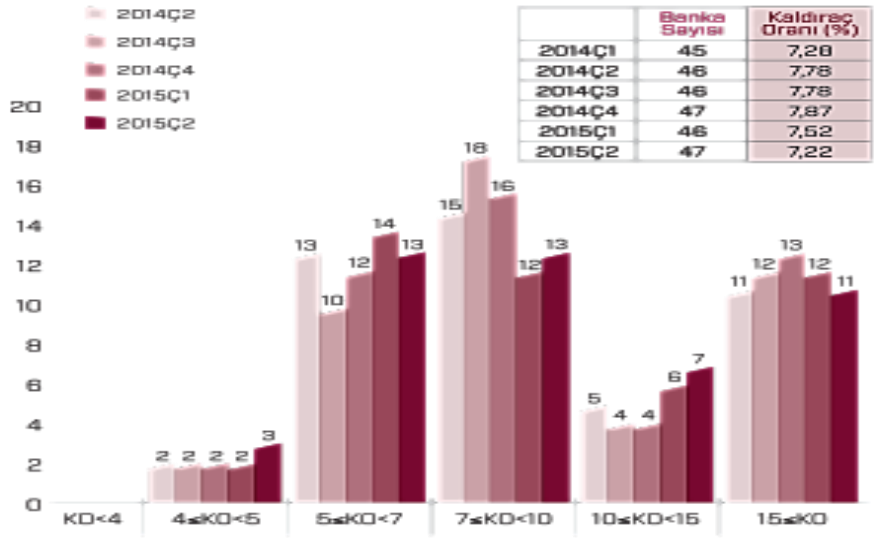
#### 3.4.2.1. Zorunlu Karşılıklar

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

[350] BDDK, "Yıllık Faaliyet Raporu-2013", 15.04.2014, s.50-56.

politikası denir.[351] Yani zorunlu karşılıkların artırılması ya da azaltılması yoluyla kredi genişlemesi kontrol altına alınmaya çalışılmakta, mevduatların vadeleri uzatılarak likidite riski azaltılmaktadır.

Küresel kriz ile beraber, Basel I ve Basel II düzenlemelerinin bankaların sermaye yapılarını yeterince güçlendirmediği görülünce düzenlenen Basel III ile yürürlüğe girecek olan uygulamalardan biri de kaldıraca dayalı zorunlu karşılık oranıdır. TCMB bu uygulamayı 2013 yılı son çeyreğinden başlayarak uygulamaya koyacağını açıklamıştır. Kaldıraç Oranı = Ana sermaye / (Pasif Toplamı + Bilanço Dışı Kalemler) olarak hesaplanmaktadır. Türkiye'de bu oran yıllar itibariyle % 7 ile 8 arasında değişmektedir.[352]




| | Banka Sayısı | Kaldıraç Oranı (%) |
|---|---|---|
| 2014Ç1 | 45 | 7,28 |
| 2014Ç2 | 46 | 7,76 |
| 2014Ç3 | 46 | 7,78 |
| 2014Ç4 | 47 | 7,87 |
| 2015Ç1 | 46 | 7,52 |
| 2015Ç2 | 47 | 7,22 |

**Şekil 47:** Kaldıraç Oranlarının Dağılımı

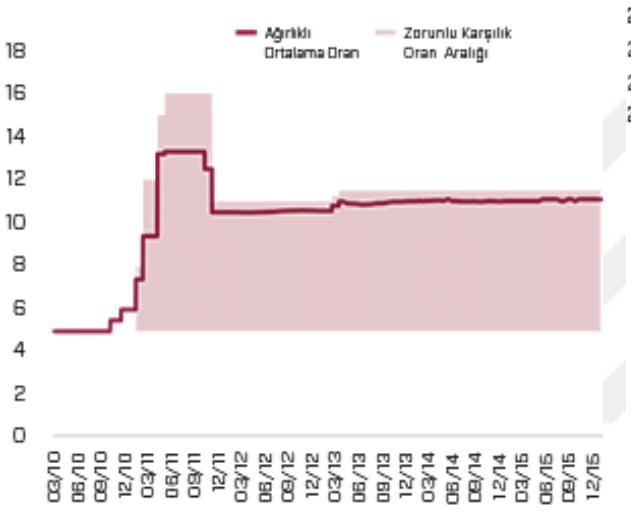
**Kaynak:** TCMB Yıllık Rapor 2015, http://www3.tcmb.gov.tr/yillikrapor/2015/tr/m-2-2-3.php., (Erişim:10.04.2016)

Finansal sistemin yüksek kaldıraçla çalışmasından dolayı olabilecek risklerin önlenebilmesi için TCMB, mevcut duruma kıyasla kaldıraç oranları belli değerlerin altına düşen bankalara ek zorunlu karşılık uygulanmasına ilişkin bir politikayı aşamalı olarak uygulamaya koymuştur. Banka öz sermayesine göre çok büyük ölçeğe ulaştıysa, kaldıracı aşırı kullandıysa bir miktar ilave zorunlu karşılığın olacağı belirtilmiştir. Ayrıca, kaldıraç oranı iyileşen

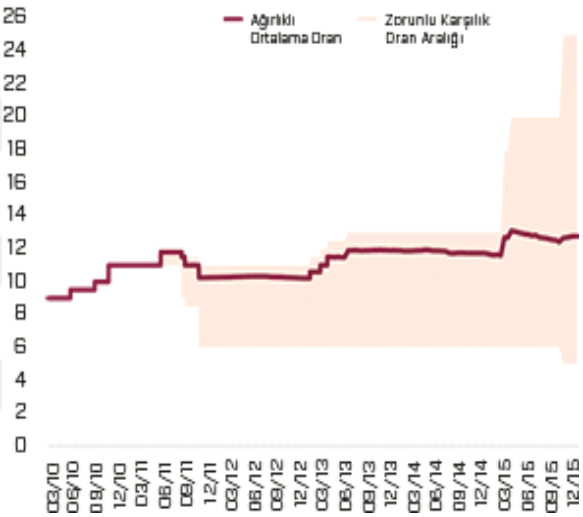
[351] Eğilmez, "Zorunlu Karşılıklar Niçin İndirildi?", Kendime Yazılar, 10.08.2016, http://www.mahfiegilmez.com/2016/08/merkez-bankas-zorunlu-karslk-oranlarn.html.,(Erişim: 04.01.2017)
[352] Eğilmez, "TCMB'nin 2013 Yılı Para Politikası", Kendime Yazılar, 28.12.2012, , http://www.mahfiegilmez.com/2012/12/tcmbnin-2013-yl-para-politikas.html., (Erişim: 10.05.2016)

banka da izleyen üç aylık dönemden itibaren daha düşük oranda ilave zorunlu karşılık tutabilir ya da hiç tutmayabilir. [353] Sonuçta bu uygulama bankaların borçluluk düzeylerinde olabilecek aşırı artışı engellemeye çalışan bir uygulamadır.

TCMB'nin uyguladığı zorunlu karşılık oranları, vadeye ve mevduat cinsine göre değişiklik göstermekle beraber en çok vade ve mevduat cinsine (vadesiz + 1 – 3 aya kadar vadeli mevduat) uygulanan zorunlu karşılık oranı alınmaktadır. Bu da ortalama zorunlu karşılık oranı olarak kabul edilmektedir. Buna göre, ortalama zorunlu karşılık oranı % 11 dolaylarında seyretmektedir.[354]




**Şekil 48:** Türk Lirası Zorunlu Karşılık Oranları (%)




**Şekil 49:** Yabancı Para Zorunlu Karşılık Oranları %)

(Not: Tarihler tesis dönemini göstermektedir)
**Kaynak:** TCMB Yıllık Rapor 2015, http://www3.tcmb.gov.tr/yillikrapor/2015/tr/m-2-2-3.php., (Erişim:10.04.2016)

TCMB'nin zorunlu karşılık ve munzam faiz uygulamaları ise şöyle özetlenebilir:[355]

- 2002'den 10.10.2010 tarihine kadar % 6 civarında zorunlu karşılık uygulaması olan TCMB'nin, bu tarih itibariyle vade yapısına göre TL cinsi mevduatlarında zorunlu karşılık uygulamasına geçtiği görülmektedir. 06.06.2011 tarihinde % 10 civarında dalgalanan döviz cinsi hesaplara uygulanan zorunlu karşılıklar vade yapısına göre değişecek şekilde düzenlenmeye başlanmıştır.

[353] TCMB, "TCMB'nin Yeni Para Politikası Bileşimi ve 2013 Yılında Para ve Kur Politikası", Bülten, Sayı: 29, Mart 2013, s.5.
[354] Eğilmez, 2016.
[355] Garanti Yatırım, "TCMB Para Politikası-Yeni Dönem", Eylül 2015, http://www.garantiyatirim.com.tr/arastirma /ParaPolitikas%C4%B1.pdf., (Erişim:06.01.2017)

- Şubat 2011'de TL kısa vadeli mevduatların zorunlu karşılıkları 200-400 baz puan arasında arttırılmıştır.
- Nisan 2011'de tüm TL zorunlu karşılıklar 300-500 puan arasında arttırılmıştır.
- Eylül 2010'a kadar % 5 civarında ödenen TL zorunlu karşılık faizi, sonrasında ödenmemeye başlanmış, Kasım 2014'den itibaren de tekrar bankalara TL zorunlu karşılıklara faiz ödenmeye başlamıştır.

**Tablo 24: Zorunlu Karşılık Oranları (%)**

| | | | | | TÜRK LİRASI / TURKISH LIRA [1] | | | | | |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| **TEBLİĞ NO** | | | | | **ORAN / RATIO** | | | | | **YÜRÜRLÜK DEVRESİ** |
| 2002/1 | | | | | 6,0 | | | | | 10.05.2002 - 15.12.2005 |
| 2005/1 | | | | | 6,0 | | | | | 16.12.2005 - 01.10.2009 |
| 2009/7 | | | | | 5,0 | | | | | 02.10.2009 - 30.09.2010 |
| 2010/9 | | | | | 5,5 | | | | | 01.10.2010 - 11.11.2010 |
| 2010/10 | | | | | 6,0 | | | | | 12.11.2010 - 06.01.2011 |
| **TEBLİĞ NO** | Vadesiz, İhbarlı Mevduat, Özel Cari Hesaplar | 1 Aya Kadar Vadeli Mevduat/Katılım Fonu | 3 Aya Kadar Vadeli Mevduat/ Katılım Fonu | 6 Aya Kadar Vadeli Mevduat/Katılım Fonu | 1 Yıla Kadar Vadeli Mevduat/Katılım Fonu | 1 Yıl ve 1 Yıldan Uzun Vadeli Mevduat/Katılım Fonu | 1 Yıla Kadar (1 yıl dâhil) Vadeli Diğer Yükümlülükler | 3 Yıla Kadar (3 yıl dâhil) Vadeli Diğer Yükümlülükler | 3 Yıldan Uzun Vadeli Diğer Yükümlülükler | **YÜRÜRLÜK DEVRESİ** |
| 2010/13 | 8,0 | 8,0 | 7,0 | 7,0 | 6,0 | 5,0 | | 8,0 | | 07.01.2011 - 03.02.2011 |
| 2011/2 | 12,0 | 10,0 | 9,0 | 7,0 | 6,0 | 5,0 | | 9,0 | | 04.02.2011-31.03.2011 |
| 2011/5 | 15,0 | 15,0 | 13,0 | 9,0 | 6,0 | 5,0 | | 13,0 | | 01.04.2011-28.04.2011 |
| 2011/6 | 16,0 | 16,0 | 13,0 | 9,0 | 6,0 | 5,0 | | 13,0 | | 29.04.2011-29.09.2011 |
| 2011/12 | 16,0 | 16,0 | 12,5 | 9,0 | 6,0 | 5,0 | 11,0 | 8,0 | 5,0 | 30.09.2011-27.10.2011 |
| 2011/13 | 11,0 | 11,0 | 11,0 | 8,0 | 6,0 | 5,0 | 11,0 | 8,0 | 5,0 | 28.10.2011- 31.01.2013 |
| 2013/2 | 11,25 | 11,25 | 11,25 | 8,25 | 6,25 | 5,0 | 11,25 | 8,0 | 5,0 | 01.02.2013- 28.02.2013 |
| 2013/3 | 11,5 | 11,5 | 11,5 | 8,5 | 6,5 | 5,0 | 11,5 | 8,0 | 5,0 | 01.03.2013-11.08.2016 |
| 2016/3 | 11,0 | 11,0 | 11,0 | 8,0 | 6,0 | 4,5 | 11,0 | 7,5 | 4,5 | 12.08.2016-08.09.2016 |
| 2016/4 | 10,5 | 10,5 | 10,5 | 7,5 | 5,5 | 4,0 | 10,5 | 7,0 | 4,0 | 09.09.2016- |

| | YABANCI PARA / FOREIGN CURRENCY [2] [3] | | | | | |
|---|---|---|---|---|---|---|
| **TEBLİĞ NO** | **ORAN / RATIO** | | | | | **YÜRÜRLÜK DEVRESİ** |
| 2002/1 | 11,0 | | | | | 10.05.2002 - 27.11.2008 |
| 2008/7 | 9,0 | | | | | 28.11.2008 - 29.04.2010 |
| 2010/5 | 9,5 | | | | | 30.04.2010 - 05.08.2010 |
| 2010/7 | 10,0 | | | | | 06.08.2010 - 30.09.2010 |
| 2010/9 | 11,0 | | | | | 01.10.2010 - 28.04.2011 |
| **TEBLİĞ NO** | Vadesiz ve İhbarlı Mevduat, Özel Cari Hesaplar ile 1 Aya Kadar, 3 Aya Kadar, 6 Aya Kadar ve 1 Yıla Kadar Vadeli Mevduat/Katılım Fonu | 1 Yıl ve 1 Yıldan Uzun Vadeli Mevduat/Katılım Fonu | 1 Yıla Kadar (1 yıl dâhil) Vadeli Diğer Yükümlülükler | 3 Yıla Kadar (3 yıl dâhil) Vadeli Diğer Yükümlülükler | 3 Yıldan Uzun Vadeli Diğer Yükümlülükler | **YÜRÜRLÜK DEVRESİ** |
| 2011/6 | 12,0 | 11,0 | 12,0 | 11,5 | 11,0 | 29.04.2011-21.07.2011 |
| 2011/7 | 12,0 | 10,0 | 12,0 | 10,0 | 9,0 | 22.07.2011-04.08.2011 |
| 2011/9 | 11,5 | 9,5 | 11,5 | 9,5 | 8,5 | 05.08.2011-29.09.2011 |
| 2011/11 | 11,0 | 9,0 | 11,0 | 9,0 | 6,0 | 30.09.2011-20.12.2012 (***) |
| 2012/15 | 11,5 | 9,0 | 11,5 | 9,5 | 6,0 | 21.12.2012-31.01.2013 |
| 2013/2 | 12,0 | 9,0 | 12,0 | 10,0 | 6,0 | 01.02.2013- 28.02.2013 |
| 2013/3 | 12,5 | 9,0 | 12,5 | 10,5 | 6,0 | 01.03.2013-23.05.2013 |
| 2013/7 | 13,0 | 9,0 | 13,0 | 11,0 | 6,0 | 24.05.2013-12.02.2015 |

| TEBLİĞ NO | Vadesiz ve İhbarlı Mevduat, Özel Cari Hesaplar ile 1 Aya Kadar, 3 Aya Kadar, 6 Aya Kadar ve 1 Yıla Kadar Vadeli Mevduat/Katılım Fonu | 1 Yıl ve 1 Yıldan Uzun Vadeli Mevduat/Katılım Fonu | 1 Yıla Kadar (1 yıl dâhil) Vadeli Diğer Yükümlülükler | 2 Yıla Kadar (2 yıl dâhil) Vadeli Diğer Yükümlülükler | 3 Yıla Kadar (3 yıl dâhil) Vadeli Diğer Yükümlülükler | 5 Yıla Kadar (5 yıl dâhil) Vadeli Diğer Yükümlülükler | 5 Yıldan Uzun Vadeli Diğer Yükümlülükler | YÜRÜRLÜK DEVRESİ |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| 2014/7 | 13,0 | 9,0 | 18,0 | 13,0 | 8,0 | 7,0 | 6,0 | 13.02.2015-12.03.2015 |
| 2015/2 (4) | 13,0 | 9,0 | 20,0 | 14,0 | 8,0 | 7,0 | 6,0 | 13.03.2015-08.10.2015 |
| 2015/5 (4) | 13,0 | 9,0 | 25,0 | 20,0 | 15,0 | 7,0 | 5,0 | 09.10.2015-16.11.2016 |
| 2016/10 (6) | 12,5 | 8,5 | 24,5 | 19,5 | 14,5 | 6,5 | 4,5 | 17.11.2016-29.12.2016 |
| 2017/2 (7) | 12,0 | 8,0 | 24,0 | 19,0 | 14,0 | 6,0 | 4,0 | 30.12.2016- |

(1) 2002/1 sayılı Tebliğ'de Türk lirası zorunlu karşılıkların 3 puanlık kısmı bloke olarak tesis edilmiştir, 2005/1 sayılı Tebliğ'den itibaren tamamı ortalama olarak tesis edilmeye başlanmıştır.

(2) Yabancı para zorunlu karşılıkların yüzde 3 puanlık kısmı ortalama olarak tesis edilmektedir.

(3) Altın depo hesapları zorunlu karşılığa tabi yükümlülüklere 14 Ekim 2011 tarihinden itibaren dâhil edilmiştir.

(4) 28 Ağustos 2015 tarihi itibarıyla mevcut yükümlülüklere vadeleri sonuna kadar, 2015/2 sayılı Tebliğ ile belirlenen oranların uygulanmasına devam edilecektir.2015/5 sayılı Tebliğ ile belirlenen oranlar, 28 Ağustos 2015 tarihinden sonra oluşacak yeni yükümlülüklere 9 Ekim 2015 yükümlülük tarihli dönemden itibaren uygulanacaktır.

(5) 12/2/2016 tarihinde yürürlüğe giren 2016/2 sayılı Tebliğ ile kalkınma ve yatırım bankaları nezdindeki müstakriz fonlar zorunlu karşılığa tabi hale getirilmiş olup, bu yükümlülüklere vadesiz mevduat/katılım fonlarına uygulanan zorunlu karşılık oranları uygulanmaktadır. Ayrıca, aynı Tebliğ ile yurt dışı bankalardan alınan mevduat ve katılım fonları çekirdek dışı yükümlülük olarak değerlendirildiğinden, anılan yükümlülüklerin mevduat/katılım fonu dışındaki yükümlülükler için belirlenmiş olan zorunlu karşılık oranlarına tabi olmaları kararlaştırılmıştır.

(6) 18 Kasım 2016 tarihi itibarıyla mevcut yükümlülüklere vadeleri sonuna kadar, 2016/2 sayılı Tebliğ ile belirlenen oranların 50 baz puan eksiği zorunlu karşılık oranları uygulanacaktır.

(7) 30 Aralık 2016 tarihi itibarıyla mevcut yükümlülüklere vadeleri sonuna kadar, 2016/10 sayılı Tebliğ ile belirlenen oranların 50 baz puan eksiği zorunlu karşılık oranları uygulanacaktır.

**Kaynak**: TCMB, http://www.tcmb.gov.tr/wps/wcm/connect/c4ce4276-8284-4911-a710-f84aa4e19e51/zko.pdf?MOD=AJPERES&CACHEID=ROOTWORKSPACEc4ce4276-8284-4911-a710-f84aa4e19e51., (Erişim: 03.02.2017)

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.[356] TCMB'nin Yol Haritasında belirlenen politikalar;[357]

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

[356] Koray Alper ve S. Tolga Tiryaki, "Zorunlu Karşılıkların Para Politikasındaki Yeri", *TCMB Ekonomi Notları*, Sayı: 2011-08, 13.04.2011, s.7.

[357] TCMB, "Küresel Para Politikalarının Normalleşme Sürecinde Yol Haritası", Para ve Kur Politikası Metinleri, Ağustos 2015.

Yol haritası çerçevesinde makro finansal riskleri sınırlamaya ve basiretli borçlanmayı desteklemeye yönelik makro ihtiyati politikaların uygulanmasına devam edilmektedir. Yol haritasında yer alan "Finansal İstikrarı Destekleyici Önlemler" kapsamında zorunlu karşılıklara ilişkin politikalar Tablo 25'de yer almaktadır.

**Tablo 25: Finansal İstikrarı Destekleyici Önlemler**

| | POLİTİKA | ZAMANLAMA |
|---|---|---|
| **Yabancı Para Çekirdek Dışı Yükümlülüklerin Vadelerinin Uzatılması** | Bankaların mevcut stoklar üzerindeki maliyet yükünü artırmadan sadece yeni yabancı para çekirdek dışı yükümlülükleri için zorunlu karşılık oranları üç yıldan uzun vadeyi teşvik edecek şekilde belirlenecektir. | Normalleşme Öncesinde |
| **Türk Lirası Cinsi Çekirdek Yükümlülüklerin Desteklenmesi** | Gerekli görülmesi durumunda, önümüzdeki dönemde bankacılık sektörünün aracılık maliyetini azaltmak ve çekirdek yükümlülükleri desteklemek için Türk lirası zorunlu karşılıklara ödenen kısmi faiz gözden geçirilebilecektir. | Normalleşme Öncesinde ve Sürecinde |
| **Yabancı Para Zorunlu Karşılıklara Faiz Ödenmesi** | ABD doları cinsinden tutulan zorunlu karşılıklara, rezerv opsiyonlarına ve serbest hesaplara ödenen faiz oranı Fed politika faiz aralığının üst bandına yakın seviyelerde tutulabilecektir. | Normalleşme Öncesinde ve Sürecinde |

**Kaynak**: TCMB, "2016 Yılında Para ve Kur Politikasında Öne Çıkan Uygulamalar", Bülten, Mart 2016, Sayı:41, s.4.

Cari açığın arttığı dönemlerde kredilerde genişleme olduğu görüşünün son zamanlarda yaygınlaşmasıyla beraber, makro ihtiyati önlemler çerçevesinde kredi hacmini daraltan bir takım önlemler ön plana çıkmıştır. TCMB, zorunlu karşılık oranlarını artırarak bu önlemleri desteklemiştir. Zorunlu karşılık oranları artırılarak kredi artışı engellenirken, tüketim ve cari açık düşürülmeye, enflasyon da baskı altına alınmaya çalışılmıştır. Bu yolla cari açık önemli ölçüde düşürülmüş, ancak bu durum büyümeyi yavaşlatmıştır. Dünyada enflasyonun sıfırlara düştüğü bu ortamda, Türkiye'de enflasyon oranı % 8 oranının üzerinde bir seyir izlemektedir.[*] Merkez Bankası'nın nihai yasal görevi olan fiyat istikrarını sağlamak konusunda ne ölçüde başarılı olduğu tartışma konusudur. Zorunlu karşılık oranlarının düşürülmesi, gecelik borç

verme faizini indirilmesi gibi uygulamaların da bu istikrarın sağlanmasını olumsuz etkilediği açıktır. TCMB'nin izlediği para politikasının bu süreçte fiyat istikrarından daha çok büyümeyi kollayan bir politika olduğu dikkat çekmektedir.[358]

TCMB'nin Türk lirası zorunlu karşılıkların belirli bir oranının döviz cinsinden tutulmasına olanak tanıyan ROM uygulaması da, sermaye akımlarında yaşanan dalgalanmaların döviz kuru ve finansal piyasalar üzerindeki olumsuz etkilerini azaltma açısından önem taşımaktadır.

#### 3.4.2.2.Rezerv Opsiyon Mekanizması (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 Rezerv Opsiyonu Mekanizması (ROM) önemli bir politika aracı olarak kullanılmaktadır. ROM, 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 imkanın 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.[359]

---

[358] Eğilmez, http://www.mahfiegilmez.com/2016/08/merkez-bankas-zorunlu-karslk-oranlarn.html., (Erişim:04.01.2017) * Türkiye'nin TÜFE'de (2003=100) 2016 yıllık enflasyonu, % 5.0 olan hedeften % 59 sapma ile % 8.53 olarak gerçekleşmiştir.

[359] Elif Çepni, **Ekonomik ve Finansal Göstergeler Rehberi**. Güncellenmiş 7.Baskı, Ankara: Seçkin Yayıncılık, Ekim 2015, s.144.

**Tablo 26: TCMB Tarafından Rezerv Opsiyonu Katsayılarına İlişkin Alınan Kararlar**

| Tarih | Döviz Cinsinden Tutulabilecek Türk Lirası Zorunlu Karşılıklar | Altın Cinsinden Tutulabilecek Türk Lirası ve Yabancı Para Zorunlu Karşılıklar |
|---|---|---|
| **Eylül 2011** | Zorunlu karşılıkların yüzde 10'una kadar olan kısmının ABD doları ve/veya euro cinsinden tesis edilebilmesi imkânı getirildi. Daha sonra bu oran yüzde 20'ye yükseltildi. | Altın depo hesapları zorunlu karşılıklara tabi yükümlülüklere dâhil edildi.<br><br>Kıymetli maden depo hesapları için tutulması gereken zorunlu karşılıkların tamamına kadarının, kıymetli maden depo hesapları hariç yabancı para yükümlülükler ile Türk lirası yükümlülükler için tesis edilmesi gereken zorunlu karşılıkların ise yüzde 10'una kadar olan kısmının altın olarak tutulabilmesi imkânı getirildi. |
| **Ekim 2011** | Zorunlu karşılıkların ABD doları ve/veya euro cinsinden tesis edilebileceği üst sınır yüzde 40 'a yükseltildi. | |
| **Mart 2012** | | Türk lirası zorunlu karşılıkların altın olarak tesis edilebilecek kısmı yüzde 20'ye yükseltilirken, kıymetli maden hariç yabancı para yükümlülükler için tesis edilmesi gereken zorunlu karşılıkların altın olarak tesis edilebilecek kısmı yüzde 10'dan yüzde 0'a indirildi. |
| **Mayıs-Temmuz 2012** | Türk lirası zorunlu karşılıkların döviz olarak tesis edilmesine ilişkin üst sınır kademeli olarak yüzde 55'e yükseltilirken, eklenen yüzde 5'lik dilimler için ROK sırasıyla 1,4;1,7 ve 1,9 olarak belirlendi. | Türk lirası zorunlu karşılıkların altın olarak tesis edilebilmesine ilişkin üst sınır yüzde 25'e yükseltilirken, eklenen yüzde 5'lik dilime denk gelen tutar için ROK 1,5 olarak belirlendi. |
| **Ağustos 2012** | Türk lirası zorunlu karşılıkların döviz olarak tesis edilmesine ilişkin üst sınır yüzde 60'a yükseltildi. ROK ilk yüzde 40'lık dilim için 1,1 ve eklenen son yüzde 5'lik dilim için ise 2,0 olarak belirlendi. | Türk lirası zorunlu karşılıkların altın olarak tesis edilebilmesine ilişkin üst sınır yüzde 30'a yükseltildi. Eklenen son yüzde 5'lik dilim için ROK 2,0 olarak belirlendi. |
| **Eylül 2012** | Bütün dilimlere ilişkin ROK 0,2 puan artırıldı. | |
| **Ekim 2012** | Bütün dilimlere ilişkin ROK 0,1 puan artırıldı. | |
| **Kasım 2012** | Türk lirası yükümlülüklerin döviz olarak tutulabilecek yüzde 40'lık ilk dilimi hariç diğer bütün dilimlere ilişkin ROK 0,1 puan artırıldı. | Bütün dilimlere ilişkin ROK 0,2 puan artırıldı. |

**Kaynak:** TCMB Bülten, 2012, s.4.

TCMB'nin, küresel para politikalarının normalleşmesi sürecinde yapılması gerekenlere yönelik olarak yayımladığı yol haritasında döviz likidite yönetiminin esnekliğini arttırıcı yönde tedbirlere de değinilmiştir. Tablo 27'de buna ilişkin "Döviz Likiditesi Önlemleri" yer almaktadır. *"Yapılacak düzenlemeler ile finansal sistemin TCMB nezdinde erişebileceği (ROM'daki mevcut döviz miktarı ve döviz depo imkanının toplamı şeklinde olan) döviz likiditesi bankalarımızın gelecek bir yıldaki yurt dışı ödemelerini fazlasıyla karşılayacak seviyede belirlenecektir"* şeklinde ifade edilmiştir.

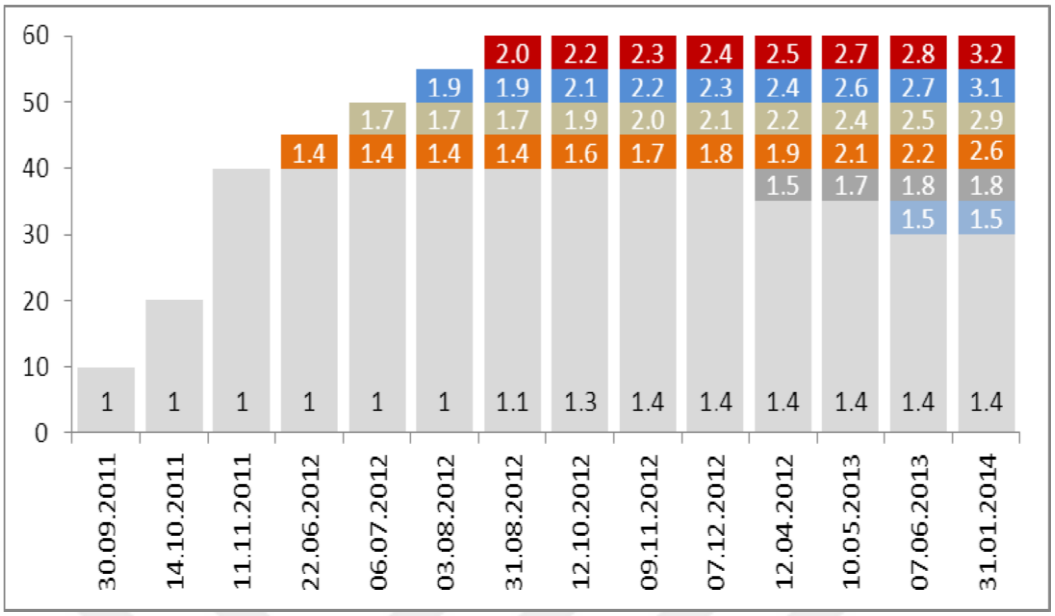
**Tablo 27: Döviz Likiditesi Önlemleri**

| | POLİTİKA | ZAMANLAMA |
|---|---|---|
| **Esnek Döviz Satım İhaleleri** | Döviz kuru oynaklığını azaltmak amacıyla döviz satım ihalelerinin esnekliği artırılacaktır. | Normalleşme Öncesinde |
| **Rezerv Opsiyonları** | Türk lirası zorunlu karşılıklara ödenen kısmi faizin yükseltilmesi veya Rezerv Opsiyon Katsayıları (ROK) düzenlemeleriyle finansal sisteme döviz likiditesi sağlanacaktır. | Normalleşme Öncesinde ve Sürecinde |
| **Döviz Depo Piyasası Tedbirleri** | Döviz depo limitleri artırılacaktır.<br>Yapılacak düzenlemeler ile finansal sistemin TCMB nezdinde erişebileceği (ROM'daki mevcut döviz miktarı ve döviz depo imkânının toplamı şeklinde olan) döviz likiditesi bankaların gelecek bir yıldaki yurt dışı ödemelerini fazlasıyla karşılayacak seviyede belirlenecektir. | Normalleşme Öncesinde |

**Kaynak:** TCMB, "2016 Yılında Para ve Kur Politikasında Öne Çıkan Uygulamalar", Bülten, Mart 2016, Sayı:41, s.3.

ROK, bankaların 1 birim TL zorunlu karşılık için kaç birim YP getirmesi gerektiğini gösteren bir katsayı olarak ifade edilebilir. ROD (Rezerv Opsiyon Dilimleri), Haziran 2013'te % 60 olarak belirlenen döviz getirebilme üst sınırının 0-30, 30-35, 35-40, 40-45, 45-50, 50-55, 55-60 şeklinde dilimlere ayrılması ile oluşan aralıkları belirtir. Bu aralıklarda uygulanan ROK'lar farklılaşır. ROM'dan daha fazla yararlanmak isteyen bankalar yeni bir ROD'a geçtikçe, artan ROK'lar nispetinde YP getirmelidir. Şekil 50, döviz imkanı için ROM'un başlangıcından (Eylül 2011) 2014 Ocak ayına kadar geçen inşa süreci, belirlenen ROD ve her ROD için değiştirilen ROK'ları içermektedir.[360]

[360] Mehmet Emin Böcüoğlu, **Rezerv Opsiyon Mekanizmasının Banka Davranışlarına Etkisi**. TCMB Uzmanlık Yeterlik Tezi, Ankara, Haziran 2015, s.20.




**Şekil 50:** ROM Döviz İmkanı: ROD ve ROK'ların Gelişimi

(Not: Sol eksen rezerv opsiyon oranlarını ifade etmektedir)

**Kaynak**: TCMB (Ayrıntı için bkz. Mehmet Emin Böcüoğlu, **Rezerv Opsiyon Mekanizmasının Banka Davranışlarına Etkisi**, TCMB Uzmanlık Yeterlik Tezi, Ankara, Haziran 2015)

Bir örnekle açıklamak gerekirse, Şekil 46'da 07.06.2013'te belirlenen ROD ve ROK'lar ile 100 TL zorunlu karşılığının 60 TL'lik kısmını döviz getirerek tutmak isteyen bir banka, ABD Doları/TL kurunun 2 olduğu varsayımına göre;[361]

30*(1,4/2)+5*(1,5/2)+5*(1,8/2)+5*(2,2/2)+5*(2,5/2)+5*(2,7/2)+5*(2,8/2)=54,75 dolar getirmesi gerekmektedir. Bankalara ROM ile döviz imkanının yanı sıra tutmaları gereken TL zorunlu karşılıkların % 30'una kadarını altın olarak tutma imkanı getirilmiştir. Altın imkanının inşa süreci, ROD ve ROK'ların gelişimi de Şekil 51'de yer almaktadır.

[361] Böcüoğlu, 2015, s.20-21.




**Şekil 51:** ROM Altın İmkanı: ROD ve ROK'ların Gelişimi

**Kaynak**: TCMB (Ayrıntı için bkz. Böcüoğlu, 2015.)

TCMB, son olarak 31 Ekim 2016 tarihinde finansal sisteme ek döviz likiditesi imkânı sağlanması amacıyla, rezerv opsiyonu katsayılarında değişikliğe gitmiştir. Buna göre, ROM kapsamında döviz imkânının ikinci, üçüncü ve dördüncü dilimlerinde katsayılar 0,2 puan düşürülmüştür. Rezerv opsiyonu kullanımlarının aynı seviyede kalması halinde, bu değişiklik ile finansal sisteme yaklaşık 620 milyon ABD doları ilave likidite sağlanması hedeflenmiştir. Ayrıca, bankaların yabancı para likidite yönetimine esneklik kazandırmak için, yabancı para yükümlülükler için tesis edilmesi gereken zorunlu karşılıkların ortalama olarak tesis edilebilecek kısmının üst sınırı 3 puandan 4 puana yükseltilmiştir. Bununla da yaklaşık 2,9 milyar ABD doları tesis dönemi içerisinde bankaların serbest kullanımına açılmış olacaktır.(Tablo 28)[362]

[362] TCMB, "Zorunlu Karşılıklara İlişkin Basın Duyurusu", Sayı: 2016-53, 31.10.2016.

**Tablo 28: TL Zorunlu Karşılıklarda Döviz ve Altın İmkanına İlişkin ROK'lar**

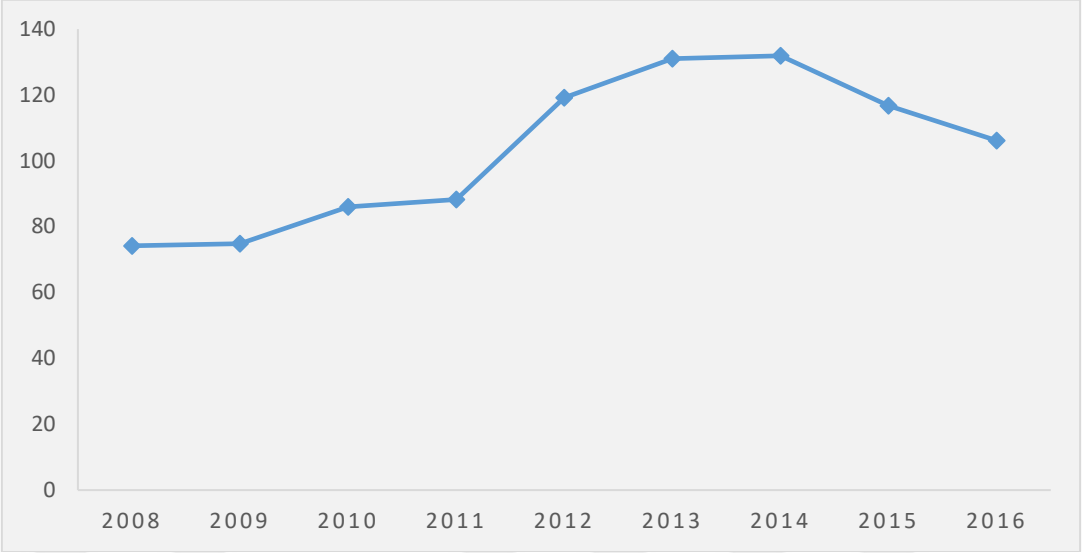
| Döviz İmkân Dilimleri (%) | Katsayı | (%) | Katsayı |
|---|---|---|---|
| 0-30 | 1,0 | 55-56 | 3,7 |
| 30-35 | 1,4 | 56-57 | 3,9 |
| 35-40 | 1,7 | 57-58 | 4,1 |
| 40-45 | 2,1 | 58-59 | 4,3 |
| 45-50 | 2,5 | 59-60 | 4,5 |
| 50-55 | 2,9 | | |
| **Altın İmkân Dilimleri (%)** | **Katsayı** | **İşlenmiş veya Hurda Altın İmkân Dilimleri (%)** | **Katsayı** |
| 0-15 | 1,6 | 0-5 | 1,0 |
| 15-20 | 1,7 | | |
| 20-25 | 2,1 | | |
| 25-30 | 2,5 | | |

**Kaynak**: TCMB, "Zorunlu Karşılıklara İlişkin Kararlar", 06.02.2017, http://www.tcmb.gov.tr/wps/wcm/connect /TCMB+TR/TCMB+TR/Main+Menu/Para+Politikasi/ZK. (Erişim: 06.02.2017)

TCMB, zorunlu karşılıklar üzerinden uygulanan bir araç olan Rezerv Opsiyon Mekanizması (ROM) kapsamında tesis edilen döviz cinsini 15 Ağustos 2014 tesis döneminden itibaren ABD doları ile sınırlandırmıştır. Ayrıca dengeli büyümeyi desteklemek için 20 Ekim 2014 tarihinde İhracat Reeskont Kredisi limitlerini artırmış ve kredi maliyetlerini düşürmüştür. Bu değişiklikler ile ihracatçıların TCMB reeskont kredisi imkânını daha fazla kullanması ve TCMB döviz rezervlerinde de artış sağlanmıştır.[363]

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 52)

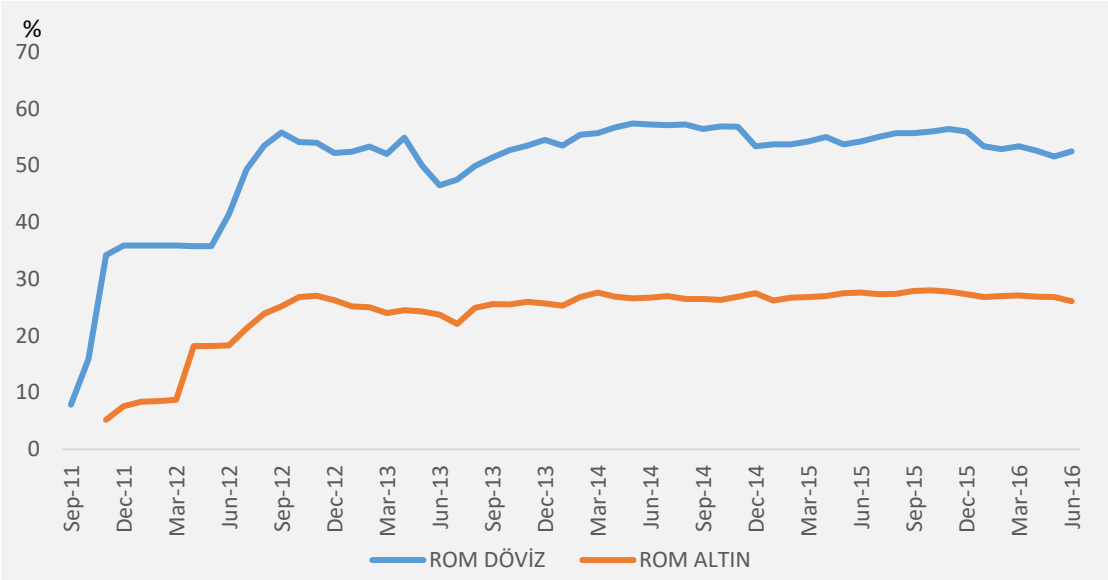
[363] TCMB Bülten, Sayı:36, s.6.(Erişim: 12.07.2016)




**Şekil 52:** TCMB Döviz Rezervleri (Altın Dahil) (Milyar $)

**Kaynak**: TCMB, Merkez Bankası Rezervleri, 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.




**Şekil 53:** TL Zorunlu Karşılıklar İçin (ROM) Kullanım Oranı % (Döviz, Altın)

**Kaynak**: BDDK Aylık Bülten, http://ebulten.bddk.org.tr/ABMVC/., (Erişim: 15.01.2017)

Bunun yanı sıra, 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 imkanın tamamının kullanıldığı bir süreçte, sermaye girişlerinin azalması halinde bankalar gönüllü olarak bu imkandan 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. Buna göre Tablo 29'da sermaye akımlarının ROK'a ilişkin alınacak kararlara olan etkilerini görmek mümkündür.

**Tablo 29: ROK ile Alınacak Kararlarda Sermaye Akımlarının Etkisi**

| Senaryo | MB'nin alternatif tepkileri | Likidite Etkisi | Kurlar Üzerindeki Etkisi | Parasal Duruşa Etkisi |
|---|---|---|---|---|
| **Yavaşlayan Sermaye Girişi** | ROK'ta değişim olmaz. | Bankalar kendiliğinden bu imkandan daha az yararlanmaya başlarlar ve otomatik olarak döviz arzı yaratırlar. TL Likiditesi de azalır. | TL'nin sepet bazında değer kaybı sınırlanır. Sterilize edilmemiş döviz satım müdahalesine eşdeğer bir mekanizma olarak düşünülebilir. | Sıkılaşma |
| | Rezerv opsiyon oranının son dilimleri için ROK artırılır. | Bankalar bu imkandan daha az yararlanırlar. Döviz arzı artar ve TL likiditesi azalır. | TL'nin sepet bazında değer kaybı sınırlanır. Sterilize edilmemiş döviz satım müdahalesine eşdeğer bir mekanizma olarak düşünülebilir. | Sıkılaşma |
| | ROK indirilir. | Bankaların Merkez Bankası'nda tuttukları döviz rezervleri azalır. Piyasada döviz arzı artarken, TL Likiditesi değişmez. | TL'nin seviyesinden ziyade oynaklığına müdahale edilmiş olunur. Sterilize edilmiş bir döviz satım müdahalesine eşdeğer bir işleyiş olarak düşünülebilir. | Gevşeme |
| | Rezerv Opsiyon Oranı düşürülür. | Bankaların Merkez Bankası'nda tutabilecekleri döviz rezervi azalacağından piyasada döviz arzı oluşur. TL likiditesi ise sıkışır. | TL'deki değer kaybı sınırlanır. Sterilize edilmemiş döviz satım müdahalesine eşdeğer bir mekanizma olarak düşünülebilir. | Sıkılaşma |
| **Hızlanan Sermaye Girişi** | ROK özellikle ilk dilim için artırılır. | Döviz talebi yaratılır. Ancak bu işlem sonunda piyasadaki TL likiditesi değişmez | TL'nin seviyesinden ziyade oynaklığını hedef alan bir yaklaşım olur. Sterilize edilmiş döviz alım müdahalesine eşdeğer bir mekanizma olarak düşünülebilir. | Sıkılaşma |
| | TL cinsi ZK oranları artırılır. | Bankaların ayırması gerekecek olan TL cinsi ZK miktarı artar ve rezerv opsiyon imkanı sayesinde bankalar daha fazla döviz rezervi tutabilir. Bu işlem sonucunda piyasada döviz talebi artarken TL likiditesi bir miktar azalabilir. | TL'nin sepet karşısındaki değer kazancı sınırlanır. Sterilize edilmemiş bir döviz alım müdahalesine eşdeğer bir işleyiş olarak düşünülebilir. | Sıkılaşma |
| | Rezerv opsiyon oranı artırılır. | Bankaların Merkez Bankası'nda tutabilecekleri döviz rezervi artacağından piyasada döviz talebi oluşur. TL likiditesi ise rahatlar. | TL'deki değer kazancı sınırlanır. Sterilize edilmemiş döviz alım müdahalesine eşdeğer bir mekanizma olarak düşünülebilir. | Gevşeme |

**Kaynak**:https://www.kapitalfx.com/analiz/blog/guncel-merkez-bankasi-politikalari-ve-rezervopsiyon mekanizmas., (Erişim: 10.02.2017)

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.[364] Örneğin Aysan ve diğerleri, 46 ülkelik panel analizlerinde makro ihtiyati politikaların kullanılmasından sonra Türkiye'nin diğer ekonomilere göre sermaye hareketlerine karşı duyarlılığının azaldığını tespit etmişlerdir.[365]

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.[366]

Oduncu ve diğerleri (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 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.[367]

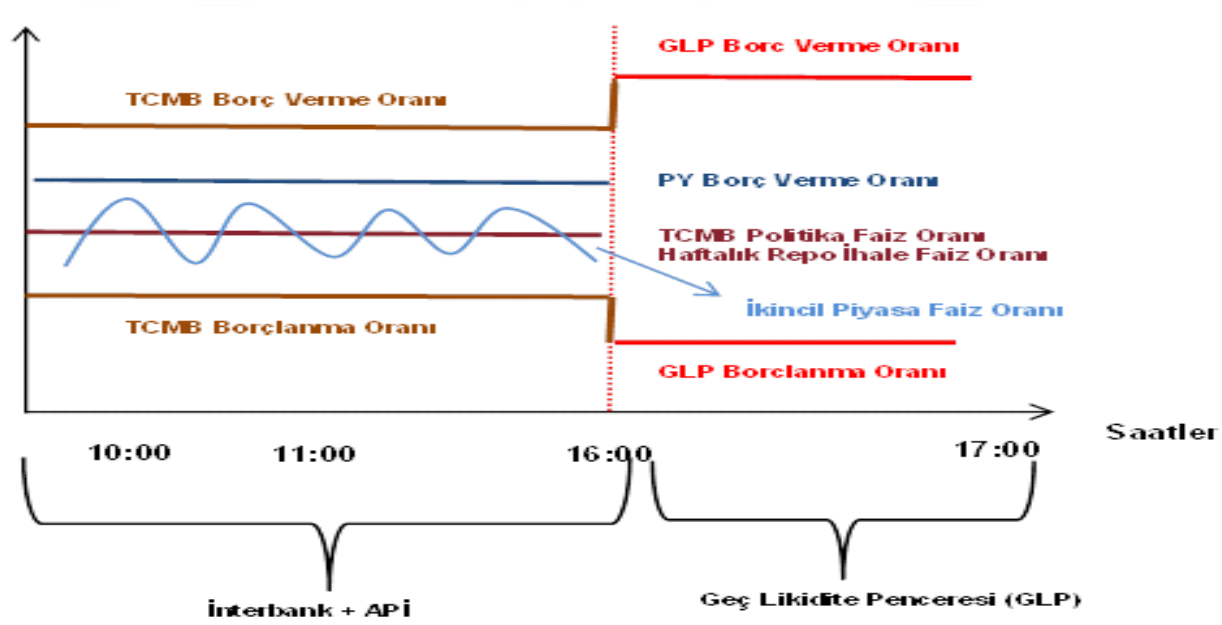
#### 3.4.2.3. Faiz Koridoru

Piyasadaki faizleri ve likidite düzeyini etkilemeye çalışan TCMB, bir takım 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

[364] İlhan, 2015, s.79.
[365] Ahmet Faruk Aysan, Salih Fendoğlu ve Mustafa Kılınç, "Managing Short-Term Capital Flows in New Central Banking: Unconventional Monetary Policy Framework in Turkey", **TCMB Working Paper**, No: 14/03, February 2014.
[366] Afşar Şahin, Burak Doğan ve M. Hakan Berument, "Effectiveness Of The Reserve Option Mechanism As a Macroeconomic Prudential Tool: Evidence From Turkey", ***Applied Economics***, Vol:47, Issue:56, 2015.
[367] Arif Oduncu, Yasin Akçelik ve Ergun Ermişoğlu, "Reserve Options Mechanism and FX Volatility", **TCMB Working Paper**, No:13/03, February 2013, s.16.

bankalardan gecelik vadede borçlanabileceği ve borç verebileceği faiz düzeylerinin arasında kalan alana "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.[368]

Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası (TCMB) Para Politikası Kurulu (PPK) toplantı sayılarını düzenleyen torba yasa 27.01.2017 tarihinde kabul edilmiştir. Daha önce her ay olmak üzere yılda 12 kez toplanan Kurul, 28.01.2017 tarihli "Para Politikası Kurulu Toplantı Takvimine İlişkin Basın Duyurusu"nda, görüldüğü gibi yılda 8 kez toplanacaktır. Toplantılar Merkez Bankası Başkanı'nın çağrısı üzerine yapılacaktır.[369]




**Şekil 54:** TCMB Para Politikasının Operasyonel Yapısı (Faiz Koridoru)

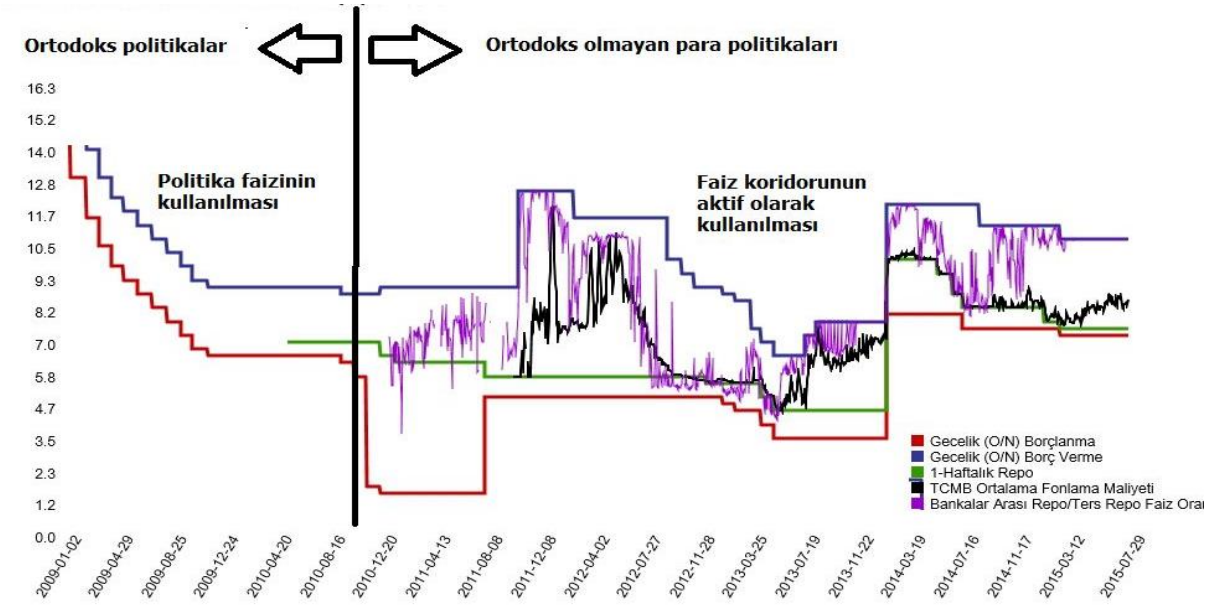
**Kaynak**: Kara, Haziran 2012, s.8.

Şekil 54'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

[368] Kara, Haziran 2012.
[369] http://www.tcmb.gov.tr/wps/wcm/connect/TCMB+TR/TCMB+TR/Main+Menu/Duyurular/Basin/2017/DUY2017-06. (Erişim: 10.02.2017)

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.[370]

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.[371]




**Şekil 55:** Politika ve Kısa Vadeli Faiz Oranları (%)

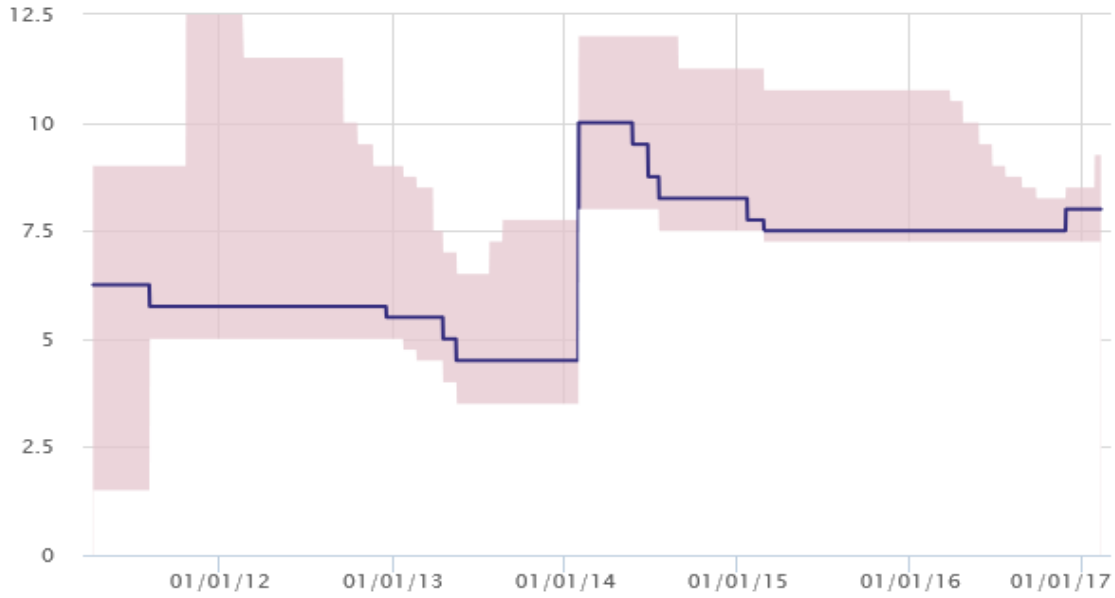
**Kaynak**: Selçuk Oktay, "Para Politikasında Yeni Dönem", *Business HT*, 30.07.2015, http://www.businessht.com.tr/piyasalar/haber/1109187-merkezden-tarihi-bir-donemec., (Erişim: 21.11.2016)

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

[370] Kara, 2012, s.8.
[371] Eğilmez, 29.09.2012.

azaltmaya yönelik olarak Aralık 2010 itibariyle faiz koridorunu, 2011 Eylül'de de ROM'u uygulamaya başlamıştır.[372] TCMB'nin geniş faiz koridoru ile sıkı likidite politikasını birlikte kullanması, ekonominin dış şoklara karşı bu duyarlılığını azaltmada etkili olmuştur.[373]

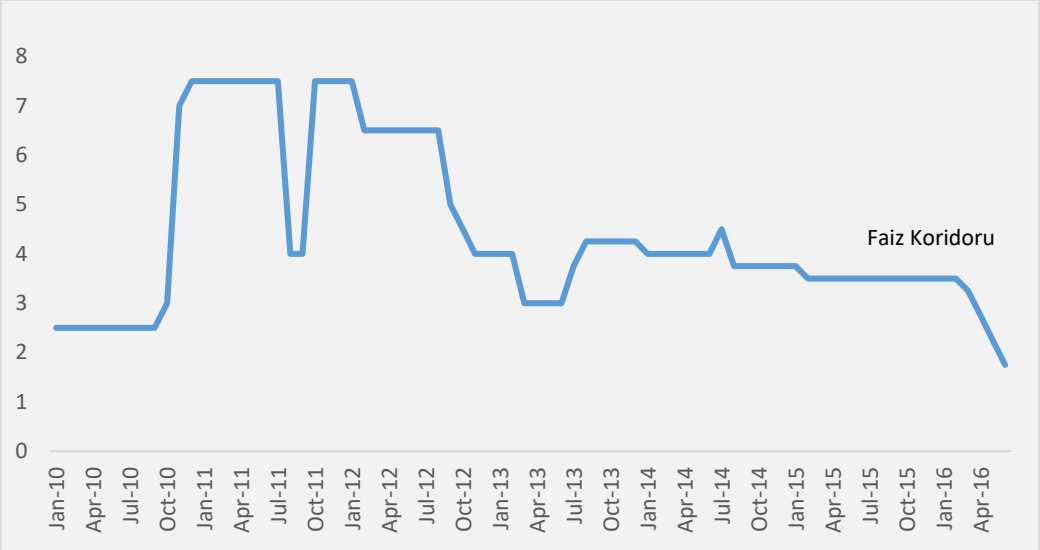
Zorunlu karşılıkları daha etkin şekilde kullanmaya yönelik öncelikle karşılıklara faiz ödenmesine son vermiş, likidite yönetiminin daha aktif olabilmesi için de operasyonel çerçevede değişiklik yapmıştır. Bir haftalık repo ihale faiz oranları politika faizi olarak belirlenerek faiz koridoru korunmuş, aktif bir iletişim politikası izlemiştir.[374] Şekil 56 ve Şekil 57'de görüleceği üzere TCMB, sadeleşme politikası gereği faiz koridorunu (borç verme ve borç alma faizi farkını) daraltmaya başlamıştır. Ancak, Merkez Bankası Ocak 2014'ten beri geçen süreçte ilk kez Kasım 2016'da döviz kuru hareketlerinden dolayı faiz artışına gitmiştir. Şubat 2015'ten bu yana % 7,5 olarak sabit tuttuğu politika faizini % 8'e çıkarmış, koridorun üst bandını da çeyrek puan artırmıştır.




**Şekil 56:** TCMB Politika Faizi ve Faiz Koridoru

**Kaynak**: TCMB

[372] Selçuk Oktay, "Para Politikasında Yeni Dönem", *Business HT*, 30.07.2015, http://www.businessht.com.tr/ /piyasalar /haber/1109187-merkezden-tarihi-bir-donemec., (Erişim: 21.11.2016)
[373] TCMB, 2015, s.3.
[374] Başçı, Kara, 2007, s.5.




**Şekil 57:** Faiz Koridoru

**Kaynak**: TCMB

TCMB'nin yol haritasındaki üç başlıktan biri olan "Türk Lirası Likidite Yönetimi Çerçevesi ve Sadeleşme Adımları" Tablo 30'da yer almaktadır. TCMB, küresel para politikalarının normalleşmeye başlaması ile faiz koridorunun bir hafta vadeli repo ihale faiz oranı etrafında daha simetrik bir hale getirileceğini ve daraltılacağını ifade etmiştir.

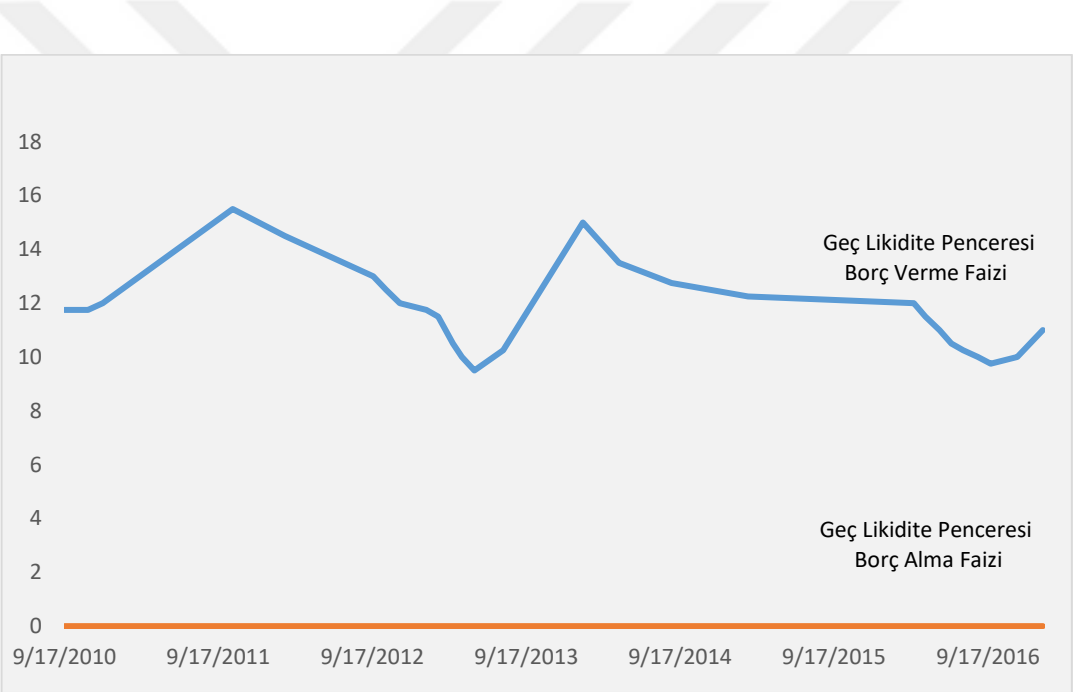
**Tablo 30: Faiz ve Türk Lirası Likidite Yönetimi Çerçevesi ve Sadeleşme Adımları**

| | POLİTİKA | ZAMANLAMA |
|---|---|---|
| **Faiz Koridoru** | Faiz koridoru bir hafta vadeli repo ihale faiz oranı etrafında daha simetrik bir hale getirilecek ve daraltılacaktır. | Normalleşme Sürecinde |
| **Fonlama** | Hâlihazırda piyasa yapıcısı bankalara sağlanan toplam fonlama imkanı, piyasa yapıcı bankaların TCMB'den sağladıkları fonlamanın maliyetini değiştirmeyecek şekilde, haftalık vadeli miktar repo ihalesi limit hesaplarına eklenecektir. Böylece piyasa yapıcısı bankalara tanınan borçlanma imkânı faiz oranı kaldırılacaktır. | Normalleşme Öncesinde |
| **Teminat Koşulları** | Teminat koşulları sadeleştirilecektir. | Normalleşme Öncesinde ve Sürecinde |

**Kaynak:** TCMB "2016 Yılında Para ve Kur Politikasında Öne Çıkan Uygulamalar", Bülten, Mart 2016, Sayı:41, s.2.

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.[375]

TCMB'nin gün sonunda bankalara uyguladığı borç alma ve borç verme imkanı olan geç likidite penceresi işlemlerinde ise faiz koridoru biraz daha genişletilebilir. Geç likidite penceresi borçlanma oranı ve geç likidite penceresi borç verme oranlarının 2010 sonrası seyri Şekil 50'de yer almaktadır. TCMB 2010 yılından itibaren, likidite fazlası olan bankalara faiz uygulamamış, geç likidite penceresi borç verme faiz oranı da en son % 11 olarak belirlenmiştir.(Şekil 52)




**Şekil 58:** Geç Likidite Penceresi Borç Alma ve Borç Verme Faizi

**Kaynak**: TCMB, http://www.tcmb.gov.tr/wps/wcm/connect/ tcmb+tr/tcmb+tr/main+page+site+area /tcmb+ faiz+oranlari/gec+likidite+penceresi+(lon)., (Erişim:13.02.2017)

TCMB son zamanlarda haftalık repo ihalelerini iptal ederek bankalara verdiği borcun vadesini gecelik vade olarak kısaltmıştır. Yani, bankaları gecelik borçlanmaya ve geç likidite penceresi imkânını kullanmaya yöneltmiştir. Bunun sonucu olarak da ağırlıklı ortalama fonlama maliyetini (ortalama faiz) artmıştır. Dolayısıyla politika faizi de, istisnai bir imkanın

[375] Mahir Binici, Hakan Kara ve Pınar Özlü., "Faiz Koridoru ve Banka Faizleri: Parasal Aktarım Mekanizmasına Dair Bazı Bulgular", TCMB Çalışma Tebliği, No: 16/08, Mart 2016, s.11.

faizi olarak kullanılan geç likidite penceresi faizi olmuş gibi görünmektedir. Özetle, şu anda dünyada politika faizi oluşturmayan tek Merkez Bankası olarak politika faizini sabit tutup, asıl faiz denilebilecek ortalama faizi yükselterek aslında faizi gerçekte artırmış olmaktadır.[376]

#### 3.4.2.4.Likidite Yönetimi

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.

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:[377]

- 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.

TCMB'nin döviz zorunlu karşılıkları düşürmesi, TL cisinden tutulması gereken zorunlu karşılıkların döviz olarak tutulabilecek olan bölümünü artırması, döviz satım ihalesi gibi uygulamaları döviz likiditesinin artırılmasına dönük yapılmaktadır. Ancak bu adımlar ile

[376] Eğilmez, "Merkez Bankası'nın Kararı", *Kendime Yazılar*, 24.01.2017, http://www.mahfiegilmez.com/2017/01/merkez-bankasnn-karar.html., (Erişim: 14.02.2017)
[377] TCMB, 2015, s.6-7.

sağlanan döviz likiditesi fazlası ancak açığı gidermeye çalışmakla sınırlı kalmaktadır. Likidite sorununun çözülememesi döviz kurunu kontrol edilmesini daha güç hale getirmektedir. Kur istikrarının önemli bir koşulu, likidite dengesini sağlayarak yönetimini doğru ve etkin bir şekilde yapabilmektir.

### 3.4.3. TCMB'nin Politika Bileşiminin Etkileri ve Uygulamaya Dönük Eleştiriler

Uygulanan politika bileşiminin ara amaçlarından biri, makro finansal riskleri sınırlamak için kredilerin makul bir hızda büyümesidir. Genellikle alınan tedbirlerin krediler üzerindeki etkisinin, gecikmeli olarak görülmesi beklenir. Nitekim yeni politika stratejisine geçişi takip eden dönemde kredilerin yıllık artış hızında belirgin bir yavaşlama olmamıştır.

2002-2008 döneminde makroekonomik veriler kadar kredilerdeki gelişim de istikrarlı bir artış eğilimi içinde olmuştur. Dış ticaret hacmi ve ekonomi hızla büyümüş, bankacılık sektörünün kullandırdığı kredilerin özellikle ticari kredilerin önemli ölçüde arttığı görülmüştür. Ancak ekonomi Küresel Kriz sürecinde daralmış olup, kredi büyümesi yıllık olarak düşüş göstermiştir. Politika bileşiminin diğer amacı ise, döviz kurlarındaki iktisadi temellerden kopuk hareketleri sınırlamaktır. Hızlanan kısa vadeli sermaye girişlerinin neden olduğu döviz kuru hareketleri ekonomide kaynakların etkin dağılımını bozmaktadır. TCMB kısa vadeli, spekülatif amaçlı sermaye girişlerini caydırmak için öncelikle borçlanma faizini hızla düşürmüş, faiz koridorunu önemli ölçüde açarak para piyasasında faizlerin oynaklığının belirgin olarak artmasına izin vermiştir. Politika faizini (1 haftalık repo ihale faizi) de 75 baz puan düşürmüştür. Bu önlemler, mevcut amaca ulaşma konusunda etkili olabilmiştir. Bir diğer hedef de bankacılık sisteminin yükümlülüklerinin vadesinin uzatılmasıdır. Kısa vadeli faizlerdeki oynaklığın artırılması stratejisi, Türk lirası işlemlerde vadelerin uzamasına katkı sağlamıştır.[378]

Küresel Kriz sonrası TCMB tarafından kullanılmaya başlanan geleneksel olmayan para politikalarına yönelik olarak, krizin etkilerini azaltmadaki başarısının yanı sıra çeşitli eleştiriler de olmuştur. Örneğin, TCMB'nin 2010 yılından itibaren kredi genişlemesi ve cari açık sorununa ağırlık vererek finansal istikrara yönelmesi fiyat istikrarının ikinci plana itildiği izlenimini vermektedir. Nitekim 2011 yılında % 5 olan enflasyon hedefinin % 10,5 gibi çok

[378] Başçı ve Kara, 2007, s.14-15.

farklı bir oranda gerçekleşmesi TCMB'nin fiyat istikrarı üzerindeki hâkimiyetini kaybettiği izlenimini yaratmaktadır. Bu durumda TCMB'nin amaçlarıyla araçları arasında bir çelişki olduğu görülmektedir. TCMB enflasyon hedeflemesi politikasının başlangıç aşamasında politika amaçları arasında bir ihtilaf durumunda fiyat istikrarının tercih edileceğini açıkça ilan etmesine rağmen 2010 yılından sonraki uygulamaların bu ilanla çeliştiği görülebilir. Enflasyon hedefindeki sapmanın yüksek oranda olması halkın politikaya olan güvenini sarsmakla birlikte hedef enflasyon oranına ulaşma da büyük bir çaba gerektirmektedir.[379]

Küresel finansal kriz sonrasında yeni ekonomik durum karşısında bir çözüm aracı olarak geliştirilen faiz koridoru ve zorunlu karşılıklar politikasının başarılı olmuş gibi görünse de bazı eksik yönleri mevcuttur. Zorunlu karşılıklar politikası ile kredi ve döviz kuru kanalı üzerinden finansal ve fiyat istikrarı sağlanmaya çalışılmaktadır. Krediler ve döviz kurunun ön plana çıkması temel araç olan faizlerin ikinci plana itilmesine sebep olmuştur. Enflasyon hedeflemesinin faiz aracı, hem kamuoyu hem de finansal çevreler tarafından kabul gören artık içselleştirilmiş bir araçtır. Bu zamana kadar faizin kabul görmesini sağlamaya yönelik uygulanan politikaların da boşa gitmesine yol açmıştır. Ayrıca faiz oranlarının PPK kararı olmaktan çıkıp koridor sınırları içerisinde bankalar tarafından belirlenmesi, faizler üzerinde TCMB'nin etkisini kaybettiğine yönelik bir izlenim vermekte bu durum da şeffaflık koşuluyla çelişmektedir.[380]

Geleneksel olmayan araçlar uzun vadeli faizleri düşürmede başarılı olmuştur. Ancak, kriz ile oluşan belirsizlik yüzünden iktisadi birimlerin sağlanan kaynakları kullanmadaki isteksizliği bu politikaların toplam talep üzerindeki etkisini sınırlandırmıştır. TCMB krizden yaklaşık 1,5 yıl sonra yeni bir politika ilan etmiş ve diğer gelişmekte olan ülkeler gibi faiz koridoru ve zorunlu karşılıkları politika setine eklemiştir. Geliştirilen ROM mekanizması birçok ülkeye örnek teşkil etmiştir. TCMB'nin tasarladığı geleneksel para politikasının başarılı olduğu görülse de fiyat istikrarı hedefinden taviz verildiğine yönelik bir izlenim mevcuttur. Politika dizaynı, şüphesiz uyum ve koordinasyon ile yakın ilişkilidir. Yeni para politikası oluşturulması ve kurumsallığa yönelik tartışmaların sürmesi para politikasının yeni anlayışının en son halini almasının da zaman alacağını göstermektedir. Ayrıca, makro ihtiyati politikaların

[379] Alpaslan Serel ve İsmail Cem Özkurt, "Geleneksel Olmayan Para Politikası Araçları ve Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası", ***Yönetim ve Ekonomi Araştırmaları Dergisi***, Sayı:22, 2014, s.68-69.
[380] Serel ve Özkurt, 2014, s.68-69.

politik baskılara açık olması bu mekanizmanın sağlıklı çalışmasını da engelleyebilmektedir. Daraltıcı bir makro ihtiyati düzenlemenin politik maliyetleri de yüksek olabilecektir.[381]

# 4. TÜRKİYE'DE UYGULANAN MAKRO İHTİYATİ PARA POLİTİKASI ARAÇLARININ KRİZ PERFORMANS GÖSTERGELERİNE OLAN ETKİSİ: VAR ANALİZİ

Çalışmanın bu bölümünde TCMB'nin kriz sonrası aktif olarak kullandığı başlıca makro ihtiyati para politikası uygulamaları ile amaçlarına göre seçilmiş temel makroekonomik göstergeler arasındaki dinamik ilişkiler incelenmeye çalışılmıştır. Genişletilmiş Dickey-Fuller (ADF) birim kök testi yardımı ile serilerin bireysel zaman serisi özellikleri, "granger nedensellik", "varyans ayrıştırması" ve "etki-tepki fonksiyonları" ile de serilerin birbirlerine etkilerinin belirlenmesi amaçlanmıştır. Öncelikle analizde yer alan politika araçları ve iktisadi göstergelere ilişkin literatürde yer alan bazı çalışmalara yer verilmiştir.

## 4.1.Literatür

2008 Küresel Ekonomik Krizi'ne ilişkin literatürde yapılan çalışmaların çoğu kriz öncesi ve sonrası durumlara ilişkin makroekonomik durumu özetlemektedir. Çalışmaların bir kısmı kriz sinyallerinin öngörülebilmesine yönelik olan ekonometrik analizlerdir. Ekonometrik çalışmalar genellikle krizin işsizlik ve büyüme üzerindeki etkilerini analiz etmektedir. Analizlerin bir kısmı da krizleri modele kukla değişken olarak dâhil etmiş ve makroekonomik değişkenler üzerindeki etkilerini araştırmaktadır.

Özdemir ve Göçer (2011), 2008 Krizi'nin Türkiye Ekonomisi'nde makroekonomik değişkenler üzerindeki etkilerini, 1988-2011 dönemi aylık verileriyle ele alarak VAR analizi uygulamışlar ve krizin etkisinin yaklaşık olarak iki yıl sürdüğü belirtilmiştir.[382]

Serel ve Özkurt (2014) ise 2010 yılı sonlarından itibaren uygulamaya başladığı para politikası karmasının ortaya çıkış süreci, uygulama aşamasında yaşanan gelişmeler ve sonuçlarını tespit etmeye yönelik TCMB kaynaklarına dayanılarak gözleme dayalı bir çalışma

[381] Atılğan, 2016, s.263-264.
[382] Abdullah Özdemir ve İsmet Göçer, "Türkiye'de Krizlerin Makroekonomik Değişkenlere Etkileri: VAR Analizi", **Finans Politik & Ekonomik Yorumlar**, Cilt:48, Sayı:560, 2011.

yapmışlardır. Buna göre, politika karmasının geçmişinin kısa olmasına rağmen, günümüzdeki sonuçlarına göre başarılı olduğu tespit edilmiştir.[383]

TCMB 2010 yılından itibaren fiyat istikrarından ödün vermeden finansal istikrarı destekleyici makro ihtiyati önlemler almıştır. Bu doğrultuda TCMB'nin 2014 yılı Finansal İstikrar Raporu'nda yer alan bir çalışmada, finansal piyasalar ve reel kesim arasındaki güçlü ilişkiden kaynaklı olarak küçük ekonomik şokların reel ekonomiye olası büyük etkilerini sınırlamada (finansal amplifikasyonun gücünü sınırlamada) yakın dönem politika çerçevesinin etkili olduğu görülmüştür.[384]

Para politikası araçlarının türleri, para politikası etkinliğinin ölçülmesinde farklı sonuçlar doğuracaktır. Örneğin, Çetin ve Çetin (2007) çalışmalarında, VAR modeli kullanılarak 1988:4-2005:4 dönemlerini kapsayan üç aylık verilerle Türkiye'de uygulanan para, maliye ve kur politikalarının başta reel GSYİH olmak üzere seçilmiş bazı makroekonomik değişkenler üzerindeki etkilerini incelemişlerdir. Para politikası değişkeni olarak faiz oranı ve reel para arzını kullanmışlardır. Sonuçlara göre, para politikası değişkeni olarak faiz oranı alındığında, faiz oranı reel döviz kurunu ve enflasyon oranını pozitif, Reel GSYİH'ı negatif yönde etkilemektedir. Para politikasının faiz oranı üzerinden makro değişkenler üzerinde daha etkili olduğu sonucuna ulaşılmaktadır.[385] Bagliano ve Favero (1998) VAR yöntemini kullandıkları çalışmalarında, uzun dönemde faiz oranlarının daraltıcı para politikasının etkilerini sınırladığını belirtmişlerdir.[386]

Binici ve diğerleri (Mart 2016) yaptıkları çalışmada, para politikası duruşunun ve parasal aktarım mekanizmasının daha iyi anlaşılmasına katkıda bulunmayı amaçlamışlar, para politikasının bankacılık sistemine aktarımı açısından resmi faizlerden ziyade fiili faizler öne çıktığını, bankalar arası gecelik piyasada oluşan faizin de kredi ve mevduat fiyatlamasında belirleyici rol oynadığını gözlemlemişlerdir. Ayrıca, TCMB'nin faiz koridoru sisteminin bankalarca anlaşıldığı ve fiili politika faizlerinin banka faizlerine aktarımına yönelik,

[383] Serel ve Özkurt, 2014.
[384] TCMB, "Makro İhtiyati Politikalar ve Ilımlı İş Çevrimleri Üzerine Ampirik Bir Çalışma: Firma Bazında Türkiye Örneği", Finansal İstikrar Raporu Mayıs 2014, Sayı: 18.
[385] Ahmet Çetin ve Birol Çetin, "Alternatif Para Politikası Değişkenlerinde Maliye Politikası Döviz Kuru Ve Enflasyonun Büyüme Üzerindeki Etkisi**", İktisat İşletme ve Finans**, Cilt:22, Sayı:252, Mart 2007.
[386] F. C. Bagliano ve C. A. Favero, "Measuring Monetary Policy with VAR models: An Evaluation**", European Economic Review,** Elsevier, Vol: 42(6), June.1998.

geleneksel faiz kanalının ilk ayağının sağlıklı işlediği görülmüştür. Küresel Kriz döneminden sonra yazılan makaleler genellikle, politika faizi ve kredi-mevduat faizleri arasındaki ilişkinin değiştiğine dair vurgu yapılmaktadır.[387]

Gottschalk ve Moore (2001) ise Polonya'da para politikası araçları ile enflasyon arasındaki ilişkiyi VAR modellerini kullanarak incelemişler, döviz kuru ve faiz oranı şoklarının fiyatlar üzerindeki etkisini analiz etmişlerdir. Buna göre döviz kurunun, üretim ve fiyatlar üzerinde etkili olduğu, faiz oranı ile enflasyon arasındaki ilişkinin güçlü olmadığı görülmüştür. Yani, para politikası araçları ile enflasyon arasındaki ilişkinin daha anlaşılır olması gerekmektedir.[388] Enflasyonla ilişkili olarak, Meyer ve Zaman (2013) B-VAR yöntemine dayalı çalışmalarında, tüketici fiyat endeksinden yola çıkılarak hesaplanan enflasyonun çekirdek enflasyondan daha doğru sonuç verdiği bulgusuna ulaşmıştır. Bu açıdan para politikası için daha önemli bir gösterge olarak kabul edilmektedir.[389]

Mimir ve Diğerleri (2012), zorunlu karşılıkların bir makro-ihtiyati politika aracı olarak kullanımını incelemişlerdir. Bu amaçla, bankacılık sektörüyle genişletilmiş bir parasal dinamik stokastik genel denge (DSGD) modelinden faydalanılmış, model parametreleri olarak yakın dönemde zorunlu karşılıkların kredi politikası aracı olarak kullanıldığı Türkiye Ekonomisi verileri seçilmiştir. Kalibre edilen ölçüt model, finansal kriz deneyi yapmak amacıyla öz sermaye şokları altında da ele alınmıştır. Yapılan analizler neticesinde;[390]

- Kredi büyümesi beklentileri ile doğru orantılı olarak değişen ZKO kuralının makroekonomik ve finansal şokların tetiklediği finansal hızlandırıcı mekanizmasını yavaşlattığı,
- Buna paralel olarak, ZKO kuralının önemli makroekonomik değişkenlerde TFV ve para arzı şoklarının yol açtığı oynaklığı sabit bir ZKO'ya karşılık sınırlı tuttuğu

[387] Binici ve diğerleri, 2016, ss.1-37.
[388] Gottschalk, J. ve D. Moore, "Implementing Inflation Targeting Regimes: The Case of Poland", **Journal of Comparative Economics,** Vol:29, No:1, Mart 2001.
[389] B. H. Meyer ve S. Zaman, "It's Not Just For Inflation: The Usefulness of the Median CPI in BVAR Forecasting" **FRB of Cleveland Working Paper**, No. 13-03. 2013, http://ssrn.com/ abstract=2354031.
[390] Yasin Mimir, Enes Sunel ve Temel Taşkın,"Required Reserves as a Credit Policy Tool", **TCMB Working Paper**, No:12/24, August 2012.

- Ekonomideki refah düzeyinin zamanla değişen ZKO ekonomisinde sabit ZKO ekonomisine görece daha yüksek olduğu bulunmuştur.

Sonuçta, ZKO kuralı bir kredi politikası aracı olarak modellenmiştir. Şoklar arasında ise en fazla finansal şoklara karşı etkili olan ZKO kuralı, finansal pürüzlerin yol açtığı kredi/mevduat marjlarını düşürmenin yanı sıra enflasyon oynaklığını da artırmakta, fiyat istikrarı ile finansal istikrar arasında ilginç bir açmaza yol açmaktadır.

Alper ve Tiryaki (2011) çalışmalarında, zorunlu karşılıkların para politikasındaki yerini küresel finans krizi sonrasında oluşan yeni iktisadi konjonktürün ortaya koyduğu gereksinimler bağlamında incelemişlerdir. Zorunlu karşılıklar, politika faizinin aksine yalnızca belirli faiz oranları üzerinde etkili olmakta, sermaye akımlarını artırmadan sıkılaştırıcı para politikası uygulama imkânı tanımaktadır. Çalışmada, zorunlu karşılıkların kredi ve mevduat faizleri üzerindeki etkisi maliyet ve likidite kanalları üzerinden ele alınmış, mevcut konjonktürde TCMB açısından elverişli bir araç niteliği taşıdığı ifade edilmiştir.[391]

Son yıllarda Türkiye'de TCMB'nin bu yeni araçlarının ekonomiye olan etkilerini anlamaya yönelik olarak tez çalışmaları da mevcuttur. Örneğin; Yurdabak (2015) yaptığı çalışmasında, 2008 yılında başlayan Küresel Kriz sonrasında merkez bankacılığında oluşan yeni anlayışı incelemiştir. Bu doğrultuda, TCMB tarafından izlenen para politikalarının değerlendirilmesi; kredi büyüme oranları, cari işlemler dengesi, cari işlemler açığı finansman kalitesi, iç talep dış talep dengesi, hanehalkı tüketimi büyüme oranı, hanehalkı borçluluğu ve bankacılık sektörü sermaye yeterlilik oranı gibi farklı makroekonomik değişkenlerin 2010-2014 dönemindeki seyrine bakılarak yapılmıştır. İzlenen para politikalarının başarı sağladığı ve bu değişkenlerin hepsi üzerinde olumlu bir etki yarattığı tespit edilmiştir.[392]

Tutar (2005), Türkiye'de enflasyon hedeflemesinin önkoşullarının sağlanıp sağlanmadığını ve özellikle para politikası araçları ile enflasyon arasındaki ilişkinin varlığını Vektör Otoregresyon (VAR) modelleri yardımıyla incelemiştir. Sonuçlar, Türkiye'de para politikası araçları ile enflasyon arasındaki ilişkinin öngörülebilir, güçlü ve istikrarlı olmadığını

[391] Alper ve Tiryaki, 2011, ss.1-10.
[392] Kamil Yurdabak, **2008 Küresel Kriz Sonrası Merkez Bankacılığında Politika Değişimi: Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası Örneği**. Marmara Üniversitesi, Doktora Tezi, İstanbul, 2015.

göstermiştir. Yani, faiz oranları ve parasal büyüme gibi para politikası araçlarının enflasyon hakkında öngörülebilir bir bilgi içermediği ifade edilmiştir. Sonuç olarak, Türkiye'de para politikası uygulamasında hesap verebilirlik ve şeffaflık konusunda büyük adımlar atılmasına rağmen, mali derinliğin hâla yetersiz olduğu açıktır.[393]

Fendoğlu (2015) yaptığı çalışmada, krizden ve kriz sonrası oluşan yoğun sermaye akımlarından en çok etkilenen gelişmekte olan 15 ülke için uygulanan makro-ihtiyati araçların, finansal istikrara yönelik temel bir gösterge olan reel kredi büyümesine olan etkisini dinamik bir panel regresyon analizi ile sistem genelleştirilmiş momentler metodu (GMM) kullanarak incelemiştir. Sonuçta, makro-ihtiyati araçların çoğunun (başta sermaye gereksinimi, zorunlu karşılıklar, borç-gelir limiti ve kredi büyümesi limiti olmak üzere) reel kredi büyümesini ve sermaye akımlarının reel kredi büyümesi üzerindeki hassasiyetini düşürdüğü tespit edilmiştir.[394]

Uygulanan geleneksel olmayan politikaların tasarlanması, gelişmiş ülkeler ve gelişmekte olan ülkeler için farklılık göstermektedir. Gelişmiş ülkeler bu politikaları ekonomiyi canlandırma amacıyla kullanırken, gelişmekte olan ülkeler sermaye girişlerinin olumsuz etkilerini azaltmak için kullanmaktadır. Vural (2013) çalışmasında, geleneksel olmayan para politikalarından bazılarının GSYİH düzeyi yüksek ülkelerde daha yoğun bir şekilde, bazılarının ise GSYİH düzeyi düşük ülkelerde daha yoğun bir şekilde kullanıldığını tespit etmiştir. Türkiye'nin Küresel Kriz sonrası dönemde uyguladığı geleneksel olmayan para politikası araçlarının da az sayıda alanda yoğunlaştığı ve farklı makro iktisadi hedeflere yönelen oldukça etkili politikalar olduğu sonucuna ulaşmıştır.[395]

Hahm ve diğerleri (2012) çalışmalarında gelişmekte olan açık ekonomilerdeki makro ihtiyati politikaları incelemektedir. Çalışmada, politika yapıcıların finansal döngü ve sistemik riski izlemeleri ihtiyacına ve ekonomiyi yönetmeye yardımcı olmak için makro ihtiyati politikaların nasıl bir gerekçe sunduğunu tartışılmaktadır.[396]

---

[393] Eser Tutar, **Enflasyon Hedeflemesinin Önkoşulları: Türkiye'de Para Politikası Araçları İle Enflasyon Arasındaki İlişkinin İncelenmesi**. TCMB Uzmanlık Yeterlilik Tezi, Ankara, Ağustos 2005.
[394] Mehmet Cem Fendoğlu, **Finansal İstikrar Açısından Makro-İhtiyati Araçların Etkisi: Türkiye ve Seçilmiş Ülkeler İçin Bir Sistem GMM Yaklaşımı**. Gazi Üniversitesi, Yüksek Lisans Tezi, Haziran 2015.
[395] Vural, 2013.
[396] Hahm ve diğerleri, 2012, ss.1-60.

### 4.2. 1. Modele İlişkin Analiz Sonuçları

#### 4.2.1. Veri Seti ve Yöntem

Çalışmada TCMB'nin 2008 Küresel Finansal Kriz sonrasında uygulamaya koyduğu makro ihtiyati politika araçlarının amaçları doğrultusundaki bazı temel iktisadi göstergelere olan etkisine bakılarak, belirlenen amaçlara ulaşmadaki etkinliği de analiz edilmektedir.

Analizde enflasyon oranına ilişkin gösterge olan TÜFE (Y1) ve Çekirdek Enflasyon göstergesi I Endeksi (Y2), modele ayrı ayrı konularak iki ayrı model tahmini elde edilmiştir. Çalışmada her iki modele ait tahmin sonuçları ele alınarak karşılaştırılmıştır. Öncelikle 1. Model olarak TCMB'nin fiyat istikrarına yönelik göstergesi kabul edilen Tüketici Fiyat Endeksi (TÜFE) baz alınmış, TÜFE (Y1)'in içerisinde yer aldığı model tahmini esas alınmış ve değerlendirilmiştir. Yani ilk olarak, VAR tahmini analizi bu göstergenin yer aldığı model üzerinden yapılmıştır. Ardından 2. Model olarak diğer değişkenlerin aynı kaldığı, sadece YI yerine Y2 (I Endeksi) çekirdek enflasyonun yer aldığı model tahmini yapılmıştır.

2008 Krizi sonrası politika araçlarının etkinliğini görebilmek için analizde 2010 (Ocak)-2016 (Haziran) dönemi baz alınmıştır. Bu dönemde Türkiye'de; "Tüketici Fiyat Endeksi (TÜFE) (2003 bazlı) (Y1)", "Türk Bankacılık Sektörü Toplam Kredi Hacmi" (Y3)", "Dış Ticaret Dengesi (Y4)", "Sermaye Hareketleri Dengesi (Y5)", "İmalat Sanayi Kapasite Kullanım Oranı (Y6)" olarak seçilmiş, makroekonomik değişkenler ile TCMB'nin aktif kullandığı araçlara ilişkin; faiz koridoru olarak "Borç Alma Faizi (X1)" ve "Borç Verme Faizi (X2)", "Politika Faizi (1 hafta vadeli repo ihale faiz oranı) (X4)", Zorunlu Karşılıklar olarak "TL Zorunlu Karşılık Oranları (X5)" ve "Yabancı Para Zorunlu Karşılık Oranları (X6)" ve "Aylık Repo Faizi Oranları (ağırlıklı ortalama) (X7)" kullanılmıştır. Araçların makroekonomik değişkenlere etkileri, zaman serisi ekonometrisi teknikleri ile incelenmiştir.

Merkez Bankasının gecelik borç verme faizi ile haftalık repo faizinin (politika faizi) ağırlıklı ortalaması olan ağırlıklı ortalama fonlama maliyeti hesaplamalarında, aylık repo faizi (X7) de önceden hesaplamaya dahil edilirken 2013 yılında bu işleme son verilmiştir. Ancak, baz alınan dönem içerisinde hesaplamada yer aldığından dolayı etkisini görebilmek adına modele dahil edilmiştir. Faiz koridoru da modeli anlamsız kıldığından dolayı araçlar içerisinde

modele dahil edilmemiştir. Modeli daha anlamlı kılan borç alma ve borç verme faiz oranları modelde yer almıştır.

Veri setindeki değişkenler aşağıda belirtilmiştir.

| | |
|---|---|
| X1: BORÇ ALMA FAİZ ORANI<br>X2: BORÇ VERME FAİZ ORANI<br>X3: FAİZ KORİDORU<br>X4: POLİTİKA FAİZİ<br>X5: TL ZORUNLU KARŞILIK ORANLARI<br>X6: YP ZORUNLU KARŞILIK ORANLARI<br>X7: AYLIK REPO FAİZİ | Y1: ENFLASYON ORANI (TÜFE)<br>Y2: I ENDEKSİ (ÇEKİRDEK ENFLASYON)<br>Y3: TOPLAM KREDİ HACMİ<br>Y4: DIŞ TİCARET DENGESİ<br>Y5: SERMAYE HAREKETLERİ DENGESİ<br>Y6: KAPASİTE KULLANIM ORANI |

Belirtilen değişkenler, Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası'nın (TCMB) elektronik veri dağıtım sisteminden, Bankacılık Düzenleme ve Denetleme Kurumu'nun (BDDK) Türk Bankacılık Sektörü İnteraktif Aylık bülten veri dağıtım sisteminden elde edilmiştir. Alınan veriler öncelikle ölçü birimleri farklılığından arındırılıp karşılaştırma yapabilmek için Normalize yöntemiyle dönüştürülmüştür. Analizin aracı olarak Unrestricted VAR (Vektör Otoregresyon) yaklaşımı kullanılmış, Eviews-9 sürümünde bulgular elde edilmiştir. Mevsimsel etkiler taşımaları nedeniyle TÜFE, Dış Ticaret ve Sermaye Hareketleri değişkenleri Census X-12 yöntemiyle mevsimsel etkilerden arındırılmıştır.

### 4.2.2. Birim Kök Testleri

Öncelikle durağanlık kavramı üzerinde durmak gerekmektedir. Durağan süreç, bir zaman serisinin ortalamasının ve varyansının zamana bağlı olarak değişmemesidir. İki gözlem arasındaki ilişki zamanın değil, bu iki gözlem arasındaki mesafenin fonksiyonu olması şeklinde ifade edilebilir.[397] Serilerin durağan olmaması, yapılan parametre tahminlerinin sağlıklı sonuçlar verememesine neden olmaktadır. Bir zaman serisinin durağan olup olmadığı birim kök testleri aracılığıyla yapılmaktadır. Literatürde en çok kullanılan birim kök testi Dickey-Fuller (DF) (1979-1981) tarafından geliştirilen birim kök testidir. DF birim kök testi, hataların normal dağıldığını, ortalamasının sıfır, varyansının sabit (σ2) olduğunu varsaymaktadır. Dickey- Fuller testi, otokorelasyon problemini giderilerek tekrar hesaplanarak Genişletilmiş Dickey-Fuller (ADF) olarak adlandırılmaktadır.[398]

[397] Damodar N. Gujarati, **Temel Ekonometri**. (Çev: Ümit Şenesen ve Gülay Günlük Şenesen), Yedinci Baskı, İstanbul: Literatür Yayıncılık, 1999, s.713.

[398] D.A. Dickey ve W.A. Fuller, "Distribution of the Estimators for Autoregressive Time Series with a Unit Root", **Journal of the American Statistical Association**, Vol: 74, 1979, s.427. (Dickey, D.A. ve Fuller, W.A. (1981). Likelihood Ratio Statistics for Autoregressive Time Series With a Unit Root, **Econometrica,** Vol:49, 1057-1072)

Öncelikle değişkenlerin birim köklere sahip olup olmadığı belirlenmelidir. Düzeyde durağan olan değişkenler aynen alınırken; birinci dereceden farkı alınınca durağan hale gelen serilerin farklarının alındığı değişkenler modele dahil edilmektedir. Çalışmada X1, X2, X3, X5, Y1, Y3, Y2, Y4 değişkenleri birinci dereceden farkları alınarak durağan hale gelirken; X4, X5 ve X6 değişkenlerinin düzeyde durağan oldukları görülmektedir.

VAR analizinin yapılabilmesi için değişkenlerin durağan olması gerekmektedir. Değişkenlere ait birim kök testleri yapılırken gecikme uzunlukları AIC ve SIC bilgi kriterleri tarafından belirlenmiş olup, X1, X2, X3, X6, X7 ve Y3 için gecikme uzunluğu 1; Y1, Y2, Y4, Y5 ve Y6 için 2; X5 değişkeni için 3 olarak seçilmiştir. Aşağıda yer alan birim kök sınamasına ait tabloda (Tablo 31) her bir değişken için belirlenen gecikme uzunluğu dikkate alınarak birim kök analizi uygulanmıştır.

**Tablo 31: Birim Kök Testleri**

| Değişkenler | ADF | ADF | PP | PP | KPSS | KPSS |
|---|---|---|---|---|---|---|
| | Sabit | Sabit&trend | Sabit | Sabit&trend | Sabit | Sabit&trend |
| **X1** | -1.707524 (0.4235) | -2.519790 (0.3181) | -1.858716 (0.3499) | -2.653547 (0.2587) | 0.564737 | 0.105416 |
| **X2** | -2.008908 (0.2825) | -1.920634 (0.6342) | -2.254427 (0.1894) | -2.206251 (0.4792) | 0.190953 | 0.061699 |
| **X3** | -1.787857 (0.3838) | -2.935672 (0.1575) | -2.088746 (0.2498) | -2.558269 (0.3003) | 0.371658 | 0.128356 |
| **X4** | -3.993140 (0.0724) | -4.669284 (0.0517) | -3.250753 (0.0208) | -3.213043 (0.0896) | 0.605837 | 0.064550 |
| **X5** | -3.206704 (0.0237) | -2.633100 (0.2674) | -2.276050 (0.1823) | -2.017723 (0.5823) | 0.561579 | 0.177435 |
| **X6** | -1.018965 (0.7429) | -3.040361 (0.1285) | -1.120351 (0.7041) | -2.472603 (0.3406) | 1.036028 | 0.070411 |
| **X7** | -1.810221 (0.3730) | -2.382677 (0.3855) | -1.884539 (0.3379) | -2.437259 (0.3580) | 0.611850 | 0.143604 |
| **Y1** | -3.433081 (0.0127) | -3.435359 (0.0543) | -2.811025 (0.0614) | -2.791720 (0.2049) | 0.049586 | 0.048507 |
| **Y2** | -1.946867 (0.3095) | -3.831268 (0.0204) | -1.794761 (0.3805) | -2.408271 (0.3725) | 0.808170 | 0.059165 |
| **Y3** | 1.591283 (0.9994) | -1.495503 (0.8229) | 1.533655 (0.9993) | -1.495503 (0.8229) | 1.208254 | 0.274449 |
| **Y4** | -1.715187 (0.4196) | -2.677887 (0.2487) | -3.188637 (0.0245) | -3.709919 (0.0275) | 0.377000 | 0.184677 |
| **Y5** | -3.374410 (0.0350) | -4.237736 (0.0764) | -4.134351 (0.0120) | -4.922276 (0.0420) | 0.612042 | 0.150111 |
| **Y6** | -4.425557 (0.0116) | -3.993614 (0.0129) | -4.249206 (0.0211) | -3.926940 (0.0554) | 0.303706 | 0.118336 |
| **∆X1** | -8.028943 (0.0000) | -8.018811 (0.0000) | -8.028477 (0.0000) | -8.018811 (0.0000) | 0.100988 | 0.061068 |
| **∆X2** | -7.908314 (0.0000) | -7.884446 (0.0000) | -7.907013 (0.0000) | -7.883152 (0.0000) | 0.077866 | 0.062969 |
| **∆X3** | -3.487126 (0.0113) | -3.907439 (0.0169) | -7.561054 (0.0000) | -7.681054 (0.0000) | 0.188129 | 0.066811 |
| **∆X4** | -4.360043 (0.0008) | -4.540335 (0.0026) | -7.621527 (0.0000) | -7.677746 (0.0000) | 0.158874 | 0.063614 |

| | | | | | | |
|---|---|---|---|---|---|---|
| **ΔX5** | -4.601324 (0.0003) | -4.973595 (0.0007) | -8.584118 (0.0000) | -8.693353 (0.0000) | 0.172977 | 0.052829 |
| **ΔX6** | -8.147774 (0.0000) | -8.092739 (0.0000) | -8.144717 (0.0000) | -8.089356 (0.0000) | 0.058808 | 0.058931 |
| **ΔX7** | -8.650759 (0.0000) | -8.595870 (0.0000) | -8.655318 (0.0000) | -8.598510 (0.0000) | 0.061372 | 0.054607 |
| **ΔY1** | -4.712498 (0.0003) | -4.653980 (0.0020) | -8.242199 (0.0000) | -8.185033 (0.0000) | 0.040870 | 0.040608 |
| **ΔY2** | -5.061785 (0.0001) | -5.063538 (0.0005) | -5.011781 (0.0001) | -4.996543 (0.0006) | 0.053486 | 0.041280 |
| **ΔY3** | -7.672634 (0.0000) | -7.894307 (0.0000) | -7.672634 (0.0000) | -7.853867 (0.0000) | 0.394656 | 0.053535 |
| **ΔY4** | -9.114807 (0.0000) | -9.326864 (0.0000) | -15.38302 (0.0001) | -14.35342 (0.0001) | 0.188690 | 0.069176 |
| **ΔY5** | 15.69439 (0.0001) | -15.60228 (0.0001) | -23.88817 (0.0001) | -25.76365 (0.0001) | 0.500000 | 0.500000 |
| **ΔY6** | -12.69460 (0.0001) | -12.95872 (0.0001) | -12.73086 (0.0001) | -13.12968 (0.0001) | 0. 261508 | 0.117561 |
| **Kritik Değ. %1** | -3.519050 | -4.083355 | -3.519050 | -4.083355 | 0.739000 | 0.216000 |
| **Kritik Değ. %5** | -2.900137 | -3.470032 | -2.900137 | -3.470032 | 0.463000 | 0.146000 |
| **Kritik Değ. %10** | -2.587409 | -3.161982 | -2.587409 | -3.161982 | 0.347000 | 0.119000 |

(Not: Δ simgesi birinci farkları yani durağan hale getirilmiş değerleri üzerinden hesaplanmıştır)

Bulgular doğrultusunda ele alınan değişkenlerin düzeyde durağan dışı; birinci dereceden farkları alındığında ise durağan oldukları görülmektedir. VAR analizinde birinci dereceden farkları alınmış halleri üzerine tahminleme yapılmıştır. VAR modellerinde değişkenler arasında koentegrasyon ilişkisi dikkate alınarak model seçimi yapılmaktadır. Eğer değişkenler birbirleriyle ilişkili ise VEC modeli kullanılırken; değişkenlerin koentegre olmadığı durumda da kısıtsız (unrestricted) VAR modelleri tercih edilmektedir. Öncelikle çalışmada değişkenler arasındaki koentegreasyon ilişkisi irdelenecektir.

### 4.2.3. Gecikme Uzunluğunun Belirlenmesi ve İstikrar Koşulları

VAR analizi uygulamalarında ilk önce gecikme uzunluğunun belirlenmesi gerekmektedir. Dolayısıyla birinci dereceden farkları alınan seriler için gecikme uzunluğu belirlenmiştir. Gecikme uzunluğu belirlenirken VAR analizinde yer alan LR, AIC, SIC, FPE, HQ bilgi kriterleri dikkate alınmaktadır. Bilgi kriterlerinin verdiği sonuçlara göre, hangi gecikme uzunluğunda yıldız sayısı fazla ise o gecikme uzunluğu VAR modelde dikkate alınıp, gecikme uzunluğu olarak belirlenmektedir. Durağan hale getirilen serilerin dikkate alınarak VAR modeli için uygun gecikme uzunluğu belirtilen bilgi kriterlerine dayanarak seçilmektedir.

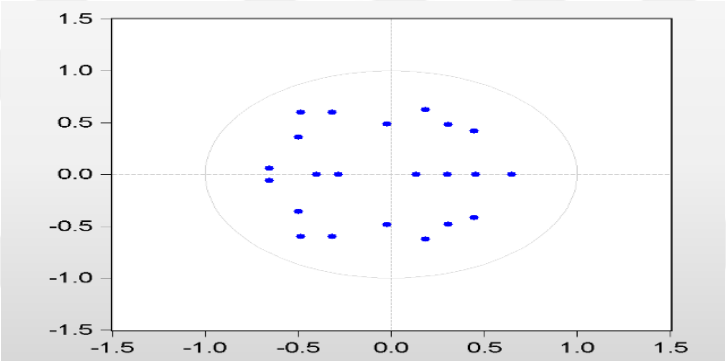
Tablo 32'de görüleceği üzere, yıldız sayısının en fazla olduğu 1 gecikme VAR modelindeki uygun gecikme sayısı olarak belirlenmiştir.

**Tablo 32: VAR Gecikme Uzunluğunun Belirlenmesi**

| Gecikme | LogL | LR | FPE | AIC | SIC | HQ |
|---|---|---|---|---|---|---|
| 0 | -2834.165 | NA | 1.98E+20 | 77.94973 | 78.29487* | 78.08728* |
| 1 | -2700.499 | 223.3877* | 1.44E+20* | 77.60271* | 81.74426 | 79.25323 |
| 2 | -2593.835 | 146.1146 | 2.64E+10 | 77.99549 | 85.93365 | 81.15898 |
| 3 | -2475.196 | 126.7648 | 5.19E+20 | 78.06017 | 89.79486 | 82.73635 |
| 4 | -2352.540 | 94.09291 | 2.02E+21 | 78.01478 | 93.54598 | 84.20423 |

Not: * İlgili bilgi kriteri tarafından seçilen uygun gecikme uzunluğunu göstermektedir.

Tahmin edilen VAR (1)'e göre modelin dinamik olarak istikrarlı olup olmadığını göstermek amacıyla otoregresif ters kök grafiği ise Şekil 59'daki gibidir. Otoregresif ters köklerin tamamının birim çemberin içinde bulunması modelin dinamik olarak istikrarlı olduğuna dair kanıt sunmaktadır.




**Şekil 59:** AR Karakteristik Polinomlarının Ters Köklerinin Birim Çember Gösterimi (1.Model)

Modelde otokorelasyon ve değişen varyans sorunlarının varlığını test eden LM ve Joint Test sonuçları Tablo 33 ve Tablo 34'de yer almaktadır.

**Tablo 33: Otokorelasyon Test Sonuçları**

| Gecikme | LM İstatistiği | Olasılık Değeri |
|---|---|---|
| 1 | 143.1297 | 0.0828 |
| 2 | 109.7326 | 0.7596 |
| 3 | 106.3202 | 0.8268 |

**Tablo 34: Değişen Varyans Test Sonucu**

| Ki-Kare | df | Olasılık değeri |
|---|---|---|
| 2865.042 | 2904 | 0.6931 |

Tablo 33'de yer alan bulgulara göre, modeldeki hata terimlerinin otokorelasyonsuz olduğu görülmektedir. Olasılık değeri 0.05 anlamlılık düzeyinden büyüktür. Hata terimlerinin varyanslarının sabit olup olmadığını gösteren Tablo 34'deki Joint Test sonuçları modelde değişen varyans sorununun olmadığını göstermektedir. Hata terimlerinin sabit varyanslı olduğu

sonucuna varılmaktadır. Yapılan diagnostik testler sonucunda hata terimlerinin EKK varsayımlarını sağladığı görülmektedir. Gerekli diagnostik testlerin yapılmasının ardından 1 gecikmeli VAR modeli tahmin edilmiş, etki-tepki analizleri ve varyans ayrıştırması sonuçları değerlendirilmiştir.

### 4.2.4. VAR Analizi

Literatürde para politikasına ilişkin analizlerde, genellikle çok değişkenli gecikmesi dağıtılmış VAR yaklaşımları kullanılmaktadır. VAR yaklaşımları tek değişkenli AR modellerini genelleştiren, ortaya çıkan iktisadi şoklar karşısında çoklu zaman serileri arasındaki gelişimi ve karşılıklı bağımlılığı veren ekonometrik modellerdir. Sims (1980) tarafından geliştirilmiş VAR Analizi, içsellik dışsallık ayrımı yapılmadan tüm değişkenler içsel kabul edilerek analiz yapılmaktadır. Hem bağımsız değişkenin hem de bağımlı değişkenin gecikmeli değerlerini içeren eş anlı ve dinamik bir tahminleme yöntemidir.[399]

2008 Küresel Ekonomik Kriz sonrası merkez bankaları tarafından finansal istikrar ve fiyat istikrarı beraber sağlanmaya çalışılan amaçlar olmuşlardır. Dolayısıyla literatür de VAR yaklaşımlarına dayalı bir gelişme göstermiştir. Finansal istikrara yönelik makro ihtiyati politikaların etkinlik analizleri de krizle beraber gelişmiştir.

### 4.2.5. Bulgular

Modelde yer alan değişkenlerin önem sırası: Y1, Y5, Y3, Y4, Y6, X4, X1, X2, X5, X6 şeklindedir. VAR modellerinde bağımlı ve bağımsız değişken ayrımı olmadığından dolayı tüm değişkenler içsel olarak modele dâhil edilip birbirleri üzerindeki etkisi analiz edilmektedir. Tahmin edilen VAR modeli üzerinden yapılan etki-tepki analizine ilişkin bulgular Tablo 35'de yer almaktadır. Tabloda her bir değişkenin sırasıyla bağımlı değişken olduğu içsel modele dâhil edilip birbirleri üzerindeki etkisi analiz edilmektedir.

Örneğin; Y1 = C(1)*Y1(-1) + C(2)*Y5(-1) + C(3)*Y3(-1) + C(4)*Y4(-1) + C(5)*Y6(-1) + C(6)*X4(-1) + C(7)*X1(-1) + C(8)*X2(-1) + C(9)*X5(-1) + C(10)*X6(-1) + C(11)*X7(-1) + C(12)

Modeli (Y1) TÜFE değişkeninin bağımlı, diğer değişkenlerin bağımsız olarak kabul edildiği durum için regresyon analizini tahmin etmektedir. Burada C(1), C(2), …C(11) gibi

[399] Fabio C. Bagliano ve Carlo A. Favero, "Measuring Monetary Policy With VAR Models: An Evaluation", **European Economic Review**, Elsevier, Vol: 42(6), June 1998, s.1070-1072.

katsayılar ise değişkenlere ait regresyon katsayılarını yani parametreleri ifade ederken; C(12) katsayısı sabit terimi ifade etmektedir.

**Tablo 35: 1. VAR Modeli Tahmini Sonuçları**

| | Y1 | Y5 | Y3 | Y4 | Y6 | X4 | X1 | X2 | X5 | X6 | X7 |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| **Y1 (-1)** | 0.118950<br>(0.11444)<br>[1.03937] | -0.193749<br>(0.15422)<br>[-1.25634] | 0.000845<br>(0.01009)<br>[0.08378] | -0.036111<br>(0.12350)<br>[-0.29239] | 0.108618<br>(0.11111)<br>[0.97754] | -0.074981<br>(0.09020)<br>[-0.83125] | 0.103567<br>(0.12529)<br>[0.82659] | 0.107892<br>(0.10739)<br>[1.00468] | -0.095139<br>(0.06930)<br>[-1.37291] | -0.013462<br>(0.05178)<br>[-0.25998] | 0.259041<br>(0.09436)<br>[2.74512] |
| **Y5 (-1)** | 0.183120<br>(0.09434)<br>[1.94101] | 0.593266<br>(0.12713)<br>[-4.66663] | -0.009648<br>(0.00832)<br>[-1.15982] | -0.049618<br>(0.10181)<br>[-0.48737] | -0.002583<br>(0.09160)<br>[-0.02819] | -0.006959<br>(0.07436)<br>[-0.09359] | 0.012794<br>(0.10329)<br>[0.12387] | 0.138005<br>(0.08853)<br>[1.55890] | 0.009563<br>(0.05713)<br>[0.16740] | -0.103154<br>(0.04269)<br>[-2.41658] | -0.028926<br>(0.07779)<br>[-0.37185] |
| **Y3 (-1)** | 0.822092<br>(1.37504)<br>[0.59787] | 3.690327<br>(1.85291)<br>[199164] | 0.155109<br>(0.12124)<br>[1.27936] | 3.212678<br>(1.48385)<br>[2.16609] | 0.750571<br>(1.33503)<br>[0.56221] | -0.001826<br>(1.08378)<br>[-0.00168] | 1.822184<br>(1.50541)<br>[1.21042] | 3.133418<br>(1.29028)<br>[2.42848] | -0.106915<br>(0.83260)<br>[-0.12841] | 0.681149<br>(0.62214)<br>[1.09484] | 2.061274<br>(1.13378)<br>[1.81806] |
| **Y4 (-1)** | -0.162410<br>(0.12208)<br>[-1.33041] | 0.079192<br>(0.16450)<br>[0.48141] | -0.007295<br>(0.01076)<br>[-0.67776] | -0.556079<br>(0.13174<br>[-4.22117] | 0.015496<br>(0.11852)<br>[0.13074] | 0.093572<br>(0.09622)<br>[0.97250] | -0.079105<br>(0.13365)<br>[-0.59188] | -0.355452<br>(0.11455)<br>[-3.10302] | 0.018962<br>(0.07392)<br>[0.25680] | -0.212426<br>(0.05523)<br>[3.84596] | 0.006149<br>(0.10066)<br>[0.06109] |
| **Y6 (-1)** | -0.101775<br>(0.12448)<br>[-0.8763] | 0.200963<br>(0.16773)<br>[1.19810] | 0.003283<br>(0.01098)<br>[0.29912] | 0.124770<br>(0.13433)<br>[0.92886] | -0.369928<br>(0.12085)<br>[-3.06095] | 0.003556<br>(0.09811)<br>[0.03625] | -0.127547<br>(0.13628)<br>[-0.93594 | 0.119005<br>(0.11680)<br>[1.01885] | 0.004995<br>(0.07537)<br>[-0.06614] | 0.102878<br>(0.05632)<br>[1.82845] | 0.017908<br>(0.10264)<br>[0.17448] |
| **X4 (-1)** | -0.183807<br>(0.16064)<br>[-1.14421] | -0.002603<br>(0.21647)<br>[-0.01202] | -0.017515<br>(0.01416)<br>[-1.23658] | -0.128899<br>(0.17335)<br>[-0.74356] | 0.075164<br>(0.15597)<br>[0.48192] | 0.035639<br>(0.12662)<br>[0.28148] | -0.039150<br>(0.17587)<br>[-0.22261] | -0.108736<br>(0.15074)<br>[-0.72135] | 0.001667<br>(0.09727)<br>[0.01714] | 0.077786<br>(0.07268)<br>[1.07021] | 0.162207<br>(0.13246)<br>[1.22461] |
| **X1 (-1)** | -0.049144<br>(0.12926)<br>[-0.38020] | -0.021850<br>(0.17418)<br>[-0.12545] | -0.010747<br>(0.01140)<br>[-0.94301] | -0.088341<br>(0.13949)<br>[-0.63332] | -0.118654<br>(0.12550)<br>[-0.94547] | 0.080458<br>(0.10188)<br>[0.78974] | 0.046559<br>(0.14151)<br>[0.32900] | 0.001666<br>(0.12129)<br>[0.01373] | 0.030665<br>(0.07827)<br>[0.39179] | -0.252117<br>(0.05848)<br>[-4.31087] | 0.129288<br>(0.10658)<br>[1.21307] |
| **X2 (-1)** | 0.118212<br>(0.14799)<br>[0.79877] | 0.143943<br>(0.19942)<br>[0.72179] | 0,0000994<br>(0.01305)<br>[0.00761] | 0.348849<br>(0.15970)<br>[2.18435] | 0.035727<br>(0.14369)<br>[0.24864] | 0.163563<br>(0.11665)<br>[1.40223] | -0.109938<br>(0.16202)<br>[-0.67853] | 0.068229<br>(0.13887)<br>[0.49131] | -0.101824<br>(0.08961)<br>[-1.13628] | 0.086676<br>(0.06696)<br>[1.29444] | 0.112618<br>(0.12203)<br>[0.92290] |
| **X5 (-1)** | -0.344807<br>(0.20698)<br>[-1.66590] | 0.214132<br>(0.27891)<br>[0.76774] | -0.002016<br>(0.01825)<br>[-0.11048] | -0.157551<br>(0.22336)<br>[-0.70537] | 0.164538<br>(0.20096)<br>[0.81877] | -0.073927<br>(0.16314)<br>[-0.45316] | -0.069410<br>(0.22660)<br>[-0.30631] | 0.022171<br>(0.19422)<br>[0.11415] | -0.025084<br>(0.12533)<br>[-0.20015] | -0.021782<br>(0.09365)<br>[-0.23259] | -0.248518<br>(0.17066)<br>[-1.45618] |
| **X6 (-1)** | -0.584738<br>(0.25511)<br>[-2.92212] | -0.375408<br>(0.34377)<br>[-1.09205] | 0.011857<br>(0.02249)<br>[0.52712] | -0.440509<br>(0.27530)<br>[-1.60013] | 0.070518<br>(0.24768)<br>[0.28471] | 0.361506<br>(0.20107)<br>[1.79790] | -0.391306<br>(0.27930)<br>-1.40105 | -0.498039<br>(0.23938)<br>[-2.08051] | 0.283213<br>(0.15447)<br>[1.83344] | 0.121882<br>(0.11543)<br>[1.05594] | -0.052712<br>(0.21036)<br>[-0.25059] |
| **X7 (-1)** | 0.091541<br>(0.14141)<br>[0.64732] | 0.122348<br>(0.19056)<br>[0.64204] | -0.004792<br>(0.01247)<br>[-0.38428] | 0.18574<br>(0.15261)<br>[1.20948] | -0.118352<br>(0.13730)<br>[-0.86200] | 0.067329<br>(0.11146)<br>[0.60406] | 0.154124<br>(0.15482)<br>[0.99548] | 0.155239<br>(0.13270)<br>[1.16986] | -0.002286<br>(0.08563)<br>[-0.02670] | 0.070726<br>(0.0.06398)<br>[-1.10538] | -0.102188<br>(0.11660)<br>[-0.87638] |
| **C** | -0.330447<br>(2.29468)<br>[-0.14401] | -5.032998<br>(3.09215)<br>-1.62767] | 1.141632<br>(0.20233)<br>[5.64253] | -3.884123<br>(2.47627)<br>[-1.56854] | 0.017033<br>(222791)<br>[0.00765] | 0.462211<br>(1.80863)<br>[0.25556] | -1.600599<br>(2.61224)<br>[-0.63712] | -3.662735<br>(2.15324)<br>[-1.70104] | 0.741295<br>(1.38946)<br>[0.53351] | 0.194999<br>(1.03824)<br>[0.18782] | -2.215383<br>(1.89206)<br>[-1.17088] |

Tahmin edilen VAR Modelinde 1.dereceden farkları alınmış (Difference=D) değişkenlerin tahmin sonuçları Tablo 36'da yer almaktadır. TCMB'nin nihai hedefi olan fiyat istikrarı için kullandığı TÜFE göstergesine ilişkin sonuçlara bakılırsa; sadece (X6) yabancı para zorunlu karşılık oranlarının anlamlı bir etkisi olduğu görülmektedir. Diğer değişkenlerin TÜFE üzerinde anlamlı bir ilişkisi bulunamamıştır. YP zorunlu karşılıkların 1 dönem gecikmeli değeri, TÜFE'yi 0.58 azaltmaktadır. Etki tepki fonksiyonlarında da, X6'da meydana gelen

pozitif şok karşısında TÜFE önce negatif, sonra pozitif tepki vermekte 4 dönem sonra da tepkisi stabil hale gelmektedir. (Y4) Dış Ticaret Dengesine ilişkin sonuçlarda; Y3, Y4 ve X2 değişkenlerinin Y4 üzerinde anlamlı bir etkisi olduğu görülmüştür. Yani, dış ticaret dengesi üzerinde yine dış ticaret dengesinin kendisinde meydana gelen değişimlerin yanı sıra, toplam kredi hacmi ve borç verme faizinin etkisi anlamlı bulunmuştur. Borç verme faizinin 1 dönem gecikmeli değeri, dış ticaret dengesini 0.34 artırmaktadır. Buna göre, modeldeki araçlar içerisinde borç verme faizinin dış ticaret dengesi ile anlamlı ilişkisi olduğu söylenebilir.

(Y6) Kapasite Kullanım Oranına (KKO) ilişkin sonuçlara göre, kapasite kullanım oranı üzerinde yine kendisinde meydana gelen değişimler etkili olmaktadır. Kapasite kullanım oranının 1 dönem gecikmeli değeri yine kendisini yani kapasite kullanım oranını 0.36 azaltmaktadır. Etki tepki fonksiyonlarına bakılırsa, KKO'da yaşanan pozitif şoka yine kendisi ilk dönemde negatif yönde şiddetli bir tepki vermektedir. Sonrasında bu tepki pozitif yönde olmakta daha sonra da zayıflamaktadır. Uygulama sonuçlarında araçlardan X4, X1 ve X5 değişkenleri üzerinde diğer değişkenlerin anlamlı bir etkisi görülememiştir.

**Tablo 36: Değişkenlerin Tahmin Sonuçları**

**Bağımlı Değişken: Y1**

DY1 = C(1)*DY1(-1) + C(2)*DY5(-1) + C(3)*DY3(-1) + C(4)*DY4(-1) + C(5) *DY6(-1) + C(6)*DX4(-1) + C(7)*DX1(-1) + C(8)*DX2(-1) + C(9)*DX5(-1) + C(10)*DX6(-1) + C(11)*DX7(-1) + C(12)

| | Coefficient | Std. Error | t-Statistic | Prob. |
|---|---|---|---|---|
| C(1) | 0.118950 | 0.114444 | 1.039374 | 0.3025 |
| C(2) | 0.183120 | 0.094343 | 1.941009 | 0.0567 |
| C(3) | 0.822092 | 1.375039 | 0.597868 | 0.5520 |
| C(4) | -0.162410 | 0.122075 | -1.330406 | 0.1881 |
| C(5) | -0.101775 | 0.124476 | -0.817629 | 0.4166 |
| C(6) | -0.183807 | 0.160642 | -1.144208 | 0.2568 |
| C(7) | -0.049144 | 0.129259 | -0.380197 | 0.7051 |
| C(8) | 0.118212 | 0.147993 | 0.798767 | 0.4274 |
| C(9) | -0.344807 | 0.206979 | -1.665900 | 0.1006 |
| C(10) | -0.584738 | 0.255108 | -2.292122 | 0.0252 |
| C(11) | 0.091541 | 0.141415 | 0.647323 | 0.5197 |
| C(12) | -0.330447 | 2.294680 | -0.144006 | 0.8859 |

**Bağımlı Değişken: Y5**

DY5 = C(13)*DY1(-1) + C(14)*DY5(-1) + C(15)*DY3(-1) + C(16)*DY4(-1) + C(17)*DY6(-1) + C(18)*DX4(-1) + C(19)*DX1(-1) + C(20)*DX2(-1) + C(21)*DX5(-1) + C(22)*DX6(-1) + C(23)*DX7(-1) + C(24)

| | Coefficient | Std. Error | t-Statistic | Prob. |
|---|---|---|---|---|
| C(13) | -0.193749 | 0.154217 | -1.256342 | 0.2136 |
| C(14) | -0.593266 | 0.127129 | -4.666632 | 0.0000 |
| C(15) | 3.690327 | 1.852905 | 1.991644 | 0.0507 |
| C(16) | 0.079192 | 0.164500 | 0.481410 | 0.6319 |
| C(17) | 0.200963 | 0.167735 | 1.198098 | 0.2353 |
| C(18) | -0.002603 | 0.216469 | -0.012023 | 0.9904 |
| C(19) | -0.021850 | 0.174181 | -0.125447 | 0.9006 |
| C(20) | 0.143943 | 0.199424 | 0.721791 | 0.4731 |
| C(21) | 0.214132 | 0.278911 | 0.767742 | 0.4455 |
| C(22) | -0.375408 | 0.343765 | -1.092047 | 0.2789 |
| C(23) | 0.122348 | 0.190561 | 0.642041 | 0.5231 |
| C(24) | -5.032998 | 3.092149 | -1.627670 | 0.1085 |

**Bağımlı Değişken: Y3**

DY3 = C(25)*DY1(-1) + C(26)*DY5(-1) + C(27)*DY3(-1) + C(28)*DY4(-1) + C(29)*DY6(-1) + C(30)*DX4(-1) + C(31)*DX1(-1) + C(32)*DX2(-1) + C(33)*DX5(-1) + C(34)*DX6(-1) + C(35)*DX7(-1) + C(36)

| | Coefficient | Std. Error | t-Statistic | Prob. |
|---|---|---|---|---|
| C(25) | 0.000845 | 0.010091 | 0.083778 | 0.9335 |
| C(26) | -0.009648 | 0.008318 | -1.159820 | 0.2504 |
| C(27) | 0.155109 | 0.121240 | 1.279362 | 0.2054 |
| C(28) | -0.007295 | 0.010764 | -0.677762 | 0.5004 |
| C(29) | 0.003283 | 0.010975 | 0.299123 | 0.7658 |
| C(30) | -0.017515 | 0.014164 | -1.236582 | 0.2208 |
| C(31) | -0.010747 | 0.011397 | -0.943008 | 0.3492 |
| C(32) | 9.94E-05 | 0.013049 | 0.007614 | 0.9939 |
| C(33) | -0.002016 | 0.018250 | -0.110479 | 0.9124 |
| C(34) | 0.011857 | 0.022493 | 0.527119 | 0.5999 |
| C(35) | -0.004792 | 0.012469 | -0.384285 | 0.7020 |
| C(36) | 1.141632 | 0.202326 | 5.642534 | 0.0000 |

**Bağımlı Değişken: Y4**

DY4 = C(37)*DY1(-1) + C(38)*DY5(-1) + C(39)*DY3(-1) + C(40)*DY4(-1) + C(41)*DY6(-1) + C(42)*DX4(-1) + C(43)*DX1(-1) + C(44)*DX2(-1) + C(45)*DX5(-1) + C(46)*DX6(-1) + C(47)*DX7(-1) + C(48)

| | Coefficient | Std. Error | t-Statistic | Prob. |
|---|---|---|---|---|
| C(37) | -0.036111 | 0.123501 | -0.292392 | 0.7709 |
| C(38) | -0.049618 | 0.101808 | -0.487367 | 0.6277 |
| C(39) | 3.212678 | 1.483854 | 2.165091 | 0.0341 |
| C(40) | -0.556079 | 0.131736 | -4.221166 | 0.0001 |
| C(41) | 0.124770 | 0.134326 | 0.928857 | 0.3565 |
| C(42) | -0.128899 | 0.173354 | -0.743560 | 0.4599 |
| C(43) | -0.088341 | 0.139488 | -0.633319 | 0.5288 |
| C(44) | 0.348849 | 0.159704 | 2.184346 | 0.0326 |
| C(45) | -0.157551 | 0.223359 | -0.705371 | 0.4831 |
| C(46) | -0.440509 | 0.275296 | -1.600129 | 0.1145 |
| C(47) | 0.184574 | 0.152606 | 1.209478 | 0.2309 |
| C(48) | -3.884123 | 2.476272 | -1.568536 | 0.1217 |

### Bağımlı Değişken: Y6

DY6 = C(49)*DY1(-1) + C(50)*DY5(-1) + C(51)*DY3(-1) + C(52)*DY4(-1) + C(53)*DY6(-1) + C(54)*DX4(-1) + C(55)*DX1(-1) + C(56)*DX2(-1) + C(57)*DX5(-1) + C(58)*DX6(-1) + C(59)*DX7(-1) + C(60)

| | Coefficient | Std. Error | t-Statistic | Prob. |
|---|---|---|---|---|
| C(49) | 0.108618 | 0.111114 | 0.977540 | 0.3320 |
| C(50) | -0.002583 | 0.091597 | -0.028194 | 0.9776 |
| C(51) | 0.750571 | 1.335027 | 0.562214 | 0.5759 |
| C(52) | 0.015496 | 0.118523 | 0.130745 | 0.8964 |
| C(53) | -0.369928 | 0.120854 | -3.060951 | 0.0032 |
| C(54) | 0.075164 | 0.155967 | 0.481923 | 0.6315 |
| C(55) | -0.118654 | 0.125498 | -0.945467 | 0.3480 |
| C(56) | 0.035727 | 0.143686 | 0.248644 | 0.8044 |
| C(57) | 0.164538 | 0.200957 | 0.818773 | 0.4160 |
| C(58) | 0.070518 | 0.247685 | 0.284710 | 0.7768 |
| C(59) | -0.118352 | 0.137300 | -0.861999 | 0.3919 |
| C(60) | 0.017033 | 2.227909 | 0.007645 | 0.9939 |

### Bağımlı Değişken: X4

DX4 = C(61)*DY1(-1) + C(62)*DY5(-1) + C(63)*DY3(-1) + C(64)*DY4(-1) + C(65)*DY6(-1) + C(66)*DX4(-1) + C(67)*DX1(-1) + C(68)*DX2(-1) + C(69)*DX5(-1) + C(70)*DX6(-1) + C(71)*DX7(-1) + C(72)

| | Coefficient | Std. Error | t-Statistic | Prob. |
|---|---|---|---|---|
| C(61) | -0.074981 | 0.090203 | -0.831247 | 0.4089 |
| C(62) | -0.006959 | 0.074359 | -0.093589 | 0.9257 |
| C(63) | -0.001826 | 1.083783 | -0.001685 | 0.9987 |
| C(64) | 0.093572 | 0.096218 | 0.972502 | 0.3345 |
| C(65) | 0.003556 | 0.098110 | 0.036248 | 0.9712 |
| C(66) | 0.035639 | 0.126615 | 0.281477 | 0.7793 |
| C(67) | 0.080458 | 0.101880 | 0.789735 | 0.4326 |
| C(68) | 0.163563 | 0.116645 | 1.402226 | 0.1657 |
| C(69) | -0.073927 | 0.163138 | -0.453156 | 0.6520 |
| C(70) | 0.361506 | 0.201072 | 1.797896 | 0.0769 |
| C(71) | 0.067329 | 0.111461 | 0.604059 | 0.5479 |
| C(72) | 0.462211 | 1.808629 | 0.255559 | 0.7991 |

### Bağımlı Değişken: X1

DX1 = C(73)*DY1(-1) + C(74)*DY5(-1) + C(75)*DY3(-1) + C(76)*DY4(-1) + C(77)*DY6(-1) + C(78)*DX4(-1) + C(79)*DX1(-1) + C(80)*DX2(-1) + C(81)*DX5(-1) + C(82)*DX6(-1) + C(83)*DX7(-1) + C(84)

| | Coefficient | Std. Error | t-Statistic | Prob. |
|---|---|---|---|---|
| C(73) | 0.103567 | 0.125295 | 0.826585 | 0.4115 |
| C(74) | 0.012794 | 0.103287 | 0.123865 | 0.9018 |
| C(75) | 1.822184 | 1.505409 | 1.210424 | 0.2306 |
| C(76) | -0.079105 | 0.133650 | -0.591882 | 0.5560 |
| C(77) | -0.127547 | 0.136278 | -0.935937 | 0.3528 |
| C(78) | -0.039150 | 0.175872 | -0.222605 | 0.8246 |
| C(79) | 0.046559 | 0.141515 | 0.329002 | 0.7432 |
| C(80) | -0.109938 | 0.162024 | -0.678531 | 0.4999 |
| C(81) | -0.069410 | 0.226604 | -0.306306 | 0.7604 |
| C(82) | -0.391306 | 0.279295 | -1.401047 | 0.1660 |
| C(83) | 0.154124 | 0.154823 | 0.995484 | 0.3232 |
| C(84) | -1.600599 | 2.512244 | -0.637119 | 0.5263 |

### Bağımlı Değişken: X2

DX2 = C(85)*DY1(-1) + C(86)*DY5(-1) + C(87)*DY3(-1) + C(88)*DY4(-1) + C(89)*DY6(-1) + C(90)*DX4(-1) + C(91)*DX1(-1) + C(92)*DX2(-1) + C(93)*DX5(-1) + C(94)*DX6(-1) + C(95)*DX7(-1) + C(96)

| | Coefficient | Std. Error | t-Statistic | Prob. |
|---|---|---|---|---|
| C(85) | 0.107892 | 0.107390 | 1.004675 | 0.3188 |
| C(86) | 0.138005 | 0.088527 | 1.558897 | 0.1240 |
| C(87) | 3.133418 | 1.290282 | 2.428475 | 0.0180 |
| C(88) | -0.355452 | 0.114551 | -3.103016 | 0.0029 |
| C(89) | 0.119005 | 0.116803 | 1.018853 | 0.3121 |
| C(90) | -0.108736 | 0.150740 | -0.721349 | 0.4733 |
| C(91) | 0.001666 | 0.121292 | 0.013732 | 0.9891 |
| C(92) | 0.068229 | 0.138870 | 0.491314 | 0.6249 |
| C(93) | 0.022171 | 0.194221 | 0.114151 | 0.9095 |
| C(94) | -0.498039 | 0.239383 | -2.080508 | 0.0415 |
| C(95) | 0.155239 | 0.132698 | 1.169864 | 0.2464 |
| C(96) | -3.662735 | 2.153237 | -1.701037 | 0.0938 |

### Bağımlı Değişken: X5

DX5 = C(97)*DY1(-1) + C(98)*DY5(-1) + C(99)*DY3(-1) + C(100)*DY4(-1) + C(101)*DY6(-1) + C(102)*DX4(-1) + C(103)*DX1(-1) + C(104)*DX2(-1) + C(105)*DX5(-1) + C(106)*DX6(-1) + C(107)*DX7(-1) + C(108)

| | Coefficient | Std. Error | t-Statistic | Prob. |
|---|---|---|---|---|
| C(97) | -0.095139 | 0.069297 | -1.372912 | 0.1746 |
| C(98) | 0.009563 | 0.057126 | 0.167404 | 0.8676 |
| C(99) | -0.106915 | 0.832604 | -0.128410 | 0.8982 |
| C(100) | 0.018982 | 0.073918 | 0.256798 | 0.7982 |
| C(101) | -0.004985 | 0.075372 | -0.066136 | 0.9475 |
| C(102) | 0.001667 | 0.097271 | 0.017137 | 0.9864 |
| C(103) | 0.030665 | 0.078268 | 0.391791 | 0.6965 |
| C(104) | -0.101824 | 0.089611 | -1.136284 | 0.2601 |
| C(105) | -0.025084 | 0.125329 | -0.200146 | 0.8420 |
| C(106) | 0.283213 | 0.154471 | 1.833438 | 0.0714 |
| C(107) | -0.002286 | 0.085629 | -0.026702 | 0.9788 |
| C(108) | 0.741295 | 1.389458 | 0.533513 | 0.5955 |

### Bağımlı Değişken: X6

DX6 = C(109)*DY1(-1) + C(110)*DY5(-1) + C(111)*DY3(-1) + C(112)*DY4(-1) + C(113)*DY6(-1) + C(114)*DX4(-1) + C(115)*DX1(-1) + C(116)*DX2(-1) + C(117)*DX5(-1) + C(118)*DX6(-1) + C(119)*DX7(-1) + C(120)

| | Coefficient | Std. Error | t-Statistic | Prob. |
|---|---|---|---|---|
| C(109) | -0.013462 | 0.051781 | -0.259980 | 0.7957 |
| C(110) | -0.103154 | 0.042686 | -2.416578 | 0.0185 |
| C(111) | 0.681149 | 0.622144 | 1.094840 | 0.2777 |
| C(112) | 0.212426 | 0.055234 | 3.845956 | 0.0003 |
| C(113) | 0.102978 | 0.056320 | 1.828450 | 0.0721 |
| C(114) | 0.077786 | 0.072683 | 1.070210 | 0.2885 |
| C(115) | -0.252117 | 0.058484 | -4.310872 | 0.0001 |
| C(116) | 0.086676 | 0.066960 | 1.294436 | 0.2002 |
| C(117) | -0.021782 | 0.093649 | -0.232594 | 0.8168 |
| C(118) | 0.121882 | 0.115425 | 1.055939 | 0.2950 |
| C(119) | -0.070726 | 0.063984 | -1.105376 | 0.2731 |
| C(120) | 0.194999 | 1.038242 | 0.187817 | 0.8516 |

### Bağımlı Değişken: X7

DX7 = C(121)*DY1(-1) + C(122)*DY5(-1) + C(123)*DY3(-1) + C(124)*DY4(-1) + C(125)*DY6(-1) + C(126)*DX4(-1) + C(127)*DX1(-1) + C(128)*DX2(-1) + C(129)*DX5(-1) + C(130)*DX6(-1) + C(131)*DX7(-1) + C(132)

| | Coefficient | Std. Error | t-Statistic | Prob. |
|---|---|---|---|---|
| C(121) | 0.259041 | 0.094364 | 2.745124 | 0.0078 |
| C(122) | -0.028926 | 0.077790 | -0.371850 | 0.7112 |
| C(123) | 2.061274 | 1.133779 | 1.818056 | 0.0737 |
| C(124) | 0.006149 | 0.100656 | 0.061092 | 0.9515 |
| C(125) | 0.017908 | 0.102636 | 0.174482 | 0.8620 |
| C(126) | 0.162207 | 0.132456 | 1.224613 | 0.2252 |
| C(127) | 0.129288 | 0.106580 | 1.213065 | 0.2296 |
| C(128) | 0.112618 | 0.122026 | 0.922902 | 0.3595 |
| C(129) | -0.248518 | 0.170664 | -1.456184 | 0.1502 |
| C(130) | -0.052712 | 0.210348 | -0.250594 | 0.8029 |
| C(131) | -0.102188 | 0.116603 | -0.876377 | 0.3841 |
| C(132) | -2.215383 | 1.892064 | -1.170882 | 0.2460 |

### 4.2.5.1.Granger Nedensellik Testi

Granger Nedensellik Testi, değişkenler arasındaki nedensellik ilişkisinin ortaya konulmasında etkilidir. "Hangi değişken hangisinin Granger nedenidir?" sorusunun yanıtını bulmakta fayda sağlamaktadır. Modeldeki iktisadi göstergelerin granger nedensellik sonuçları Tablo 37'de verilmiştir. Buna göre, (Y1) TÜFE bağımlı değişken olduğunda 0.10 anlamlılık seviyesine göre Y5, X5 ve X6 değişkenleri onun granger nedeni olmuştur. Varyans ayrıştırmasında da görüleceği üzere, zorunlu karşılık oranlarındaki değişimler TÜFE üzerinde diğer değişkenlere göre kısmen daha etkilidir. Yani sonuçları birbirini desteklemektedir. Zorunlu karşılık oranlarındaki bir birimlik artış, TÜFE üzerinde düşürücü bir etki yapmıştır.

(Y5) sermaye hareketleri dengesi bağımlı değişken iken, sadece (Y3) toplam kredi hacmi onun granger nedenidir. (Y3) değişkenine ait herhangi bir nedensellik ilişkisi ortaya konulamamaktadır. Yani değişkenlerin hiçbiri toplam kredi hacmindeki değişimin nedeni değildir. Y4 bağımlı değişken olduğu durumda ise Y3 ve X2 değişkenleri bu değişkenin granger nedenidir. Dolayısıyla, (X2) borç verme faizinin (Y4) dış ticaret dengesinin nedeni olarak, üzerinde kısmen etkili olan bir değişken olduğu söylenebilir.

**Tablo 37: Granger Nedensellik Testi Sonuçları**

Bağımlı Değişken: Y1

| | Kİ-Kare | df | Olasılık Değeri |
|---|---|---|---|
| **Y1** | 1.578395 | 1 | 0.2090 |
| **Y5** | 3.966644 | 1 | 0.0464 |
| **Y4** | 0.231755 | 1 | 0.6302 |
| **Y6** | 1.435440 | 1 | 0.2309 |
| **X4** | 0.000145 | 1 | 0.9904 |
| **X1** | 0.015737 | 1 | 0.9002 |
| **X2** | 0.520982 | 1 | 0.4704 |
| **X5** | 0.589427 | 1 | 0.4426 |
| **X6** | 1.192566 | 1 | 0.2748 |
| **X7** | 0.412217 | 1 | 0.5208 |
| **Tümü** | 11.06446 | 10 | 0.3525 |

Bağımlı Değişken: Y5

| | Kİ-Kare | df | Olasılık Değeri |
|---|---|---|---|
| **Y1** | 1.578395 | 1 | 0.2090 |
| **Y3** | 3.966644 | 1 | 0.0464 |
| **Y4** | 0.231755 | 1 | 0.6302 |
| **Y6** | 1.435440 | 1 | 0.2309 |
| **X4** | 0.000145 | 1 | 0.9904 |
| **X1** | 0.015737 | 1 | 0.9002 |
| **X2** | 0.520982 | 1 | 0.4704 |
| **X5** | 0.589427 | 1 | 0.4426 |
| **X6** | 1.192566 | 1 | 0.2748 |
| **X7** | 0.412217 | 1 | 0.5208 |
| **Tümü** | 11.06446 | 10 | 0.3525 |

Bağımlı Değişken: Y3

| | Kİ-Kare | df | Olasılık Değeri |
|---|---|---|---|
| **Y1** | 0.007019 | 1 | 0.9332 |
| **Y5** | 1.345182 | 1 | 0.2461 |
| **Y4** | 0.459361 | 1 | 0.4979 |
| **Y6** | 0.089475 | 1 | 0.7648 |
| **X4** | 1.529135 | 1 | 0.2162 |
| **X1** | 0.889264 | 1 | 0.3457 |
| **X2** | 5.798049 | 1 | 0.9939 |
| **X5** | 0.012206 | 1 | 0.9120 |
| **X6** | 0.277854 | 1 | 0.5981 |
| **X7** | 0.147675 | 1 | 0.7008 |
| **Tümü** | 9.609618 | 10 | 0.4754 |

Bağımlı Değişken: Y4

| | Kİ-Kare | df | Olasılık Değeri |
|---|---|---|---|
| **Y1** | 0.085493 | 1 | 0.7700 |
| **Y5** | 0.237526 | 1 | 0.6260 |
| **Y3** | 4.687617 | 1 | 0.304 |
| **Y6** | 0.862775 | 1 | 0.3530 |
| **X4** | 0.552882 | 1 | 0.4571 |
| **X1** | 0.401093 | 1 | 0.5265 |
| **X2** | 4.771369 | 1 | 0.0289 |
| **X5** | 0.497548 | 1 | 0.4806 |
| **X6** | 2.560412 | 1 | 0.1096 |
| **X7** | 1.462838 | 1 | 0.2265 |
| **Tümü** | 20.86337 | 10 | 0.0221 |

Bağımlı Değişken: Y6

| | Kİ-Kare | df | Olasılık Değeri |
|---|---|---|---|
| **Y1** | 0.955584 | 1 | 0.3283 |
| **Y5** | 0.000795 | 1 | 0.9775 |
| **Y3** | 0.316084 | 1 | 0.5740 |
| **Y4** | 0.017094 | 1 | 0.8960 |
| **X4** | 0.232250 | 1 | 0.6299 |
| **X1** | 0.893909 | 1 | 0.3444 |
| **X2** | 0.061824 | 1 | 0.8036 |
| **X5** | 0.670389 | 1 | 0.4129 |
| **X6** | 0.082060 | 1 | 0.7759 |
| **X7** | 0.743042 | 1 | 0.3887 |
| **Tümü** | 4.434875 | 10 | 0.9256 |

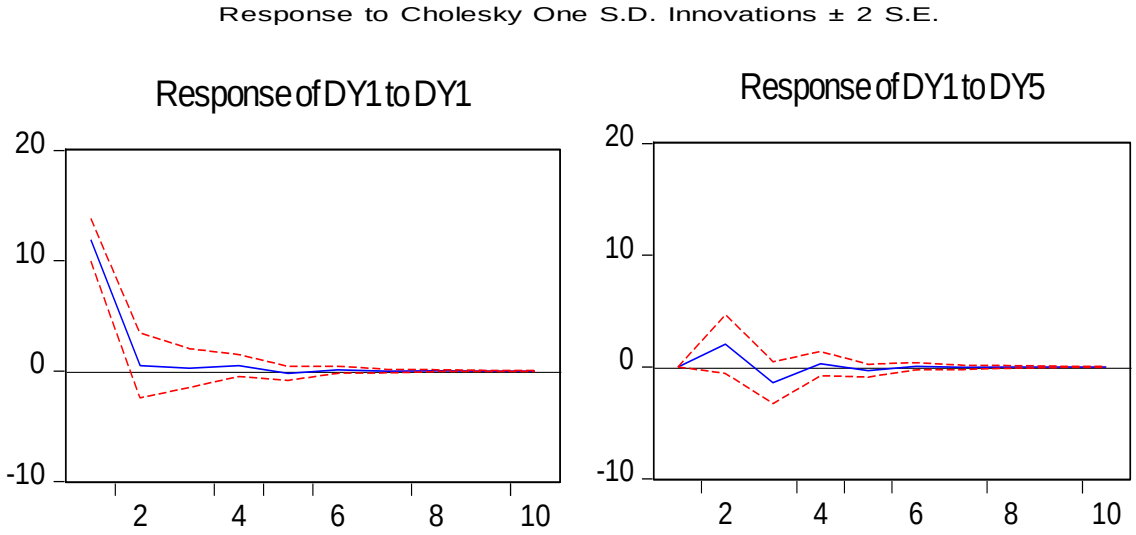
(Y6) kapasite kullanım oranı bağımlı değişken olduğunda, nedensellik ilişkisi bulunamamıştır. (X4) politika faizi bağımlı değişken olduğu durumda, 0.10 anlamlılık düzeyine göre sadece (X6) YP zorunlu karşılık oranı anlamlı bulunmuştur. (X1) borç alma faizinin bağımlı değişken olduğu durumda nedensellik yoktur. (X2) borç verme faizi bağımlı değişken iken, Y3, Y4, X6 onun granger nedenlerini oluşturmaktadır. (X5) bağımlı değişken olduğunda 0.10'luk anlamlılık düzeyine göre X6 değişkeni onun granger nedenidir. (X6) bağımlı değişken olduğunda Y5, Y4, X1 granger nedenleridir. (X7) bağımlı değişken olduğunda (Y1) granger nedenidir. Granger nedensellik analizi bulgularına ilişkin sonuçlar aşağıdaki gibi özetlenebilir:

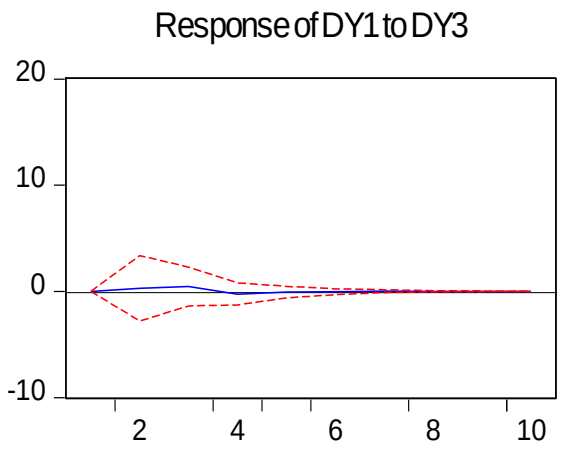
| | |
|---|---|
| X5, X6, Y5 → Y1 | Y3, Y4, X6 → X2 |
| Y3 → Y5 | X6 →X5 |
| Y3, X2 →Y4 | Y5, X4, X1 →X6 |
| X6 →X4 | Y1 →X7 |

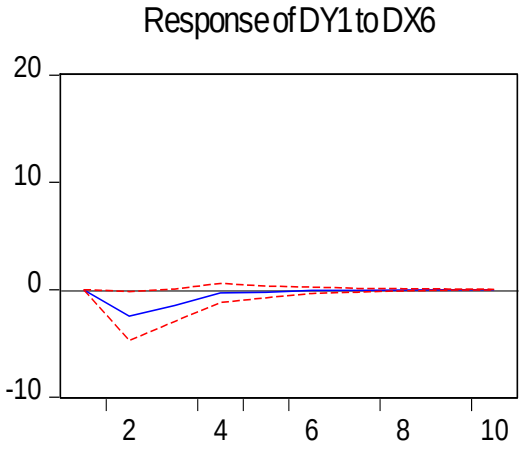
### 4.2.5.2. Etki Tepki Fonksiyonları ve Varyans Ayrıştırması

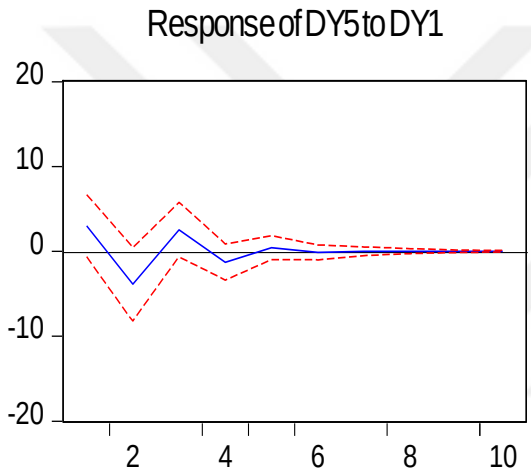
Serilerde meydana gelen şoklarda, 1 birimlik değişim karşısında diğer serilerin verdiği tepkiler ise Şekil 60'da gösterilmektedir. Şekillerdeki kesikli çizgiler ± 2 standart hata için güven aralıklarını, düz çizgiler ise modelin hata terimlerinde meydana gelen 1 standart hatalık şoka karşı bağımlı değişkenin zaman içerisinde gösterdiği tepkiyi ifade etmektedir.

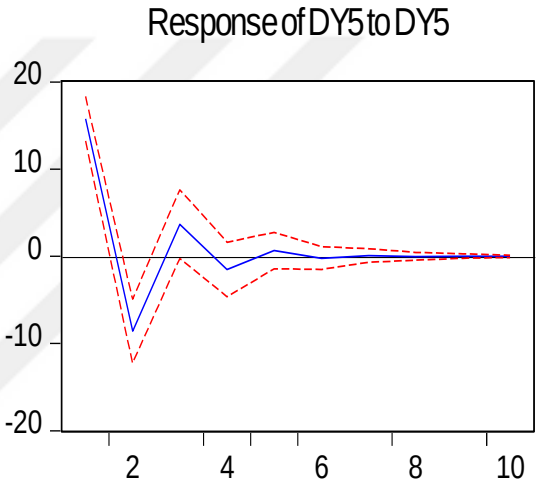
**Şekil 60:** Etki-Tepki Fonksiyonları (1.Model)

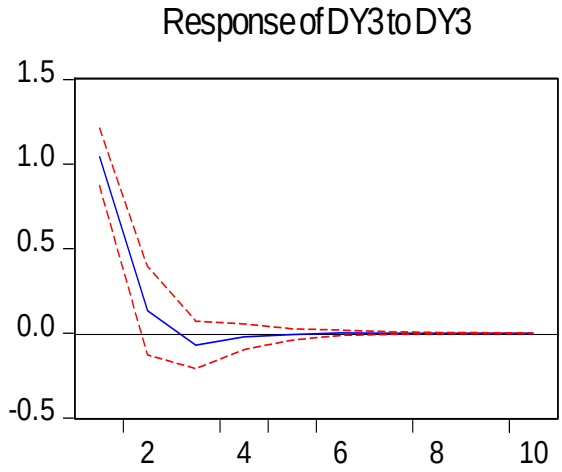


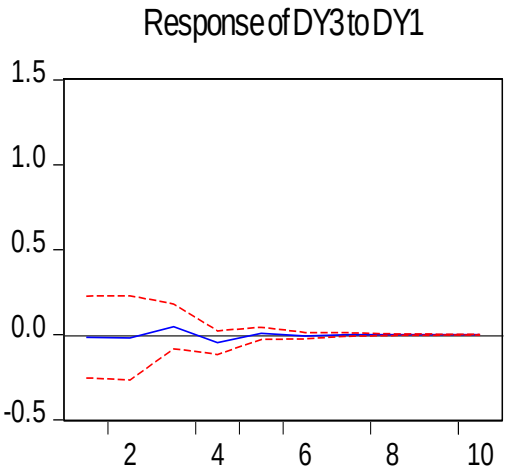

Response of DY1 to DY3
20
10
0
-10
2
4
6
8
10

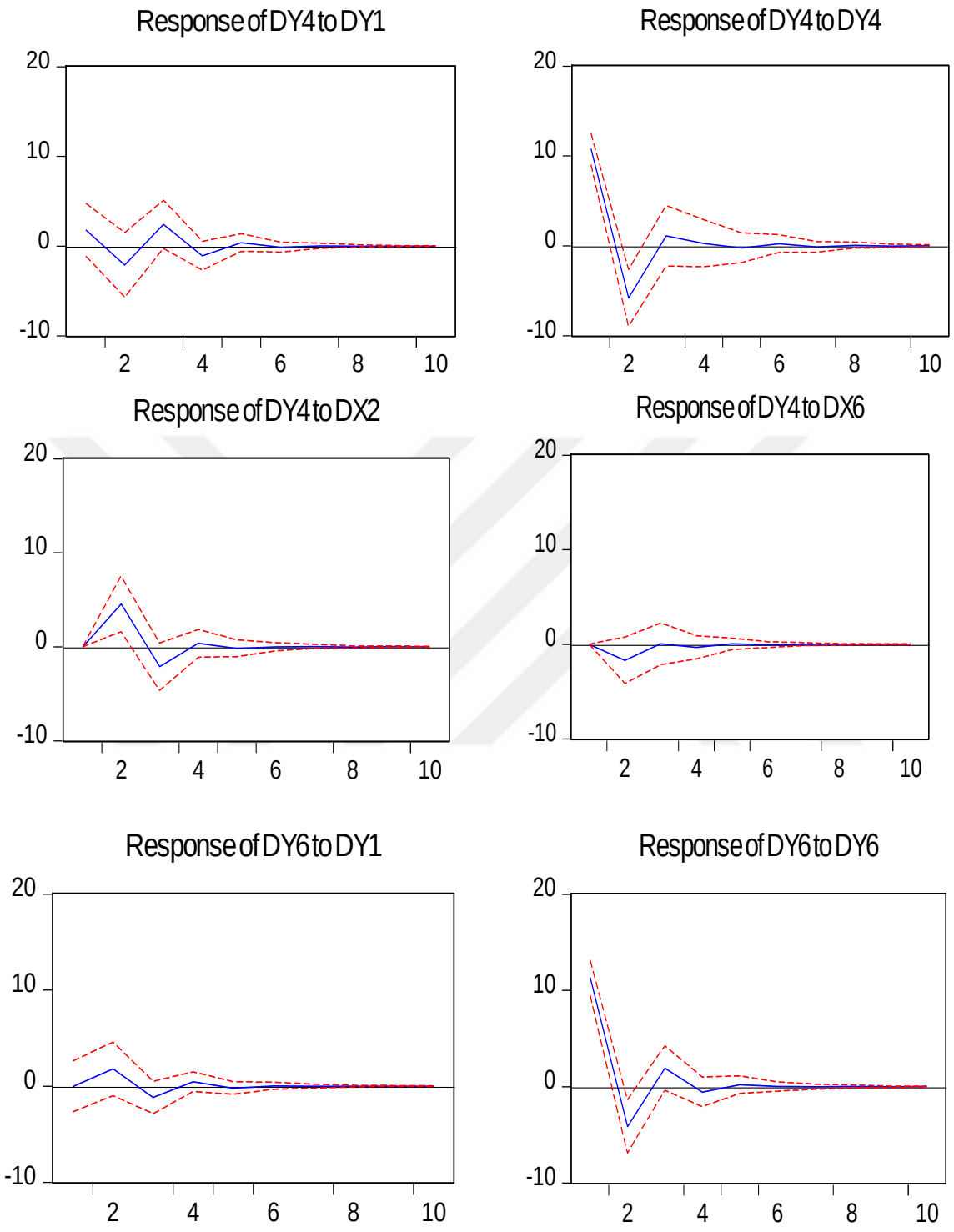

Response of DY1 to DX6
20
10
0
-10
2
4
6
8
10


Response of DY5 to DY1
20
10
0
-10
-20
2
4
6
8
10


Response of DY5 to DY5
20
10
0
-10
-20
2
4
6
8
10


Response of DY3 to DY3
1.5
1.0
0.5
0.0
-0.5
2
4
6
8
10


Response of DY3 to DY1
1.5
1.0
0.5
0.0
-0.5
2
4
6
8
10




Etki-tepki fonksiyonu sonucuna göre (Y1) TÜFE'de meydana gelen bir standart sapmalık pozitif şok karşısında; pozitif şokun etkisi ilk 2 ay azalarak devam etmekte, daha sonra stabil hale gelmektedir. (Y1) TÜFE'de meydana gelen bir standart sapmalık pozitif şok karşısında, (Y5) Sermaye Hareketleri Dengesinde şokun etkisi ilk 2 ayda artarak devam emekte,

daha sonra negatif yönde tepki vermekte, ardından stabil hale gelmektedir. Etki-tepki fonksiyonu sonucuna göre (Y1) TÜFE'de meydana gelen bir standart sapmalık pozitif şokun (Y3) Toplam Kredi Hacmi üzerinde etkisi stabil kalmaktadır.

Etki tepki analizinden sonra varyans ayrıştırması yapılmıştır. Varyans ayrıştırması VAR modelinde yer alan her bir değişkendeki değişimin ne kadarının kendisinde ne kadarının diğer değişkenlerde meydana gelen değişimlerden kaynaklandığını yüzde olarak göstermektedir. Tablo 38'de modelde yer alan iktisadi göstergelerin ele alındığı varyans ayrıştırma tablosu yer almaktadır.

**Tablo 38: Varyans Ayrıştırma Tablosu**

**(Y1) TÜFE Enflasyonu İçin Varyans Ayrıştırması**

| Period | S.E. | DY1 | DY5 | DY3 | DY4 | DY6 | DX4 | DX1 | DX2 | DX5 | DX6 | DX7 |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| 1 | 11.91501 | 100.0000 | 0.000000 | 0.000000 | 0.000000 | 0.000000 | 0.000000 | 0.000000 | 0.000000 | 0.000000 | 0.000000 | 0.000000 |
| 2 | 13.15380 | 82.19985 | 2.427369 | 0.045097 | 0.320399 | 0.389694 | 0.580155 | 0.008776 | 3.627684 | 6.567449 | 3.477298 | 0.356225 |
| 3 | 13.43342 | 78.84954 | 3.434149 | 0.157617 | 0.371495 | 0.399345 | 0.590597 | 1.307437 | 3.552468 | 6.410279 | 4.511501 | 0.415567 |
| 4 | 13.53781 | 77.76616 | 3.427512 | 0.193163 | 0.402465 | 1.042741 | 0.619608 | 1.566677 | 3.730519 | 6.342047 | 4.495052 | 0.414054 |
| 5 | 13.55840 | 77.55713 | 3.478165 | 0.195574 | 0.492023 | 1.040979 | 0.618102 | 1.609596 | 3.721450 | 6.348992 | 4.510402 | 0.427589 |
| 6 | 13.56316 | 77.51028 | 3.477500 | 0.196415 | 0.495696 | 1.066231 | 0.619503 | 1.628590 | 3.718857 | 6.349877 | 4.509083 | 0.427971 |
| 7 | 13.56417 | 77.49883 | 3.478258 | 0.196505 | 0.502254 | 1.066104 | 0.619451 | 1.631057 | 3.718318 | 6.349836 | 4.510731 | 0.428660 |
| 8 | 13.56449 | 77.49543 | 3.478099 | 0.196506 | 0.503015 | 1.067416 | 0.619435 | 1.632259 | 3.718235 | 6.350080 | 4.510775 | 0.428751 |
| 9 | 13.56455 | 77.49467 | 3.478088 | 0.196504 | 0.503504 | 1.067427 | 0.619433 | 1.632417 | 3.718264 | 6.350057 | 4.510876 | 0.428762 |
| 10 | 13.56457 | 77.49446 | 3.478084 | 0.196504 | 0.503530 | 1.067503 | 0.619431 | 1.632482 | 3.718261 | 6.350082 | 4.510885 | 0.428773 |

**(Y5) Sermaye Hareketleri Dengesi İçin Varyans Ayrıştırması**

| Period | S.E. | DY1 | DY5 | DY3 | DY4 | DY6 | DX4 | DX1 | DX2 | DX5 | DX6 | DX7 |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| 1 | 16.05582 | 3.515986 | 96.48401 | 0.000000 | 0.000000 | 0.000000 | 0.000000 | 0.000000 | 0.000000 | 0.000000 | 0.000000 | 0.000000 |
| 2 | 19.44164 | 6.363217 | 85.35072 | 4.103723 | 0.164275 | 1.295688 | 0.147312 | 0.071458 | 1.407309 | 0.215717 | 0.589291 | 0.291287 |
| 3 | 20.31533 | 7.405140 | 81.44655 | 4.018434 | 1.155940 | 2.097040 | 0.299415 | 0.078890 | 2.003112 | 0.197565 | 0.902963 | 0.394955 |
| 4 | 20.56816 | 7.607829 | 80.00981 | 3.934247 | 2.115446 | 2.380168 | 0.292114 | 0.182281 | 1.958913 | 0.194640 | 0.932807 | 0.391743 |
| 5 | 20.64165 | 7.595021 | 79.53969 | 3.915886 | 2.554067 | 2.425442 | 0.290754 | 0.192984 | 1.954914 | 0.196081 | 0.945291 | 0.389875 |
| 6 | 20.66197 | 7.583496 | 79.39510 | 3.909529 | 2.688466 | 2.441340 | 0.290210 | 0.197310 | 1.958719 | 0.200632 | 0.945991 | 0.389205 |
| 7 | 20.66735 | 7.579559 | 79.35525 | 3.907585 | 2.726626 | 2.444321 | 0.290081 | 0.197666 | 1.961603 | 0.201713 | 0.946469 | 0.389133 |
| 8 | 20.66870 | 7.578608 | 79.34496 | 3.907090 | 2.735501 | 2.445439 | 0.290048 | 0.197843 | 1.962675 | 0.202192 | 0.946435 | 0.389205 |
| 9 | 20.66902 | 7.578420 | 79.34256 | 3.906972 | 2.737566 | 2.445652 | 0.290040 | 0.197841 | 1.963012 | 0.202282 | 0.946439 | 0.389221 |
| 10 | 20.66909 | 7.578382 | 79.34203 | 3.906946 | 2.737960 | 2.445733 | 0.290038 | 0.197843 | 1.963093 | 0.202312 | 0.946435 | 0.389229 |

**(Y3) Toplam Kredi Hacmi İçin Varyans Ayrıştırması**

| Period | S.E. | DY1 | DY5 | DY3 | DY4 | DY6 | DX4 | DX1 | DX2 | DX5 | DX6 | DX7 |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| 1 | 1.050567 | 0.018349 | 0.852402 | 99.12925 | 0.000000 | 0.000000 | 0.000000 | 0.000000 | 0.000000 | 0.000000 | 0.000000 | 0.000000 |
| 2 | 1.111538 | 0.045601 | 2.745459 | 89.96939 | 1.302861 | 0.774271 | 3.437997 | 1.323307 | 0.093121 | 0.000530 | 0.170786 | 0.136679 |
| 3 | 1.130261 | 0.222372 | 3.346604 | 87.39115 | 1.265391 | 0.754323 | 3.742478 | 2.104201 | 0.542642 | 0.027718 | 0.208931 | 0.394195 |
| 4 | 1.132639 | 0.393351 | 3.381065 | 87.05990 | 1.261993 | 0.830023 | 3.726832 | 2.148414 | 0.553823 | 0.040667 | 0.211378 | 0.392559 |
| 5 | 1.133060 | 0.397372 | 3.395580 | 86.99875 | 1.272323 | 0.829570 | 3.727660 | 2.148333 | 0.555818 | 0.052811 | 0.226045 | 0.395739 |
| 6 | 1.133185 | 0.400904 | 3.395541 | 86.97988 | 1.277004 | 0.834460 | 3.727090 | 2.152238 | 0.555760 | 0.054315 | 0.227146 | 0.395659 |
| 7 | 1.133220 | 0.400919 | 3.395775 | 86.97457 | 1.280634 | 0.834544 | 3.726896 | 2.152585 | 0.556121 | 0.054386 | 0.227849 | 0.395725 |
| 8 | 1.133227 | 0.400916 | 3.395731 | 86.97344 | 1.280908 | 0.834875 | 3.726857 | 2.152951 | 0.556132 | 0.054547 | 0.227874 | 0.395765 |
| 9 | 1.133229 | 0.400922 | 3.395726 | 86.97315 | 1.281125 | 0.834877 | 3.726846 | 2.152983 | 0.556155 | 0.054550 | 0.227903 | 0.395766 |
| 10 | 1.133230 | 0.400922 | 3.395724 | 86.97307 | 1.281144 | 0.834894 | 3.726843 | 2.152999 | 0.556162 | 0.054563 | 0.227907 | 0.395770 |

**(Y4) Dış Ticaret Dengesi İçin Varyans Ayrıştırması**

| Period | S.E. | DY1 | DY5 | DY3 | DY4 | DY6 | DX4 | DX1 | DX2 | DX5 | DX6 | DX7 |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| 1 | 12.85791 | 2.001742 | 27.44556 | 0.020200 | 70.53250 | 0.000000 | 0.000000 | 0.000000 | 0.000000 | 0.000000 | 0.000000 | 0.000000 |
| 2 | 16.13127 | 2.992117 | 23.29063 | 3.488052 | 57.69169 | 1.095566 | 0.074591 | 0.181619 | 8.038340 | 1.076256 | 1.108206 | 0.962933 |
| 3 | 16.68619 | 4.912211 | 22.75677 | 3.294067 | 54.35897 | 1.728128 | 0.264520 | 0.262812 | 9.108324 | 1.126017 | 1.036288 | 1.151893 |
| 4 | 16.76418 | 5.280065 | 22.78437 | 3.263612 | 53.88071 | 1.740020 | 0.276872 | 0.265159 | 9.070906 | 1.175228 | 1.063084 | 1.199964 |
| 5 | 16.77762 | 5.324949 | 22.76970 | 3.266253 | 53.81274 | 1.759490 | 0.278930 | 0.283027 | 9.066171 | 1.173563 | 1.062245 | 1.202939 |
| 6 | 16.78026 | 5.328371 | 22.76530 | 3.265277 | 53.81648 | 1.759263 | 0.278843 | 0.283014 | 9.063328 | 1.173275 | 1.063124 | 1.203722 |
| 7 | 16.78092 | 5.328191 | 22.76356 | 3.265020 | 53.81751 | 1.759569 | 0.278961 | 0.283991 | 9.063006 | 1.173493 | 1.063049 | 1.203646 |
| 8 | 16.78107 | 5.328124 | 22.76315 | 3.264969 | 53.81806 | 1.759538 | 0.278960 | 0.283986 | 9.063012 | 1.173487 | 1.063095 | 1.203625 |
| 9 | 16.78111 | 5.328110 | 22.76304 | 3.264953 | 53.81809 | 1.759553 | 0.278959 | 0.284012 | 9.063032 | 1.173527 | 1.063091 | 1.203634 |
| 10 | 16.78112 | 5.328115 | 22.76302 | 3.264950 | 53.81810 | 1.759551 | 0.278958 | 0.284012 | 9.063041 | 1.173528 | 1.063093 | 1.203634 |

**(Y6) Kapasite Kullanım Oranı İçin Varyans Ayrıştırması**

| Period | S.E. | DY1 | DY5 | DY3 | DY4 | DY6 | DX4 | DX1 | DX2 | DX5 | DX6 | DX7 |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| 1 | 11.56830 | 0.000402 | 0.001322 | 0.095910 | 3.833407 | 96.06896 | 0.000000 | 0.000000 | 0.000000 | 0.000000 | 0.000000 | 0.000000 |
| 2 | 12.58838 | 2.056712 | 0.112072 | 0.235228 | 3.318306 | 91.88358 | 0.011386 | 0.947306 | 0.019072 | 0.750663 | 0.015529 | 0.650143 |
| 3 | 12.82759 | 2.830521 | 0.115645 | 0.288917 | 3.311605 | 90.74338 | 0.160518 | 0.913550 | 0.039224 | 0.811204 | 0.039729 | 0.745704 |
| 4 | 12.86509 | 2.943371 | 0.133584 | 0.299298 | 3.323522 | 90.39682 | 0.189576 | 0.939576 | 0.055799 | 0.878658 | 0.039574 | 0.800221 |
| 5 | 12.87322 | 2.963947 | 0.156074 | 0.307431 | 3.338031 | 90.30748 | 0.196523 | 0.938391 | 0.057759 | 0.882139 | 0.047439 | 0.804787 |
| 6 | 12.87501 | 2.964004 | 0.163561 | 0.309513 | 3.344603 | 90.28250 | 0.198537 | 0.940266 | 0.057912 | 0.885129 | 0.047779 | 0.806198 |
| 7 | 12.87567 | 2.963720 | 0.166744 | 0.309875 | 3.349409 | 90.27326 | 0.198797 | 0.940173 | 0.058079 | 0.885199 | 0.048563 | 0.806180 |
| 8 | 12.87590 | 2.963637 | 0.167412 | 0.309981 | 3.351005 | 90.27053 | 0.198819 | 0.940338 | 0.058130 | 0.885344 | 0.048616 | 0.806193 |
| 9 | 12.87598 | 2.963607 | 0.167599 | 0.309997 | 3.351729 | 90.26955 | 0.198822 | 0.940328 | 0.058164 | 0.885345 | 0.048673 | 0.806184 |
| 10 | 12.87600 | 2.963599 | 0.167626 | 0.309999 | 3.351932 | 90.26929 | 0.198821 | 0.940339 | 0.058178 | 0.885356 | 0.048676 | 0.806183 |

Cholesky Ordering: DY1 DY5 DY3 DY4 DY6 DX4 DX1 DX2 DX5 DX6 DX7

Varyans ayrıştırması sonuçlarına göre, Y1'deki öngörü hatasında meydana gelen değişimin kendi iç dinamikleri tarafından açıklanma oranı ikinci periyotta % 82 iken, ilerleyen periyotlarda % 77'ye düşmekte ve kendi iç dinamikleri tarafından açıklanma gücünün değişmediği görülmektedir. Y5, X2, X5 ve X6 değişkenlerine verilen bir birimlik şokun Y1'de sırasıyla %3'lük; %4; %6; %5'lik dalgalanmaya neden olduğu görülmektedir. Politika faizindeki değişimlerin, TÜFE enflasyonu üzerinde anlamlı bir etkisi olmadığı söylenebilir. Kendi iç dinamikleri tarafından verilen bir birimlik şok ilk periyotta Y5 üzerinde % 96 oranında dalgalanma yaratırken, Y1 üzerindeki bir birimlik şok Y5 üzerinde % 4'lük dalgalanma yaratmaktadır. Y3 ve Y4'te meydana gelen şoklar ise Y5 üzerinde % 2-3 oranları arasında değişime neden olmaktadır.

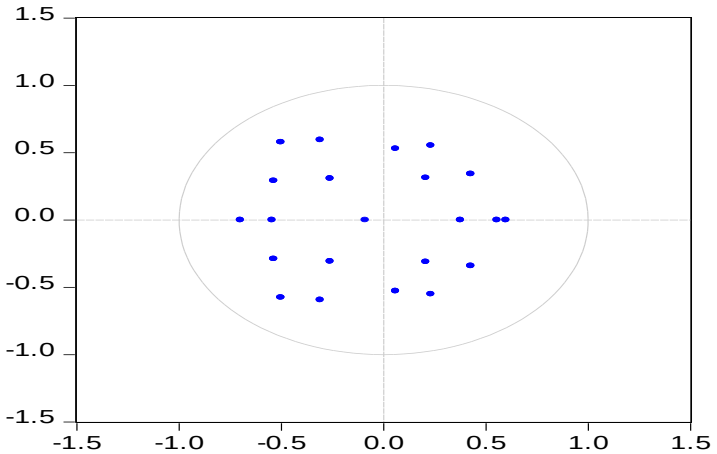
Kendi iç dinamiklerinden sonra en büyük dalgalanma (Y1) TÜFE tarafından meydana gelmektedir. Yani, ilk dönemde kendinden kaynaklı şoklardan en çok etkilenen değişken, TÜFE göstergesidir. Aynı zamanda TÜFE'nin modelin en dışsal değişkeni olması bu sonucu desteklemektedir. Cholesky yaklaşımı çerçevesinde iktisadi göstergelerin en dışsaldan en içsele doğru sıralanışı: Enflasyon, Sermaye Hareketleri Dengesi, Toplam Kredi Hacmi, Dış Ticaret Dengesi ve Kapasite Kullanım Oranı şeklindedir.

Diğer değişkenler aynı iken, sadece enflasyon göstergesinin değiştiği 2. Modelde ise enflasyon trendini daha iyi temsil ettiği kabul edilen çekirdek enflasyona ilişkin "Özel Kapsamlı TÜFE Göstergeleri" içerisindeki I Endeksi (Y2) göstergesinin yer aldığı model tahmini esas alınmış ve değerlendirilmiştir. Böylelikle her iki modelin sonuçlarını görme ve karşılaştırma imkanı olacaktır.

## 4.3. 2.Modele İlişkin Analiz Sonuçları

### 4.3.1. İstikrar Koşulları

Tahmin edilen 2. Model olarak VAR (1 gecikmeli) modelinin dinamik olarak istikrarlı olup olmadığını gösteren otoregresif ters kök grafiği Şekil 61'deki gibidir. Otoregresif ters köklerin tamamının birim çemberin içinde bulunması modelin dinamik olarak istikrarlı olduğuna dair kanıt sunmaktadır.




**Şekil 61:** AR Karakteristik Polinomlarının Ters Köklerinin Birim Çember Gösterimi (2.Model)

Modelde otokorelasyon ve değişen varyans sorunlarının varlığını test eden LM ve Joint Test sonuçları Tablo 39 ve Tablo 40'da yer almaktadır.

**Tablo 39: Otokorelasyon Test Sonuçları**

| Gecikme | LM-Stat | Olasılık Değeri |
|---|---|---|
| 1 | 132.7633 | 0.2190 |
| 2 | 148.1083 | 0.0475 |
| 3 | 132.8648 | 0.2172 |

**Tablo 40: Değişen Varyans Test Sonucu**

| Ki-Kare | df | Olasılık değeri |
|---|---|---|
| 1460.794 | 1452 | 0.4304 |

Tablo 39'da yer alan bulgulara göre, modeldeki hata terimlerinin otokorelasyonsuz olduğu görülmektedir. Hata terimlerinin varyanslarının sabit olup olmadığını gösteren Tablo 40'daki Joint Test sonuçları modelde değişen varyans sorununun olmadığını göstermektedir. Yapılan diagnostik testler sonucunda hata terimlerinin EKK varsayımlarını sağladığı görülmektedir.

### 4.3.2. Bulgular

Gerekli diagnostik testlerin yapılmasının ardından 1 gecikmeli 2. VAR modeli tahmin edilmiş (Tablo 41), etki-tepki analizleri ve varyans ayrıştırması sonuçları da verilmiştir.

**Tablo 41: 2. VAR Modeli Tahmini Sonuçları**

| | Y2 | Y5 | Y3 | Y4 | Y6 | X4 | X1 | X2 | X5 | X6 | X7 |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| | 0.431748 | -0.304188 | -0.016289 | 0077479 | 0.245857 | -0.092637 | 0.384905 | 0.396755 | 0.236791 | -0.069648 | 0.174998 |
| **Y2(-1)** | (0.10701) | (0.33492) | (0.02169) | (0.26667) | (0.23974) | (0.19547) | (0.267699) | (0.22837) | (0.14890) | (0.11153) | (0.21430) |
| | [4.03447] | [-0.90825] | [-0.75085] | [0.29055] | [1.02551] | [-0.47391] | [1.43789] | [1.73730] | [1.59026] | [-0.62451] | [0.81660] |
| | 0.086832 | -0.588694 | -0.010117 | -0.045346 | -0.003226 | -0.004550 | 0.016016 | 0.141254 | 0.021651 | -0.104072 | -0.040945 |
| **Y5 (-1)** | (0.04083) | (0.12777) | (0.00828) | (0.10173) | (0.09146) | (0.07457) | (0.10212) | (0.08713) | (0.05681) | (0.04255) | (0.08176) |
| | [2.12688] | [-4.60744] | [-1.22239] | [-0.44573] | [-0.03527] | [-0.06102] | [0.15683] | [1.62128] | [0.38115] | [-2.44606] | [-0.50083] |
| | 0.652050 | 3.697623 | 0.139267 | 3.334458 | 0.814085 | 0.023510 | 2.017802 | 3.333414 | 0.243248 | 0.638115 | 1.843568 |
| **Y3 (-1)** | (0.59890) | (1.87434) | (0.12141) | (1.49239) | (1.34270) | (1.09396) | (1.49811) | (1.27809) | (0.83332) | (0.62415) | (1.19932) |
| | [1.08874] | [1.[97276] | [1.14709] | [2.23431] | [0.60676] | [0.02149] | [1.34690] | [2.60812] | [0.29190] | [1.02238] | [1.53718] |
| | -0.108682 | 0.059216 | -0.006464 | -0.565468 | 0.023514 | -0.002081 | -0.077814 | -0.353929 | -0.007133 | -0.213087 | 0.042641 |
| **Y4 (-1)** | (0.05239) | (0.16392) | (0.01062) | (0.13055) | (0.11737) | (0.09826) | (0.13105) | (0.11181) | (0.07290) | (0.05460) | (0.10491) |
| | [-2.07443] | [0.36115] | [-0.60864] | [-4.33137] | [0.20034] | [-0.02118] | [-0.59376] | [-3.16557] | [-0.09785] | [3.90272] | [0.40643] |
| | -0.008655 | 0.186172 | 0.003287 | 0.122477 | -0.361375 | 0.002081 | -0.18872 | 0.128028 | -0.010912 | 0.101782 | 0.036882 |
| **Y6 (-1)** | (0.05379) | (0.16835) | (0.01090) | (0.13404) | (0.12051) | (0.09826) | (0.13456) | (0.11480) | (0.07485) | (0.05606) | (0.10772) |
| | [0.16089] | [1.10585] | [0.30138] | [0.91370] | [-2.99870] | [-0.2118] | [-0.88342] | [1.11526] | [-0.14579] | [1.81558] | [0.34238] |
| | -0.061310 | -0.001552 | -0.018725 | -0.119044 | 0.077933 | 0.038945 | -0.026325 | -0.095662 | 0.029842 | 0.074792 | 0.140971 |
| **X4 (-1)** | (0.06966) | (0.21800) | (0.01412) | (0.17358) | (0.15605) | (0.12724) | (0.17424) | (0.14865) | (0.09692) | (0.07259) | (0.13949) |
| | [-1.88016] | [0.00712] | [-1.32608] | [-0.68583] | [0.49941] | [0.30608] | [-0.15108] | [-0.64352] | [0.30790 | [1.03028] | [1.01061] |
| | 0.016864 | -0.026314 | -0.010313 | -0.092337 | -0.117928 | 0.078139 | 0.043701 | 0.001211 | 0.019365 | -0.251283 | 0.140721 |
| **X1 (-1)** | (0.06596) | (0.17512) | (0.01134) | (0.13943) | (0.12536) | (0.10221) | (0.13997) | (0.11941) | (0.07786) | (0.05831) | (0.11205) |
| | [-0.30137] | [-0.15026] | [-0.90913] | [-0.66223] | [-0.94547] | [0.76451] | [0.31222] | [-0.01014] | [0.24873] | [-4.30912] | [1.25584] |
| | 0.085128 | 0.136721 | 0,002802 | 0.327157 | 0.028353 | 0.156965 | -0.139788 | 0.037773 | -0.163928 | 0.093530 | 0.157409 |
| **X2 (-1)** | (0.06469) | (0.20245) | (0.01311) | (0.16120) | (0.14492) | (0.11816) | (0.16182) | (0.13805) | (0.09001) | (0.06742) | (0.12954) |
| | [1.31595] | [0.67532] | [0.21368] | [2.029541] | [0.19565] | [1.32839] | [-0.86387] | [0.27362] | [-1.82122] | [1.38736] | [0.21512] |
| | -0.196015 | 0.191272 | -0.000844 | -0.169980 | 0.172768 | -0.084301 | -0.070724 | 0.021059 | -0.059817 | -0.020417 | -0.203849 |
| **X5 (-1)** | (0.08925) | (0.27931) | (0.01809) | (0.22239) | (0.19994) | (0.16302) | (0.22324) | (0.19046) | (0.12418) | (0.09301) | (0.17872) |
| | [-2.19631] | [0.68480] | [-0.04665] | [-0.76433] | [0.86411] | [-0.51712] | [-0.31680] | [0.11057] | [-0.48170] | [-0.21952] | [-1.14061] |
| | -0.127607 | -0.486687 | 0.009512 | -0.439691 | 0.145005 | 0.322471 | -0.296105 | -0.399540 | 0.290616 | 0.106355 | 0.058840 |
| **X6 (-1)** | (0.11066) | (0. 34634) | (0.02243) | (0.27576) | (0.24792) | (0.20214) | (0.27682) | (0.23616) | (0.15398) | (0.11533) | (0.22161) |
| | [-1.15311] | [-1.40525] | [0.42400] | [-1.59448] | [0.58490] | [1.59531] | [-1.06968] | [-1.69181] | [1.88738] | [0.92220] | [-0.26552] |
| | 0.126621 | 0.151630 | -0.04455 | 0.186495 | -0.136753 | 0.078000 | 0.132613 | 0.132941 | -0.001915 | 0.067413 | -0.135231 |
| **X7 (-1)** | (0.06107) | (0.19111) | (0.01238) | (0.15217) | (0.13680) | (0.11154) | (0.15275) | (0.13032) | (0.08497) | (0.06364) | (0.12229) |
| | [2.07353] | [0.79341] | [-0.35989] | [1.22560] | [-0.99964] | [0.69929] | [0.86817] | [1.02014] | [-0.02254] | [-1.05930] | [-0.10587] |
| | -0.448696 | -4.539726 | 1.179943 | -4.100381 | -0.432521 | 0.595491 | -2.374901 | -4.459670 | 0.096508 | 0.340705 | -2.342674 |
| **C** | (1.02235) | (3.19958) | (0.20725) | (2.54756) | (2.29033) | (1.86743) | (2.55733) | (2.18176) | (1.42251) | (1.06544) | (2.04729) |
| | [-0.43888] | [-1.41885] | [5.69334] | [-1.60953] | [0.18885] | [0.31888] | [-0.92867] | [-2.04407] | [0.06784] | [0.31978] | [-1.14428] |

**Tablo 42: Değişkenlerin Tahmin Sonuçları**

**Bağımlı Değişken: Y2**

DY2 = C(1)*DY2(-1) + C(2)*DY5(-1) + C(3)*DY3(-1) + C(4)*DY4(-1) + C(5) *DY6(-1) + C(6)*DX4(-1) + C(7)*DX1(-1) + C(8)*DX2(-1) + C(9)*DX5(-1) + C(10)*DX6(-1) + C(11)*DX7(-1) + C(12)

| | Coefficient | Std. Error | t-Statistic | Prob. |
|---|---|---|---|---|
| C(1) | 0.431748 | 0.107015 | 4.034472 | 0.0001 |
| C(2) | 0.086832 | 0.040826 | 2.126878 | 0.0373 |
| C(3) | 0.652050 | 0.598905 | 1.088738 | 0.2804 |
| C(4) | -0.108682 | 0.052391 | -2.074427 | 0.0421 |
| C(5) | 0.008655 | 0.053793 | 0.160892 | 0.8727 |
| C(6) | -0.061310 | 0.069658 | -0.880160 | 0.3821 |
| C(7) | 0.016864 | 0.055956 | 0.301373 | 0.7641 |
| C(8) | 0.085128 | 0.064690 | 1.315947 | 0.1929 |
| C(9) | 0.196015 | 0.089247 | 2.196309 | 0.0317 |
| C(10) | -0.127607 | 0.110664 | -1.153106 | 0.2532 |
| C(11) | 0.126621 | 0.061065 | 2.073529 | 0.0422 |
| C(12) | -0.448696 | 1.022354 | -0.438885 | 0.6622 |

**Bağımlı Değişken: Y5**

DY5 = C(13)*DY2(-1) + C(14)*DY5(-1) + C(15)*DY3(-1) + C(16)*DY4(-1) + C(17)*DY6(-1) + C(18)*DX4(-1) + C(19)*DX1(-1) + C(20)*DX2(-1) + C(21)*DX5(-1) + C(22)*DX6(-1) + C(23)*DX7(-1) + C(24)

| | Coefficient | Std. Error | t-Statistic | Prob. |
|---|---|---|---|---|
| C(13) | -0.304188 | 0.334915 | -0.908255 | 0.3672 |
| C(14) | -0.588694 | 0.127770 | -4.607440 | 0.0000 |
| C(15) | 3.697623 | 1.874342 | 1.972758 | 0.0528 |
| C(16) | 0.059216 | 0.163965 | 0.361152 | 0.7192 |
| C(17) | 0.186172 | 0.168352 | 1.105849 | 0.2729 |
| C(18) | 0.001552 | 0.218002 | 0.007119 | 0.9943 |
| C(19) | -0.026314 | 0.175120 | -0.150263 | 0.8810 |
| C(20) | 0.136721 | 0.202454 | 0.675319 | 0.5019 |
| C(21) | 0.191272 | 0.279310 | 0.684802 | 0.4959 |
| C(22) | -0.486687 | 0.346335 | -1.405249 | 0.1648 |
| C(23) | 0.151630 | 0.191111 | 0.793410 | 0.4305 |
| C(24) | -4.539726 | 3.199576 | -1.418852 | 0.1608 |

**Bağımlı Değişken: Y3**

DY3 = C(25)*DY2(-1) + C(26)*DY5(-1) + C(27)*DY3(-1) + C(28)*DY4(-1) + C(29)*DY6(-1) + C(30)*DX4(-1) + C(31)*DX1(-1) + C(32)*DX2(-1) + C(33)*DX5(-1) + C(34)*DX6(-1) + C(35)*DX7(-1) + C(36)

| | Coefficient | Std. Error | t-Statistic | Prob. |
|---|---|---|---|---|
| C(25) | -0.016289 | 0.021694 | -0.750846 | 0.4555 |
| C(26) | -0.010117 | 0.008276 | -1.222392 | 0.2260 |
| C(27) | 0.139267 | 0.121409 | 1.147093 | 0.2556 |
| C(28) | -0.006464 | 0.010621 | -0.608639 | 0.5449 |
| C(29) | 0.003287 | 0.010905 | 0.301385 | 0.7641 |
| C(30) | -0.018725 | 0.014121 | -1.326075 | 0.1895 |
| C(31) | -0.010313 | 0.011343 | -0.909132 | 0.3667 |
| C(32) | 0.002802 | 0.013114 | 0.213681 | 0.8315 |
| C(33) | -0.000844 | 0.018092 | -0.046654 | 0.9629 |
| C(34) | 0.009512 | 0.022434 | 0.423999 | 0.6730 |
| C(35) | -0.004455 | 0.012379 | -0.359888 | 0.7201 |
| C(36) | 1.179943 | 0.207250 | 5.693342 | 0.0000 |

**Bağımlı Değişken: Y4**

DY4 = C(37)*DY2(-1) + C(38)*DY5(-1) + C(39)*DY3(-1) + C(40)*DY4(-1) + C(41)*DY6(-1) + C(42)*DX4(-1) + C(43)*DX1(-1) + C(44)*DX2(-1) + C(45)*DX5(-1) + C(46)*DX6(-1) + C(47)*DX7(-1) + C(48)

| | Coefficient | Std. Error | t-Statistic | Prob. |
|---|---|---|---|---|
| C(37) | 0.077479 | 0.266666 | 0.290547 | 0.7723 |
| C(38) | -0.045346 | 0.101733 | -0.445734 | 0.6573 |
| C(39) | 3.334458 | 1.492386 | 2.234314 | 0.0290 |
| C(40) | -0.565468 | 0.130552 | -4.331369 | 0.0001 |
| C(41) | 0.122477 | 0.134045 | 0.913704 | 0.3643 |
| C(42) | -0.119044 | 0.173578 | -0.685827 | 0.4953 |
| C(43) | -0.092337 | 0.139434 | -0.662227 | 0.5102 |
| C(44) | 0.327157 | 0.161197 | 2.029545 | 0.0466 |
| C(45) | -0.169980 | 0.222391 | -0.764326 | 0.4475 |
| C(46) | -0.439691 | 0.275758 | -1.594481 | 0.1158 |
| C(47) | 0.186495 | 0.152166 | 1.225599 | 0.2248 |
| C(48) | -4.100381 | 2.547561 | -1.609532 | 0.1124 |

**Bağımlı Değişken: Y6**

DY6 = C(49)*DY2(-1) + C(50)*DY5(-1) + C(51)*DY3(-1) + C(52)*DY4(-1) + C(53)*DY6(-1) + C(54)*DX4(-1) + C(55)*DX1(-1) + C(56)*DX2(-1) + C(57)*DX5(-1) + C(58)*DX6(-1) + C(59)*DX7(-1) + C(60)

| | Coefficient | Std. Error | t-Statistic | Prob. |
|---|---|---|---|---|
| C(49) | 0.245857 | 0.239741 | 1.025511 | 0.3090 |
| C(50) | -0.003226 | 0.091461 | -0.035271 | 0.9720 |
| C(51) | 0.814085 | 1.341700 | 0.606756 | 0.5462 |
| C(52) | 0.023514 | 0.117370 | 0.200344 | 0.8418 |
| C(53) | -0.361375 | 0.120510 | -2.998703 | 0.0039 |
| C(54) | 0.077933 | 0.156051 | 0.499406 | 0.6192 |
| C(55) | -0.117928 | 0.125355 | -0.940753 | 0.3504 |
| C(56) | 0.028353 | 0.144921 | 0.195645 | 0.8455 |
| C(57) | 0.172768 | 0.199937 | 0.864112 | 0.3908 |
| C(58) | 0.145005 | 0.247915 | 0.584899 | 0.5607 |
| C(59) | -0.136753 | 0.136802 | -0.999643 | 0.3212 |
| C(60) | -0.432521 | 2.290335 | -0.188846 | 0.8508 |

**Bağımlı Değişken: X4**

DX4 = C(61)*DY2(-1) + C(62)*DY5(-1) + C(63)*DY3(-1) + C(64)*DY4(-1) + C(65)*DY6(-1) + C(66)*DX4(-1) + C(67)*DX1(-1) + C(68)*DX2(-1) + C(69)*DX5(-1) + C(70)*DX6(-1) + C(71)*DX7(-1) + C(72)

| | Coefficient | Std. Error | t-Statistic | Prob. |
|---|---|---|---|---|
| C(61) | -0.092637 | 0.195473 | -0.473914 | 0.6372 |
| C(62) | -0.004550 | 0.074573 | -0.061019 | 0.9515 |
| C(63) | 0.023510 | 1.093956 | 0.021491 | 0.9829 |
| C(64) | 0.084782 | 0.095698 | 0.885938 | 0.3790 |
| C(65) | -0.002081 | 0.098258 | -0.021180 | 0.9832 |
| C(66) | 0.038945 | 0.127237 | 0.306080 | 0.7605 |
| C(67) | 0.078139 | 0.102209 | 0.764507 | 0.4474 |
| C(68) | 0.156965 | 0.118162 | 1.328388 | 0.1888 |
| C(69) | -0.084301 | 0.163018 | -0.517123 | 0.6069 |
| C(70) | 0.322471 | 0.202138 | 1.595306 | 0.1156 |
| C(71) | 0.078000 | 0.111542 | 0.699290 | 0.4869 |
| C(72) | 0.595491 | 1.867425 | 0.318883 | 0.7509 |

**Bağımlı Değişken: X1**

DX1 = C(73)*DY2(-1) + C(74)*DY5(-1) + C(75)*DY3(-1) + C(76)*DY4(-1) + C(77)*DY6(-1) + C(78)*DX4(-1) + C(79)*DX1(-1) + C(80)*DX2(-1) + C(81)*DX5(-1) + C(82)*DX6(-1) + C(83)*DX7(-1) + C(84)

| | Coefficient | Std. Error | t-Statistic | Prob. |
|---|---|---|---|---|
| C(73) | 0.384905 | 0.267688 | 1.437886 | 0.1553 |
| C(74) | 0.016016 | 0.102123 | 0.156831 | 0.8759 |
| C(75) | 2.017802 | 1.498107 | 1.346902 | 0.1828 |
| C(76) | -0.077814 | 0.131052 | -0.593762 | 0.5548 |
| C(77) | -0.118872 | 0.134559 | -0.883420 | 0.3803 |
| C(78) | -0.026325 | 0.174243 | -0.151085 | 0.8804 |
| C(79) | 0.043701 | 0.139968 | 0.312224 | 0.7559 |
| C(80) | -0.139788 | 0.161815 | -0.863874 | 0.3909 |
| C(81) | -0.070724 | 0.223244 | -0.316801 | 0.7524 |
| C(82) | -0.296105 | 0.276815 | -1.069682 | 0.2888 |
| C(83) | 0.132613 | 0.152750 | 0.868168 | 0.3885 |
| C(84) | -2.374901 | 2.557327 | -0.928665 | 0.3566 |

**Bağımlı Değişken: X2**

DX2 = C(85)*DY2(-1) + C(86)*DY5(-1) + C(87)*DY3(-1) + C(88)*DY4(-1) + C(89)*DY6(-1) + C(90)*DX4(-1) + C(91)*DX1(-1) + C(92)*DX2(-1) + C(93)*DX5(-1) + C(94)*DX6(-1) + C(95)*DX7(-1) + C(96)

| | Coefficient | Std. Error | t-Statistic | Prob. |
|---|---|---|---|---|
| C(85) | 0.396755 | 0.228375 | 1.737295 | 0.0871 |
| C(86) | 0.141254 | 0.087125 | 1.621279 | 0.1099 |
| C(87) | 3.333414 | 1.278093 | 2.608115 | 0.0113 |
| C(88) | -0.353929 | 0.111806 | -3.165574 | 0.0024 |
| C(89) | 0.128028 | 0.114797 | 1.115256 | 0.2689 |
| C(90) | -0.095662 | 0.148653 | -0.643521 | 0.5222 |
| C(91) | -0.001211 | 0.119413 | -0.010143 | 0.9919 |
| C(92) | 0.037773 | 0.138051 | 0.273618 | 0.7853 |
| C(93) | 0.021059 | 0.190458 | 0.110571 | 0.9123 |
| C(94) | -0.399540 | 0.236162 | -1.691806 | 0.0955 |
| C(95) | 0.132941 | 0.130317 | 1.020135 | 0.3115 |
| C(96) | -4.459670 | 2.181755 | -2.044075 | 0.0451 |

**Bağımlı Değişken: X5**

DX5 = C(97)*DY2(-1) + C(98)*DY5(-1) + C(99)*DY3(-1) + C(100)*DY4(-1) + C(101)*DY6(-1) + C(102)*DX4(-1) + C(103)*DX1(-1) + C(104)*DX2(-1) + C(105)*DX5(-1) + C(106)*DX6(-1) + C(107)*DX7(-1) + C(108)

| | Coefficient | Std. Error | t-Statistic | Prob. |
|---|---|---|---|---|
| C(97) | 0.236791 | 0.148901 | 1.590257 | 0.1167 |
| C(98) | 0.021651 | 0.056806 | 0.381146 | 0.7044 |
| C(99) | 0.243248 | 0.833321 | 0.291902 | 0.7713 |
| C(100) | -0.007133 | 0.072898 | -0.097848 | 0.9224 |
| C(101) | -0.010912 | 0.074848 | -0.145787 | 0.8845 |
| C(102) | 0.029842 | 0.096923 | 0.307896 | 0.7592 |
| C(103) | 0.019365 | 0.077857 | 0.248726 | 0.8044 |
| C(104) | -0.163928 | 0.090010 | -1.821224 | 0.0732 |
| C(105) | -0.059817 | 0.124179 | -0.481701 | 0.6317 |
| C(106) | 0.290616 | 0.153978 | 1.887379 | 0.0636 |
| C(107) | 0.001915 | 0.084967 | 0.022538 | 0.9821 |
| C(108) | 0.096508 | 1.422511 | 0.067843 | 0.9461 |

**Bağımlı Değişken: X6**

DX6 = C(109)*DY2(-1) + C(110)*DY5(-1) + C(111)*DY3(-1) + C(112)*DY4(-1) + C(113)*DY6(-1) + C(114)*DX4(-1) + C(115)*DX1(-1) + C(116)*DX2(-1) + C(117)*DX5(-1) + C(118)*DX6(-1) + C(119)*DX7(-1) + C(120)

| | Coefficient | Std. Error | t-Statistic | Prob. |
|---|---|---|---|---|
| C(109) | -0.069648 | 0.111525 | -0.624506 | 0.5345 |
| C(110) | -0.104072 | 0.042547 | -2.446064 | 0.0172 |
| C(111) | 0.638115 | 0.624148 | 1.022379 | 0.3105 |
| C(112) | 0.213087 | 0.054600 | 3.902725 | 0.0002 |
| C(113) | 0.101782 | 0.056060 | 1.815584 | 0.0741 |
| C(114) | 0.074792 | 0.072594 | 1.030275 | 0.3068 |
| C(115) | -0.251283 | 0.058314 | -4.309123 | 0.0001 |
| C(116) | 0.093530 | 0.067416 | 1.387357 | 0.1701 |
| C(117) | -0.020417 | 0.093009 | -0.219519 | 0.8269 |
| C(118) | 0.106355 | 0.115328 | 0.922198 | 0.3599 |
| C(119) | -0.067413 | 0.063639 | -1.059303 | 0.2934 |
| C(120) | 0.340705 | 1.065445 | 0.319778 | 0.7502 |

**Bağımlı Değişken: X7**

DX7 = C(121)*DY2(-1) + C(122)*DY5(-1) + C(123)*DY3(-1) + C(124)*DY4(-1) + C(125)*DY6(-1) + C(126)*DX4(-1) + C(127)*DX1(-1) + C(128)*DX2(-1) + C(129)*DX5(-1) + C(130)*DX6(-1) + C(131)*DX7(-1) + C(132)

| | Coefficient | Std. Error | t-Statistic | Prob. |
|---|---|---|---|---|
| C(121) | 0.174998 | 0.214300 | 0.816602 | 0.4172 |
| C(122) | -0.040945 | 0.081755 | -0.500826 | 0.6182 |
| C(123) | 1.843568 | 1.199321 | 1.537176 | 0.1292 |
| C(124) | 0.042641 | 0.104915 | 0.406432 | 0.6858 |
| C(125) | 0.036882 | 0.107722 | 0.342383 | 0.7332 |
| C(126) | 0.140971 | 0.139492 | 1.010610 | 0.3160 |
| C(127) | 0.140721 | 0.112053 | 1.255845 | 0.2137 |
| C(128) | 0.157409 | 0.129543 | 1.215115 | 0.2288 |
| C(129) | -0.203849 | 0.178720 | -1.140608 | 0.2583 |
| C(130) | 0.058840 | 0.221607 | 0.265515 | 0.7915 |
| C(131) | -0.135231 | 0.122285 | -1.105869 | 0.2729 |
| C(132) | -2.342674 | 2.047288 | -1.144282 | 0.2568 |

Tahmin Edilen 2. VAR (1) Modelinde, (Y2) I Endeksi çekirdek enflasyon göstergesine ilişkin sonuçlara bakılırsa; politika araçlarından (X5) TL Zorunlu Karşılıklar (TLZK) ve (X7) Repo Faizi araçlarının anlamlı bir etkisi olduğu görülmektedir. (olasılık değeri<0.05 olduğu için) TLZK'daki artış bir dönem sonra enflasyonu 0.19 artırmaktadır. I Endeksi çekirdek

enflasyon göstergesinde meydana gelen değişim yine kendisini 1 dönem gecikmeli olarak 0.43 artırmaktadır. Yani I Endeksi kendisinde yaşanan şoklardan daha çok etkilenmektedir. Bu durum beklenti enflasyonunu da ön plana çıkarmaktadır.

(Y5) Sermaye Hareketleri dengesine ilişkin sonuçlara göre, sermaye hareketleri dengesi üzerinde yine kendisinde meydana gelen değişimler etkili olmaktadır. Buna göre, sermaye hareketleri dengesinin 1 dönem gecikmeli değeri yine kendisini 0.58 azaltmaktadır.

(Y4) Dış Ticaret Dengesine ilişkin sonuçlarda, Y3, Y4 ve X2 değişkenlerinin Y4 üzerinde anlamlı bir etkisi olduğu görülmüştür. Yani, dış ticaret dengesi üzerinde yine dış ticaret dengesinin kendisinde meydana gelen değişimlerin yanı sıra, toplam kredi hacmi ve borç verme faizinin etkisi anlamlı bulunmuştur. Borç verme faizinin 1 dönem gecikmeli değeri, dış ticaret dengesini 0.32 artırmaktadır. Buna göre, modeldeki araçlar içerisinde borç verme faizinin dış ticaret dengesi ile anlamlı ilişkisi olduğundan bahsedilebilir.

(Y6) Kapasite Kullanım Oranına (KKO) ilişkin sonuçlara göre, kapasite kullanım oranı üzerinde yine kendisinde meydana gelen değişimler etkili olmaktadır. Kapasite kullanım oranının 1 dönem gecikmeli değeri yine kendisini 0.36 azaltmaktadır. Etki tepki fonksiyonlarına bakılırsa, KKO'da yaşanan şoka yine kendisi ilk dönemde negatif yönde şiddetli bir tepki vermektedir. Sonrasında bu tepki pozitif yönde olmuş daha sonra zayıflamıştır. Uygulama sonuçlarında araçlardan X4, X1 ve X5 değişkenleri üzerinde diğer değişkenlerin anlamlı bir etkisi görülememiştir.

#### 4.3.2.1.Granger Nedensellik Testi

Tek yönlü mü yoksa iki yönlü mü bir ilişki olduğunun ortaya konulmasına yardımcı olan değişkenlere ait Granger Nedensellik Testi sonuçları Tablo 43'de sırasıyla verilmiştir.

**Tablo 43: Granger Nedensellik Testi Sonuçları**

Dependent variable: DY2

| Excluded | Chi-sq | df | Prob. |
|---|---|---|---|
| DY5 | 4.523610 | 1 | 0.0334 |
| DY3 | 1.185350 | 1 | 0.2763 |
| DY4 | 4.303248 | 1 | 0.0380 |
| DY6 | 0.025886 | 1 | 0.8722 |
| DX4 | 0.774682 | 1 | 0.3788 |
| DX1 | 0.090826 | 1 | 0.7631 |
| DX2 | 1.731717 | 1 | 0.1882 |
| DX5 | 4.823772 | 1 | 0.0281 |
| DX6 | 1.329654 | 1 | 0.2489 |
| DX7 | 4.299522 | 1 | 0.0381 |
| All | 19.23260 | 10 | 0.0374 |

Dependent variable: DY3

| Excluded | Chi-sq | df | Prob. |
|---|---|---|---|
| DY2 | 0.563769 | 1 | 0.4527 |
| DY5 | 1.494241 | 1 | 0.2216 |
| DY4 | 0.370441 | 1 | 0.5428 |
| DY6 | 0.090833 | 1 | 0.7631 |
| DX4 | 1.758475 | 1 | 0.1848 |
| DX1 | 0.826521 | 1 | 0.3633 |
| DX2 | 0.045660 | 1 | 0.8308 |
| DX5 | 0.002177 | 1 | 0.9628 |
| DX6 | 0.179775 | 1 | 0.6716 |
| DX7 | 0.129519 | 1 | 0.7189 |
| All | 10.24989 | 10 | 0.4188 |

Dependent variable: DY5

| Excluded | Chi-sq | df | Prob. |
|---|---|---|---|
| DY2 | 0.824927 | 1 | 0.3637 |
| DY3 | 3.891772 | 1 | 0.0485 |
| DY4 | 0.130430 | 1 | 0.7180 |
| DY6 | 1.222902 | 1 | 0.2688 |
| DX4 | 5.07E-05 | 1 | 0.9943 |
| DX1 | 0.022579 | 1 | 0.8806 |
| DX2 | 0.456056 | 1 | 0.4995 |
| DX5 | 0.468954 | 1 | 0.4935 |
| DX6 | 1.974726 | 1 | 0.1599 |
| DX7 | 0.629499 | 1 | 0.4275 |
| All | 10.20200 | 10 | 0.4230 |

Dependent variable: DY4

| Excluded | Chi-sq | df | Prob. |
|---|---|---|---|
| DY2 | 0.084417 | 1 | 0.7714 |
| DY5 | 0.198679 | 1 | 0.6558 |
| DY3 | 4.992160 | 1 | 0.0255 |
| DY6 | 0.834855 | 1 | 0.3609 |
| DX4 | 0.470359 | 1 | 0.4928 |
| DX1 | 0.438545 | 1 | 0.5078 |
| DX2 | 4.119052 | 1 | 0.0424 |
| DX5 | 0.584194 | 1 | 0.4447 |
| DX6 | 2.542370 | 1 | 0.1108 |
| DX7 | 1.502092 | 1 | 0.2203 |
| All | 20.86195 | 10 | 0.0221 |

Dependent variable: DY6

| Excluded | Chi-sq | df | Prob. |
|---|---|---|---|
| DY2 | 1.051673 | 1 | 0.3051 |
| DY5 | 0.001244 | 1 | 0.9719 |
| DY3 | 0.368153 | 1 | 0.5440 |
| DY4 | 0.040138 | 1 | 0.8412 |
| DX4 | 0.249406 | 1 | 0.6175 |
| DX1 | 0.885016 | 1 | 0.3468 |
| DX2 | 0.038277 | 1 | 0.8449 |
| DX5 | 0.746690 | 1 | 0.3875 |
| DX6 | 0.342107 | 1 | 0.5586 |
| DX7 | 0.999286 | 1 | 0.3175 |
| All | 4.536110 | 10 | 0.9199 |

Dependent variable: DX1

| Excluded | Chi-sq | df | Prob. |
|---|---|---|---|
| DY2 | 2.067518 | 1 | 0.1505 |
| DY5 | 0.024596 | 1 | 0.8754 |
| DY3 | 1.814144 | 1 | 0.1780 |
| DY4 | 0.352554 | 1 | 0.5527 |
| DY6 | 0.780430 | 1 | 0.3770 |
| DX4 | 0.022827 | 1 | 0.8799 |
| DX2 | 0.746279 | 1 | 0.3877 |
| DX5 | 0.100363 | 1 | 0.7514 |
| DX6 | 1.144220 | 1 | 0.2848 |
| DX7 | 0.753717 | 1 | 0.3853 |
| All | 6.422377 | 10 | 0.7786 |

Dependent variable: DX4

| Excluded | Chi-sq | df | Prob. |
|---|---|---|---|
| DY2 | 0.224594 | 1 | 0.6356 |
| DY5 | 0.003723 | 1 | 0.9513 |
| DY3 | 0.000462 | 1 | 0.9829 |
| DY4 | 0.784886 | 1 | 0.3757 |
| DY6 | 0.000449 | 1 | 0.9831 |
| DX1 | 0.584471 | 1 | 0.4446 |
| DX2 | 1.764615 | 1 | 0.1840 |
| DX5 | 0.267416 | 1 | 0.6051 |
| DX6 | 2.545001 | 1 | 0.1106 |
| DX7 | 0.489006 | 1 | 0.4844 |
| All | 9.086040 | 10 | 0.5240 |

Dependent variable: DX2

| Excluded | Chi-sq | df | Prob. |
|---|---|---|---|
| DY2 | 3.018195 | 1 | 0.0823 |
| DY5 | 2.628547 | 1 | 0.1050 |
| DY3 | 6.802265 | 1 | 0.0091 |
| DY4 | 10.02086 | 1 | 0.0015 |
| DY6 | 1.243796 | 1 | 0.2647 |
| DX4 | 0.414120 | 1 | 0.5199 |
| DX1 | 0.000103 | 1 | 0.9919 |
| DX5 | 0.012226 | 1 | 0.9120 |
| DX6 | 2.862207 | 1 | 0.0907 |
| DX7 | 1.040676 | 1 | 0.3077 |
| All | 23.05748 | 10 | 0.0105 |

| Dependent variable: DX5 | | | |
|---|---|---|---|
| Excluded | Chi-sq | df | Prob. |
| DY2 | 2.528918 | 1 | 0.1118 |
| DY5 | 0.145272 | 1 | 0.7031 |
| DY3 | 0.085207 | 1 | 0.7704 |
| DY4 | 0.009574 | 1 | 0.9221 |
| DY6 | 0.021254 | 1 | 0.8841 |
| DX4 | 0.094800 | 1 | 0.7582 |
| DX1 | 0.061865 | 1 | 0.8036 |
| DX2 | 3.316858 | 1 | 0.0686 |
| DX6 | 3.562200 | 1 | 0.0591 |
| DX7 | 0.000508 | 1 | 0.9820 |
| All | 9.880007 | 10 | 0.4511 |

| Dependent variable: DX6 | | | |
|---|---|---|---|
| Excluded | Chi-sq | df | Prob. |
| DY2 | 0.390008 | 1 | 0.5323 |
| DY5 | 5.983230 | 1 | 0.0144 |
| DY3 | 1.045259 | 1 | 0.3066 |
| DY4 | 15.23126 | 1 | 0.0001 |
| DY6 | 3.296344 | 1 | 0.0694 |
| DX4 | 1.061467 | 1 | 0.3029 |
| DX1 | 18.56854 | 1 | 0.0000 |
| DX2 | 1.924759 | 1 | 0.1653 |
| DX5 | 0.048189 | 1 | 0.8262 |
| DX7 | 1.122124 | 1 | 0.2895 |
| All | 35.42216 | 10 | 0.0001 |

| Dependent variable: DX7 | | | |
|---|---|---|---|
| Excluded | Chi-sq | df | Prob. |
| DY2 | 0.666839 | 1 | 0.4142 |
| DY5 | 0.250827 | 1 | 0.6165 |
| DY3 | 2.362912 | 1 | 0.1243 |
| DY4 | 0.165187 | 1 | 0.6844 |
| DY6 | 0.117226 | 1 | 0.7321 |
| DX4 | 1.021332 | 1 | 0.3122 |
| DX1 | 1.577145 | 1 | 0.2092 |
| DX2 | 1.476505 | 1 | 0.2243 |
| DX5 | 1.300987 | 1 | 0.2540 |
| DX6 | 0.070498 | 1 | 0.7906 |
| All | 14.88724 | 10 | 0.1362 |

(Y2) I Endeksi bağımlı değişken olduğunda, 0.10 anlamlılık seviyesine göre Y4, Y5, X5 ve X7 değişkenleri onun granger nedenidir. Varyans ayrıştırmasında da görüldüğü gibi, TL zorunlu karşılık oranlarındaki değişimler, TÜFE üzerinde zayıf da olsa diğer değişkenlere göre kısmen daha etkilidir. Y5 sermaye hareketleri dengesi bağımlı değişken iken, sadece (Y3) toplam kredi hacmi onun granger nedenidir. Y3 değişkenine ait herhangi bir nedensellik ilişkisi ortaya konulamamaktadır. Yani değişkenlerin hiçbiri toplam kredi hacmindeki değişimin nedeni değildir. Y4 bağımlı değişken olduğu durumda ise Y3 ve X2 değişkenleri bu değişkenin granger nedenidir. Dolayısıyla, (X2) borç verme faizinin (Y4) dış ticaret dengesinin nedeni olarak, üzerinde kısmen etkili olan bir değişken olduğu söylenebilir. (Y6) kapasite kullanım oranı bağımlı değişken olduğunda, nedensellik ilişkisi bulunamamıştır.

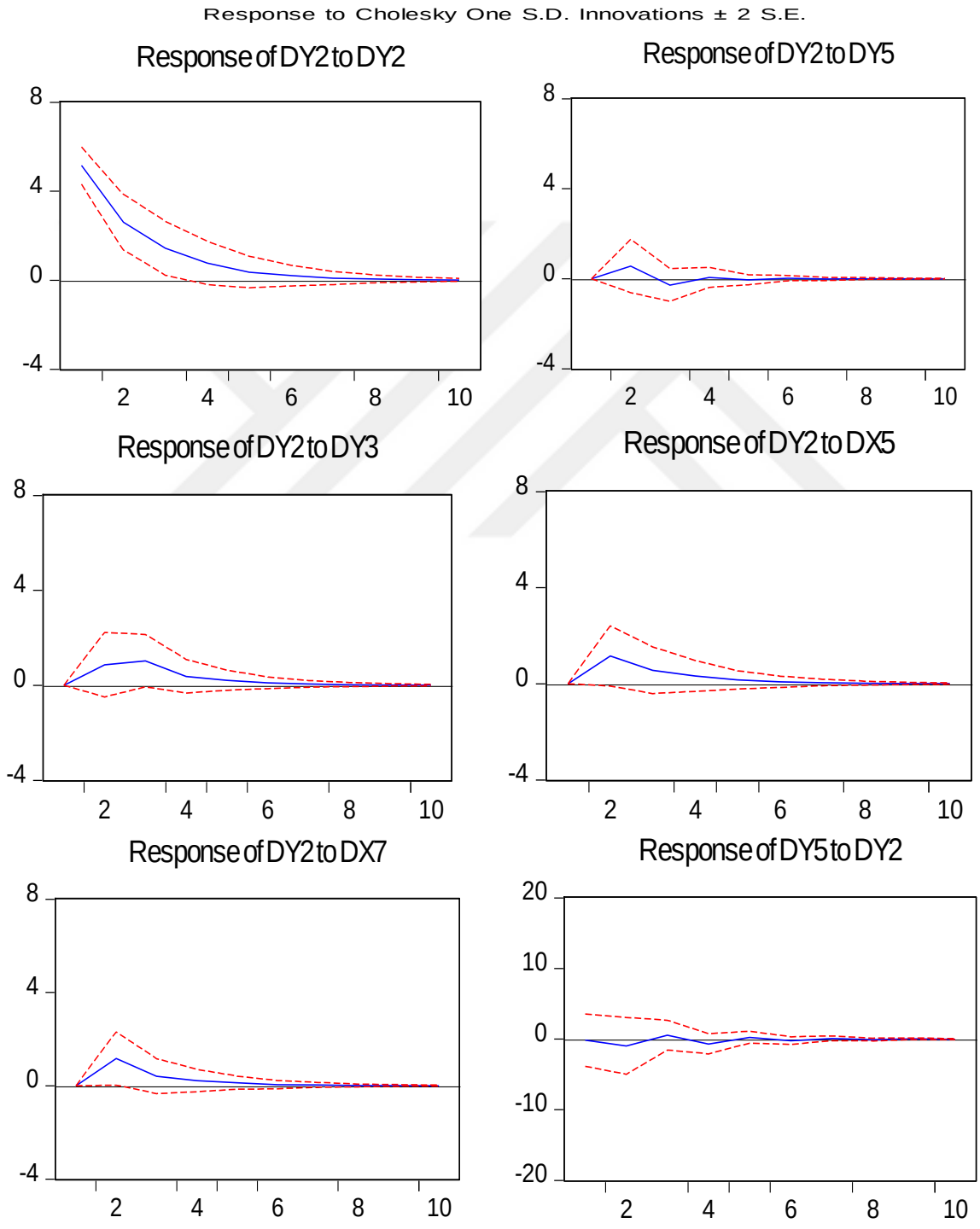
(X4) politika faizi bağımlı değişken olduğu durumda, 0.10 anlamlılık düzeyine göre sadece (X6) YP zorunlu karşılık oranı anlamlı bulunmuştur. (X1) borç alma faizinin bağımlı değişken olduğu durumda nedensellik yoktur. (X2) borç verme faizi bağımlı değişken iken, y3 ve y4 onun granger nedenlerini oluşturmaktadır. (X5) bağımlı değişken olduğunda 0.10'luk anlamlılık düzeyine göre X6 değişkeni onun granger nedenidir. (X6) bağımlı değişken olduğunda Y5, Y4, X1 granger nedenleridir. (X7) bağımlı değişken olduğunda ise nedensellik ilişkisi yoktur. Granger nedensellik analizi bulgularına ilişkin sonuçlar aşağıdaki gibi özetlenebilir:

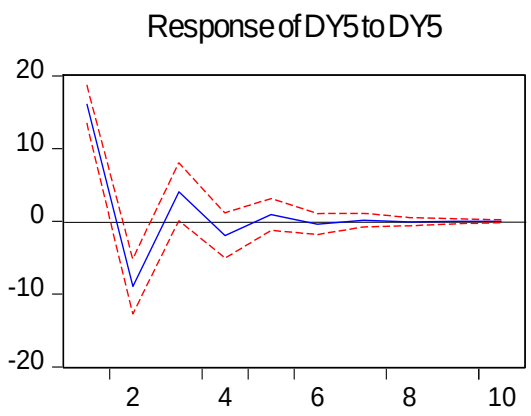
| | |
|---|---|
| X5, Y4, Y5 → Y2 | Y3, Y4 → X2 |
| Y3 → Y5 | X6 →X5 |
| Y3, X2 →Y4 | Y5, Y4, X1 →X6 |
| X6 →X4 | |

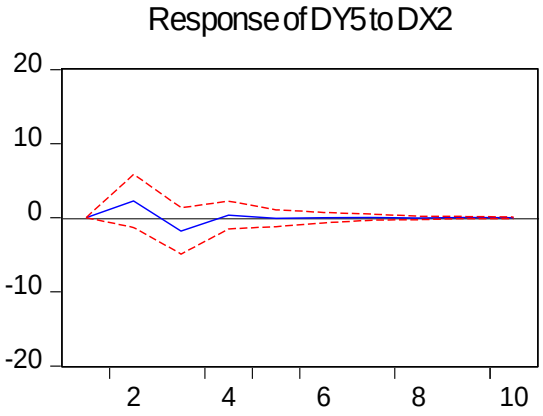
### 4.3.2.2.Etki Tepki Fonksiyonları ve Varyans Ayrıştırması

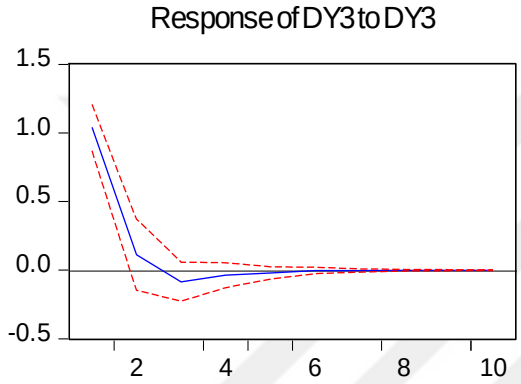
Serilerde meydana gelen şoklarda, 1 birimlik değişim karşısında diğer serilerin verdiği tepkiler ise Şekil 62'de gösterilmektedir.

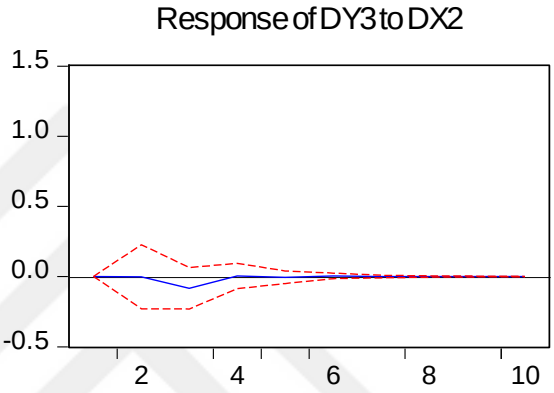
**Şekil 62:** Etki-Tepki Fonksiyonları (2.Model)

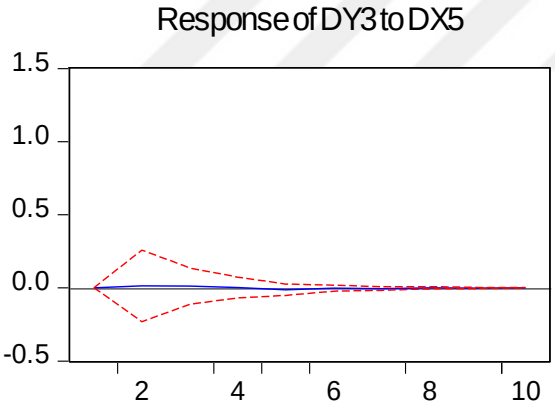


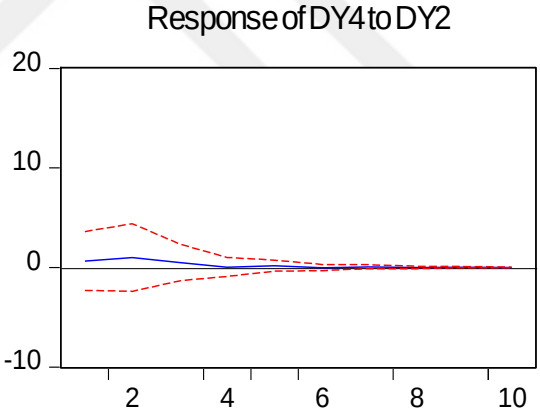

Response of DY5 to DY5
20
10
0
-10
-20
2
4
6
8
10

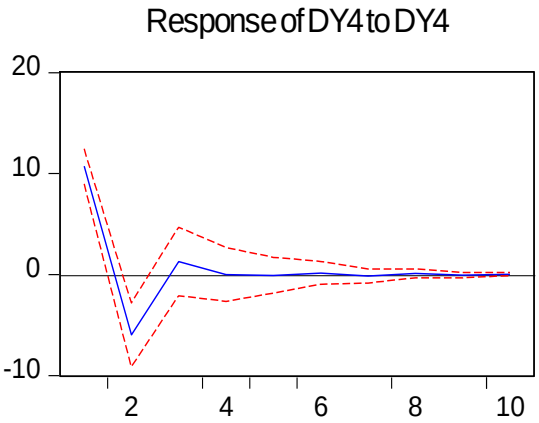

Response of DY5 to DX2
20
10
0
-10
-20
2
4
6
8
10

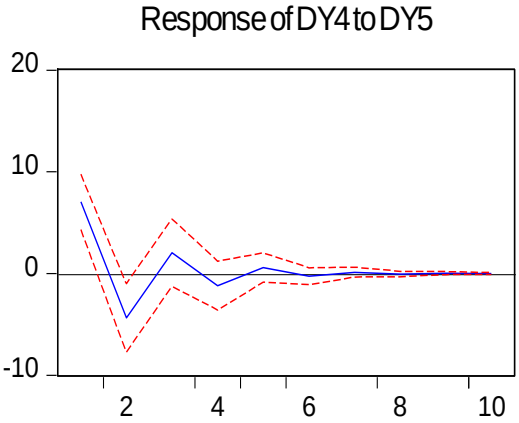

Response of DY3 to DY3
1.5
1.0
0.5
0.0
-0.5
2
4
6
8
10

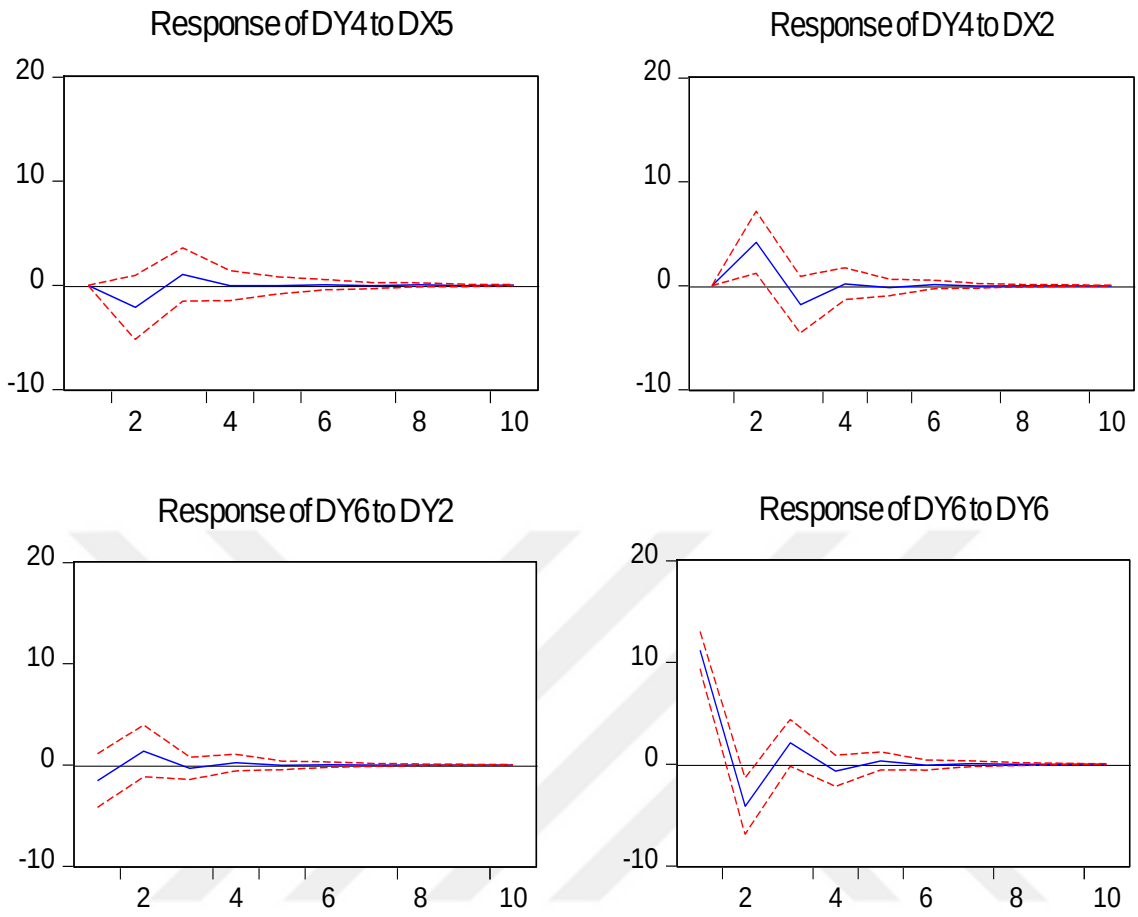

Response of DY3 to DX2
1.5
1.0
0.5
0.0
-0.5
2
4
6
8
10


Response of DY3 to DX5
1.5
1.0
0.5
0.0
-0.5
2
4
6
8
10


Response of DY4 to DY2
20
10
0
-10
2
4
6
8
10


Response of DY4 to DY4
20
10
0
-10
2
4
6
8
10


Response of DY4 to DY5
20
10
0
-10
2
4
6
8
10




Etki-tepki fonksiyonu sonucuna göre (Y2) I Endeksinde meydana gelen bir standart sapmalık pozitif şok karşısında, (Y2) 5 aya kadar düşüş göstermekte daha sonra stabil hale gelmektedir. Etki-tepki fonksiyonu sonucuna göre (Y2) I Endeksinde meydana gelen bir standart sapmalık pozitif şok karşısında, (Y4) Dış Ticaret Dengesi stabil kalmaktadır. (X2) Borç verme faizinde meydana gelen bir standart sapmalık pozitif şok da, (Y4) Dış Ticaret Dengesi üzerinde önce önce pozitif sonra nagatif tepkiye neden olmuştur.

(Y2) I Endeksinde meydana gelen bir standart sapmalık pozitif şok kendisinde önce düşüş yaratmakta, 5 dönem sonrasında da stabil hale gelmektedir. (Y5) Sermaye Hareketleri dengesinde yaşanan bir standart sapmalık pozitif şok karşısında, yine sermaye hareketleri dengesinin kendisi 2. aya kadar negatif tepki verirken, sonra pozitif, 3.aydan sonra tekrar negatif, 4 aydan sonra ise stabil hale gelmektedir. Tepkinin seyrinden anlaşılacağı üzere, sermaye hareketleri dengesinin ilk dönemlerde kendinden kaynaklı şoklar karşısında daha duyarlı olduğu, daha fazla tepki verdiği söylenebilir.

(Y5) Sermaye Hareketleri dengesinin yanı sıra; (Y3) Toplam Kredi Hacmi, (Y4) Dış Ticaret Dengesi ve (Y6) Kapasite Kullanım Oranı değişkenlerinde de kendi iç dinamikleri tarafından verilen bir birimlik şok karşısında, değişkenlerin kendisi 2 aya kadar negatif yönde güçlü tepki vermektedir. 2 aydan sonra tepkinin şiddeti azalmaya başlamaktadır. Etki tepki analizinden sonra varyans ayrıştırması yapılmıştır. Varyans ayrıştırması VAR modelinde yer alan her bir değişkendeki değişimin ne kadarının kendisinde ne kadarının diğer değişkenlerde meydana gelen değişimlerden kaynaklandığını yüzde olarak göstermektedir. Tablo 44'de modelde önem sırasına göre yer alan değişkenlerin sırasıyla ele alındığı varyans ayrıştırma tablosu yer almaktadır.

**Tablo 44: Varyans Ayrıştırma Tablosu**

**(Y2) I Endeksi İçin Varyans Ayrıştırması**

| Period | S.E. | DY2 | DY5 | DY3 | DY4 | DY6 | DX4 | DX1 | DX2 | DX5 | DX6 | DX7 |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| 1 | 5.160014 | 100.0000 | 0.000000 | 0.000000 | 0.000000 | 0.000000 | 0.000000 | 0.000000 | 0.000000 | 0.000000 | 0.000000 | 0.000000 |
| 2 | 6.329738 | 83.38390 | 0.795937 | 1.872879 | 2.457651 | 0.056780 | 0.021012 | 0.661940 | 3.665505 | 3.345978 | 0.339116 | 3.399303 |
| 3 | 6.644607 | 80.31809 | 0.904377 | 4.108916 | 2.394366 | 0.060087 | 0.019180 | 1.312893 | 3.326388 | 3.736169 | 0.360522 | 3.459015 |
| 4 | 6.718021 | 79.89141 | 0.891328 | 4.332623 | 2.360345 | 0.109872 | 0.069129 | 1.350136 | 3.262897 | 3.889653 | 0.353549 | 3.489058 |
| 5 | 6.735244 | 79.77936 | 0.892352 | 4.404937 | 2.351394 | 0.114000 | 0.073565 | 1.351261 | 3.247747 | 3.923705 | 0.353133 | 3.508546 |
| 6 | 6.740282 | 79.75282 | 0.891900 | 4.420350 | 2.355732 | 0.115883 | 0.074878 | 1.353298 | 3.242964 | 3.931364 | 0.352606 | 3.508199 |
| 7 | 6.741528 | 79.74369 | 0.891833 | 4.425554 | 2.354891 | 0.116105 | 0.075325 | 1.353314 | 3.241789 | 3.935409 | 0.352568 | 3.509522 |
| 8 | 6.741886 | 79.74174 | 0.891767 | 4.426717 | 2.355379 | 0.116216 | 0.075428 | 1.353421 | 3.241447 | 3.935834 | 0.352534 | 3.509514 |
| 9 | 6.741970 | 79.74114 | 0.891751 | 4.427039 | 2.355321 | 0.116230 | 0.075460 | 1.353415 | 3.241367 | 3.936162 | 0.352529 | 3.509586 |
| 10 | 6.741996 | 79.74099 | 0.891745 | 4.427128 | 2.355376 | 0.116234 | 0.075467 | 1.353420 | 3.241343 | 3.936184 | 0.352527 | 3.509589 |

**(Y5) Sermaye Hareketleri Dengesi İçin Varyans Ayrıştırması**

| Period | S.E. | DY2 | DY5 | DY3 | DY4 | DY6 | DX4 | DX1 | DX2 | DX5 | DX6 | DX7 |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| 1 | 16.14886 | 0.008044 | 99.99196 | 0.000000 | 0.000000 | 0.000000 | 0.000000 | 0.000000 | 0.000000 | 0.000000 | 0.000000 | 0.000000 |
| 2 | 19.35539 | 0.261208 | 90.96646 | 4.408646 | 0.097073 | 1.159488 | 0.217440 | 0.014041 | 1.371668 | 0.029853 | 0.952790 | 0.521333 |
| 3 | 20.22673 | 0.313338 | 87.31698 | 4.479130 | 0.850676 | 2.203341 | 0.500685 | 0.100335 | 2.040735 | 0.117531 | 1.242498 | 0.834748 |
| 4 | 20.51645 | 0.415912 | 85.77978 | 4.370049 | 1.761946 | 2.565528 | 0.495051 | 0.215240 | 2.014311 | 0.197588 | 1.309364 | 0.875227 |
| 5 | 20.61597 | 0.426708 | 85.15782 | 4.344586 | 2.196437 | 2.672599 | 0.490417 | 0.237136 | 1.996066 | 0.260225 | 1.331759 | 0.886252 |
| 6 | 20.64988 | 0.438340 | 84.91602 | 4.330937 | 2.384896 | 2.703889 | 0.489073 | 0.243301 | 1.989528 | 0.281394 | 1.336986 | 0.885634 |
| 7 | 20.66077 | 0.440013 | 84.83276 | 4.326441 | 2.453635 | 2.711682 | 0.488557 | 0.244473 | 1.987819 | 0.291520 | 1.338018 | 0.885083 |
| 8 | 20.66421 | 0.441078 | 84.80533 | 4.325027 | 2.477116 | 2.713403 | 0.488395 | 0.244694 | 1.987488 | 0.294527 | 1.338147 | 0.884790 |
| 9 | 20.66521 | 0.441224 | 84.79721 | 4.324620 | 2.484217 | 2.713735 | 0.488350 | 0.244706 | 1.987455 | 0.295631 | 1.338144 | 0.884705 |
| 10 | 20.66550 | 0.441303 | 84.79483 | 4.324518 | 2.486314 | 2.713781 | 0.488337 | 0.244703 | 1.987468 | 0.295921 | 1.338130 | 0.884688 |

**(Y3) Toplam Kredi Hacmi İçin Varyans Ayrıştırması**

| Period | S.E. | DY2 | DY5 | DY3 | DY4 | DY6 | DX4 | DX1 | DX2 | DX5 | DX6 | DX7 |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| 1 | 1.046028 | 0.498006 | 0.563893 | 98.93810 | 0.000000 | 0.000000 | 0.000000 | 0.000000 | 0.000000 | 0.000000 | 0.000000 | 0.000000 |
| 2 | 1.106858 | 1.474648 | 2.780578 | 89.36942 | 0.999914 | 0.770543 | 3.435390 | 0.918442 | 0.000114 | 0.014780 | 0.098552 | 0.137618 |
| 3 | 1.128776 | 1.827124 | 3.323167 | 86.51066 | 0.982589 | 0.741398 | 3.729115 | 1.568653 | 0.558403 | 0.024592 | 0.135130 | 0.599168 |
| 4 | 1.132121 | 2.062282 | 3.365787 | 86.10629 | 0.995836 | 0.789006 | 3.707293 | 1.659685 | 0.556199 | 0.024810 | 0.135315 | 0.597496 |
| 5 | 1.133019 | 2.096441 | 3.398339 | 86.00343 | 0.997062 | 0.791123 | 3.703667 | 1.659230 | 0.557346 | 0.037049 | 0.142539 | 0.613772 |
| 6 | 1.133268 | 2.114044 | 3.401372 | 85.96668 | 1.004199 | 0.796256 | 3.703059 | 1.662114 | 0.558669 | 0.037267 | 0.142813 | 0.613533 |
| 7 | 1.133330 | 2.115730 | 3.402382 | 85.95815 | 1.007198 | 0.796722 | 3.702678 | 1.661932 | 0.558608 | 0.039155 | 0.143086 | 0.614356 |
| 8 | 1.133354 | 2.117079 | 3.402451 | 85.95472 | 1.008921 | 0.796991 | 3.702527 | 1.662074 | 0.558594 | 0.039162 | 0.143123 | 0.614360 |
| 9 | 1.133360 | 2.117184 | 3.402459 | 85.95396 | 1.009304 | 0.797038 | 3.702494 | 1.662059 | 0.558589 | 0.039372 | 0.143145 | 0.614391 |
| 10 | 1.133362 | 2.117288 | 3.402450 | 85.95365 | 1.009509 | 0.797054 | 3.702480 | 1.662062 | 0.558590 | 0.039374 | 0.143147 | 0.614394 |

**(Y4) Dış Ticaret Dengesi İçin Varyans Ayrıştırması**

| Period | S.E. | DY2 | DY5 | DY3 | DY4 | DY6 | DX4 | DX1 | DX2 | DX5 | DX6 | DX7 |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| 1 | 12.85802 | 0.242349 | 30.06258 | 0.069327 | 69.62574 | 0.000000 | 0.000000 | 0.000000 | 0.000000 | 0.000000 | 0.000000 | 0.000000 |
| 2 | 16.22654 | 0.524158 | 26.13601 | 4.045088 | 57.31547 | 1.365131 | 0.103735 | 0.040609 | 6.634257 | 1.698641 | 1.014800 | 1.122102 |
| 3 | 16.68423 | 0.584350 | 26.20879 | 3.907068 | 54.80637 | 2.022049 | 0.343608 | 0.269896 | 7.472884 | 1.992410 | 0.974796 | 1.417785 |
| 4 | 16.75408 | 0.579936 | 26.50792 | 3.902172 | 54.35032 | 2.100940 | 0.341773 | 0.304770 | 7.422757 | 1.976178 | 0.983279 | 1.529954 |
| 5 | 16.77649 | 0.587355 | 26.55978 | 3.909492 | 54.20760 | 2.149530 | 0.340885 | 0.321770 | 7.415498 | 1.971075 | 0.992157 | 1.544860 |
| 6 | 16.78303 | 0.587050 | 26.56579 | 3.910917 | 54.17381 | 2.165275 | 0.341081 | 0.324465 | 7.414674 | 1.970469 | 0.995480 | 1.550986 |
| 7 | 16.78514 | 0.588503 | 26.56467 | 3.909977 | 54.16892 | 2.169864 | 0.341006 | 0.326152 | 7.412964 | 1.970539 | 0.996031 | 1.551373 |
| 8 | 16.78579 | 0.588507 | 26.56384 | 3.909808 | 54.16848 | 2.170924 | 0.340984 | 0.326336 | 7.412392 | 1.970997 | 0.996233 | 1.551498 |
| 9 | 16.78601 | 0.588646 | 26.56337 | 3.909708 | 54.16864 | 2.171218 | 0.340975 | 0.326397 | 7.412204 | 1.971099 | 0.996275 | 1.551472 |
| 10 | 16.78607 | 0.588650 | 26.56319 | 3.909679 | 54.16875 | 2.171282 | 0.340973 | 0.326402 | 7.412152 | 1.971170 | 0.996284 | 1.551465 |

**(Y6) Kapasite Kullanım Oranı İçin Varyans Ayrıştırması**

| Period | S.E. | DY2 | DY5 | DY3 | DY4 | DY6 | DX4 | DX1 | DX2 | DX5 | DX6 | DX7 |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| 1 | 11.55975 | 1.789195 | 0.000655 | 0.126846 | 3.889550 | 94.19375 | 0.000000 | 0.000000 | 0.000000 | 0.000000 | 0.000000 | 0.000000 |
| 2 | 12.61509 | 2.698598 | 0.326249 | 0.257026 | 3.341943 | 89.74897 | 0.002720 | 0.980526 | 0.120131 | 1.409777 | 0.115791 | 0.998265 |
| 3 | 12.84130 | 2.673214 | 0.317794 | 0.254833 | 3.424886 | 89.27153 | 0.088214 | 0.955093 | 0.183971 | 1.362869 | 0.140031 | 1.327563 |
| 4 | 12.87431 | 2.692094 | 0.324192 | 0.270848 | 3.437738 | 89.08184 | 0.101060 | 0.963926 | 0.193012 | 1.369193 | 0.139323 | 1.426770 |
| 5 | 12.88276 | 2.689486 | 0.323822 | 0.270690 | 3.462207 | 89.02819 | 0.107042 | 0.963383 | 0.201608 | 1.367491 | 0.139920 | 1.446159 |
| 6 | 12.88402 | 2.689500 | 0.323917 | 0.271121 | 3.466479 | 89.01642 | 0.107390 | 0.963294 | 0.203448 | 1.368055 | 0.139909 | 1.450464 |
| 7 | 12.88430 | 2.689384 | 0.323911 | 0.271121 | 3.468158 | 89.01359 | 0.107582 | 0.963309 | 0.203808 | 1.368006 | 0.139954 | 1.451181 |
| 8 | 12.88435 | 2.689367 | 0.323922 | 0.271122 | 3.468518 | 89.01298 | 0.107595 | 0.963302 | 0.203880 | 1.368043 | 0.139954 | 1.451315 |
| 9 | 12.88436 | 2.689363 | 0.323924 | 0.271122 | 3.468630 | 89.01282 | 0.107598 | 0.963303 | 0.203901 | 1.368045 | 0.139955 | 1.451337 |
| 10 | 12.88436 | 2.689362 | 0.323925 | 0.271122 | 3.468652 | 89.01279 | 0.107598 | 0.963302 | 0.203904 | 1.368048 | 0.139955 | 1.451341 |

Cholesky Ordering: DY2 DY5 DY3 DY4 DY6 DX4 DX1 DX2 DX5 DX6 DX7

Varyans ayrıştırması sonuçlarına göre; Y2'deki öngörü hatasında meydana gelen değişimin kendi iç dinamikleri tarafından açıklanma oranı ikinci periyotta % 83 iken, ilerleyen periyotlarda % 79'a düşmekte ve kendi iç dinamikleri tarafından açıklanma gücünün değişmediği görülmektedir. Y3 ve X5 değişkenlerine verilen bir birimlik şokun Y1'de sırasıyla % 4; % 3'lük dalgalanmaya neden olduğu görülmektedir. Kendi iç dinamikleri tarafından verilen bir birimlik şok ilk periyotta Y5 üzerinde % 99 oranında dalgalanma yaratırken, Y3 ve Y4'te meydana gelen şoklar ise Y5 üzerinde % 2-4 oranları arasında değişime neden olmaktadır.

Çekirdek enflasyon, geçici nitelikteki göreli fiyat şoklarını dışlayarak uzun dönemdeki fiyat hareketlerini gösteren, para politikasının üzerinde en fazla etkiye sahip olduğu enflasyon ölçümüdür. Yapısal nedenlerden dolayı meydana gelen fiyat artışlarını daha ziyade yansıtmaktadır. Bu endeks, TCMB'nin aldığı önlemlerin işe yarayıp yaramadığı ölçmede yardımcı olmaktadır. Çekirdek enflasyon uzun döneme ve beklentilere ilişkin bir kavramdır.

Uygulamada kendi iç dinamiklerinden sonra en büyük dalgalanmanın (Y2) I Endeksi tarafından meydana geldiği görülmektedir. Yani ilk dönemde kendinden kaynaklı şoklardan en çok etkilenen değişken, I Endeksi çekirdek enflasyon göstergesi olmuştur. Bu durum baz alınan dönemde, I Endeksi çekirdek enflasyon göstergesi üzerinde beklentilerin etkisinin ön plana çıktığını göstermektedir. Aynı zamanda I endeksi Cholesky yaklaşımı çerçevesinde modelin en dışsal değişkeni olmuştur.

Cholesky yaklaşımı çerçevesinde iktisadi göstergelerin en dışsaldan en içsele doğru sıralanışı ise 1. Modeldeki gibi: Enflasyon, Sermaye Hareketleri Dengesi, Toplam Kredi Hacmi, Dış Ticaret Dengesi ve Kapasite Kullanım Oranı şeklindedir.

İki enflasyon göstergesinin ayrı ayrı uygulama konulduğu iki modelin analiz sonuçları karşılaştırıldığında, ortaya çıkan neticenin birbiriyle paralellik gösterdiği ifade edilebilir. Yani yapılan VAR Analizi birbirine yakın sonuçlar elde edilmesini sağlamıştır. Uygulama sonuçları, 2010 sonrası TCMB'nin belirtilen araçları ile makroekonomik göstergeler arasında zayıf bir ilişkinin varlığına işaret etmektedir. Bu durum modeldeki makroekonomik göstergeleri etkileyen birçok farklı unsurun olmasından da kaynaklanmaktadır.

# SONUÇ

Son yıllarda finansal küreselleşmenin etkisiyle hızla yayılan krizler, merkez bankaları tarafından uygulanan para politikalarında çeşitli dönüşümlere neden olmuştur. 2008 Küresel Finansal Kriz sırasında, birçok ülke Yeni Uzlaşı yaklaşımı olarak da anılan Yeni Keynesyen temelli enflasyon hedeflemesi stratejisini uygulamaktaydı. Ancak yaşanan kriz ile birlikte yürütülen para politikası çerçevesi sorgulanmaya başlanmıştır. Bu sorgulama süreci de enflasyon hedeflemesine yönelik eleştirileri beraberinde getirmiştir. Küresel kriz kısa vadeli faiz oranlarının enflasyon hedeflemesi çerçevesinde etkin olarak kullanıldığı bir dönemde gerçekleştiği için yerleşik para politikasına olan inancı sarsmıştır.

Krizin temelinde yatan sorunlu krediler kapsamındaki subprime ipotekli konut kredisinin dünyada kullanımı, 2001'den 2006 yılına kadar 3 kattan daha fazla artış göstermiştir. Düşük faiz ile beraber geleneksel yatırım araçlarındaki düşük getiri sebebiyle, yatırımcılar daha fazla risk alarak daha çok getiri sağlamaya çalışmıştır. İkincil piyasada riskli subprime krediler ile ilişkili olan menkul kıymetlere talep arttığı için, ipotekli konut kredisi veren kuruluşlar kredi geçmişlerine dikkat etmeden özensizce kredi vermiş, gerekli riskler zamanında ölçülememiştir. ABD'de emlak balonu patlamış, tarihin en ciddi kriziyle karşı karşıya kalınmıştır.

Kaynağında finansal sistemin yarattığı sorunlu kredilerin olduğu 2008 Krizi başta üretim, istihdam ve dış ticaret gibi temel makroekonomik göstergeleri olumsuz etkilenmiştir. Kriz sonrası sistemik riski azaltma ve finansal istikrarı sağlama, tartışılan önemli konular haline gelmiştir. İstikrarlı bir fiyat düzeyinin tek başına finansal istikrarı sağlama konusunda yeterli olmadığı anlaşılmıştır. Finansal istikrara ilişkin rolleri sorgulanmaya başlanan merkez bankalarının politika uygulamalarında değişiklikler yaşanmıştır. Makro ihtiyati politikalar da bu noktada ön plana çıkmış, finansal kuruluşların düzenleme ve gözetimine katkı sağlamıştır. Birden fazla araç ve amacın devreye girmesi, makro ihtiyati politika uygulamalarının etkinliğini anlamayı da zorlaştırmıştır.

Makro ihtiyati politikalar çerçevesinde TCMB 2010 yılından itibaren, geleneksel olmayan para politikası araçlarını uygulamaya başlamış ve krizin olumsuz etkilerini azaltmada başarı sağlamıştır. Bu araçlar; enflasyon hedefine odaklı kısa vadeli politika faiz oranı ile beraber finansal istikrar hedefini sağlayacak şekilde zorunlu karşılıklar, likidite yönetimi, faiz koridoru ve rezerv opsiyon mekanizması olarak sıralanabilir.

Bu çalışmanın uygulama aşamasında, TCMB'nin 2008 Krizi sonrasında uygulamaya koyduğu makro ihtiyati politika araçlarının amaçları doğrultusundaki temel finansal göstergelere olan etkisi incelenmiştir. VAR tekniğinin kullanıldığı uygulama sonuçlarına göre; varyans ayrıştırması ve etki tepki mekanizması da dikkate alındığında, modeldeki değişkenlerin tümünün kendinden kaynaklı şoklar karşısında daha fazla tepki verdiği görülmüştür. Modelin en dışsal değişkeni olan enflasyon göstergelerinin (TÜFE ve I Endeksi) de belirtilen para politikası araçlarındaki değişimlere karşı tepkisi düşük olmuştur. Enflasyon ilk dönemde kendi iç dinamikleri tarafından verilen bir birimlik şok karşısında en çok etkilenen değişken olup, kendi varyansındaki değişimde rolü oldukça yüksektir. Buna göre enflasyonun Türkiye'de dışsal bir karakteri yansıttığını ifade etmek mümkündür.

TCMB enflasyonu ölçmede kullanılan TÜFE'yi oluşturan mal ve hizmetlerin önemli bir kısmının fiyatlarında para politikası önlemlerinin etki etmediğini ifade etmektedir. Türkiye'de enflasyon petrol fiyatlarından kaynaklanan dış şoklarla başlamakta, birçok kaynaktan da beslenmektedir. Örneğin, gıda enflasyonunun seviyesi kadar oynaklığı da yüksek seyretmektedir. TCMB bünyesinde yapılan güncel çalışmalar, gıda fiyatlarındaki yüksek oynaklığın 2010-2016 döneminde de sürdüğünü göstermektedir. Türkiye'nin 2010 sonrası dönemde tüm ülke gruplarında en yüksek oynaklığa sahip ülke olması, olumsuz yönde bir ayrışmaya işaret etmektedir.

Ağırlıklı olarak gıda fiyatlarındaki artışlardan kaynaklanan gıda enflasyonuna yönelik çeşitli öneriler söz konusudur. Yıllardır süregelen ithalatla fiyatları indirmeye çalışma ya da ihracatı engelleyerek fiyatı düşürme gibi görüşler mevcuttur. Ancak uygulanması oldukça zor olan bu politika ile gıda fiyatlarını düşürmeye çalışmanın tarım sektörü açısından olumsuz sonuçlar doğurabilmesi de olasıdır. Bunun yanı sıra 2016 yılı sonunda gündeme gelen "erken uyarı sistemi" ile fiyatları kontrol etme görüşü de ön plana çıkmaktadır. Üretim maliyetlerini düşürerek ürün arzını artırmaya çalışmak da önerilerin arasında yer almaktadır.

İleri sürülen fikirler doğrultusunda aslında temel sorun Türkiye'nin mevcut olan üretim potansiyelini doğru ve etkin planlaması konusundaki eksiklikleridir. Buna yönelik planlamalar yapma ve uygulama, sağlıklı fiyat oluşumlarını sağlama konusunda önemli bir katkı sağlayacaktır. Dünya emtia fiyatlarındaki olası artışların da Türkiye'de fiyatlara yansıması kaçınılmazdır. Beklentilerin yanı sıra, enflasyon hedefindeki sapmaların yüksek oranda olması da halkın politikaya olan güvenini sarsan bir unsurdur. Politika otoritesinin enflasyona yönelik beklentileri ve enflasyon hedefindeki sapmaları düşürmesi, fiyat istikrarının sağlanması için önemlidir.

Enflasyonun düşememesinin nedenleri arasında; bütçe açıkları, ithal edilmiş enflasyonun katkısı, faizin düşüklüğü, para arzında ve dolaylı vergilerde yaşanan artışlar, kayıt dışı ekonominin büyüklüğü gibi etkenler yer almaktadır. Bunlar Türkiye gibi dışa bağımlı gelişmekte olan ülkelerde enflasyona baskı yapmaktadır. Talep şokları TÜFE'deki değişimlerin temel kaynaklarından biri olup, beklenmeyen iç veya dış kaynaklı krizler, devalüasyon veya istikrar programları gibi para otoritelerince alınan şok kararların da enflasyonu etkileme güçleri yüksektir. Enflasyonun dışsal şoklara karşı duyarlılığını azaltmak ve yapısal bir sorun olmaktan kalıcı bir şekilde çıkarmak için, özellikle arz cephesinde sorunların çözülmesi, enerji ve ara girdide dışa bağımlılığın azaltılması, üretimin ihracat desteğiyle artırılarak birim maliyetlerin düşürülmesi ve bunun istikrarı enflasyonun makul bir çizgide seyretmesi için yapılması gerekli unsurlardır.

Ayrıca uygulamanın granger nedeni olarak da araçlar içerisinde sadece zorunlu karşılıklardaki değişimlerin enflasyon üzerinde anlamlı bir etkisi olduğu görülmüştür. TCMB'nin zorunlu karşılık oranlarını artırması, kredi genişlemesini sınırlamada tüketimi de düşürerek hem cari açığın düşmesine hem de enflasyonun baskılanmasına yönelik makro ihtiyati önlemleri destekleyen bir uygulamadır. Zorunlu karşılıkların indirilmesi ise yasal görevi olan fiyat istikrarını sağlamayı olumsuz etkileyen bir unsurdur. TCMB'nin izlediği karşılıklar politikasının enflasyon hedefinden uzaklaştığı 2010 sonrası TCMB'nin uygulamalarıyla daha çok büyümeye, finansal istikrara yöneldiğine ilişkin genel kanıya karşın zorunlu karşılıkların diğer araçlara kıyasla fiyat istikrarı üzerinde kısmen etkisinin olduğu bulgusuna ulaşılmıştır.

2008 Krizi sonrası dünyada risk ve belirsizliklerin arttığı süreçte, küresel faktörlerin etkilediği sermaye hareketlerinde oynaklıklar yaşanmaktadır. Türk lirası zorunlu karşılıkların belirli bir oranının döviz cinsinden tutulmasına olanak tanıyan Rezerv Opsiyon Mekanizması (ROM) da sermaye akımlarındaki dalgalanmaların etkilerini yumuşatma potansiyeli taşımaktadır.

Kurda yaşanan dalgalanmalardan kaynaklı kur artışları da enflasyona baskı yapan önemli nedenlerden biridir. Dolayısıyla merkez bankası böyle bir ortamda doğrudan faiz artırımı yapamadığı takdirde, ROM kapsamında zorunlu karşılıkları kullanarak kur oynaklığını kontrol altına almaya çalışır. Bu durum aslında kur kanalının fiyat istikrarının sağlanmasında önemli bir rol oynadığını göstermektedir. Yani 2010 yılı sonrası TCMB'nin finansal istikrarı sağlamak amacıyla kullandığı zorunlu karşılıklar, aynı zamanda fiyat istikrarını sağlamada da etkili olmuştur.

Son yıllarda ön plana çıkan piyasada likidite dengesini sağlama merkez bankaları için önem taşımaktadır. Cari açığı ve enflasyonu oldukça yüksek seyreden, kur oynaklığının aşırı arttığı ülkemizde ihtiyacımız olan döviz likiditesinin artırılması gerekmektedir. TCMB'nin döviz zorunlu karşılıkları düşürmesi, TL cinsinden tutulması gereken zorunlu karşılıkların döviz olarak tutulabilecek olan bölümünü artırması, döviz satım ihalesi döviz likiditesinin artırılmasına dönük yapılan uygulamalardır. Ancak bu adımlar ile sağlanan döviz likiditesi fazlası ancak açığı gidermeye çalışmakla sınırlı kalmaktadır.

Finansal kuruluşların günlük nakit dövizi yeterli olmadığında piyasadan satın alması kuru yükseltmektedir. Bu durum likidite yönetiminin doğru yapılamadığının da bir sonucudur. Likidite sorununun çözülememesi döviz kurunu kontrol edilmesini daha güç hale getirmektedir. Kur istikrarının önemli bir koşulu, likidite dengesini sağlayarak yönetimini doğru ve etkin bir şekilde yapabilmektir.

TCMB'nin finansal istikrar göstergesi olarak kabul ettiği sermaye hareketleri ve kredi genişlemesine yönelik olarak modelde yer alan sermaye hareketleri dengesi ve Türk bankacılık sektörü toplam kredi hacmi, modelin en dışsal değişkenleri arasındadır. Dolayısıyla dışsal şoklardan etkilenmektedirler. Aynı zamanda politika araçlarına karşı bu değişkenlerin de tepkisi zayıf kalmış, varyans ayrıştırmasında da enflasyondan sonra en çok kendinden kaynaklı şoklara tepki veren göstergeler olmuşlardır.

Analiz sonuçlarında sermaye hareketlerindeki değişmeler düşük de olsa, diğer değişkenlere göre kısmen enflasyondan daha çok etkilenmektedir. Bu sonuç, TCMB'nin finansal istikrar ve fiyat istikrarının beraber amaç olarak belirlemesine ilişkin durumu desteklemektedir. Ayrıca analiz sonuçlarına göre, politika faizinin modeldeki iktisadi göstergeler üzerindeki etkisi zayıf kalmıştır. Bu durum, TCMB'nin politika faizini 2010 sonrası aktif olarak kullanmadığını yansıtan bir sonuç olarak görülebilir.

Granger nedensellik testine sonuçlarına göre; borç verme faizi dış ticaret dengesinin nedeni olup, uygulama sonuçlarında diğer araçlara göre kısmen dış ticaret dengesi üzerinde daha etkili olmuştur. Faiz koridoru uygulaması, ülkelerin ithalat ve ihracat eğilimlerini döviz kuru kanalı aracılığıyla etkiler. Dış ticaret dengesi ödemeler dengesinin önemli bir kalemini oluşturmaktadır. Para politikasının sıkılaşması bir taraftan iç talebi aşağıya çekerek, ithalatın da yavaşlamasına neden olurken, diğer taraftan Türk lirasının değerlenmesine neden olarak ithalatı artırıcı etki yapmaktadır. Dolayısıyla bu araçların ithalata olan etkisi zaten sınırlı kalacaktır. Uygulama sonuçlarına göre araçlar içerisindeki faiz koridorunun üst bandındaki (borç verme faizi) değişimler, kısmen daha fazla dış ticaret dengesini etkilemektedir. Bu da gelişmekte olan ülkelerin yaşadığı cari açık sorunu açısından önemlidir.

Sermaye hareketlerini etkileyen faiz koridoru aynı zamanda döviz kuru oynaklığının belirlenmesine de yardımcı olmaktadır. Gelişmekte olan ülkelerin merkez bankaları yaşanabilecek sermaye kaçışlarının ekonomide yaratacağı kur oynaklığına karşı piyasaya daha az fonlama yapabilir. Bu durum da mevcut likidite ihtiyacının döviz satımı yoluyla karşılanmasına neden olmaktadır. Faiz koridoru sermaye akımının hızına göre kur ve kredi volatilitesini ayarlama konusunda esneklik sağlayan bir araçtır. Ancak gelişen küresel koşullar geniş faiz koridoruna olan ihtiyacı oldukça azaltmıştır. 2010 sonrası politika faizi yerine daha aktif kullanılan faiz koridorunun üst bandı olan borç verme faizindeki değişiklikler de ortalama faizi etkilemektedir. Üst bandın artışı ortalama faizi artırarak, ülkeye gelen dövizi artırmakta kuru etkileyerek ithalatı artırmaktadır. Yani kur kanalı aracılığıyla dış ticaret dengesine etki etmektedir.

Günümüzde artık faiz artırılarak cari açığın kapatılamayacağı, Türkiye'nin cari açık sorununun sadece para politikası araçları ile çözümlenemeyecek kadar önemli ve yapısal bir sorun olduğu göz ardı edilmemesi gereken bir konudur. Bu noktada sıkı maliye politikalarının etkin olması çözüme destek veren unsurlardan biridir.

İmalat sanayi kapasite kullanım oranının modeldeki değişkenler ile arasında nedensellik ilişkisi bulunamamıştır. Analiz sonuçları 2010 sonrası TCMB'nin belirtilen araçları ile makroekonomik göstergeler arasında güçlü bir ilişkinin varlığından söz etmeyi güçleştirmektedir.

VAR tekniği kullanılarak yapılan mevcut analizin yanı sıra, TCMB'nin 2008 Krizi sonrası aktif kullandığı politika araçlarının etkinliğini anlayabilmek amacıyla bir anket çalışması da tarafımca uygulanmıştır. Anket çalışması Ek-1'de yer almaktadır. Bu anket çalışmasına, TCMB'nin alanındaki uzman ve uzman yardımcıları ile akademisyenlerden oluşan 15 kişi katılmıştır. Anket çalışmasının sonuçlarına göre; katılımcıların çoğunluğu politika araçlarının küresel krizin olumsuz etkilerini azalttığını, temel makroekonomik göstergelere ise olumlu etki ettiğini düşünmektedir. Katılımcıların % 86'sı TCMB araçlarının enflasyon ve büyüme üzerinde olumlu etki yaptığını, % 73'ü işsizlik üzerinde azaltıcı etki yaptığını ifade etmiştir. Araçların makroekonomik göstergeler üzerindeki etkinliği konusunda; repo-ters repo, faiz koridoru, reel faiz oranı en etkin görülen politika araçları olmuştur. Orta ve uzun vadede en etkin görülen araç ise zorunlu karşılık oranlarıdır. Nitekim VAR Analizi sonuçlarında da zorunlu karşılık oranları diğer politika araçlarına kıyasla kısmen daha etkili bir araç olarak görülmektedir.

Araçların etkinliğine ilişkin ampirik 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 kurumlar arası iş birliği ve kamuoyu ile aktif bir iletişim politikasının izlenmesi önem taşımaktadır.

# EK-1

# ANKET ÇALIŞMASI

**CİNSİYETİNİZ**

□ KADIN □ ERKEK

**GÖREVİNİZ**

**TCMB Para Politikası Araçları Enflasyon Üzerinde Etkilidir (Azaltıcı Etki)**

□ Tamamen Katılıyorum
□ Katılıyorum
□ Kararsızım
□ Katılmıyorum
□ Hiç Katılmıyorum

**TCMB Para Politikası Araçları Büyüme Hızı Üzerinde Etkilidir (Artırıcı Etki)**

□ Tamamen Katılıyorum
□ Katılıyorum
□ Kararsızım
□ Katılmıyorum
□ Hiç Katılmıyorum

**TCMB Para Politikası Araçları İşsizlik Üzerinde Etkilidir (Azaltıcı Etki)**

□ Tamamen Katılıyorum
□ Katılıyorum
□ Kararsızım
□ Katılmıyorum
□ Hiç Katılmıyorum

**TCMB Para Politikası Araçlarının Temel Makroekonomik Göstergeler Üzerindeki Etkinliğini Bildiriniz.**

| | Çok etkin | Etkin | Etkinliği çok iyi değil | Etkin değil |
|---|---|---|---|---|
| Reel Faiz Oranı | □ | □ | □ | □ |
| Likidite Yönetimi (Repo) | □ | □ | □ | □ |
| Likidite Yönetimi (Ters-Repo) | □ | □ | □ | □ |
| Zorunlu Karşılık Oranları (Yabancı Para) | □ | □ | □ | □ |
| TL Zorunlu Karşılık Oranları (TLZK) | □ | □ | □ | □ |
| Faiz Koridoru | □ | □ | □ | □ |
| Rezerv Opsiyon Mekanizması (ROM) | □ | □ | □ | □ |
| DİBS Alımları(DİBSA) | □ | □ | □ | □ |
| DİBS Satışları (DİBSS) | □ | □ | □ | □ |

**TCMB Para Politikası Araçlarının Kullanımının Temel Makroekonomik Göstergeler Üzerindeki Beklenen Etkisini Bildiriniz.**

| | Önemli Ölçüde Düşürür | Düşürür | Etkilemez | Arttırır | Önemli Ölçüde Arttırır |
|---|---|---|---|---|---|
| İhracat | □ | □ | □ | □ | □ |
| İthalat | □ | □ | □ | □ | □ |
| Gsyih | □ | □ | □ | □ | □ |
| İthalat İhracat Dengesi | □ | □ | □ | □ | □ |
| Emlak Fiyatları Değişimi | □ | □ | □ | □ | □ |
| Kredi Dönüş Oranı | □ | □ | □ | □ | □ |
| M2/Gsmh Oranı | □ | □ | □ | □ | □ |
| Cari Açık | □ | □ | □ | □ | □ |
| Paranın Dolaşım Hızı | □ | □ | □ | □ | □ |
| Doğrudan Yabancı Yatırımlar / Gayrisafi Yurtiçi Hasıla | □ | □ | □ | □ | □ |
| Dolaylı Yabancı Yatırımlar / Gayrisafi Yurtiçi Hasıla | □ | □ | □ | □ | □ |

**TCMB Para Politikası Araçları 2008 Küresel Finansal Krizi'nin Türkiye Ekonomisi'ne olan olumsuz etkilerini azaltmıştır.**

□ Tamamen Katılıyorum
□ Katılıyorum
□ Kararsızım
□ Katılmıyorum
□ Hiç Katılmıyorum

**TCMB Para Politikası Araçları Temel Makroekonomik Göstergeler üzerinde olumlu yönde etki etmektedir.**

□ Tamamen Katılıyorum
□ Katılıyorum
□ Kararsızım
□ Katılmıyorum
□ Hiç Katılmıyorum

**TCMB Para Politikası Araçlarından En Etkin Kullanılan Araçlar Nelerdir?**

**TCMB Para Politikası Araçlarından Kısa Vadede En Etkin Araç Hangisidir?**

**TCMB Para Politikası Araçlarından Orta Vadede En Etkin Araç Hangisidir?**

**TCMB Para Politikası Araçlarından Uzun Vadede En Etkin Araç Hangisidir?**

# KAYNAKÇA

## *Kitaplar*


Bahçekapılı, Cengiz. **Küreselleşme Sürecinde Güçsüzleşen Ulus-Devlet**. Türkiye'nin Küresel Politik İktisadı, İstanbul: Derin Yayınları, 2009.

Begg, David, Fischer, S. ve Dornbusch, R., **Economics**. Fourth Edition, McGraw-Hill Book Company, 1994, Europes.

Bilgili, Yüksel. **Karşılaştırmalı İktisat Okulları Ders Notları (Makro İktisadın Teorik Esasları)**. Yenilenmiş 11.Baskı, 2014.

Bishop, Matthew. **A'dan Z'ye Ekonomi Sözlüğü**. Çev: Şeyma Akın, Bahadır Akın ve Ceren Yıldız, The Economist, 1.Baskı, Adres Yayınları, Ekim 2013.

Blanchard, Olivier, Romer, David, Spence, Michael ve Stiglitz, Joseph. **In the Wake of the Crisis: Leading Economists Reassess Economic Policy**. The MIT Press, 2012.

Çepni, Elif. **Ekonomik ve Finansal Göstergeler Rehberi**. Güncellenmiş 7.Baskı, Ankara: Seçkin Yayıncılık, Ekim 2015.

Eğilmez, Mahfi ve Kumcu, Ercan. **Ekonomi Politikası Teori ve Türkiye Uygulaması**. Yenilenmiş 18.Basım, Remzi Kitabevi, 2004.

Eijffinger, Sylvester CW ve Haan, Jakob De**. The Political Economy of Central Bank Independence**. Special Papers in International Economics, No:19, May 1996.

Ekzen, Nazif. **Türkiye Kısa İktisat Tarihi 1946'dan 2008'e**. İliştirilmiş Ekonomi IMF-Dünya Bankası Düzeninde 62 Yıl, 2.Basım, Odtü Yayıncılık, Kasım 2009.

Eroğlu, Nadir. **Türkiye'de Parasal Kesim ve Merkez Bankası İşlemlerinin Analizi**. 1.Baskı, İstanbul: Der Yayınları, 2011.

Eroğlu, Nadir, Eroğlu, İlhan ve Aydın, Halil İbrahim (Eds) 2015. **İktisadi Krizler ve Türkiye Ekonomisi: Prof. Dr. İlker Parasız'a Armağan**. Ankara: Orion Kitabevi.

Freeman, Chris ve Soete, Luc. **Yenilik İktisadı**. (Çev: Ergun Türkcan), Tübitak Yayınları, 4.Basım, 2003.

Friedman, Milton. **Unemployment versus Inflation? An Evolution of Phillips Curve**. IEA, Lecture, No.2, 1975.

Gowland, David. **Money Inflation and Unemployment**. Second Edition, 1991.

Gray, Simon ve Hoggarth, Glenn**. Introduction to Monetary Operations, London: Centre for Central Banking Studies**. Bank of England, Handbooks in Central Banking, No:10, 1996.

Gujarati, Damodar N. **Temel Ekonometri**. (Çev: Ümit Şenesen ve Gülay Günlük Şenesen), Yedinci Baskı, İstanbul: Literatür Yayıncılık, 1999.

Kalaycı, İrfan. (derleyen) **Halil Seyidoğlu'na Armağan Finansal Kriz Yazıları**. Ankara: Nobel Yayın Dağıtım, Aralık 2010.

Kazgan, Gülten. **Küreselleşme ve Ulus Devlet (Yeni Ekonomik Düzen)**. İstanbul Bilgi Üniversitesi Yayını, Genişletilmiş 1.Baskı, İstanbul, Kasım 2000.

Kepenek, Yakup. **Türkiye Ekonomisi**. 25.Basım, Remzi Kitabevi, Ağustos 2012.

Keynes, John Maynard. **The General Theory of Employment Interest and Money**. Cambridge University Press, for Royal Economic Society, 1936.

LeRoy, Miller Roger ve Pulsinelli, Robert W. **Modern Money and Banking**. USA: McGraw-Hill Pub., 1989.

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

Nolte, Florian. **Die Transmission Monetärer Impulse**. Europäischer Verlag der Wissenschaften, 2003, Frankfurt.

Oktar, Suat, Tokucu, Erkan ve Kaya, Zekayi. **Finansal Küreselleşme Sürecinde Merkez Bankacılığı ve Para Politikaları**. 2.Basım, Nobel Akademik Yayıncılık, Ekim 2013.

Orhan, Osman Z. ve Erdoğan, Seyfettin. **Para Politikası**. 1.Baskı, Kocaeli: Umuttepe Yayınları, Ekim 2013.

Parasız, İlker. **Para Politikası Monetarist Keynesyen Tartışması**. Bursa: Haşet Kitabevi Yayınları, No:1, 1986.

Parasız, İlker. **Para Banka ve Finansal Piyasalar**. 9. Baskı, Ezgi Kitapevi Yayınları, 2009.

Parasız, İlker. **Merkez Bankacılığı ve Para Politikası**. 1.Baskı, Ezgi Kitabevi, Nisan 2011.

Paya, Merih. **Para Teorisi ve Para Politikası**. Güncellenmiş 6.Baskı, Türkmen Kitabevi, 2013.

Porter, Michael. **The Competitive Advantage of Nations**. New York: Free Press, 1990.

Reinhart, Carmen ve Felton, Andrew. **The First Global Financial Crisis Of The 21st Century**. CEPR, London, University of Maryland College Park, July 2008.

Serin, Vildan. **Para Politikası (Tarihi-Teorik Gelişmeler ve Türkiye Uygulaması)**. Marmara Üniversitesi Yayın No:440, İstanbul, 1987, katalog.marmara.edu.tr/muyayievi/YN440.pdf. (Erişim: 04.08.2016)

Seyidoğlu, Halil. **Uluslararası İktisat Teori Politika ve Uygulama**. Geliştirilmiş 18.Baskı, İstanbul: Güzem Can Yayınları, 2013.

Smith, Adam. **An iInquiry into the Nature and Causes of the Wealth of Nations**. Edwin Cannan (Ed.), New York: The Modern Library, 1937.

Soros, George. **Finansal Piyasalar İçin Yeni Paradigma**. Çeviren: Coşkun Üçüncü, İstanbul: İnkılâp Yayınevi, 2009.

Soyak, Alkan. **Teknoekonomi**. Genişletilmiş ve Gözden Geçirilmiş 2.Basım, İstanbul: Der Yayınları, 2011.

Ünsal, Erdal M. **Makro İktisat**. Genişletilmiş 9.Baskı. Ankara: İmaj Yayıncılık, 2011.

Ünsal, Erdal M. **Mikro İktisat**. Genişletilmiş 9.Baskı. Ankara: İmaj Yayıncılık, 2012.

## *Makaleler*

Afşar, Muharrem. "Küresel Kriz ve Türk Bankacılık Sektörüne Yansımaları", **Eskişehir Osmangazi Üniversitesi İİBF Dergisi**, Cilt:6, Sayı:2, Ekim 2011, ss.143-171.

Agur Itai ve Demertzis, Maria. "Will Macroprudential Policy Counteract Monetary Policy's Effects on Financial Stability?", **IMF Working Paper**, WP/15/283, December 2015, ss.1-23.

Akalın, Gülsüm ve Tokucu, Erkan. "Kurala Dayalı-Takdire Dayalı Para Politikaları: Taylor Kuralı ve Türkiye'de Enflasyon Hedeflemesi Uygulaması", **Marmara Üniversitesi İ.İ.B.F. Dergisi**, Cilt: XXII, Sayı:1, Yıl: 2007, ss.37-55.

Alp, Harun ve Elekdag, Selim. "The Role of Monetary Policy in Turkey during the Global Financial Crisis", **IMF Working Paper**, Asia and Pacific Department, WP/11/150, June 2011, ss.1-74.

Akinci, Ozge ve Rumsey, Jane Olmstead. "How Effective are Macroprudential Policies? An Empirical Investigation", **International Finance Discussion Papers**, Board of Governors of the Federal Reserve System, No:1136, 1 June 2015, ss.1-49.

Altıok, Metin. "Keynes ve Keynesçi Kuramda Kriz ve İktisat Politikası Tartışmaları", **Toplum ve Demokrasi**, 3 (6-7), Mayıs-Aralık 2009, ss.75-102.

Angelini, Paolo, Neri Stefano ve Panetta, Fabio. "Monetary and Macroprudential Policies", **Temi di Discussione (Working Papers)**, Number: 801, March 2011, ss.5-39.

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

Artan, Seyfettin. "Türkiye'de Enflasyon Enflasyon Belirsizliği ve Büyüme", **Uluslararası İktisadi ve İdari İncelemeler Dergisi**, Cilt:1, Sayı:1, 2008, ss.113-138.

Atılğan, Mustafa Harun. "Yeni Para Politikası Anlayışı ve Finansal İstikrar", **Çankırı Karatekin Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi**, Cilt:6, Sayı:2, 2016, ss.249-268.

Aydın, Halil İbrahim. "Interest Rate Pass-Through in Turkey", **The CentralBank of the Republic of Turkey Research and Monetary Policy Department Working Paper**, No:07/05, June 2007, ss.1-38.

Aysan, Ahmet Faruk, Fendoğlu, Salih ve Kılınç, Mustafa. "Managing Short-Term Capital Flows in New Central Banking: Unconventional Monetary Policy Framework in Turkey", **TCMB Working Paper**, No: 14/03, February 2014, ss.1-25.

Bagliano, Fabio C. ve Favero, Carlo A. "Measuring Monetary Policy with VAR models: An Evaluation", **European Economic Review**, Elsevier, Vol: 42 (6), June.1998, ss.1069-1112.

Balmumcu, Özgür. "Küresel Finans Krizi Ekseninde Para Politikası Tartışmaları", **Ege Stratejik Araştırmalar Dergisi**, Cilt:4, Sayı:2, 2013, ss.32-55.

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

Baydur, C. Mehmet ve Süslü, Bora. "Likidite Tuzağı Altında Para ve Maliye Politikası: AB ve Türkiye", **Süleyman Demirel Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi**, Cilt:16, Sayı:2,Yıl: 2011, ss.13-38.

Bayraktutan, Yusuf. "Küreselleşme Kriz ve IMF", **Liberal Düşünce**, Sayı:19, 2000, ss.14-18.

Bernanke, Ben. "Credit in the Macroeconomy", **Federal Reserve Bank of Newyork Quarterly Review**, Vol:18, No:1, 1993, ss.50-70.

Bernanke, Ben S. ve Getler, Mark. "Inside the Black Box: The Credit Channel of Monetary Policy Transmission", **Journal of Economic Perspectives**, Vol:9, No:4, Fall 1995, ss.27–48.

Bocutoğlu, Ersan ve Ekinci, Aykut. "Genel Teori Küresel Krizler ve Yeniden Maliye Politikası", **Maliye Dergisi**, Sayı:156, Ocak-Haziran 2009, ss.66-82.

Bondt, Gabe De. "Retail Bank Interest Rate Pass-Through: New Evidence at the Euro Area Level", **ECB Working Paper**, No:136, 2002.

Borio, Claudio ve Lowe, Philip. "Asset Prices Financial and Monetary Stability: Exploring the Nexus", **BIS Working Papers**, No:114, July 2002.

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

Borio, Claudio. "Central Banking Post-Crisis: What Compass for Uncharted Waters?" **BIS Working Papers**, No:353, 2011, ss.1-17.

Bozdağlıoğlu, E. Yasemin Uyar. "Türkiye'de İşsizliğin Özellikleri ve İşsizlikle Mücadele Politikaları", **Sosyal Bilimler Dergisi**, Sayı:20, 2008, ss.45-65.

Cecchetti, Stephen G. "Monetary Policy and the Financial Crisis of 2007–2008", **CEPR Policy Insight,** Brandeis International Business School, No:21, April 2008, ss.1-17.

Cengiz, Vedat. "Keynesyen ve Monetarist Görüşte Parasal Aktarım Mekanizması: Bir Karşılaştırma", **Kocaeli Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Dergisi**, Cilt:22, Sayı:1, Ocak 2008, ss.116-127.

Cengiz, Vedat. "Parasal Aktarım Mekanizması İşleyişi ve Ampirik Bulgular", **Erciyes Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi**, Sayı:33, Temmuz-Aralık 2009, ss.225-247.

Cerutti, Eugenio. Claessens, Stijn ve Laeven, Luc. "The Use and Effectiveness of Macroprudential Policies: New Evidence", **IMF Working Paper,** WP/15/61, March 2015.

Chang, Shu-Sen, Stuckler, David, Yip, Paul ve Gunnell, David. "Impact of 2008 Global Economic Crisis on Suicide: Time Trend Study in 54 Countries", **BMJ**, 2013;347, 17.09.2013, doi:http://dx.doi.org/10.1136/bmj.f5239.

Claessens, Stijn. "An Overview of Macroprudential Policy Tools", **IMF Working Paper**, WP/14/214, December 2014.

Coşkun, Yener. "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, 2012, ss.59-90.

Culley, Paul Mc. "Teton Reflection", **PIMCO Global Central Focus**, Ağustos-Eylül 2007.

Crotty, J. "Structural Causes of the Global Financial Crisis: a Critical Assessment of the 'New Financial Architecture'", **Cambridge Journal of Economics**, 2009, 33.

Cukierman, Alex, Webb, Steven B. ve Neyapti, Bilin. "Measuring the Independence of Central Banks and Its Effect on Policy Outcomes", **The World Bank Economic Review**, Vol:6, No:3, 1992, ss.353-398.

Çetin, Ahmet ve Çetin, Birol. "Alternatif Para Politikası Değişkenlerinde Maliye Politikası Döviz Kuru ve Enflasyonun Büyüme Üzerindeki Etkisi", **İktisat İşletme ve Finans Dergisi**, Cilt:22, Sayı:252, Mart 2007, ss.123-134.

Çiçek, Macide. "Türkiye'de Parasal Aktarım Mekanizması: Var (Vektör Otoregrasyonu) Yaklaşımıyla Bir Analiz", **İktisat İşletme Finans Dergisi**, 2005, ss.82-105.

Debelle, Guy. "Inflation Targeting in Practice", **IMF Working Paper**, March 1997, ss.1-33.

Deniz, Hülya. "Geleneksel İstikrar Politikaları Üzerine Bir Değerlendirme", **Sosyal Bilimler Dergisi**, Sayı:2, 2007, ss.13-21.

Dickey, David A. ve Fuller, Wayne A. "Distribution of the Estimators for Autoregressive Time Series with a Unit Root", **Journal of the American Statistical Association**, Vol: 74, 1979, ss.427-431.

Dickey, David A. ve Fuller, Wayne A. (1981). Likelihood Ratio Statistics for Autoregressive Time Series With a Unit Root, **Econometrica**, Vol:49, ss.1057-1072.

Doğan, Çetin. "Para Politikasının Etkinliği: Türkiye Açısından Bir Değerlendirmesi", **Süleyman Demirel Üniversitesi İktisadi İdari Bilimler Fakültesi Dergisi**, Cilt:10, Sayı:1, Yıl:2005, ss.25-42.

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

Dökmen, Gökhan ve Vural, Tarık. "Maliye Politikalarının Keynesyen Olmayan Etkileri: Türkiye Örneği", **Maliye Dergisi**, Sayı:161, Temmuz-Aralık 2011, ss.118-132.

Duramaz, Selim ve Dilber, İlkay. "Küresel Kriz Sürecinde Para Politikasında Yeni Bir Araç Olarak Faiz Koridoruna Genel Bir Bakış", **Maliye Araştırmaları Dergisi**, Cilt:1, Sayı:1, Yıl:1, 2015, ss.29-38.

Düzgün, Recep. "Türkiye Ekonomisi'nde Para ve Maliye Politikalarının Etkinliği", **Uluslararası Sosyal Araştırmalar Dergisi**, Vol:3, Sayı:11, 2010, ss.230-237.

Ergeç, Etem Hakan. "Para Politikası Şoklarının Asimetrik Etkileri", **Eskişehir Osmangazi Üniversitesi Sosyal Bilimler Dergisi**, C:10, S:2, 2009, ss.65-90.

Erdoğan, Seyfettin. "Alternatif Para Politikası Stratejileri Üzerine Karşılaştırmalı Bir Değerlendirme", **Kocaeli Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi**, Sayı:9, 2005, ss.34-54.

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

Eroğlu, İlhan ve Eroğlu, Nadir. "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, 25.07.2012, ss.8554-8563.

Erol, Ece D. ve Erol, İbrahim. "Küresel Finans Krizi ve Sonrasında Dünya Merkez Bankalarının Para Politikası Stratejileri", **Uluslararası İktisadi ve İdari Bilimler Dergisi**, Cilt:1, Sayı:1, 2015, ss.54-65.

Erol, Işıl. "ABD Mortgage Krizi ve Türkiye'de İkincil Mortgage Piyasası", **Eğitim Bilim Toplum Dergisi**, Hakemli Makale, Cilt:7, Sayı:27, 2009, ss.16-34.

Ersoy, Hicabi ve Işıl, Gökhan. "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.

Evans, Owen, Leone, Alfredo M., Gill, Mahinder ve Hilbers, Paul. "Macroprudential Indicators of Financial System Soundness", **Occasional Paper**, IMF Washington D.C. April 2000.

Frankel, Jeffrey. "The Death of Inflation Targeting", **Project Syndicate**, 16.05.2012.

Friedman, Milton. "The Demand for Money: Some Theoretical and Empirical Results", **Journal of Political Economy**, 67(4), 1959, ss.327-351.

Friedman, Milton. "A Theoretical Framework for Monetary Analysis", The Journal of Political Economy, **The University of Chicago Press**, Vol:78, March/April 1970, ss.193-238.

Fuhrer, Jeffrey C. "The Phillips Curve is Alive and Well", **New England Economic Review**. March-April 1995, ss.41-56.

Galati, Gabriele ve Moessner, Richhild. "Macroprudential Policy - A Literature Review", **BIS Working Papers**, No:337, February 2011, ss.1-38.

Galati Gabriele ve Moessner, Richhild. "What Do We Know About The Effects Of Macroprudential Policy?", **DNB Working Paper**, No:440, September 2014, ss.1-25.

Gali, Jordi. "The New Keynesian Approach to Monetary Policy Analysis: Lessons and New Directions", **CREI and Universitat Pompeu Fabra**, 16 March 2009, ss.1-16.

Goodfriend, Marvin ve King, Robert G. "The New Neoclassical Synthesis and the Role of Monetary Policy", 1997, www.nber.org/chapters/c11040.pdf., (Erişim:12.08.2016)

Gorton, Gary. "The Subprime Panic", **European Financial Management**, Vol:15, No:1, 2009, ss.10-46.

Gorton, Gary ve Metrick Andrew. "Regulating the Shadow Banking System", **Brookings Papers on Economic Activity**, 2010, ss.261-312.

Gottschalk, Jan ve Moore, David. "Implementing Inflation Targeting Regimes: The Case of Poland", **Journal of Comparative Economics**, Vol:29, No:1, Mart 2001.

Göçer, İsmet. "2008 Küresel Ekonomik Krizin Nedenleri ve Seçilmiş Ülke Ekonomilerine Etkileri: Ekonometrik Bir Analiz", **Yönetim ve Ekonomi Araştırmaları Dergisi**, Sayı:17, 2012.

Grilli, Vittorio, Masciandaro, Donato ve Tabellini, Guido. "Institutions and Policies", **Economic Policy**, October 1991.

Gündüz, Lokman. Türkiye'de Parasal Aktarım Mekanizması ve Banka Kredi Kanalı, **IMKB Dergisi**, Cilt:5, Sayı:18, 2001, ss.13-30.

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

Hanson, Samuel G., Kashyap, Anil K. ve Stein, Jeremy C. "A Macroprudential Approach to Financial Regulation." **Journal of Economic Perspectives**, Vol:25, No:1, 2011, ss.3-28.

Houben, Aerdt, Kakes, Jan ve Schinasi, Garry. "Toward a Framework for Safeguarding Financial Stability", **IMF Working Paper**, WP/04/101, June 2004.

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

İlhan, Ali. "Makro İhtiyati Politikaların Genel Çerçevesi", **Finans Politik & Ekonomik Yorumlar**, Cilt:52, Sayı:608, 2015, ss.65-85.

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

İşcan, İsmail Hakkı. "2008 Küresel Sistemik Finansal Krizinde FED ve ECB'nin Para Politikaları", Paper Prepared for the EY International Congress on Economics II "Europe and Global Economic Rebalancing", Ankara, November 5-6, 2015.

Jeanne, Olivier. "Macroprudential Policies in a Global Perspective", **NBER Working Paper**, No:19967, National Bureau of Economic Research, March 2014, ss.1-32.

Kaderli, Yusuf ve Küçükkaya, Hatice. "2008 Dünya Finansal Krizi Sonrası Türkiye Ekonomisinde Yaşanan Gelişmelerin Bazı Ülkelerle Karşılaştırmalı Olarak İncelenmesi", **Pamukkale Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi**, Sayı:12, 2012, ss.85-96.

Kahn, George A. "Monetary Policy Under A Corridor Operating Framework", **Feredal Reserve Bank of Kansas City Economic Review**, *Fourth Quarter*, Vol:95, No:4, 2010, ss.5-34.

Kalaycı, Şeref. "Parasal Hedefleme Enflasyon Hedeflemesi ve Enflasyonist Bekleyişler: Türkiye Ekseninde Bir Değerlendirme", **Süleyman Demirel Üniversitesi İktisadi İdari Bilimler Fakültesi**, Cilt:7, Sayı:2, 2002, ss.271-284.

Kartal, Fikret. "Merkez Bankası Bilançosu ve Parasal Büyüklüklerin Gelişimi", **Atatürk Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Dergisi**, Cilt: 27, Sayı: 3, 2013, ss.185-204.

Kırcı, Hülya. 2008 Küresel Krizinin Kökeninde Yatan Hatalar ve Dodd-Frank Kanunu Düzenlemeleri, **Yönetim ve Ekonomi**, Celal Bayar Üniversitesi İ.İ.B.F., Cilt:23, Sayı:2, Yıl:2016, ss.467-484.

Kibritçioğlu, Aykut. "Küresel Finans Krizinin Türkiye'ye Etkileri", *Munich Personal RePEc Archive*, 24.09.2010, ss.1-22.

Korkmaz, Adem, Avsallı, Hüseyin, Korkut, Gülsüm, Güner, Hasan ve Tetik, Alim. "Küresel Ekonomik Krizde Dünyada ve Türkiye'de İşsizlikle Mücadelede Uygulanan Politikalar: Başarılı ve Başarısız Ülkeler", **Uluslararası Alanya İşletme Fakültesi Dergisi**, Cilt:5, Sayı:1, Yıl:2013, ss.13-125.

Kutlu, Hüseyin Ali ve Demirci, N. Savaş. "Küresel Finansal Krizi (2007-?) Ortaya Çıkaran Nedenler Krizin Etkileri Krizden Kısmi Çıkış Ve Mevcut Durum", **Muhasebe ve Finansman Dergisi**, Ekim 2011, ss.121-136.

Kuttner, Kenneth N. ve Mosser, Patricia C. "The Monetary Transmission Mechanism: Some Answers and Further Questions", **FRBNY Economic Policy Review**, May 2002.

Levine, Ross. "An Autopsy of the US Financial System", **NBER Working Paper**, No.15956, April 2010.

Lim, C., Columba, F., Costa, A., Kongsamut, P., Otani, A., Saiyid, M., Wezel, T. ve Wu, X., "Macroprudential Policy: What Instruments and How to Use Them? Lessons from Country Experiences", **IMF Working Paper**, WP/11/238, October 2011, ss.1-84.

Lucas, Robert E. "Some International Evidence On Output-Inflation Tradeoffs", **American Economic Review**, Vol:63, No:3, ss.326-334.

Mangır, Fatih ve Ertem, Cemil. "Alternatif Para Politikası Stratejisi Olarak Nominal GSYİH Hedeflemesi: Karşılaştırmalı Bir Analiz", **Selçuk Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Sosyal ve Ekonomik Araştırmalar**, Sayı:31, Nisan 2016 / Yıl: 16, ss.162-185.

Memiş, Hasan, Paksoy, Sadettin ve Yöntem, Tuğçe. "Merkez Bankası Rezervleri ve Makro Ekonomik Değişkenler Arasındaki İlişki:1989-2013 Dönemi Üzerine Bir Uygulama", **Süleyman Demirel Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi**, Cilt:19, Sayı:4, Yıl:2014, ss.93-108.

Meyer, Brent ve Zaman, Saeed. "It's Not Just For Inflation: The Usefulness of the Median CPI in BVAR Forecasting", **FRB of Cleveland Working Paper**, No. 13-03. 2013, http://ssrn.com/ abstract=2354031.

Mimir, Yasin, Sunel, Enes ve Taşkın, Temel. "Required Reserves as a Credit Policy Tool", **TCMB Working Paper**, No:12/24, August 2012, ss.1-37.

Mishkin, Frederic S. "International Experiences With Different Monetary Policy Regimes", **National Bareau of Economic Research,** Working Paper, No:6965, 1999.

Mishkin, Frederic S. "Over The Cliff: From The Subprime To The Global Financial Crisis", **NBER Working Paper Series**, No:1660, December 2010, ss.1-32.

Muth, John F. "Rational Expectations and the Theory of Price Movements", **Econometrica**, Vol:29, No:3, July 1961, ss.315-335.

Noeth, Bryan J. ve Sengupta, Rajdeep. "Is Shadow Banking Really Banking?", **The Regional Economist**, October 2011.

Oduncu, Arif, Akçelik, Yasin ve Ermişoğlu, Ergun. "Reserve Options Mechanism and FX Volatility", **TCMB Working Paper**, No: 13/03, February 2013, ss1-22.

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

Oktar, Suat, Eroğlu, Nadir ve Eroğlu, İlhan. "2008 Global Finans Krizi Parasal Aktarım Kanalları ve Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası'nın (TCMB) Deneysel Politika Çabaları", **Marmara Üniversitesi İ.İ.B.F. Dergisi**, Cilt: XXXV, Sayı: II, Yıl:2013, ss.1-28.

Oktar, Suat ve Yurdabak, Kâmil. "2008 Küresel Kriz Sonrası Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası Para Politikası Uygulamaları", **Akademik Hassasiyetler**, Cilt:2, Sayı:4, 2015, ss.83-113.

Özatay, Fatih. "Türkiye'de 2000- 2008 Döneminde Para Politikası", **İktisat ve İşletme ve Finans Dergisi**, Cilt:24, Sayı:275, Şubat 2009, ss.37- 65.

Özatay, Fatih. "Merkez Bankası'nın Yeni Para Politikası: İki Hedef-Üç Ara Hedef-Üç Araç", **İktisat İşletme ve Finans Dergisi**, Cilt:26, Sayı:302, 2011.

Özdemir, Abdullah ve Göçer, İsmet. "Türkiye'de Krizlerin Makroekonomik Değişkenlere Etkileri: VAR Analizi", **Finans Politik & Ekonomik Yorumlar**, Cilt:48, Sayı:560, 2011, ss.57- 72.

Öztürk, Salih ve Biner, Coşkun. "Gelişmekte Olan Ülkelerde Kurala Dayalı Para Politikasının Etkinliği Enflasyon Hedeflemesi Stratejisi: Türkiye Örneği", **Cumhuriyet Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi**, Cilt:9, Sayı:1, 2008, ss.19-37.

Öztürk, Serdar ve Gövdere, Bekir. "Küresel Finansal Kriz ve Türkiye Ekonomisine Etkileri", **Süleyman Demirel Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi**, Cilt:15, Sayı:1, Yıl:2010, ss.377-397.

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

Resnick, Stephen ve Wolff, Richard. "The Economic Crisis: A Marxian Interpretation" **Rethinking Marxism: A Journal of Economics**, Culture & Society, 22:2, 2010, ss.170-186.

Sanders, Anthony B. "The Subprime Crisis and its Role in the Financial Crisis", **Journal Of Housing Economics**, No:17, 2008, ss.254-261.

Schaechter, Andrea. "Implementation of Monetary Policy and the Central Bank's Balance Sheet", **IMF Working Paper**, October 2001.

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

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

Schwartz, Anna J. "Origins of the Financial Market Crisis of 2008", **Cato Journal**, 29 (1), 2009, ss.19-23.

Serel, Alpaslan ve Bayır, Musa. "2008 Finansal Krizinde Para Politikası Uygulamaları: Türkiye Örneği", **Yönetim ve Ekonomi Araştırmaları Dergisi**, Sayı:19, 2013.

Serel, Alpaslan ve Özkurt, İsmail Cem ."Geleneksel Olmayan Para Politikası Araçları ve Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası", **Yönetim ve Ekonomi Araştırmaları Dergisi**, Sayı:22, 2014, ss.56-71.

Seyfullahoğulları Ç. Ayhan ve Akbaş, M. Emre. "Ekonomide Bilgi İletişim Teknolojilerinin Önemi: Ülkeler Bazında Karşılaştırmalı Bir Analiz", **Öneri Dergisi**, Cilt:10, Sayı:40, Temmuz 2013, ss.201-212.

Seyrek, İsmail, Duman, Mehmet ve Sarıkaya, Murat. "Parasal Aktarım Mekanizması ve Para Politikası Aracı: Türkiye'de Aktarım Mekanizması", **Cumhuriyet Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Dergisi**, Cilt:5, Sayı:1, ss.201-212.

Sousa, Pedro. "Central Bank Independence and Democratic Accountability", **SSRN**, May 2002.

Soylu, Hülya. "Global Krize Karşı Politika Önlemleri ve Türkiye", **Maliye Dergisi**, Sayı:157, Temmuz-Aralık 2009.

Stiglitz, Joseph E. "The Failure of Inflation Targeting", **Project Syndicate**, 30.05.2008, http://www.projectsyndicate.org/printcommentary/stiglitz99. (Erişim: 03.11.2016)

Stockhammer, Engelbert. "Rising Inequality as a Root Cause of the Present Crisis", **PERI Working Paper Series**, No.282, April 2012, http://www.economist.com/news/schoolsbrief/21584534-effectsfinancial -crisis-are-still-being-felt-five-years-article.

Süslü, Bora ve Dişbudak, Cem. "TCMB'nin Para Politikası Duruşunun Alternatif Açıklaması: Parasal Durum Endeksi (MCI)", **Celal Bayar Üniversitesi İ.İ.B.F. Yönetim ve Ekonomi**, Cilt:19, Sayı:2, Yıl:2012, ss.68-85.

Şahin, Afşar, Doğan, Burak ve Berument, M. Hakan. "Effectiveness Of The Reserve Option Mechanism As a Macroeconomic Prudential Tool: Evidence From Turkey", **Applied Economics**, Vol:47, Issue:56, 2015.

Şahin, İlhan. "Küresel Finansal Kriz Esnasında Geliştirilen Bankacılık Düzenlemelerinden Basel III Kriterlerinin Kapsamı ve Uygulama Süreci", **Muhasebe ve Finansman Dergisi**, Temmuz/2013, ss.149-166.

Şanlı, Fatma Bahar. "Küreselleşme ve Ekonomik Entegrasyonlar", **Doğu Anadolu Bölgesi Araştırmaları**, 2004, İstanbul Üniversitesi, İktisat Fakültesi, İktisat Politikası A.B.D-İstanbul, ss.160-166.

Şimşek, Lütfü. "TCMB'nin Finansal İstikrarla İmtihanı", **Tekirdağ S.M.M.M. Odası Sosyal Bilimler Dergisi**, Sayı:1, Eylül 2012.

Taylor, John B. "Housing and Monetary Policy". **NBER Working Paper**, No.13682, December 2007.

Taylor, John B. "The Financial Crisis and the Policy Responses: An Empirical Analysis of What Went Wrong", **NBER Working Paper**, No.14631, January 2009.

Tokucu, Erkan. "Kriz ve Para Politikaları: Para Politikalarının Başarısızlığı Üzerine", **Ekonomik Yaklaşım**, Cilt:21, Sayı:76, 2010, ss.31-54.

Turgut, Ahmet. "Türleri Nedenleri ve Göstergeleriyle Finansal Krizler", **TÜHİS İş Hukuku ve İktisat Dergisi**, Cilt:20, Sayı:4-5, Kasım 2006/Şubat 2007.

Yay, Gülsün Gürkan. "Chicago Okulu Milton Friedman ve Monetarizm", **Liberal Düşünce Dergisi**, 6(24), 2001 Güz, ss.196-207.

Yay, Gülsün Gürkan. "Yeni Klasik İktisat Okulu", Yeni Klasik Makroiktisat, **Para ve Finans Ansiklopedisi**, Cilt:3, 1996, gulsunyay.com/portal/modules.php?name=News&file=article &sid=3., (Erişim: 11.08.2016)

Yeldan, Erinç. "Avrupa'da Bir Hayalet Dolaşıyor", **Ekonomi Politik**, 22.10.2008, yeldane.bilkent.edu.tr /Yeldan185_22Ekm08.pdf. (Erişim: 04.04.2016)

Yeldan, Erinç. "Kapitalizmin Yeniden Finansallaşması ve 2007/2008 Krizi: Türkiye Krizin Neresinde?", **Çalışma ve Toplum**, 2009/1, ss.11-28.

Yıldırım, Erhan, Lopcu, Kenan, Çakmaklı, Selim ve Özkan, F. Özlem. "Yeni Keynesyen Makro Ekonomik Bir Model: Türkiye Uygulaması", **Ege Akademik Bakış**, Cilt:10, Sayı:4, Ekim 2010, ss.1269-1277.

Yıldırım, Süreyya. "2008 Yılı Küresel Ekonomi Krizinin Dünya ve Türkiye Ekonomisine Etkileri", **Karamanoğlu Mehmetbey Üniversitesi Sosyal ve Ekonomik Araştırmalar Dergisi**, Cilt:12, Sayı:18, 2010, ss.47-55.

Yılmaz, Ömer, Kızıltan, Alaattin ve Kaya, Vedat. "İktisadi Kriz Kuramları Finansal Küreselleşme ve Para Krizleri", **Erciyes Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi**, Sayı:24, Ocak-Haziran 2005, ss.77-96.

Yılmaz, Selman. "The Impact of Technological Progress of Turkish Banking Industry on the Sector's Employment", **Journal of Social Policy Conferences**, Sayı:62-63, 2012/1-2, ss.95-104.

Yücel, Fatih ve Kalyoncu, Hüseyin. "Finansal Krizlerin Öncü Göstergeleri ve Ülke Ekonomilerini Etkileme Kanalları: Türkiye Örneği", **Maliye Dergisi**, Sayı:159, Temmuz-Aralık 2010, ss.53-69.

Yücememiş, Başak Tanınmış, Alkan, Ufuk ve Dağıdır, Canan. "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, Temmuz 2015, ss.449-478.

## *Bültenler, Raporlar ve Tebliğler*


Akhtar, M. A. "Understanding Open Market Operations", Federal Reserve Bank Of New York, Public Information Department, 1997, ss.11-52.

Aktaş, Zelal, Alp, Harun, Gürkaynak, Refet, Kesriyeli, Mehtap ve Orak, Musa. "Türkiye'de Para Politikasının Aktarımı: Para Politikasının Mali Piyasalara Etkisi", TCMB Çalışma Tebliği No:08/11, Aralık 2008.

Alparslan, Melike ve Erdönmez, Pelin Ataman. "Enflasyon Hedeflemesi", Türkiye Bankalar Birliği (TBB) Bankacılık ve Araştırma Grubu, Aralık 2000.

Alper, Koray ve Tiryaki, S. Tolga. "Zorunlu Karşılıkların Para Politikasındaki Yeri", *TCMB Ekonomi Notları*, Sayı: 2011-08, 13.04.2011, ss.1-10.

Aşırım, Oğuz. "Para Politikalarının Etkili ve Etkisiz Olduğu Bazı Durumlar", TCMB Araştırma Planlama ve Eğitim Genel Müdürlüğü, Tartışma Tebliği No: 9305, Mayıs 1993, ss.1-15.

Başçı, Erdem ve Kara, Hakan. "Finansal İstikrar ve Para Politikası", TCMB Çalışma Tebliği, No: 11/8, 1-18, Mayıs 2011, ss.1-18.

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

BDDK, "Yıllık Faaliyet Raporu-2013", 15.04.2014.

BDDK Veri ve Sistem Yönetimi Daire Başkanlığı, "Türk Bankacılık Sektörü Temel Göstergeleri", Eylül 2015, ss.1-22.

BDDK, http://ebulten.bddk.org.tr/AylikBulten/Basit.aspx., (Erişim: 15.08.2015)

BDDK, Aylık Bülten, http://ebulten.bddk.org.tr/ABMVC/., (Erişim: 15.01.2017)

Bernanke, Ben S. Financial Reform to Address Systemic Risk. *Speech at the Council on Foreign Relations*, Washington, D.C. March 10, 2009.

Bernanke, Ben S. "At the National Economists Club Annual Dinner, Board of Governors of the Federal Reserve System", Communication and Monetary Policy, Herbert Stein Memorial Lecture, Washington D.C. November 19, 2013, ss.1-21.

Binici, Mahir, Kara, Hakan ve Özlü, Pınar. "Faiz Koridoru ve Banka Faizleri: Parasal Aktarım Mekanizmasına Dair Bazı Bulgular", TCMB Çalışma Tebliği, No: 16/08, Mart 2016, ss.1-37.

Cangürel, Ozan, Güngör, Serkan, Sevinç, Veli Ulvi, Kayci, İskender ve Atalay, Sadık. "Sorularla Basel III", BDDK Risk Yönetimi Dairesi, Aralık 2010, ss.1-18.

Caruana, Jaime. "Macroprudential Policy: Working Towards a New Consensus, Bank for International Settlements", *The Emerging Framework for Financial Regulation and Monetary Policy Meeting*, Washington DC, 23 Nisan 2010.

Demir, Faruk, Karabıyık, Ayşegül, Ermişoğlu, Emine ve Küçük, Ayhan. "ABD Mortgage Krizi", BDDK Çalışma Tebliği, Sayı:3, Ağustos 2008.

Demir, Faruk, Karabıyık, Ayşegül ve Karakoyunlu, Murat. "Küresel Krizde İngiltere Tecrübesi", BDDK Çalışma Tebliği, Sayı:4, Temmuz 2009.

Devlet Planlama Teşkilatı (DPT), 2009 Yılı Katılım Öncesi Ekonomik Programı, Ankara, 2009, http://www.maliye.gov.tr/EADD%20alma%20Platformu/Ar%C5%9FivPolitika%20Belgeleri/2009/2009%20Y%C4%B1l%C4%B1%20Kat%C4%B1l%C4%B1m%20%C3%96ncesi%20Ekonomik%20Program%C4%B1.pdf. (Erişim:04.10. 2016)

Doruk, Ömer Tuğsal. "Gölge Bankacılık ve Türkiye", *TBB*, Yayın No:300, İstanbul, 2014.

Dünya Bankası, "Special Feature 1: Risks Around US Rate Liftoff and Policy Options", Küresel Ekonomik Beklentiler Raporu, Haziran 2015.

ISDA, "2009 Derivatives Usage Survey", Statistics, News Release., 23.04.2009.

IMF Country Report, No:16/105, 22.04.2016, http://www.imf.org/external/pubs/cat/longres.aspx?sk= 43873.0.

Jaffee, Dwight. "The U.S. Subprime Mortgage Crisis: Issues Raised and Lessons Learned", The World Bank, Washington, 2008, ss.1-26.

Kara, A. Hakan. "Küresel Kriz Sonrası Para Politikası", TCMB Çalışma Tebliği, No:12/17, Haziran 2012.

Kara, A. Hakan. "Faiz Koridoru ve Para Politikası Duruşu", TCMB Ekonomi Notları, Sayı: 2015-13, 19.08.2015, ss.1-12.

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

OECD, "Thinking Beyond Basel III: Necessary Solutions For Capital and Liquidity 2010", http://www.oecd. org/dataoecd/42/58/45314422.pdf.

Saraçoğlu, Rüşdü. "Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası Parasal Programı Hakkında Dr. Rüşdü Saraçoğlu Tarafından Verilen Brifing Metni", TCMB Başbakanlık Özel Bürosu, Ankara, 16.01.1990.

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)

T.C. Başbakanlık Sermaye Piyasası Kurulu, "Menkul Kıymetlerin Geri Alma veya Satma Taahhüdü İle Alım Satımı Hakkında Tebliğ", Seri:5, No:7, http://spk.gov.tr/apps/MevzuatEski/PrinterFriendly..aspx?nid=14135&submenuheader =null., (Erişim: 26.08.2016)

T.C. Maliye Bakanlığı Bütçe ve Mali Kontrol Genel Müdürlüğü, "İstatistikler: Ekonomik Göstergeler Temel Ekonomik Büyüklükler (2000-2016)", http://www.bumkogov.tr/TR,147/ekonomikgostergeler.htmlvehttp://evds.tcmb.gov.tr/anaweb/enflasyonTR.html., TCMB-Enflasyon Verileri, (Erişim: 28.07.2016)

TCMB, "2003 Yılı Para ve Kur Politikası Genel Çerçevesi", Basın Duyurusu, Sayı 2003-2, 03.01.2003, www.tcmb.gov.tr. (Erişim: 01.04.2016)

TCMB, "2005 Yılı Para ve Kur Politikası", Basın Duyurusu, Sayı 2004-59, 20 Aralık 2004, http://www.tcmb.gov.tr/wps/wcm/connect/3825db0442bb48448b6944b645b81245/DUY200459.pdf?MOD=AJPERES&CACHEID=ROOTWORKSPACE3825db04-42bb-48448b6944b645b8 124 5. (Erişim Tarihi: 28.08.2016)

TCMB, "Enflasyon Hedeflemesi Rejimi", 2006, ss.3-28.

TCMB, "Parasal Aktarım Mekanizması", Bülten, Ankara, Sayı:6, Haziran 2007, ss.1-6.

TCMB, "Uluslararası Gelişmeler ve Türkiye Ekonomisine Etkileri", İstanbul Ticaret Odası Sunumu, Aralık 2008.

TCMB, "2009 Yılında Para ve Kur Politikası", Basın Duyurusu, http://www.tcmb. gov.tr/yeni/duyuru/. 2007/Baskan2009Parapol.pdf, (Erişim: 05.02.2009)

TCMB, "Finansal İstikrar Raporu", Kasım 2011.

TCMB, "Enflasyon Raporu 2012-IV", Ankara: Türkiye Cumhuriyeti Merkez Bankası, 2012.

TCMB, "Parasal Aktarım Mekanizması", 2013, http://www.tcmb.gov.tr/wps/wcm/connect/connect/8cdd0f38-142f-493bb489bdc0111491bb/ParasalAktarim.pdf?MOD=AJPERES. (Erişim:16.08.2016)

TCMB, "TCMB'nin Yeni Para Politikası Bileşimi ve 2013 Yılında Para ve Kur Politikası", TCMB Bülteni, Sayı:29, Mart 2013.

TCMB, "Makro İhtiyati Politikalar ve Türkiye Uygulaması", TCMB Bülteni, Sayı:35, 2014.

TCMB, "Makro İhtiyati Politikalar ve Ilımlı İş Çevrimleri Üzerine Ampirik Bir Çalışma: Firma Bazında Türkiye Örneği", Finansal İstikrar Raporu-Mayıs 2014, Sayı:18, ss.69-73.

TCMB, "Yıllık Rapor 2015", http://www3.tcmb.gov.tr/yillikrapor/2015/tr/m-2-2-3.php., (Erişim:10.04.2016)

TCMB, "Küresel Para Politikalarının Normalleşme Sürecinde Yol Haritası", Para ve Kur Politikası Metinleri, Ağustos 2015.

TCMB, "2016 Yılı Para ve Kur Politikası", 09.12.2015.

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 Bilanço Verileri, http://evds.tcmb.gov.tr/. (Erişim: 14.08.2016)

TCMB Faiz Oranları, www.tcmb.gov.tr. (Erişim: 28.04.2016)

TCMB, "Finansal İstikrar Raporu", Sayı:22, Mayıs 2016.

TCMB, "2016 Yılında Para ve Kur Politikasında Öne Çıkan Uygulamalar", TCMB Bülteni, Mart 2016, Sayı:41.

TCMB, http://www.tcmb.gov.tr/wps/wcm/connect/c4ce4276-8284-4911-a710f84aa4e19e51/zko.pdf?MOD=AJPERES&CACHEID=ROOTWORKSPACEc4ce4276-8284-4911-a710f84aa4e19e51., (Erişim: 03.02.2017)

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

TCMB, "Zorunlu Karşılıklara İlişkin Basın Duyurusu", Sayı: 2016-53, 31.10.2016.

TCMB, "Zorunlu Karşılıklara İlişkin Kararlar", http://www.tcmb06.02.2017,gov.tr/wps/wcm/connect/TCMB+TR/TCMB+TR/Main+Menu/Para+Politikasi/ZK. (Erişim: 06.02.2017)

Viñals, José. "Central Banking Lessons From The Crisis", *IMF the Monetary and Capital Markets Department,* 27 May 2010, ss.1-42.

## *Tezler*

Böcüoğlu, Mehmet Emin. **Rezerv Opsiyon Mekanizmasının Banka Davranışlarına Etkisi**, TCMB Uzmanlık Yeterlik Tezi, Ankara, Haziran 2015.

Değirmenci, Nihal. **Sermaye Yeterliliği Konusunda Ve Seçilmiş Bazı Ülkelerdeki Uygulamalarının Değerlendirilmesi**, TCMB Uzmanlık Yeterlilik Tezi, Ankara, 2003.

Ermişoğlu, Ergun. **Enflasyon Hedeflemesi Rejiminin Türkiye'deki Başarısının Değerlendirilmesi**, TCMB Uzmanlık Yeterlilik Tezi, Ankara, Mayıs 2011.

Fendoğlu, Mehmet Cem. **Finansal İstikrar Açısından Makro-İhtiyati Araçların Etkisi: Türkiye ve Seçilmiş Ülkeler İçin Bir Sistem GMM Yaklaşımı**, Gazi Üniversitesi, Yüksek Lisans Tezi, Haziran 2015.

İnal, Duygu Güneş. **Türkiye'de Para Politikası Faiz Kararlarının Uzun Dönemli Faizler Üzerindeki Etkisi**, TCMB Uzmanlık Yeterlilik Tezi, Ankara, Temmuz 2006.

İpeker, Melih. **Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankasının Finansal Sistem İstikrarının Sağlanmasındaki Rolü,** TCMB Uzmanlık Yeterlilik Tezi, Ankara, 22.03.2002.

Kasapoğlu, Özgür. **Parasal Aktarım Mekanizmaları: Türkiye İçin Uygulama**, TCMB Uzmanlık Yeterlilik Tezi, Ankara, Şubat 2007.

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

Tutar, Eser. **Enflasyon Hedeflemesinin Önkoşulları: Türkiye'de Para Politikası Araçları İle Enflasyon Arasındaki İlişkinin İncelenmesi**, TCMB Uzmanlık Yeterlilik Tezi, Ankara, Ağustos 2005.

Vural, Umut**. Geleneksel Olmayan Para Politikalarının Yükselişi**, TCMB Uzmanlık Yeterlilik Tezi, Ankara, Mart 2013.

Yurdabak, Kamil. **2008 Küresel Kriz Sonrası Merkez Bankacılığında Politika Değişimi: Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası Örneği**, Marmara Üniversitesi, Doktora Tezi, İstanbul, 2015.

## *İnternet Kaynakları*

Aktan, Coşkun Can. Utkulu, Utku ve Togay, Selahattin. **Nasıl Bir Para Sistemi**, İstanbul: İMKB Yayını, 1998.

Alantar, Doğan. "Küresel Finansal Kriz: Nedenleri Sonuçları Üzerine Bir Değerlendirme", www.finanskulup.org.tr/.../maliyefinans/.../Dogan_Alantar_Kuresel_Finansal_Kriz_N. (Erişim: 28.09.2016)

Altuğ, Sumru. "Dünyada ve Türkiye'de Enflasyon Dinamikleri", Koç Üniversitesi CEPR ve KU-TUSİAD TUSİADEAF, 10.04.2015, http://eaf.ku.edu.tr/sites/eaf.ku.edu.t/files/2015-04-10sumrualtug presentation.pdf. (Erişim: 24.11.2016)

Aydın, Üzeyir ve Kara, Oğuz. "Krizlerin Türkiye Ekonomisine Etkisi: Geleceğin Öngörüsüne Yönelik Bir Deneme", 2. Ulusal İktisat Kongresi-20-22 Şubat 2008, DEÜ İİBF İktisat Bölümü-İzmir, ss.1-19.

Aykut, Cenan. "Basel II Standatları", 2008, http://www.mfa.gov.tr/data/Kutuphane/yayinlar/EkonomikSorunlarDergisi/sayi30/basel.pdf.

Bischofberger, Alois ve Walser, Rudolf. "Diskussionspapier Zentral Banker als Zauberlehrlinge?", Zum Ausstieg aus der ultraexpansiven Geldpolitik, Juli, Avenir Suisse, Zürich, 2013, http://www.avenir-suisse.ch/28957/zentralbanker-als-zauberlehrlinge/, 10.11.2014.

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

Başçı, Erdem. "Emtia Fiyat Hareketlerine Politika Tepkileri" Konferansı Panel Konuşması, İstanbul, 7 Nisan 2012, ss.1-7.

Bloomberg HT, "Fed Bilanço Varlıkları 4.5 Trilyon Dolara Yaklaştı", 28.03.2016, http://www.bloomberght.com/haberler/haber/1868030-fed-bilanco-varliklari-45-trilyon-dolara-yaklasti., (Erişim: 15.11.2016)

Business HT, "Bankacılarla düzenleyicilerin neden tartıştığını gösteren 7 grafik", 27.05.2016, http://www.businessht.com.tr/ekonomi/haber/1245536-bankacilarla-duzenleyicilerin-neden-tartistigini-gosteren-7-grafik., (Erişim: 05.08.2016)

Čihák, Martin. "Central Banks and Financial Stability: A Survey of Financial Stability Reports", Seminar on Current Developments in Monetary and Financial Law, Washington, D.C. October 23-27, 2006, ss.1-31.

Cukierman, Alex. "Targeting Monetary Aggregates and Inflation in Europe", January 1996, ss.1-27.

Çetin, Selin. "Para Politikası Fiyat İstikrarından Finansal İstikrara: Merkez Bankası Macroprudential Politika Çerçevesi", iktisat.gsu.edu.tr/wp-content/uploads/5.Yeni-Para-Politikasì.pdf., (Erişim: 03.07.2016.)

Dow, Sheila ve Fuentes, Carlos Rodriguez. "The Politicial Economy of Monetary Policy", *The Politicial Economy of Central Banking*, Ed by Philip Arestis and Malcolm C. Sawyer, UK: Edward Elgar Pub., Conference Proceedings Edition, 1998.

Dünya Bankası, http://data.worldbank.org/indicator/FS.AST.PRVTGD.ZS?end=2015&locations =TR-1W&start =2000. (Erişim: 19.08.2016)

**Dünya.com.** "Bankalara Mali Şoklara Karşı Basel III Kalkanı", 14 Eylül 2010, http://www.dunya.com/bankalara-mali-soklara-karsi-basel-iiikalkani_100135haber.html#., (Erişim: 08.10.2016)

Eğilmez, Mahfi. "Güncellenmiş Para Politikası Uygulamaları", Kendime Yazılar, 29.09.2012, www.mahfiegilmez.com/2012/09/guncel-para-politikashtml. (Erişim:25.02.2016)

Eğilmez, Mahfi. "Kur Rejimleri ve Türkiye Uygulaması", Kendime Yazılar, 07.10.2012, http://www.mahfiegilmez.com/2012/10/kur-rejimleri-veturkiyeuygulamas.html., (Erişim: 23.08.2016)

Eğilmez, Mahfi. "TCMB'nin 2013 Yılı Para Politikası", Kendime Yazılar, 28.12.2012, http://www.mahfiegilmez.com/2012/12/tcmbnin-2013-yl-para-politikas.html., (Erişim: 10.05.2016)

Eğilmez, Mahfi. "Küresel Krizin Neresindeyiz?", Kendime Yazılar, 21.04.2013, www.mahfiegilmez.com/2013/04/kuresel-krizin-neresindeyiz.html., (Erişim: 07.10. 2016)

Eğilmez, Mahfi. "Makro İhtiyati Politikalar ve Türkiye Uygulaması", Kendime Yazılar, 27 Kasım 2014, http://www.mahfiegilmez.com/20914/11/makro-ihtiyati-politikalar-ve-turkiye.html., (Erişim:14.10.2016)

Eğilmez, Mahfi. "Enflasyon Hedeflemesi ve Türkiye", Kendime Yazılar, 04.03.2015, http://www.mahfiegilmez.com/2015/03/enflasyon-hedeflemesi-ve-turkiye.html., (Erişim: 27.07.2016.)

Eğilmez, Mahfi. "Smith ve Keynes", Kendime Yazılar, 23.03.2015, http://www.mahfiegilmez.com/2015/03/s m i t h v e k e y n e s h t m l. (Erişim: 29.07.2016)

Eğilmez, Mahfi. "Fed Faizi Artırır mı?", Kendime Yazılar, 14.09.2015, http://www.mahfiegilmez. com/2015/09/fed-faizi-artr-m.html., (Erişim: 24.11.2016)

Eğilmez, Mahfi. "Fed'in Faiz Artırmasının Olası Etkileri", Kendime Yazılar, 18.12.2015, http://www.mahfiegilmez.com/2015/12/fedin-faiz-artrmasnn-olas-etkileri.html., (Erişim: 24.11.2016)

Eğilmez, Mahfi. "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)

Eğilmez, Mahfi. "Merkez Bankası'nın Kararı", Kendime Yazılar, 24.01.2017, http://www.mahfiegilmez.com/2017/01/merkez-bankasnn-karar.html., (Erişim: 14.02.2017)

European Central Bank, Divergent Monetary Policies and The World Economy, Keynote address by Vítor Constâncio Vice-President of the ECB at the conference organised by FED/ECB/FED Dallas/HKMA in Hong Kong, 15.01.2015, https://www.ecb. europa eu/press/key/date/2015 /html/sp151015.en.html. (Erişim:27.08.2016)

Garanti Yatırım, "TCMB Para Politikası-Yeni Dönem", Eylül 2015, http://www.garantiyatirim.com.tr/arastirma/ParaPolitikas%C4%B1.pdf., (Erişim: 06.01.2017)

Gürses, Uğur. "Bankalar ve Merkez Bankası BDDK'nın Yeni Düzenlemesiyle Köşeye Sıkıştı", **Hürriyet**, 29.10.2015, http://www.hurriyet.com.tr/bankalar-ve-merkez-bankasi-bddknin-yeni-duzenlemesiyle-koseye-sikisti-40007613.(Erişim:09.10.2016)

İnternet Haber, "Merkez Bankası Faiz Kararı İndirim Var Başçı Sürpriz Yapmadı!", http://www.internethaber.com/merkez-bankasi-faiz-karari-indirim-var-basci-surpriz-yapmadi-1577999h.htm., 24.03.2016., (Erişim: 24.03.2016)

İntıra Bey, "Parasal Genişleme Rekor Kırıyor", BorsaGündem, 27.07.2016, http://www.borsagundem.com/yazarlar/parasal-genisleme-rekor-kiriyor-yazisi/1054528., (Erişim: 04.08.2016)

Lysandrou, Photis. Global Inequality and the Global Financial Crisis: The New Transmission Mechanism. Retrieved November 16, 2014, http://www.boeckler.de/pdf/v_2009 10_30_lysandrou.pdf. 2009.

McGeever, Jamie. "Update 1-Graphic-Global QE Running at Record $180 bln per Month and Rising", July 26, 2016, http://www.reuters.com/article/global-cenbankqeidUSL8N1AC5PK.

McKinsey Institute, Financial Globalization, Mart 2013.

Müslümov, Alövsat, Hasanov, Mübariz ve Özyıldırım, Cenktan. "Döviz Kuru Sistemleri ve Türkiye'de Uygulanan Döviz Kuru Sistemlerinin Ekonomiye Etkileri", TÜGİAD Ekonomi Ödülleri 2002, Bilimsel Eser Yarışması Birincilik Ödülü.

Obstfeld, Maurice ve Rogoff, Kenneth. "Global Imbalances and the Financial Crisis: Products of Common Causes". *Paper Prepared for the Federal Reserve Bank of San Francisco Asia Economic Policy Conference*, Santa Barbara, CA, October 18-20, 2009.

Oktay, Selçuk. "Para Politikasında Yeni Dönem", *Business HT*, 30.07.2015, http://www.businessht.com.tr/piyasalar/haber/1109187-merkezden-tarihi-bir donemec., (Erişim: 21.11.2016).

Özatay, Fatih. "Finansal İstikrar Komitesi", **Radikal**, 14.02.2012.

Sapir, André. "Europe's Macroprudential Policy Framework in Light of the Banking Union", Macroprudentialism E-book VoxEU, 2014.

Schioppa, Tommaso Padoa. "Central Banks and Financial Stability: Exploring A Land in Between", European Central Bank, Member of the Executive Board of the European Central Bank Second ECB Central Banking Conference, "The transformation of the European Financial System", 24-25 October 2002, ss.1-46.

Stiglitz, Joseph E. (2009). "Interpreting the Causes of the Great Recession of 2008", *Lecture to Have Been Delivered at BIS Conference, Basel*, June, 2009.

T.C. Chicago Başkonsolosluğu Ticaret Ataşeliği, "Küresel Finansal Krizin Nedenleri ve Olası Sonuçları Hakkında Bilgi Notu", 2008, http://www.musavirlikler.gov.tr/upload/CHI/Finansal%20kriz%20bilgi%20notu.pdf., 05.03.2011.

Turhan, İbrahim M. ve Gümüş, Nihat. Türkiye'de Parasal Aktarım Kanallarının İşleyişi ve Karşılaştırmalı Analizi. http://www.İbrahimturhancomyayinlar/turkiye-de-parasal aktarimkanallarininisleyisive karsilastirmalianalizi -ibrahim turhankas%C4%B 1 m-2014.pdf., ss.1-26.

TÜİK, http://www.tuik.gov.tr/UstMenu.do?metod=temelist., (Erişim: 28.07.2016)

**Türkiye'de Yeniçağ**, "ABD Tüm Dünyaya Kriz İhraç Etti", 15.09.2016.

**Türkiye'de Yeniçağ**, "2008 Krizi Türkiye'de Yoksulluğu Artırdı", 16.09.2016.

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.

Yılmaz, Durmuş. "77.Olağan Genel Kurul Toplantısı Açılış Konuşması", TCMB, 14 Nisan 2009, Ankara.