

T. C.
İSTANBUL ÜNİVERSİTESİ
SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ
İŞLETME ANABİLİM DALI

DOKTORA TEZİ

**YÜKSEK GLOBAL LİKİDİTE ORTAMINDA YENİ
MERKEZ BANKASI POLİTİKALARI; TAYLOR
KURALI ÜZERİNE AMPİRİK BİR YAKLAŞIM**

GÖKTUĞ AYDINLIK

2502100207

TEZ DANIŞMANI

PROF.DR. N.HÜLYA TALU

İSTANBUL-2017



T.C.
İSTANBUL ÜNİVERSİTESİ
SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ



DOKTORA
TEZ ONAYI

ÖĞRENCİNİN;

Adı ve Soyadı : GÖKTUĞ AYDINLIK

Numarası : 2502100207

Anabilim Dalı /
Anasanat Dalı / Programı : İŞLETME (İKTİSAT)

Danışmanı : PROF. DR. N. HÜLYA TALU

Tez Savunma Tarihi : 25.12.2017

Saati : 10.00

Tez Başlığı : YÜKSEK GLOBAL LİKİDİTE ORTAMINDA YENİ MERKEZ BANKASI POLİTİKALARI;
TAYLOR KURALI ÜZERİNE AMPİRİK BİR YAKLAŞIM

TEZ SAVUNMA SINAVI, İÜ Lisansüstü Eğitim-Öğretim Yönetmeliği'nin 50. Maddesi uyarınca yapılmış,
sorulan sorulara alınan cevaplar sonunda adayın tezinin **KABULÜNE** OYBİRLİĞİ / OYÇOKLUĞUYLA karar verilmiştir.

JÜRİ ÜYESİ	İMZA	KANAATİ (KABUL / RED / DÜZELTME)
1- PROF. DR. N. HÜLYA TALU		Kabul
2- PROF. DR. TARGAN ÜNAL		Kabul
3- PROF. DR. ERDİNÇ ALTAY		KABUL
4- PROF. DR. MURAT AKBALIK		Kabul
5- DOÇ. DR. ZAHİDE AYYILDIZ ONARAN		Kabul

YEDEK JÜRİ ÜYESİ	İMZA	KANAATİ (KABUL / RED / DÜZELTME)
1- PROF. DR. HANİFİ AYBOĞA		
2- YRD. DOÇ. DR. BURÇAY YAŞAR AKÇALI		

ÖZ

YÜKSEK GLOBAL LİKİDİTE ORTAMINDA YENİ MERKEZ BANKASI POLİTİKALARI: TAYLOR KURALI ÜZERİNE AMPİRİK BİR YAKLAŞIM

GÖKTUĞ AYDINLIK

Özellikle son yıllarda önemli bir para politikası aracı olarak kullanılan global likidite kavramına ilişkin araştırmalar artarak devam etmektedir. 2008 yılında yaşanan global finansal kriz ile birlikte, global likiditede yaşanan bolluk ve merkez bankalarının kriz sonrasında yapısal olarak değiştirmek zorunda kaldıkları para politikaları ve kullandıkları para politikası araçları global likiditenin önemini arttırmıştır.

Merkez bankaları, artık, finansal istikrarın sağlanması için sadece fiyat istikrarının sağlanmasını yeterli olmadığı görüşündedir ve bu görüş nedeni ile de finansal istikrarın sağlanması için geleneksel para politikası araçları haricinde, faiz koridoru, zorunlu karşılıklar, rezerv opsiyon mekanizmaları, iletişim kanallarının kullanımı, istisnai gün uygulamaları gibi geleneksel olmayan para politikalarını uygulamaya koymuşlardır.

Para politikalarının uygulanması noktasında özellikle nominal faizin belirlenmesi önem arz etmektedir. Merkez bankacılığında nominal faizin belirlenmesi noktasında literatür ve uygulamalar kapsamında genel kabul görmüş önemli kurallardan bir tanesi olan Taylor Kuralı bu çalışma kapsamında ele alınmaktadır. Yüksek global likiditenin var olduğu günümüz finansal piyasalarında merkez bankaları tarafından uygulanan geleneksel olmayan para politikalarının analizi kapsamında bu çalışmada, Taylor Kuralı üzerine ampirik bir uygulama yapılmıştır.

Uygulama kapsamında klasik kuralda yer alan denkleme yeni değişkenler eklenmiş ve Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası tarafından uygulanan para politikaları ve Türkiye’de gerçekleşen piyasa verileri özelinde kuralın anlamlılığı test edilmiştir.

ARDL, en küçük kareler ve birim kök testi yöntemleri kullanılarak yürütülen istatistiksel analizler kapsamında varılan sonuç, Türkiye özelinde, nominal faiz oranlarının makro ekonomik büyüme üzerinde etkisi olan değişkenlerden direkt olarak etkilendiği ve enflasyona ilişkin değişkenlerden görece daha az oranda etkilendiği şeklindedir. Ayrıca, Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası'nın geleneksel olmayan para politikalarının uygulanması sürecinde kısa dönemde makro ihtiyati tedbirler uygulamasının ve uzun dönemde de fiyat istikrarına dayalı enflasyon ve kredi büyümesi politikalarını uygulamasının araştırma kapsamında geliştirilen model uyarınca anlamlı olduğu sonucuna varılmıştır.

Anahtar Kelimeler: Global Likidite, Taylor Kuralı, Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası, Geleneksel Olmayan Para Politikaları, Ardl Sınır Testi

ABSTRACT

NEW CENTRAL BANK POLICIES IN HIGH GLOBAL LIQUIDITY ENVIRONMENT; AN EMPIRICAL APPROACH TO TAYLOR RULE

GÖKTUĞ AYDINLIK

Research on the concept of global liquidity, which has been used as an important monetary policy tool in recent years, continues to increase. Along with the global financial crisis in 2008, the abundance of global liquidity and the monetary policies and central monetary policy instruments that central banks had to change structurally after the crisis increased the importance of global liquidity. The central banks now argue that not only price stability is sufficient to ensure financial stability, but also the interest rate corridor, reserve requirements, reserve option mechanisms, use of communication channels, exceptional day-to-day applications They have put in place non-traditional monetary policies. At the point of application of monetary policies, it is especially important to determine the nominal interest rate. Taylor Theory, one of the most accepted theories within the scope of literature and applications, is considered in the scope of this study at the point of nominal interest rate determination in central banking. In this study, an empirical application was made on Taylor rule the context of the analysis of non-traditional monetary policies applied by central banks in today's financial markets which are subject to high global liquidity.

Within the scope of the application, new variables in the classical theory have been added and the significance of the rule has been tested in terms of the monetary policies implemented by the Central Bank of the Republic of Turkey and market data in Turkey. The result of the statistical analysis carried out using ADRL, least squares and unit root test methods points in Turkey the nominal interest rates are directly affected by the variables that have an effect on macroeconomic growth and are affected less than the variables related to inflation. Moreover, it was concluded that the application of

macroeconomic measures in the short run during the implementation of the non-traditional monetary policies of the Central Bank of Turkey and the inflation and credit growth policies based on price stability in the long run were meaningful according to the model developed under the research.

Keywords: Global Liquidity, Taylor Rule, Central Bank of Turkey, Non-Traditional Monetary Policies, Ardl Bound Test



ÖNSÖZ

Dönemler içinde yaşanan krizler ve son global kriz, Merkez bankalarının sorumluluklarını, hedeflerini ve araçlarını değiştirmesi ve genişlemesi sonucunu beraberinde getirmiştir. Merkez bankaları, fiyat istikrarını korumak için birincil hedeflerinin ötesinde, makro ve mikro ihtiyati denetimde ek sorumluluklar üstlenme aşamasındadır. Kağıt üzerinde değişim olmasa da, global kriz sonrası para politikası stratejileri, kriz ihtiyaçlarına göre pratikte önemli ölçüde revize edilmiştir. Başarıyla geçen enflasyona dayalı politika sürecinin ardından yaşanan 2007 Küresel krizi, fiyat istikrarının finansal istikrarı sağlayacağı görüşünü ortadan kaldırmış ve dünya Merkez Bankaları'nın geleneksel olmayan politikaları uygulamaya başlamasına neden olmuştur.

Başarıyla geçen enflasyonla mücadele politikası uygulanan yıllarda para politikası uygulayan Merkez Bankaları için referans olan Taylor Kuralı sorgulanmaya başlamış ve bu kuralın özellikle krizi döneminde gelişmekte olan ülkeler için makro ihtiyati politikalar uygulayan ülkelerde, bu değişiklikler eklenerek geliştirilmiş modelinin kurularak uygulanması görüşü ortaya çıkmıştır. Bu nedenle kriz döneminde finansal istikrarı sağlayıcı politikaları uygulamaya başlayan Tcmb'nin uygulamaya koyduğu makro ihtiyati politika araçları Taylor Kuralı'na eklenerek geliştirilmiş ve ARDL sınır ile test edilmiştir.

Bu modelde reel efektif kur, kredi büyümesinin hedeflenen %15'lik orandan sapması Taylor Kuralı'na eklenerek, 2003-2015 yılları arası çeyreklik veriler kullanılarak yapılan çalışmada, Tcmb'nin kısa vadede çıktı açığı, kredi büyümesi ve reel efektif kur verilerini dikkate alarak finansal istikrarı ön plana aldığı uzun vadede ise çıktı açığı ve enflasyon farkını alarak fiyat istikrarına yönelik politika izlediği sonucuna varılmıştır. Çalışmamızda ayrıca aylık veriler ile modelde uzun vade de çıktı açığının dikkate alan bir politika uygulandığı sonucuna varılmıştır.

Bu eserin oluşturulması ve geliştirilmesi aşamasında katkıda bulunan değerli hocam ve danışmanım Prof.Dr. N.Hülya Talu'ya, çalışmanın gelişmesinde değerli görüşlerini esirgemeyen tez danışmanlarım Prof. Dr.Targan ÜNAL, Prof.Dr. Serdar Ongan ve Doç.Dr. Zahide Onaran hocalarıma, ayrıca her konuda desteğini aldığım ve

bana her noktada destek veren çalışma arkadaşlarım Hakan AKLAR, Okan ERTEM ve Ayhan YÜKSEL'e, ve bu yolculuğumun başlangıcından bu yana yanımda olarak bana güç veren eşim Yasemin Cevahir AYDINLIK'a sonsuz teşekkürlerimi sunarım. Bu çalışmayı, eğitim, sanat ve spor yaşamını başarıyla devam ettiren kızım Beril Aydınlık'a ithaf ediyorum.



İÇİNDEKİLER

ÖZ.....	iii
ABSTRACT.....	v
ÖNSÖZ.....	vii
İÇİNDEKİLER.....	ixx
TABLolar LİSTESİ.....	xv
ŞEKİLLER LİSTESİ.....	xvi
GRAFİKLER LİSTESİ.....	xvii
KISALTMALAR.....	xviii
GİRİŞ.....	1

BİRİNCİ BÖLÜM

TEORİK ÇERÇEVE PARA POLİTİKASI VE MERKEZ BANKALARI

1.1. Para Politikası Kavramı.....	4
1.1.1. Fiyat İstikrarı.....	6
1.1.2. Finansal İstikrar.....	7
1.2. Merkez Bankacılığı ve Para Politikası.....	8
1.2.1. Yetkiler-Temel Görevler.....	8
1.2.2. Tarihsel Süreçte Merkez Bankacılığı.....	9
1.2.2.1. 1668-1873: Merkez Bankalarının Ortaya Çıkışı.....	10
1.2.2.2. 1873-1914: Altın Standardı Dönemi.....	11
1.2.2.3. 1914-1945: Savaşlar ve Krizler Dönemi.....	12
1.2.2.4. 1945-1971: Bretton-Woods Dönemi.....	13
1.2.2.5. 1971-Günümüze: Bağımsız Merkez Bankacılığı.....	14
1.3. Merkez Bankasının Hedef Belirleme Kriterleri.....	15

1.4. Merkez Bankaları Tarafından Uygulanan Para Politikası Stratejileri	20
1.4.1. Döviz Kuru Hedeflemesi.....	20
1.4.2. Parasal Hedefleme.....	21
1.4.3. Enflasyon Hedeflemesi	23
1.5. Merkez Bankası Likidite Politikaları	26
1.5.1. Merkez Bankasının Likidite Konusunda Rollerini	26
1.5.2. Likidite Yönetimi	31
1.6. Parasal Aktarım Mekanizmaları	34
1.6.1. Parasal Aktarım Mekanizmaları İle İlgili Görüşler.....	35
1.6.2. Keynesyen Görüş.....	35
1.6.3. Parasalcı Görüş.....	36
1.6.4. Parasal Aktarım Mekanizmasının İşleyişi	36
1.6.4.1. Aktarım Mekanizmasının Kanalları.....	36
1.6.4.2. Faiz Kanalı	37
1.6.4.3. Varlık Fiyatı Kanalı.....	38
1.6.4.4. Beklentiler Kanalı	39
1.6.4.5. Döviz Kuru Kanalı	41
1.6.4.6. Hisse Senedi Kanalı	43
1.6.4.7. Kredi Kanalı	44
1.6.5. Parasal Aktarım Mekanizmasını Etkileyen Faktörler.....	45

İKİNCİ BÖLÜM
KRİZ ÖNCESİ VE SÜRECİNDE TÜRKİYE CUMHURİYET MERKEZ BANKASI
TARAFINDAN UYGULANAN POLİTİKALAR

2.1. Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankasının Kuruluş Süreci.....	48
2.2. Türkiye’de Para Politikası Uygulamalarına İlişkin Kısa Tarihçe	49
2.2.1. 1923-1980 Dönemi.....	49
2.2.2. 1980-1990 Dönemi.....	51
2.2.3. 1990-2000 Dönemi.....	53
2.2.4. 2001 Krizi Sonrası Dönem	54
2.3. 2002-2007 Global Kriz Öncesi Dönemde TCMB Tarafından Uygulanan Politikalar	54
2.4. 2008 Global Krizi Süresince TCMB Tarafından Uygulanan Politikalar	61
2.4.1. TCMB Uygulamalarını Etkileyen Dünya Merkez Bankası Uygulamaları	62
2.4.1.1. Global Kriz ve Dünya Merkez Bankaları Tarafından Uygulanan Para Politikası Stratejileri	62
2.4.1.1.1. Likidite Provizyonu	65
2.4.1.1.2.Euro Bölgesi Likidite Provizyonu	72
2.4.1.1.3.Japonya Merkez Bankası Likidite Provizyonu	73
2.4.1.1.4.İngiltere Merkez Bankası Likidite Provizyonu	75
2.4.1.1.5.TCMB’nin Kriz Döneminde Uyguladığı Likidite Yönetimi ..	76
2.4.2. Sözlü Yönlendirme – İleri Rehberlik.....	77
2.4.3. FED Niceliksel Genişleme Politikaları.....	81

2.4.4. Avrupa Merkez Bankası Tarafından Uygulanan Parasal Genişleme Politikaları	88
2.4.5. BOE Tarafından Uygulanan Parasal Genişleme Politikaları	95
2.4.6. BOJ Tarafından Uygulanan Parasal Genişleme Politikaları.....	100
2.5. Global Kriz ile Birlikte TCMB'nin İlk Müdahaleleri	104
2.5.1. 2010 Euro Krizi Sonrası TCMB Tarafından Uygulanan Geleneksel Olmayan Makro İhtiyati Politikalar	105
2.5.2. Finansal İstikrar İlişkisi ve TCMB Yeni Para Politikası Araçları	110
2.5.3. TCMB Finansal İstikrara Dayalı Politika Araçları.....	112
2.5.3.1. TCMB Finansal İstikrara Yönelik Uygulamaları	112
2.5.3.2. TCMB Tarafından Uygulanan Geleneksel Olmayan Para Politikaları.....	114
2.5.3.2.1. Faiz Koridoru	115
2.5.3.2.2. Zorunlu Karşılıklar ve Rezerv Opsiyonu Mekanizması .	121
2.5.3.2.3. İletişim Kanallarının Kullanımı ve İstisnai Gün Uygulaması	129
2.5.4. 2008 Global Krizi Sonrası Geleneksel Olmayan Para Politikası Uygulamalarının Değerlendirilmesi	130

ÜÇÜNCÜ BÖLÜM

TAYLOR KURALI

3.1. Taylor Kuralı	137
3.1.1. Kuralın Temel Faktörleri.....	141
3.1.2. Kuralın Formülasyonu ve Ekonometrik Yönleri	143
3.2. Taylor Kuralı Hakkında Türkiye'de Gerçekleştirilmiş Çalışmalar	144

3.3. Taylor Kuralının Gelişim Aşamaları	149
3.3.1. Geleneksel Taylor Kuralı	149
3.3.2. Geliştirilmiş Taylor Kuralı	153
3.3.3. Taylor Kuralı ve Kurala Dayalı Olmayan Politikaların İlişkisi	156

DÖRDÜNCÜ BÖLÜM
TAYLOR KURALI ÜZERİNE AMPİRİK BİR YAKLAŞIM

4.1. Araştırmanın Amacı ve Önemi	160
4.2. Araştırmanın Kısıtları	160
4.3. Araştırmanın Yöntemi	161
4.4. Model II	172
4.4.1. II. Modelde Kullanılan Değişkenler	173
4.4.1.1. Tcmb Gösterge Faizi	173
4.4.1.2. Çıktı Açığı	174
4.4.1.3. Enflasyonist Boşluk	175
4.4.1.4. Reel Efektif Kur	176
4.4.1.5. Kredi Büyümesi	177
4.4.2. Model II Bulguları ve Analizi	179
4.4.2.1. Birim Kök Testleri: ADF ve PP	180
4.4.2.2. Eş Bütünleşme Analizi	181
4.4.2.3. ARDL Modeli	184

SONUÇ	192
KAYNAKÇA	199
EKLER	228



TABLolar LİSTESİ

Tablo 1.1. Merkez Bankalarının Kuruluşları.....	9
Tablo 1.2. Operasyonel Çerçevenin Hazırlanmasında Etkili Olan Beş Faktör	32
Tablo 2.3. TCMB Uygulamaları Üzerinde Etkisi olan Merkez Bankalarının Yürüttüğü Para Politikası Uygulamaları	64
Tablo 2.4. Amerika Birleşik Devletleri'nin Krize İlişkin Likidite Temin Önerileri	66
Tablo 2.5. Japonya Merkez Bankası Tarafından kriz Döneminde Alınan Önlemler	74
Tablo 2.6. Dünya Merkez Bankaları Sözlü Müdahale Uygulamaları.....	78
Tablo 2.7. Tek Para Politikasının Araçları ve Özellikleri.....	92
Tablo 2.8. Avrupa Merkez Bankası Tarafından Uygulanan Politikalar Takvimi	94
Tablo 2.9. İngiltere Parasal Genişleme Takvimi	99
Tablo 2.10. JMB Karar Takvimi.....	102
Tablo 2.11. Eski ve Yeni Uygulamalara İlişkin Karşılaştırma	109
Tablo 2.12. Zorunlu Karşılık Oranları	125
Tablo 2.13. 2008-2015 Yılları Arasında Dünya Merkez Bankaları Geleneksel Olmayan Para Politikası Uygulamaları.....	135
Tablo 4.14. ADF ve PP Testi Sonuçları (a).....	180
Tablo 4.15. ADF ve PP Testi Sonuçları (b).....	181
Tablo 4.16. Gecikme Seviye Testi Sonuçları.....	182
Tablo 4.17. Heteroskedasticity Test: Breusch- Pagan-Godfrey.....	190
Tablo 4.18. Ramsey Reset Testi Sonuçları.....	189
Tablo 4.19. Breusch Godfrey Testi Sonuçları.....	190

ŞEKİLLER LİSTESİ

Şekil 2.1. Dalgalı Kur Rejiminin Türleri	56
Şekil 2.2. Avrupa Merkez Bankası- Para Politikası Geçiş Mekanizması	90
Şekil 2.3. Parasal Genişleme Aktarım Kanalları	98



GRAFİKLER LİSTESİ

Grafik 2.1. Örtük Enflasyon Rejimi Dönemindeki Enflasyon Oranları (Tüketici Fiyatları Endeksi)	58
Grafik 2.2. Açık Enflasyon Rejimi Dönemindeki Enflasyon Oranları (Tüketici Fiyatları Endeksi)	60
Grafik 2.3. PDCF Faiz Oranları	69
Grafik 2.4. Finansman Bonusu Alımları	70
Grafik 2.5. FED Finansman Bonusu Fonlama Faizi	71
Grafik 2.6 2008 Global Ekonomik Krizi Öncesi ve Sonrası Federal Fon Oranları ve Kredi Faiz Oranları	83
Grafik 2.7. Fed Net Tahvil Alımları	84
Grafik 2.8. Tahvil Alımları Sonucunda Fed Aktif Değişimi	86
Grafik 2.9. BOE'nin Parasal Büyüklüğü	97
Grafik 2.10. Kredi Büyümesi	107
Grafik 2.11. 2009-2015 Yılları Arası Enflasyon Oranları	108
Grafik 2.12. Dünya Merkez Bankaları Faiz Koridor Sistemi	115
Grafik 2.13. Politika Faizi ve Faiz Koridoru	120
Grafik 2.14. Rezerv Opsiyon Mekanizması Kullanımı	127
Grafik 2.15. Rezerv Opsiyon Mekanizması Kapsamında Elde Edilen Döviz ve Altın (Milyar Amerikan Doları)	128
Grafik 4.16. Modelde Kullanılan Değişkenler	178
Grafik 4.17. Cusum Test İstatistik Sonucu	188
Grafik 4.17. Breusch Godfrey Testi Sonuçları (Grafik Gösterim)	191
Grafik 4.18. Taylor Kuralı/ Faiz	191

KISALTMALAR

ABCF	: Varlıĝa Dayalı Finansman Bonosu
ADF	: Augmented Dickey Fuller
AIQ	: Akaike İnformation Criterion
AMB	: Avrupa Merkez Bankası
AMB	: Avrupa Merkez Bankası
AMLF	: Varlıĝa Dayalı Finansman Bonosu Para Piyasası
ARDL	: Autoregressive Distributed Lag
BOE	: Bank Of England
BOJ	: Bank Of Japan
CPFF	: Finansman Bonosu Fonlama Kolaylıĝı
EKK	: En Kùçük Kareler
FDIC	: The Federal Deposit Insurance Corporation
FED	: ABD Merkez Bankası
FPE	: Final Prediction Error
IMB	: İngiltere Merkez Bankası
IMF	: International Monetary Fund
IRC	: Faiz Koridoru
JMB	: Japonya Merkez Bankası
LOGL	: Logarithmic Likelihood
LTRO	: Uzun Vadeli Yeniden Fonlama İşlemleri
MMIMF	: Para Piyasası Yatırımcısını Fon.Kolaylıĝı
PDCF	: Piyasa Yapıcısı Kredi Kolaylıĝı
SC	: Schwarz
TAF	: Vadeli İhale Kolaylıĝı
TCMB	: Tùrkiye Cumhuriyeti Merkez Bankası
TSLP	: Vadeli Menkul Kıymet Borç Verme Kolaylıĝı

GİRİŞ

Dünya finans piyasalarında, yaşanan global finansal krizler ve özellikle globalleşmenin etkileri ile birlikte yapısal değişimler meydana gelmiştir. Finansal ürünler çeşitlenmiş, yatırımcıların risk tercihleri değişmiş ve genişlemiş ve finansal piyasalardaki katılımcı sayıları artmıştır. Bunun yanı sıra 1929 Dünya Ekonomik Buhranından sonra yaşanan en yıkıcı finansal kriz olarak kabul edilen 2008 global finansal krizi finansal piyasaların yapısını tam anlamıyla yerinden oynatmıştır. Likidite krizi olarak da bilinen bu kriz ile birlikte finansal piyasaların en önemli aktörlerinden bir tanesi olan ve para politikalarının otoritesi konumunda olan merkez bankaları uyguladıkları politikalarda yapısal değişimlere gitmişlerdir.

Merkez bankalarının para politikalarında meydana gelen bu yapısal değişimler, piyasalarda yeniden bir güven ortamının oluşması açısından önemli bir nokta olarak karşımıza çıkmaktadır. Global finansal krizin etkileri oldukça yıkıcı ve uzun süreli olmuştur ve bu nedenle, özellikle finansal piyasalarda yatırım yapan yatırımcıların finansal piyasalara ilişkin güven seviyesinde ciddi bir azalma olmuştur.

Global finansal krizin etkileri bir tek yatırımcıların güven düzeyindeki düşüş ile sınırlanamaz. Global finansal krizden sonra, fiyat istikrarını para politikalarının temel amacı olarak belirleyen Merkez Bankalarının politikaları finansal ve makro-ekonomik istikrarı da kapsayacak şekilde değişime uğramıştır. Dolayısıyla, global finansal krizden önce, finansal istikrarın sağlanması noktasında en önemli koşulun fiyat istikrarı olduğu görüşü ortadan kalkmıştır ve finansal istikrarın sağlanması için para politikalarının uygulamasına alternatif yaklaşımlar geliştirilmiştir. Dolayısıyla, merkez bankaları artık salt fiyat istikrarını sağlamayı, finansal istikrarın sağlanması için yeterli görmemektedir denilebilir.

Merkez bankaları tarafından kullanılmaya başlayan alternatif para politikaları ya da daha bilinen ismi ile geleneksel olmayan para politikaları araçları ile finansal sisteme direkt olarak müdahale etmişlerdir. Yürütülen bu çalışma, 2008 global ekonomik krizinden sonra, merkez bankalarının para politikalarında gerçekleşen yapısal değişiklikleri ve bu

yapısal değişiklikler sonucunda ortaya çıkan geleneksel olmayan para politikalarını inceleme temeline dayanmaktadır. Çalışma kapsamında özellikle, merkez bankalarının para politikalarının açıklanması noktasında genel kabul görmüş önemli bir kural olan Taylor Kuralı ele alınmış ve bu kural kapsamında Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası'nın politikaları ampirik olarak ele alınmıştır.

Taylor kuralı, para politikalarının uygulanması noktasında özellikle merkez bankalarının faiz kararlarına ilişkin önem arz eden bir kuraldır. bu önem kapsamında yürütülen ampirik çalışmada, Taylor kuralının nominal faiz kararlarını hangi ölçüde açıklayabildiği incelenmiştir. Nominal faiz oranlarının incelenmesi noktasında, merkez bankacılığına ilişkin kabul görmüş bir kural olan Taylor kuralında yer alan değişkenlere, diğer başka değişkenlerinde eklenmesi ile bir model oluşturulmuştur. Diğer bir ifade ile klasik Taylor modeli yeni değişkenlerin eklenmesi ile geliştirilmiştir ve uygulanan ADRL ve en küçük kareler analizleri ile modelin geçerliliği test edilmiştir.

Taylor kuralına yeni değişkenlerin (2003:1-2014:12) dönemi aylık faiz oranı, enflasyon oranı, sanayi üretim endeksi ve döviz kuru (reel döviz kuru endeksi) verileri eklenmesi ile geliştirilen 1. Model ve (2003:1-2015:4) dönemi çeyreklik verilerle faiz oranı, çıktı farkı, enflasyon farkı, kredi büyümesi ve reel efektif kur eklenerek geliştirilen model ile merkez bankalarının uyguladığı geleneksel olmayan para politikalarına ilişkin literatüre katkı sağlayacağı düşünülmektedir.

Yürütülen analiz kapsamında elde edilen bulgular, çalışmanın ilk dört bölümünde yer alan teorik çerçeve kapsamında değerlendirilmiştir. Teorik çerçeve kapsamında değerlendirilen analiz bulguları kapsamında varılan sonuç; Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası'nın kısa dönemde makro ihtiyatlı tedbirler uyguladığı, uzun dönemde ise fiyat istikrarına dayalı enflasyon ve kredi büyümesi politikaları izlediği ve izlenen bu politikaların ampirik olarak anlamlı olduğu yönündedir.

BÖLÜM 1

TEORİK ÇERÇEVE PARA POLİTİKASI VE MERKEZ BANKALARI

Merkez bankaları tarafından yürütülen para politikaları ülkelerin ekonomik refah düzeylerini arttırmak ve sürdürülebilir kılmak açısından önemlidir. Merkez bankaları yerel ekonomilerinde ortaya çıkan ve/veya diğer ülke ekonomilerinde ortaya çıkan krizlerin globalleşme nedeni ile yerel ekonomiye yansımaları sonucunda ekonomide oluşan olumsuzlukları gidermek için para politikası araçlarını kullanarak ekonomiye müdahale ederler. Bunun yanı sıra, merkez bankaları belirlenmiş hedeflere ulaşmak, finansal istikrarı sağlamak, yerel paranın iç ve dış değerini korumak ve para arzını denetlemek gibi amaçlar kapsamında da para politikasını uygularlar.

Çalışmanın birinci bölümünde para politikasına ilişkin teorik bir çerçeve çizilmeye çalışılmıştır. Bu kapsamda öncelikle para politikası fiyat istikrarı ve finansal istikrar kapsamında kavramsal olarak ele alınmıştır. Daha sonra merkez bankalarının tarihsel süreçte para politikalarını uygulama süreçleri incelenmiştir. İktisadi düşünce tarihindeki düşünsel süreçler; klasikler, Keynesyenler, Monetaristler, yeni klasikler, yeni keynesyenler ve neo-klasik sentez kapsamında para politikası kavramı detaylandırılmıştır ve parasal aktarım mekanizmaları işleyiş ve kanalları kapsamında incelenmiştir.

Bilindiği gibi merkez bankaları para politikasının yürütücüleridir. Dolayısıyla para politikasına teorik çerçeve çizerken merkez bankacılığının ele alınması ve merkez bankacılığı ile para politikası kavramını ilişkilendirilmesi de gerekmektedir. Bu nedenle çalışmanın birinci bölümünde son olarak merkez bankacılığı ve para politikası kavramları ilişkilendirilmiştir.

1.1. Para Politikası Kavramı

Para politikası en temel anlamda, ekonomik faaliyetlerin düzeyini etkilemek amacı ile para arzı ve faiz oranının merkez bankaları tarafından kontrol edilmesidir.¹ Daha geniş kapsamlı bir tanım yapıldığında önceden belirlenmiş istihdam, ekonomik büyüme ve fiyat istikrarı hedeflerini gerçekleştirebilmek için parayı ve para maliyetini etkilemek için ülke merkez bankaları tarafından alınan kararlar ve uygulanan politikaların tümüdür.² Diğer bir ifade ile para politikası, mevcut koşullara göre ekonominin harcama potansiyelini yani likiditesini arttırmak veya azaltmaktır.³

Para politikası, merkez bankaları tarafından yürütülmektedir. Diğer bir ifade ile merkez bankaları para politikası araçlarını kullanma hususundaki tek yetkili organdır. Merkez bankaları para politikasına ilişkin uygulamaları çeşitli araçlar yardımı ile yaparken, ekonomik beklentilerden ve ortaya çıkan sorunlardan etkilenir ve para politikası uygulamalarını beklentileri karşılamak ve sorunları çözmek için kullanır. Diğer bir ifade ile özellikle günümüz ekonomik koşullarında para politikası; ekonomideki beklentilerin düzenlenmesi ve yönetilmesi ile ilgilidir.⁴

Merkez bankaları para politikası araçları vasıtası ile ekonomide oluşan ihtiyaçlar doğrultusunda likiditesi revize ederken iç kredilerin miktarını değiştirme, döviz alma, döviz satma gibi bir takım aksiyonlar alırlar. Alınacak olan bu aksiyonlar sürecinde en temel ve en önemli olan nokta para politikası uygulamalarını sürdüren merkez bankalarının bireysel büyüklüklerini ve yapılarını denetleyebilme yeteneğine sahip olması ve pek tabii para politikasını uygulayabilecekleri etkin araçlara sahip olmasıdır.

¹ Richard T. Froyen, "Macroeconomics: Theories and Policies", 7th Edition, New Jersey, Prentice Hall, 2002, p.33.

² Serkan Özcan, "Para Politikası Tercihleri ile Finansal İstikrar Arasındaki İlişki, Enflasyon Hedeflemesi Politikasında Finansal İstikrar ve Türkiye Analizi, "Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası Bankacılık ve Finansal Kuruluşlar Genel Müdürlüğü, Uzmanlık Yeterlilik Tezi, Ankara, 2006, s. 4.

³ Sadun Aren, "İstihdam Para ve İktisadi Politika", 14.Basım, Ankara, İmge Kitabevi, 2008, s. 329.

⁴ Stephen Morris, Hyun Song Shin, "Coordinating Expectations in Monetary Policy" Central Banks as Economic Institutions, Ed. Jean-Phillippe Touffut, The Cournot Center for Economic Studies Series, Cheltenham, Edward Elgar Publishing, 2008, p. 89.

Global ekonomik koşullar ve mevcut piyasalar ele alındığında para politikasının temel amacının refah ile ilişkilendirildiğini söylemek mümkündür. Para politikası uygulamaları nihai olarak ekonomik refahı hedeflemektedir. Ekonomik refahın sağlanabilmesi için merkez bankaları tarafından uygulanan para politikalarının sürdürülebilir olması önemli bir şarttır. Sürdürülebilirliğin sağlanabilmesi için olmazsa olmaz koşullar fiyat istikrarı ve finansal istikrardır.

Fiyat istikrarı ve finansal istikrar birbirleri ile etkileşim içerisinde olan iki önemli ekonomik kavramdır. Birbirlerine katkı sağlayan ve birbirlerinden etkilenen bu iki kavram en nihayetinde sürdürülebilir ekonomik büyümeye ve dolayısıyla ekonomik refahın oluşmasına katkı sağlarlar. Dolayısıyla, finansal istikrar ve fiyat istikrarı para politikası uygulamalarının önemli amaçlarındandır.

Finansal istikrar ve fiyat istikrarı birbirleri ile etkileşim içerisinde olan birbirlerini destekleyen iki kavramdır. Fiyat istikrarının pek çok durumda finansal istikrara destek sağladığını söylemek mümkündür. Öte yandan, finansal istikrarın sağlandığı bir sistemde, para politikası kararlarının görece daha yumuşak uygulanması sağlanacak ve yaşanabilecek şokların finansal sektör yolu ile tüm ekonomiyi etkilemesinin önüne geçilecek ve dolayısıyla fiyat istikrarının sağlanmasında para politikalarının etkinliği arttırılacaktır.⁵

Dolayısıyla finansal istikrarın ve fiyat istikrarının sağlanabilmesi durumunun bir anlamda sürdürülebilir büyüme ve sürdürülebilir ekonomik refahı beraberinde getireceğini söylemek doğru bir yaklaşım olacaktır. Fiyat istikrarının ve finansal istikrarın ekonomik refah kapsamında önemli kavramlar olması nedeni ile çalışmanın bundan sonraki başlıklarında fiyat istikrarı ve finansal istikrar kavramları detaylandırılacaktır.

⁵ Nursel Yavuzarslan, "Finansal İstikrar ve Zorunlu Karşılıklar", **Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası Bankacılık ve Finansal Kuruluşlar Genel Müdürlüğü, Uzmanlık Yeterlilik Tezi**, Ankara, 2011, s. 15.

1.1.1. Fiyat İstikrarı

Fiyat istikrarı, temel olarak bireylerin tüketim, yatırıma ve tasarrufa ilişkin kararlarında göz önünde tutmadıkları oranda az bir enflasyon düzeyini ifade etmektedir.⁶ Fiyat istikrarı kavramı yalnızca düşük enflasyon oranına ulaşmayı ifade eden bir kavram değildir, fiyat istikrarı ulaşılan düşük enflasyon oranlarının sürdürülebilir kılınmasını da kapsayan bir kavramdır.⁷

Günümüzde merkez bankalarının en önemli amacının fiyat istikrarı olması gerektiğine ilişkin yaygın bir görüş olduğunu söylemek mümkündür. Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası da temel görev ve yetkilerinin belirlendiği kanunun dördüncü maddesi kapsamında temel amaç olarak fiyat istikrarını sağlamayı benimsemiştir. Yalnızca Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası'na özgü olmayan bu temel amaç, dünya üzerinde faaliyette bulunan birçok merkez bankası için de geçerli olan bir amaçtır.

Merkez Bankaları fiyat istikrarını sağlamak temel amacı kapsamında para politikası araçlarını yerel ve global ekonomik koşullara, ihtiyaçlara, beklentilere yönelik olarak kullanmakta ve fiyat istikrarının sağlanması ile ekonomik refahı ve sürdürülebilir büyümeyi sağlamaya çalışmaktadır

Fiyat istikrarı ekonomik istikrar ve sosyal istikrar için en temel koşuldur ve yalnızca enflasyon oranını düşürmeyi değil, düşük enflasyon oranını sürdürülebilir kılmayı da kapsayan fiyat istikrarı, yüksek enflasyonunun yarattığı belirsizliğin ortadan kalkmasına yardımcı olarak sürdürülebilir ekonomik büyümeye ve ekonomik refaha katkıda bulunmaktadır.⁸

⁶ Kemal Cebeci, "Devletin Fiyat İstikrarı Amacına Yönelik Bir Politika Olarak Enflasyon Hedeflemesi Yaklaşımı" **İstanbul Üniversitesi İktisat Fakültesi Maliye Araştırma Merkezi Konferansları**, 47.Seri, 2005, s. 255.

⁷ Süreyya Serdengeçti, "Fiyat İstikrarı" Ankara Üniversitesi SBF, Ankara, 2002 (Çevrimiçi) http://www.TCMB.gov.tr/wps/wcm/connect/9e56499f-b679-49fe-b932-387c351ff51e/fiyat_istikrar.pdf?MOD=AJPERES&CACHEID=ROOTWORKSPACE9e56499f-b679-49fe-b932-387c351ff51e, 10 Aralık 2015.

⁸ Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası, Enflasyon ve Fiyat İstikrarı ISBN: 978-605-4911-02-8. s. 8. Çevrimiçi : <http://www.eestipank.ee/en/monetary-policy/importance-price-stability>.

1.1.2. Finansal İstikrar

Finansal istikrar kavramına ilişkin literatür kapsamında görüş birliğine varılmış bir tanım olduğunu söylemek mümkün değildir. Finansal istikrar, finans piyasalarında temel işlevlerin yerine getirilmesi durumunda, finansal krizin olmadığı duruma kadar olan geniş bir yelpaze içerisinde tanımlanmaktadır.⁹

Literatürde yer alan finansal istikrar tanımlarından birine göre finansal istikrar; finansal sistemin hem zamanlar arası hem de alansal olarak kaynakların etkin olarak tahsis edilmesini sağlama, refahın artmasını ve ekonomik büyümeyi kolaylaştırma ve oluşabilecek ekonomik dengesizlikler ya da dışsal şoklar karşısında kendi kendini düzeltme mekanizmasına sahip olarak sürdürülebilirliği korumak şeklinde tanımlanmıştır.¹⁰

Diğer bir tanımlama kapsamında finansal istikrar; tasarrufları yatırımlara etkin bir biçimde dağıtabilme görevini uzun süredir yerine getirebilen ve büyük çöküntüler yaşamamış finansal sistemdir.¹¹

Finansal istikrara ilişkin tanımlamalar kapsamında, finansal istikrarın bir anlamda finansal piyasaların önemli yaralar almadan sürdürülebilirliklerini sağlamasıdır. Finansal istikrar yaşanan ekonomik krizden sonra ayrıca önem kazanan bir kavramdır. Bilindiği gibi 2008 global ekonomik krizi global anlamda oldukça derin yaşanan bir krizdir ve krizin etkilerinin finansal piyasalardan silinmesi oldukça uzun yıllar almıştır. Bu noktada önem arz eden husus 2008 krizinden önce merkez bankalarının bir önceki bölümde de belirtilmiş olduğu gibi fiyat istikrarı amacı ile uygulamalarda bulunuyor olmasıdır. Fiyat istikrarına yönelik uygulamalar ve önlemler alınmasına rağmen patlak veren 2008 krizi bir anlamda fiyat istikrarının tek başına yeterli olmadığını, fiyat istikrarı ile birlikte finansal

⁹ Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası, "Finansal İstikrar: Türkiye'de Finansal İstikrar Gelişmeleri", 2015, (Çevrimiçi) [Http://www.TCMB.Gov.Tr/Wps/Wcm/Connect/F23af107-3ac4-408d-82a1-41fe4588f80c/TCMB_KITAPCIK_2014.Pdf?MOD=AJPERES](http://www.TCMB.Gov.Tr/Wps/Wcm/Connect/F23af107-3ac4-408d-82a1-41fe4588f80c/TCMB_KITAPCIK_2014.Pdf?MOD=AJPERES), Erişim: 6 Aralık 2015.

¹⁰ Garry J. Schinasi, "Defining Financial Stability", **IMF Working Paper**, No: 04/187, October 2004 (Çevrimiçi) <http://www.imf.org/external/pubs/ft/wp/2004/wp04187.pdf>, Erişim: 6 Aralık 2015.

¹¹ Frederic S. Mishkin, "Anatomy of Financial Crisis" **NBER Working Paper Series**, Workin Paper No: 3934, 1991, (Çevrimiçi) <http://www.nber.org/papers/w3934.pdf>, p.8., Erişim: 30 Kasım 2015,

istikrarın da sağlanması durumunda, ekonomik refah ve sürdürülebilir büyümenin sağlanacağını tüm piyasa aktörlerine göstermiştir. Dolayısıyla, günümüz merkez bankaları için tek amaç fiyat istikrarını tek başına sağlamak değildir. Günümüz merkez bankacılığı fiyat istikrarını ve finansal istikrarı birbirleri ile yakın etkileşim içerisinde olan kavramlar olarak ele almakta ve tek başına fiyat istikrarı amacının sürdürülebilir büyüme ve global kriz önleme hedeflerini gerçekleştirmesinin mümkün olmadığını bilmektedir.

1.2. Merkez Bankacılığı ve Para Politikası

Bir bankanın «Merkez Bankası» olarak tanımlanabilmesi için, bankacılık piyasasında yer alan bankalardan (ticari bankalar ve katılım bankaları) farklı görev ve sorumluluklarının olması şarttır. Yapı ve konum itibarıyla «Merkez Bankası» tanımının diğer banka tanımlamalarına göre farklılaşması şarttır.

1.2.1. Yetkiler-Temel Görevler

Bu şartları gözeterek Merkez Bankası;

- En temel tanımlama ile, bankaların bankası görünümde olan bankacılık ve parasal yapının düzenleyicisi olan kurumdur
- Faaliyetlerini kazanç elde etme motifi üzerine kurmamaktadır
- Finansal sistemdeki likiditeyi kontrol ederek ekonomik büyümeyi etkilemektedir,
- Kamu yararına hizmet etmeyi ilke edinmiş bir kurumdur.
- Para politikalarının uygulanmasından sorumludur.
- Ülkenin para birimini istikrara kavuşturmak, işsizlik oranını düşük tutmak ve enflasyonu önlemektir.¹²
- Ayrıca döviz kurlarını yönetmek suretiyle enflasyonu kontrol etmektedir.

¹² Kimberly Amadeo: 'Central Banks Function And Role' Çevrimiçi: <https://www.thebalance.com/what-is-a-central-bank-definition-function-and-role-3305827>. Erişim: 15.04.2017.

1.2.2. Tarihsel Süreçte Merkez Bankacılığı

Günümüzde dolaşımda olan ve banknot olarak adlandırılan temsili paralar ortaya çıkana kadar, para basma eylemi bağımsızlığın ve gücün göstergesi sayıldığı için, bu görev devletler tarafından bizzat yürütülmüştür. Ancak, banknot kavramının ortaya çıkması ile birlikte, devletler altın parayı temsil eden banknotların çıkartılması işlemini emisyon bankalarına bırakmayı tercih etmişlerdir. Bir süre sonra, banknotun finansal piyasalarda bir numaralı ödeme aracı olarak yerini alması, emisyonun düzenlenmesi ihtiyacını ortaya çıkartmıştır. Diğer bir ifade ile tüm bankalar tarafından ihraç edilebilen banknotların ihraç süreçlerinin düzenlenmesi gerekmiştir. Bu gereklilik beraberinde merkez bankacılığı kavramının ortaya çıkmasını getirmiştir ve ülke merkez bankalarının temelleri atılmıştır.

Tablo 1.1.Merkez Bankalarının Kuruluşları

Merkez Bankası	Kuruluş Tarihi	Banknot İhraç Etme Tarihi
İsveç devlet bankası	1668	1897
İngiltere bankası	1694	1844
Fransa bankası	1800	1848
Finlandiya bankası	1811	1886
Hollanda bankası	1814	1863
Avusturya ulusal bankası	1816	1816
Norveç bankası	1816	1818
Danimarka ulusal bankası	1818	1818
Belçika ulusal bankası	1850	1850
İspanya bankası	1874	1874
Almanya imparatorluğu bankası	1876	1876

Japonya bankası	1882	1883
İtalya bankası	1893	1926
Türkiye cumhuriyet merkez bankası	1931	1932

Kaynak: Pierre L. Siklos, "The Changing Face of Central Banking: Evolutionary Trend Since World War II," **CFEDridge University Press, CFEDridge**, 2002.

Tarihsel süreçte merkez bankacılığı incelendiğinde, merkez bankacılığının gelişmesi ve günümüz çağdaş merkez bankacılığı anlayışının benimsenmesi sürecinde kronolojik olarak çok net ayrımlar yapılamasa dahi merkez bankacılığının ortaya çıkışı, altın standardı dönemi, savaşlar ve krizler dönemi, Bretton-Woods Dönemi ve günümüz bağımsız merkez bankacılığı dönemi şeklinde incelemek mümkündür.

1.2.2.1. 1668-1873: Merkez Bankalarının Ortaya Çıkışı

Para kavramının sosyo-ekonomik hayata girmesi ile birlikte sosyal ve ekonomik alandaki birçok olgu yapısal olarak değişmiştir. Tarihsel süreçte para kullanımının yaygınlaşması ile birlikte paranın sahip olduğu fonksiyonlar da gelişmeye ve değişmeye başlamıştır. Parasal işlemlerin yaygınlaşması para ile ilgili fonksiyonlara uygun kullanımı ve pek tabii paranın etkin yönetilmesi ihtiyacını da beraberinde getirmiştir.

Para ile ilgili fonksiyonların yürütülmesi ve düzenlenmesi kapsamında bir sistematik geliştirildiği noktada öncelikle ticari bankaların konu sistematik içerisinde olduğunu söylemek gerekmektedir. Yeni oluşturulan bu sistematik içerisinde günümüz merkez bankalarının yapısına ve fonksiyonlarına sahip bir bankanın olmadığı bilinmektedir. Ancak, ticari bankaların parasal işlemleri kendi özerklikleri kapsamında sürdürmesi piyasanın geneli itibari ile ele alındığında karışıklığa yol açmıştır. Çünkü ticari bankalar paranın fonksiyonlarının geliştirilmesi yönünde ya da ekonomik refahın sürdürülebilir kılınması ile ilgili amaç taşımamaktadır ve dolayısıyla, para fonksiyonlarının

gelişmesi ve etkin yönetilmesi için yeni bir kuruma ihtiyaç duyulmuştur. Bu ihtiyaç merkez bankacılığının temellerini atmıştır.¹³

Merkez Bankacılığına ilişkin olarak en eski kurumun İsveç devlet bankası olduğu bilinmektedir. Dolayısıyla, merkez bankacılığının tarihçesi de 1668 yılında kurulan İsveç devlet bankası ile atılmış olmaktadır.¹⁴

1.2.2.2. 1873-1914: Altın Standardı Dönemi

1873 yılında global piyasalarda önemli bir yapısal değişiklik gerçekleşmiştir. Bu değişiklik Başka Almanya ve Danimarka olmak üzere ülkelerin altın standardını uygulamaya geçirmesi olmuştur. Merkez bankacılığının ortaya çıktığı dönemlerdeki merkez bankaları da para basımı yapmakta idi ancak, altın standardının kabul edilmesi ile birlikte merkez bankaları para basma işlemini altın rezervlerine endekslemiştir. Diğer bir ifade ile merkez bankaları bu dönemde yalnızca altın rezervi karşılığı para basmaya başlamıştır.

1873 yılı ile başlayan altın standardı döneminde global piyasalarda hâkim olan finansal sistemin liberal sistem olduğunu söylemek mümkündür. Bu sistemin hâkim olduğu piyasalarda faaliyet gösteren merkez bankalarının en temel amacının basılan paranın altına çevrilebiliyor olmasının garantörlüğünü yapmak olduğunu söylemek mümkündür. Dolayısıyla, bu temel amacı güden merkez bankaları içi paranın altına karşı olan değerini korumak mutlak bir gereklidir. Bu gerekliliğin uygulanabilmesi için merkez bankaları para politikası uygulamalarının temellerini atmış ve günümüzdeki kadar farklı ve değişik araçla olmasa dahi para politikası uygulamalarına başlamışlardır.¹⁵

¹³ Bank For International Settlement ;"Roles And Objectives Of Modern Central Banks";;**BIS Research** ,Chapter 2.p.1.

¹⁴ Forrest Capie, Charles Goodhart and Norbert Schnadt; "The Development Of Central Banking" the tercentenary symposium of the **Bank of England. Cambridge, UK :Cambridge University Press**, 1994, pp. 259-261.

¹⁵ Martin Marcussen ;" The Fifth Age of Central Banking in the Global Economy; **Paper presented at the conference "Frontiers of Regulation", University of Bath**, 7-8 Sept. 2006,p.7.

1.2.2.3. 1914-1945: Savaşlar ve Krizler Dönemi

1914 yılı ile 1945 yılı arasında; birinci dünya savaşının patlak vermesi ile başlayan ve akabinde birinci dünya savaşının hasarları tam olarak ortadan kalkmadan patlak veren ikinci dünya savaşı ile birlikte dünya uzun bir savaş ve kriz dönemi yaşamıştır. Bu dönemde yaşanan iki dünya savaşı, sosyal, kültürel, politik anlamda büyük hasarlara yol açmakla birlikte aynı zamanda finansal anlamda da beklenmeyen büyük bir kriz etkisi yaratmıştır. Bu dönemde ülkeler menkul kıymetler borsalarını kapatmak zorunda kalmış, uluslararası para transferleri sekteye uğramıştır. Savaşa katılan ülkelerin diğer ülkelere olan borçlarını ödeyememesi ve savaş nedeni ile bozulan ekonomilerinden kaynaklı olarak borçlarına teminat olarak verdikleri menkul kıymetlerin aşırı değer kaybetmesi ülkelerin moratoryum ilan etmesine kadar varan olumsuz sonuçlar yaratmıştır.

Savaşlar ve krizler ile geçen bu dönemde merkez bankacılığına kuruldukları tarihten bu yana daha büyük görev düşmüş ve oluşan kriz ortamından çıkmak için merkez bankalarının likidite ihtiyacını karşılaması gerekmiştir. Bu noktada merkez bankaları için uygulama değişikliği ortaya çıkmış, merkez bankaları altın standardı döneminde altına endekli olarak sağladıkları likiditeyi bu dönemde aynı uygulamaları ile sağlayamamıştır. Diğer bir ifade ile merkez bankalarını bastığı paraların karşılığının altın olarak ölçülmesi savaş ve kriz ortamında mümkün olmamıştır. Bu noktada, merkez bankaları diğer ülke parasına serbestçe çevrilebilme imkânına sahip olmayan ancak yasal işlemlerde kullanılabilecek kağıt para basımına başlamışlardır. Savaş ve kriz döneminde merkez bankalarını etkileyen bir diğer önemli gelişme, altın standardı döneminde hâkim olan liberal ekonomi düşüncesinin yerini sermaye hareketlerinin kontrol edilmesi düşüncesine bırakmıştır.¹⁶

1940 'ların sonlarına doğru enflasyonist baskılar ortaya çıkmaya başlamış olup, hükümet büyük bütçe fazlaları yapmasına rağmen olağanüstü borçlar hala önemli seviyedeydi.. Bu durum Hazine'nin, Fed'in enflasyonist baskıları içeren faiz oranlarını

¹⁶ Franziska Richter Peter Wahl;" The Role of the European Central Bank in the Financial Crash and the Crisis of the Euro-Zone", Report based on a **WEED Expert Meeting, Berlin** ,2011,pp.2-18.

yükseltme taleplerine direnmesi sonucunu getirmiştir 1947'de Hazine bu ısrarına son vererek nihayetinde, vadelerin daha kısa sürede oranlarında yukarı yönlü bir düzeltme yapmayı kabul etmiştir.

1914-1945 dönemleri arasında savaşların ve krizlerin olumsuz etkilerini silebilmek için Merkez Bankacılığına bakış açısı değişmiştir ve merkez bankalarının farklı amaçlar ile faaliyette bulunması gereken uzman ve bağımsız bir kurum olması fikri piyasaya hâkim olmuştur.¹⁷

1.2.2.4. 1945-1971: Bretton-Woods Dönemi

1929 Dünya Ekonomik Buhranından sonra uygulanan politikaların ilk sonuçları alınmaya başlandığı yıllarda, II. Dünya Savaşı patlak vermiştir. Savaşın son yıllarına doğru, dünyanın karşılaşabileceği benzeri ekonomik buhranlar ile ve oluşabilecek global ekonomik krizlerin ortaya çıkaracağı tahribatı minimize etmek amacı ile uluslararası işbirliğine gitmenin hem yerel hem global piyasalar için anlamlı olacağı düşünülmüş ve bu düşünce ile Amerika Birleşik Devletleri'nin New Hampshire eyaletinde yer alan Bretton Woods şehrinde bir konferans toplanmıştır. Bu konferansta, dünyanın ekonomik ve finansal piyasalarına yön verecek (ki halen günümüz piyasalarından oldukça etkin aktörler olarak yer almaktadırlar) kurumlar kurulmuştur. Kurulan bu üç uluslararası kurumlar; International Monetary Fund (IMF), Dünya Bankası ve World Trade Organisation (WTO)'dur.¹⁸

Kurulan uluslararası kuruluşlar ile bir anlamda uluslararası bir para sistemi kurulmuştur. Teorik olarak kurulan sisteme entegre olan tüm ülkelerin para birimleri altına bağlanmıştır. Ancak teoride altına bağlı olan ilgili ülke paralarının pratikte Amerika Birleşik Devletleri para birimine bağlandığı görülmektedir. Çünkü Amerika Birleşik Devletleri

¹⁷Ann Marie Meulendyke, "AUS Monetary Policy and Financial Markets. Federal Reserve Bank of New York." New York, 1989. Çevrimiçi: <https://research.stlouisfed.org/aggreg/meulendyke.pdf>. Erişim 01/03/2016.

¹⁸Ngair Woods;" International Political Economy in an Age of Globalization" **Oxford University Press**, 2001, pp.277-298.

dünya altın rezervlerinin çok büyük bir kısmını elinde tutmaktadır. Dolayısıyla, kurulan yeni uluslararası para sisteminde, ilgili ülke para birimleri Amerika Birleşik Devletleri dolarına bağlanmış ve Amerikan doları, piyasalardaki temel para birimi halini almıştır.¹⁹

Bretton Woods sistemi ile ekonomik canlanma dönemine gelinmiştir. Bretton Woods sistemi içinde savaş sonrasında yeni bir finansal kaosun ortaya çıkmaması için oluşturulan kurumsallaşmış araçlarla kullanılmıştır. Aslında bir aşamada Bretton Woods rejiminin başarılı olduğu da söylenebilir. Zira bu dönemde çok az banka batışı görülmüştür. Buna rağmen pek çok ülkede özellikle para birimi açısından çeşitli krizler yaşanmıştır. Ülkelerin kendi içlerinde kullandıkları yerel politikalar söz konusu krizlerin ortaya çıkmasını engelleyememiştir.²⁰

1970'li yılların başında, Amerika Birleşik Devletleri'nin bir dönemdir yüksek olan savunma harcamaları iyice yükselmiş ve Vietnam Savaşının patlak vermesi ile çok yüksek boyutlara ulaşmıştır. Bu harcamalar Amerika Birleşik Devletleri'nde enflasyonist bir ortamın oluşmasına neden olmuştur. Amerika Birleşik Devletleri'nin rekabet gücü oldukça zayıflamıştır. Amerika Birleşik Devletleri enflasyonist ortamdan çıkmak ve rekabet gücünü yeniden kazanmak için Almanya'dan yerel para birimleri olan Mark'ın değerinin yükseltilmesini talep etmiştir. Ancak Almanya'nın bu talebe olumsuz yanıt vermesi hem Amerika Birleşik Devletleri özelinde olumsuz sonuç yaratmış hem de Bretton Woods Sistemi'nin yıkılmasına neden olmuştur. Çünkü görülmüştür ki, sermaye hareketlerinin arttığı konjonktürde, sabit kur rejimleri sürdürülebilir rejimler değildir.²¹

1.2.2.5. 1971-Günümüze: Bağımsız Merkez Bankacılığı

Bretton Woods sisteminin yıkılması bir anlamda dünyanın sabit kur rejiminden vaz geçmesi anlamını taşımaktadır. 1970'de Bretton Woods Sisteminin çökmesi ile dalgalı

¹⁹ Eric de Carbonnel;" How The Dollar Became The World's Reserve Currency", Çevrimiçi:<http://www.marketskeptics.com/2008/12/how-dollar-became-worlds-reserve.html>. Erişim:16.04.2015.

²⁰ Michael D. Bordo, John Landon-Lane, 2013, **a.g.e.**, p.22.

²¹ Ann Marie Meulendyke, **a.g.e.**,p.42.

kur rejiminin benimsenmesi merkez bankalarının para piyasası uygulamaları kapsamında kullandığı araçların değişmesi anlamına gelmiştir. Günümüz modern merkez bankacılığı sisteminde merkez bankaları tarafından kullanılan dolaylı ve dolaysız olarak sınıflandırılan birçok para politikası aracı bulunmaktadır.

Günümüz modern merkez bankaları menkul kıymetler piyasalarını gözetim altına tutan kuruluşlardır. Ekonomik hedefler, beklentiler ve oluşan olumsuz durumlar karşısında elinde bulundurduğu para politikası araçları ile piyasalara yön veren merkez bankaları günümüzde para politikalarını yürüten kurum olmanın yanı sıra hazine ve/veya maliye politikasını yürüten diğer kurumlara da yardımcı olma amacını taşımaktadır.²²

Dalgalı kur rejimine geçilmesi ve piyasalara hakim olan parasalcı ekol nedeni ile merkez bankalarının uyguladıkları para politikalarında da yapısal değişiklikler meydana gelmiştir. Sabit kur rejiminin hakim olduğu önceki dönemlerde merkez bankalarının temel hedefi döviz kurları ile ilgili olarak belirlenmekte iken, günümüz merkez bankalarının temel amacı finansal istikrarı ve fiyat istikrarını birlikte sağlamak sureti ile ekonomik refahı sürdürülebilir kılmaktır. Diğer bir ifade ile 1970'li yıllarında başından başlayan ve günümüze kadar gelen dönemi, merkez bankalarının geleneksel para politikası araçlarından vaz geçerek, geleneksel olmayan para politikası araçlarını kullanmaya başladığı dönem olarak tabir etmek mümkündür. Endüstriyel ülkeler tarafından başlayan dalga, izlenerek para piyasası işlemleri gelişmekte olan ve gelişmiş ülke Merkez Bankaları tarafından uygulamaya başlanmıştır. Diğer bir ifade ile günümüz merkez bankaları, ilk dönem merkez bankaları gibi doğrudan değil dolaylı araçlar ile para politikasını uygulamaktadır.²³

1.3. Merkez Bankasının Hedef Belirleme Kriterleri

Faaliyet hedeflerinin para politikası araçlarına kolay tepki veren değişkenler arasından, ara hedefleri ise faaliyet hedefi değişkenlerinden etkilenen ve fiyat düzeyi ve

²² Parasız, 2007, **a.g.e.**, ss.399-400.

²³ Simon T Gray;" Central Bank Management Of Surplus Liquidity", **Centre for Central Banking Studies, Bank of England**, August 2006, p.61.

istihdam gibi nihai amaçlara etki edebilen değişkenler arasından seçilmesi gerekmektedir. Ancak bu özellikleri sağlayan birçok alternatif değişken bulunmaktadır. Bu sebeple merkez bankaları doğru değişkeni ara hedef olarak seçmek için bazı kriterleri dikkate almak durumundadır. Bu kriterler şu şekilde listelenebilir:

- Ölçülebilirlik: Hedef olarak seçilen değişkenin gözlenebilir ve kolay bir şekilde ölçülebilir olmasıdır.
- Kontrol Edilebilirlik: Merkez bankasının hedef değişken üzerinde etkili bir kontrol gücünün olmasını ifade eder.
- Tahmin Edilebilirlik: Ara hedef olarak seçilecek değişkenin, nihai amaç üzerindeki etkisinin tahmin edilebilir olması gerekir.

Söz konusu kriterler sadece ara hedef seçimi için değil, aynı zamanda faaliyet hedefi seçimi için de geçerlidir. Bu noktada tahmin edilebilirlik kriterinin faaliyet hedefini ara hedef üzerindeki etkisinde tahmin edilebilir olması gerektiğine dikkat edilmelidir. Arslan ve diğerleri (2013)'e göre ara hedef olarak seçilen değişkene benzer bir değişkenin faaliyet hedefi olarak seçilmesi gerekmektedir. Ara hedef olarak parasal büyüklük ya da faiz oranı değişkenlerinden hangisi seçilmiş ise faaliyet hedefinin de benzer bir değişken olması gerekir. Örneğin merkez bankası, para arzı gibi parasal büyüklük grubundan bir değişkeni ara hedef olarak belirlemiş ise faaliyet hedefi olarak da parasal taban gibi parasal büyüklük değişkenlerinden biri seçilmelidir.²⁴

Ölçülebilirlik, hedeflerin başarıya hangi oranda ulaşım ulaşamadıklarının anlaşılmasını sağlamaktadır. Hedef belirleme sürecinde başarı faktörünün anlaşılması ve değerlendirmenin yapılabilmesi için ölçülebilirlik kriteri göz önünde bulundurulur. Ölçülebilirlik ilkesi sadece hedeflerin değil, bankanın performansının belirlenmesinde de faydalı olmaktadır. Zira hedeflerin açık, anlaşılır ve ölçülebilir olmaları merkez bankasının mevcut performansının anlaşılmasını da sağlayacaktır.²⁵

²⁴ Bengül Gülümser Arslan, Muharrem Afşar, Etem Hakan Ergeç ve Bilge Kağan Özdemir, "Para Politikası," **Anadolu Üniversitesi Yayın No: 2938, Eskişehir**, 2013, s.85

²⁵ Cuma Bozkurt, "Parasal Hedefleme Stratejileri: Türkiye İçin Uygun Politika Seçimleri", **Çukurova Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Doktora Tezi**, 2006, s.77

Ölçülebilirlik sayesinde ayrıca hedeflerdeki sapmaların da farkına varılmaktadır. Hedeflerde meydana gelebilecek önemli sapmalar ölçülebilirlik ilkesi sayesinde daha rahat anlaşılacaktır. Bu durum merkez bankalarının gerekli önlemleri almalarını ve beklenen açıklamaları yapmalarını sağlayacaktır. Kısacası ölçülebilirlik ilkesi göz önünde bulundurulmadığında hem sorunlara etkin çözümler bulmak zorlaşır hem de merkez bankasının performansını değerlendirilmesi zorlaşır.²⁶

Ölçülebilirlik bir taraftan para politikasındaki şeffaflığı sağlarken bir taraftan da para piyasaları ile merkez bankalarını aralarındaki ilişkileri düzenler. Hedeflerin ve performansın ölçülebilir olmaları sayesinde raporlar, para politikası hesapları, merkez bankalarının karşı karşıya kaldıkları durumlar, merkez bankasının tahminleri uygulanan modeller hakkında yeterli bilgi sahibi olunmaktadır. Tüm bunlar merkez bankaları ile para piyasasının arasındaki ilişkinin şeffaf ve hesap verilebilirlik ilkeleri çerçevesinde gelişmesini sağlayacaktır.²⁷

Dahası, ölçülebilirlik, şeffaflık ve hesap verilebilirlik gibi kavramlar merkez bankalarına olan güveni yükseltecektir. Önceki sayfalarda da belirtildiği üzere piyasalar açısından “güven” kavramı oldukça önemli bir faktördür. Hedeflerin ölçülebilir olması, mevcut performansın sadece merkez bankası tarafından değil, para piyasaları tarafından da değerlendirilmesini mümkün hale getirecektir.²⁸

Sonuç olarak birbirlerinin hareketlerini ve eylemlerini daha iyi anlayan merkez bankalarının ve para piyasalarının aralarından iyi bir güven ortamının oluşacağı ileri sürülebilir. Para piyasalarının merkez bankalarına güvenmeleri ile beraber merkez bankasının açıklamalarına olan itibar yükselecek ve enflasyon oranı gibi hedefler hakkında merkez bankalarının atacakları adımlar ve yapacakları açıklamalar çok daha itibarlı bir hale gelecektir.²⁹

²⁶ Michael D. Bordo, Jan F. Qvigstad;” Central Banks At A Crossroads: What Can We Learn From History? **Cambridge University Press**, pp.401-403.

²⁷ Klaus Hebbel Smidth, **a.g.e.**, p. 9

²⁸ **A.e.**

²⁹ Iris Biefang-Frisancho Mariscal, Woon Wong and Peter Howells;” Measuring the Policymaker’s Credibility:The Bank of England in ‘Nice’ And ‘Not-So-Nice’ Times, Centre for Global Finance, Dept of Accounting, Economics and Finance, Bristol Business School **Bristol Business School, UWE Bristol**, p.5.

Kontrol edilebilirlik kriteri ise hedeflerin ve hedeflere ulaşmak için gerçekleşen eylemlerin kontrol altında tutulabilmesini ifade etmektedir. Yukarıda da bahsedildiği üzere ilk kriter ölçülebilirliktir. Gerçekleştirilen ölçüm ve değerlendirmeler neticesinde hedeflerde sapmalar olacağı görüldüğünde gerekli düzenlemelerin yapılması ve önlemlerin alınması önemli hale gelmektedir. Bu noktada devreye kontrol edilebilirlik kriteri girmektedir. Özellikle kısa ve uzun vadede merkez bankalarının kullandıkları araçlar kontrol edilebilir olmalıdır. Bozkurt (2006) ya göre operasyonel hedefler ve para politikaları arasında ilişkinin geliştirilmesi, merkez bankalarının operasyonel hedefi üzerinde kontrol sahibi olup olmadığına ilişkin önemli bir noktadır. Bu noktada, dolaylı para politikası araçlarının merkez bankalarının operasyonel hedefleri üzerindeki kontrolünü güçlendirmek açısından ele alındığında önem kazanan bir husus olarak ortaya çıkmaktadır.³⁰

Parasal büyüklüklerin hedef alındığı para politikalarında farklı uygulamalar ve yöntemler kullanılabilir. Kullanılan yöntemler ve etki edilen para miktarları çeşitli ve yüksek olabilir. Para politikaları uygulanırken özellikle yüksek miktarlara etki eden uygulamalar olumsuz sonuçlarla sonuçlanma ihtimaline sahiptir. Bu gibi durumlar merkez bankasının kontrolü elinde tutabilmesi gerekmektedir. Para miktarı büyük olduğunda, değişken büyüdüğü durumlarda merkez bankasının kontrole debimle yeterliliğinde de azalma görülebilmektedir. Diğer tarafta, para piyasalarının ve halkın büyüyen miktarları izlemesi de kolaylaşmaktadır. Ayrıca artan miktarların bir gün gibi kısa dönemlerde izlenmesi de doğal olarak zorlaşmaktadır.³¹ Merkez bankalarının ve diğer para otoritelerinin gerçekleştirdiği açıklamalar halk ve para piyasaları tarafından takip edilmektedir. Hedefler açıklandığında söz konusu hedefleri inceleyenler hedefleri kontrol etmek ve değerlendirmek isteyeceklerdir. Dahası merkez bankaları hedeflerini açıkladığında piyasalar söz konusu hedeflerin elde edilebilip edilemeyeceği hakkında tahminler yürütmek isteyeceklerdir. Piyasaları tahminleri olumlu yönde olursa, piyasalar ile merkez bankası arasındaki güven ortamı artacaktır. Diğer tarafta merkez bankalarının

³⁰ Bozkurt, **a.g.e.**, s.76

³¹Kamuran Malatyalı, "Enflasyon Hedeflemesi, Ülke Uygulamalarına Örnekler ve Türkiye'de Uygulanabilirliği". **DPT Yayınları, 1998**, s. 7

hedeflerini piyasalar tahmin edemediklerinde söz konusu güven azalacaktır. Bu sebeple, hedef belirleme kriterlerinden biri olarak tahmin edilebilirlik kriteri de gösterilebilir.³²

İnsanlar ve piyasalar tahmin edilebilirlik sayesinde hem merkez bankalarının, hem kendilerinin hem de farklı kişi ve kuruluşların tahminlerini değerlendirerek daha sağlıklı ve güvenilir sonuçlar elde etmeye çalışacaktır. Ayrıca tahmin edilebilirlik kriteri göz önüne alındığında para piyasaları, akademisyenler ve merkez bankaları arasında bir tahmin etme rekabeti ortaya çıkacaktır³³. Bu rekabet her üç kuruma da yeni bilgiler ve görüşler kazandıracaktır. Ortaya çıkan görüş alış verişi sonucunda tüm taraflar kendi eksiklerini daha iyi görebilecek ve kendi tahminlerini daha iyi revize edebileceklerdir. Aslında tahmin edebilmek kolay bir durum değildir. Fakat tahmin daha sonraki dönemler için önemli bir yol gösterici durumdadır. Tahmin ile hedef arasında çok fark olmaz ise, para politikasının uygun olduğu sonucu elde edilebilir. Diğer tarafta, tahminler hedefin üzerinde olurlarsa, sonuç olarak ortaya para politikasının sıkılaştırılması gerektiği düşüncesi çıkar. Tahmin hedefin altında olursa da para politikası gevşetilmelidir. Tüm bu süreç hem merkez bankası ile halkın arasında bulunan ilişkilerin sağlanmasını hem de para politikasının doğruluğunu anlaşılmasını sağlar.³⁴

Tahmin edilebilirlik aslında önemli bir iletişim konusudur. Öncelikle belirtmek gerekiyor ki iletişim ve etkileşim mekanizmasının iyi bir biçimde kurulması para politikasının etkinliğini sağlayacak en önemli unsurlardan biridir. Ara hedef olarak parasal bir büyüklüğün hedeflendiği durumlarda, parasal büyüklük ve enflasyon arasındaki ilişkinin istikrarlı ve tahmin edilebilir bir ilişki olması gerekmektedir.³⁵

³² Bozkurt, a.g.e.,s.134

³³ Lucas Papademos; "Monetary Policy Communication And Effectiveness;" **Annual Meeting of the Allied Social Science Associations New Orleans**, Çevrimiçi; https://www.ecb.europa.eu/press/key/date/2008/html/sp080105_1.en.html, 5 January 2008.

³⁴ Ben S. Bernanke; "Inflation Targeting" **Research Associate in the NBER's Economic Fluctuations and Growth and Monetary Economics Programs** Çevrimiçi; <http://www.nber.org/reporter/winter99/bernanke>.Erişim:15.02.2015.

³⁵ Haluk Bürümcekçi, "Para Politikasını Bekleyen Zorluklar", **Disbank Makro Odak**, Sayı:6, Ocak-Mart, 2002, s. 11

1.4. Merkez Bankaları Tarafından Uygulanan Para Politikası Stratejileri

Para politikasının dinamik yapısı ve önemli ekonomik değişkenleri (çıktı, enflasyon, döviz kuru) etkilediği göz önüne alındığında, politika, ileriye dönük strateji açısından şu şekilde formüle edilmelidir: (i) ekonomik görünümün tam bir açıdan değerlendirmesi ; (ii) makro ve finansal istikrar konularına izin verirken, enflasyon hedefiyle tutarlı bir politika yolu izlenmesi (iii) büyük şoklar durumunda gelecekteki risklerin ve acil durum planlarının değerlendirilmesi. Merkez bankası, para politikası stratejisinin oluşturulmasında ve iletilmesinde ara hedeflerin ne kadar faydalı olabileceğini de değerlendirmelidir.

Mevcut tüm bilgi ve analitik araçlar, politika stratejisinin oluşturulmasında kullanılmalıdır. İletim mekanizmasının güncel bir değerlendirmesi de dahil olmak üzere Merkez bankaları tarafından uygulanan geleneksel para politikası stratejileri; döviz kuru hedeflemesi, parasal hedefleme ve enflasyon hedeflemesi olarak sıralanmaktadır.

1.4.1. Döviz Kuru Hedeflemesi

Döviz kuru hedeflemesi ikiye ayrılmaktadır. Bunlardan ilki sabit kur hedeflemesi, ikincisi ise esnek döviz kuru hedeflemesidir. Döviz kuru hedeflemesinin tarihi çok eskilere dayanmaktadır. Kısacası döviz kuru hedeflemesinde para politikası yürütülürken döviz piyasası baz alınır. Yukarıda da belirtildiği gibi enflasyon oranı düşük bir ülke temel alınmaktadır. Bu noktadaki temel amaç ithalat sürecinde alınan malların değerlerinin artmasının engellenmesidir. Bu sayede enflasyonun kontrol altında tutulması için çaba sarf edilir. Döviz kuru hedeflemesinin dört temel avantajı bulunmaktadır. Söz konusu avantajlar şu şekilde listelenebilir:

- Para politikası otomatikleşir,
- Ekonomik birimler kolaylıkla anlar,
- İthal edilen ürünlerin fiyatlarının artış göstermesi engellenir,

- Merkez bankasının popülist politikalar izlemesi engellenir.³⁶

Döviz kuru hedeflemesinin tam anlamıyla faydalı olduğu ya da zararlı olduğu konusu netleşmemiştir. Diğer bir ifadeyle tam anlamıyla iyi çalışan bir döviz kuru hedeflemesi sistemi yoktur. Döviz kuru hedeflemesi politikasında, enflasyon oranı düşük bir ülke ya da ülke grubuna paranın bağlanması enflasyonu düşürecektir. Döviz kuru hedeflemesi ile beraber para politikalarının amaçları sabit ve anlaşılır bir hal alacaktır. Sabit kuru korumak için çaba göstermek yeterli olmaktadır. Bu sebeple birçok hükümet için döviz kuru hedeflemesi çekici bir para politikası olmaktadır.³⁷

Birçok ülkede ise döviz kuru hedeflemesi bir opsiyon olarak görülmemektedir. Bunun sebebi ülkenin yada ülke gruplarının ya çok büyük olması yada mantıklı bir örnek olabilecek ülkenin bulunmamasıdır. Global krize kadar Amerika Birleşik Devletleri, Avrupa Birliği üyeleri ve Japonya gibi ülkeler döviz kuru hedeflemesini bir opsiyon olarak değerlendirmediler. Özellikle 1990'lara kadar bu ülkeler daha çok "parasal hedeflemeyi bir para politikası olarak benimsemişlerdir."³⁸

1.4.2. Parasal Hedefleme

Para arzında görülen artışlar enflasyona neden olmaktadır. Bu noktada merkez bankaları enflasyonda görülen yükselişi durdurmak ve enflasyon oranlarını kontrol altında tutmak için çeşitli yöntemler kullanmaktadırlar. Ticari bankaların rezervlerinin, parasal tabanın ve para arzının sınırlandırılması merkez bankalarının enflasyonu kontrol altında tutmak için kullandıkları bazı yöntemlerdir. Bu yöntemler parasal hedefleme politikasını oluşturmaktadırlar. Düzey oranı yada büyüme oranı parasal büyüklüklerin

³⁶ Frederic S. Mishkin and Eugene N. White; "Unprecedented Actions: The Federal Reserve's Response to the Global Financial Crisis in Historical Perspective", **NBER Working Paper No. 20737**, December 2014. pp.14-16.

³⁷ Stanley Fischer, "Fiyat İstikrarının Sağlanması", t.y., (Çevrimiçi) http://www.canaktan.org/ekonomi/anayasal_iktisat/monetarizm/sen-fiyat-istikrar%C4%B1.pdf 26 Haziran 2014, p.8.

³⁸ Frederic S. Mishkin, "From Monetary Targeting To Inflation Targeting: Lessons From The Industrialized Countries", **Graduate School of Business, Columbia University and National Bureau of Economic Research Uris Hall 619 Columbia University**, 2007, p 496.

belirlenmesinde kullanılır. Son dönemlerde parasal hedefleme politikasının genel olarak tercih edilmediği görülmektedir.

Bir parasal hedefleme politikasının üç unsuru bulunmaktadır. Bunlar para politikasının oluşturulması için para hakkında güvenilir bilgiye sahip olma, para piyasalarına hedeflerin belirtilmesi ve parasal hedeflerden sapmaların belirlenmesi ve önlenmesi için iyi bir denetleme mekanizmasının kurulmasıdır. 1970`li yıllarda parasal hedefleme özellikle gelişmiş ülkeler tarafından yaygın bir biçimde benimsenmiştir. Bu dönemlerde Amerika Birleşik Devletleri, İngiltere ve Kanada gibi ülkeler parasal hedeflemeyi bir para politikası aracı olarak kullanmışlar fakat başarısız olmuşlardır.³⁹

Parasal hedeflemede önceden belirlenmiş bir para hedefine ulaşmak için önlemler alınır. Bu noktada parasal büyüklüğe ait artış oranı hedef olarak belirlenmektedir. Parasal hedeflemenin kullanılmasındaki temel nedenlerden biri para otoritelerinin para arzı değişkenini kısa zamanda ve kolay bir biçimde yönlendirebileceği düşüncesidir. Bu politikanın 1970`li yıllarda yoğun bir biçimde kullanılmış olmasında o dönem yaşanan enflasyon artışının büyük etkisi olmuştur.

Görülebileceği üzere parasal hedefleme özellikle enflasyonist ortamlarda popüler hale gelmiştir. Bu aşamada hedeflenen genel olarak istikrar olmuştur. İstikrara ek olarak, parasal durumlarla ilgili hareketlerin tahmin edilebilir olması da söz konusudur. Parasal hedeflemede para talebinin tahmin edilebilirliği başarı için şart olmuştur. 1980`ler ve özellikle de 1990`lardan itibaren parasal hedeflemede görülen önem kaybının en temel nedenlerinden biri finansal yenilikte ortaya çıkan gelişmelerdir. Bu gelişmeler para talebi eşitliğinden uzaklaşılması ile sonuçlanmıştır. Günümüzde kimi merkez bankalarının para hedeflerine devam etmek istedikleri bilinmektedir.⁴⁰

Parasal hedeflemenin başarıya ulaşmasında etkili olan bir diğer etmen politikanın nasıl dizayn edildiğidir. Hedefleme prosedüründe açıklık, şeffaflık ve düzenlilik hedeflerin neler olduğu ve hedeflere ulaşıp ulaşılamadığı konuları kadar önemlidir. Politikaların açıklığını ve anlaşılabilirliğini etkileyen merkez bankası faaliyetleri belirli bir zamanda belirli

³⁹ Klaus Hebbel Smidh, "One Decade of Inflation Targeting in the World: What do We Know and What do We Need to Know", **NBER Working Paper No: 8397**, 2000, p.1.

⁴⁰ Fischer, **a.g.e.**, p. 7.

bir hedefe yoğunlaşılması, belirli bir süreçte belirli hedeflerin düzenli olarak açıklanması, hedeflere ulaşabilmek için mümkün olduğunca sabit davranışlar sergilemek ve hedeflere ulaşılması ya da ulaşılamaması konusunda belirli aralıklarla doğru bilgilerin açıklanması şeklinde ortaya çıkmaktadır.⁴¹

Önceden belirlenmiş ve ilan edilmiş hedefler belirli bir aşamaya kadar daha sonraki hedefleri etkileyeceği unutulmamalıdır. Elde edilen sonuçların sürekli olarak değerlendirilmesi gerekmektedir. Elde edilen bazı hedefler ve ara hedefler, daha sonraki hedefler için olumsuz sinyaller veriyorsa, uygulamalar gözden geçirilmeli ve gerekli tedbirler alınmalıdır. Ayrıca elde edilen ara hedefler, eğer olumsuz sinyaller veriyorsa ve nihai enflasyon hedefi gibi temel hedefler üzerinde olumsuz etki gösterecekse, söz konusu ara hedefler elde edilmek istenen hedefler listesinden çıkarılmalıdır. Merkez bankalarının görevleri arasında para politikalarının etkinliğini azaltmak, değişkenin kredibilitésinin aşağı çekmek ve değişkenin etkisini görmezden gelmek de bulunmaktadır.⁴²

1.4.3. Enflasyon Hedeflemesi

Enflasyon hedeflemesi dendiğinde akla merkez bankalarının fiyat istikrarını (merkez bankasının nihai hedefleri arasındadır) nihai hedef olarak sağlaması amacıyla mevcut para politikası araçlarını nasıl kullanacağını açıklanması gelmektedir. Enflasyon hedeflemesinde fiyat düzeyi çok önemli değildir. Bu arada önemli olan enflasyon hedefidir. Enflasyon hedeflemesinde Merkez Bankaları doğrudan enflasyon oranını hedeflerler. Enflasyon hedeflemesinde iki hedef türü uygulanabilir. Bunlardan biri enflasyon için ara hedeflerin belirlenmesi, ikincisi doğrudan nokta hedeflerin belirlenmesidir. Enflasyonun bir bant aralığında hareket edeceği yönünde uygulanan "ara

⁴¹ Peter Schmid, "Monetary Targeting In Practice: The German Experience," **Deutsche Bundesbank**, 1999, pp. 7-8 Çevrimiçi: <https://core.ac.uk/download/files/542/14504533.pdf>.

⁴² A.e.

hedefli enflasyon' politika uygulanması durumunda nokta hedefli enflasyon politikasına göre daha başarılı ve istikrarlı sonuçlar verdiği konusunda uzlaşmalar daha fazladır.⁴³

Enflasyon hedeflemesinin en önemli avantajlarından biri, enflasyonun ilerleyen dönemlerdeki konumu hakkında merkez bankalarına ve diğer para otoritelerine bilgi sunmasıdır. Bu durum para otoritelerinin gelecekteki beklentilerini şekillendirmelerine de yardımcı olmaktadır. Enflasyon hakkındaki beklentiler hem Yeni Keynesyen hem de Yeni Klasik modellerinin temelini oluşturmaktadır. Para otoritelerinin gelecekteki beklentilerini etkileyen faktörlerden biri de merkez bankalarının "düzenli" ve "sabit" bir şekilde hareket etmeleridir. Diğer bir ifadeyle, para otoritelerine güven sağlamak için merkez bankaları kendi taahhütlerine uygun politikalar benimsemeli ve uygulamalıdır. Zira merkez bankaları, taahhütlerine uygun politikalar geliştirip benimsemediklerinde, para otoritelerinin ve para piyasalarının enflasyon beklentilerini yükseltmektedir. Bu durumda iktisadi birimler merkez bankalarına güvenmeyecek ve amaçlanandan daha yüksek oranda enflasyon beklentisi içerisine gireceklerdir. Bu durumda iktisadi birimler fiyat düzenlemelerini hedeflenen düzeye göre değil, kendi düşündükleri düzeye göre belirleyeceklerdir ki bu durum istenmeyen bir durumdur.⁴⁴

Enflasyon hedeflemesinde üç önemli kriter bulunmaktadır. Söz konusu kriterler şu şekilde listelenebilir:

- Enflasyon hedefi, toplumun beklentilerine karşılık verebilecek şekilde düzenlenmelidir. Hedef, sistemi kontrol altında tutabilmelidir. Belirlenen hedef merkez bankalarının verdiği sözlerin orta vadede yerine getirileceği duygusunu topluma vermelidir. Dahası söz konusu hedefler toplum tarafından kolaylıkla anlaşılabilir olmalıdır.
- Enflasyon hedefi iyi bir şekilde tasarlanmalıdır. Hedefleme sıklıkla güncellenebilmeli ve gözlemlenmesi kolay olmalıdır. Bu sayede merkez bankası hesap verebilir, şeffaf ve güvenilir olacaktır. Bu durum toplum nezdinde merkez bankasının güvenilirliğini yükseltecek ve belirlenen hedeflere ulaşılabileceğine dair

⁴³ Melike Alparslan, Pelin Ataman Erdönmez;"Enflasyon Hedeflemesi", Bankacılar Dergisi, **Türkiye Bankalar Birliği Ve Araştırma Grubu**, Sayı 35, 2000, ss. 14-18.

⁴⁴ Nejla Adanur Aklan, Mehmet Nargeleşkenler, "Taylor Kuralı: Türkiye Üzerine Bir Değerlendirme", **Ankara Üniversitesi SBF Dergisi**, 63-2, 2007, s. 7

olumlu bir kanı oluşturacaktır. Tüm bunlar hedeflere ulaşmada önemli etkenlerdir. Bu sayede merkez bankaları bir referans haline gelebileceklerdir.

- Enflasyon hedefi ile fiyat istikrarı arasında bir uyum olmalıdır. Enflasyon hedeflemesi esnek bir rejim türüdür. Bu sebeple enflasyon hedeflemesi üzerinde sıklıkla tartışılabilmektedir.⁴⁵

Enflasyon hedeflemesi anlaşılacağı üzere enflasyon oranını bir çapa olarak kullanmaktadır. Enflasyon hedeflemesine dayalı politikanın hedefine ulaşabilmesi için gerekli koşulların yerine getirilmesi gerekmektedir. Güncelleme ve güvenilirlik gibi koşullar sağlanmaksızın başarıya ulaşmak zordur. Fiyat istikrarına dayalı politikalarda dalgalı kur politikası ve enflasyona dayalı politikanın uygulanışı birlikte olmalıdır.⁴⁶

Mishkin neden enflasyon hedeflemesi sorusuna şu şekilde açıklama yapmaktadır;

- İleriye dönük sayısal hedeflerin ortaya koyulabilmesi,
- Kurumsal bir uzlaşma sağlanabilmesi ve başta finansal istikrar olmak üzere hedef belirleyebilme,
- Merkez Bankaları'nın ileriye dönük strateji belirlemesi ve bunu paylaşabilmeleri,
- Para politikasının paylaşılması sonucunda daha şeffaf bir duruma gelmesi,
- Merkez Bankaları'na hesap sorulabilme imkânı sunması.
- Başarılı yürütülebilen enflasyon hedeflemesi politikası Merkez Bankaları'nın bağımsızlığı ve kamu önünde para politikası yürütmesi konusunda fayda sağlaması⁴⁷ olarak belirtmektedir.

Enflasyon hedefleme politikası kriz öncesinde birçok Merkez Bankası tarafından başarılı bir şekilde yürütülmüş, bu dönemde gelişmiş ülkelerde "Great Moderation" olarak adlandırılan önemli bir refah dönemi yaşanmıştır. TCMB tarafından uygulamaya konulan bu politika da krizin başlamasıyla birlikte hedeften sapmalar yaşanmasına neden olsa da,

⁴⁵ Doğru, **a.g.e**, ss. 196-197

⁴⁶ Fikret Kartal, "Türkiye'de Enflasyon Hedeflemesi Stratejisi Ve Para Politikasının Görünümü", **Maliye Finans Yazıları**, Yıl: 25 Sayı: 91 Nisan 2011, s. 80

⁴⁷Frederic, Mishkin, "**Para Politikası Stratejisi**", Mart 2014, s. 273.

makro ihtiyati politikaların uygulamaya başlandığı 2010 yılına kadar başarılı bir şekilde sürdürülmüştür.

1.5. Merkez Bankası Likidite Politikaları

Global likidite kapsamında, likidite kavramı içerisinde önemli bir yeri olan merkez bankalarının likidite politikalarına değinmek gerekmektedir. Merkez bankalarının likidite politikaları kapsamında likidite yönetimi kavramına ve merkez bankalarının likidite kapsamında üstlendiği rollere özellikle değinmek gerekmektedir.

1.5.1. Merkez Bankasının Likidite Konusunda Rollerini

Merkez Bankalarının likidite konusundaki rollerinin başında yukarıdaki sayfalarda da belirtilen genel operasyonel çerçevenin belirlenmesi bulunmaktadır. Güler (2009)'a göre merkez bankaları makroekonomi ve likidite yönetimi arasındaki iletişimi kısa vadeli faiz oranları aracılığıyla sağlarken, likidite yönetimini operasyonel çerçevede gerçekleştirmektedirler. Merkez bankası likidite yönetiminin operasyonel çerçevesinin belirlenmesi ise bir takım ön koşulların finansal sistemde yer almasıyla mümkün olmaktadır. Operasyonel çerçevesinin belirlenmesinde ön plana çıkan beş adet ön koşul bulunmaktadır. Söz konusu ön koşullar şunlardır: ⁴⁸

İç ve dış talepte ayrışma görülebilmekte ve bu ayrışmanın bir sonucu olarak hızlı kredi genişlemesi görülmektedir. Bu durumda ortaya cari açığın artırılması çıkmaktadır. Merkez bankasının bu durumlarda finansal istikrarla alakalı riskleri yakından takip etmesi önemlidir. Para politikası hem finansal istikrarı sağlamayı amaç olarak göz önünde bulundurmalı, hem de fiyat istikrarı amacını göz önünde bulundurmalıdır. Kullanılan politikalar her iki özelliğinde üzerinde yoğunlaşmalıdır. Elbette bu durum o kadar da kolay değildir. Tek bir araç her iki amaca da ulaşmak için yeterli olmayacaktır. Bu açıdan

⁴⁸ Güler, **a.g.e.**, s. 8

değerlendirildiğinde merkez bankasının likidite yönetim araçlarını etkin bir şekilde kullanmaları faydalı olacaktır.⁴⁹

Merkez bankalarının likidite yönetimi esnasında en çok çaba sarf ettikleri noktalardan biri şüphesiz likidite seviyesinin tahmin edilebilmesidir. Diğer bir ifadeyle likidite yönetimi aşamasında merkez bankalarının önemli görevlerinden biri likidite seviyesinin tahmin edilmesidir. Özellikle de zorunlu karşılıkların belirli bir oranda tutulduğu dönemlerde, mevduatların ve zorunlu karşılıkların günlük bazda tahmin edilebilmeleri oldukça güçleşmektedir.⁵⁰

Merkez bankaları açısından değerlendirildiğinde görülmektedir ki hem likidite fazlalıklarının hem de likidite daralmalarının yönetilmesi zordur. Merkez bankalarının likidite yönetimi konusunda daha çok piyasaya borç veren bir konumda bulunmayı tercihe tikleri görülmektedir. Bu durumun nedeni, likidite sıkışıklıkları yaşandığında merkez bankalarının piyasaya borç veren tek kaynak olmalarıdır.⁵¹

Araç tasarımı ve likidite yönetimi, likidite koşullarıyla ilgili kesinlik kazanmayı amaçlamalıdır. Örneğin, bankaların zorunlu karşılıklarını ortalama olarak yeterince uzun sürelerle karşılayabilmeleri, likidite riskini ve dolayısıyla gecelik bankalararası oranlardaki oynaklığı azaltmaktadır. Merkez bankalarının likidite koşullarını daha iyi tahmin edebilme kapasitesinin geliştirilmesi, bu alandaki zorlukların büyük oranda, özellikle de hükümetin merkez bankasından doğrudan kredi almasına izin verildiğinde hükümetle olan zayıf eşgüdüm nedeniyle ortaya çıkmasına rağmen yardımcı olabilir.⁵²

Son ödünç veren birim olma rolü merkez bankalarının finansal sistem içerisinde oynadıkları en önemli rollerden biridir. Bu durumun nedeni merkez bankalarının para basabilen birim olmalıdır. Diğer bir ifadeyle para basabilen birim olmaları nedeniyle likiditenin nihai sağlayıcılarıdır. Yaşanan gelişmeler merkez bankalarının nihai likidite

⁴⁹ Koray Alper S., Tolga Tiryaki, "Zorunlu Karşılıkların Para Politikasındaki Yeri", **Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası Sayı: 2011-08 / 13 Nisan 2011**, s. 3

⁵⁰ Taner, a.g.e., s. 5

⁵¹ A.e.

⁵² International Monetary Fund, "Evolving Monetary Policy Frameworks In Low-Income And Other Developing Countries—**Background Paper: Country Experiences**", pp. 32.33.

kaynağı olma rollerinin daha da sağlamaştırılmasını zorunlu hale getirmektedir. Zira günümüzdeki finansal sistemlerinin oligopolistik yapıları giderek güçlenmektedir.⁵³

Dahası, bu oligopolistik yapıyı iflasına izin verilemeyecek kadar büyük bankaların şekillendiriyor olması, finansal piyasalarda merkez bankalarının son ödünç evren birim olma rollerinin ne derecede gerekli olduğunu ortaya çıkarmaktadır. Merkez bankalarının son ödünç veren birim olma görevlerini hangi konjonktürde yerine getirdikleri ve bu görevin yerine getirildiği zeminin politika bileşenlerinin ne olduğunun incelenmesi önemlidir. Merkez bankaları bu görevi hem finansal riskler ortaya çıktıktan sonra, hem de finansal krizler ortaya çıkmadan önce, söz konusu krizleri engellemek için yerine getirmektedirler.⁵⁴

Yıldırım (2009)'a göre bankalar arası para piyasasında piyasa likiditesinin sağlanması merkez bankaları tarafından para politikası araçlarının etkin bir şekilde kullanılması hususunda önem taşımaktadır. Piyasanın likiditesi çok azaldığında yaşanacak ekonomik şoklar karşısında finansal piyasaların ve finansal kurumların dayanıklılığı azalabilmekte ve ekonomik şoklar karşısında varlık fiyatları üzerinde oluşan etkiler artabilmektedir. Bu çerçevede parasal likiditenin izlenmesi ve merkez bankalarının özel olarak piyasa likiditesini izlemesi son derece önem arz eden bir konudur.⁵⁵

Özellikle son yaşanan global kriz sonrasında, merkez bankalarının hem diğer konularda hem de likidite yönetimi konusunda temel aktör olup olmamaları gerekliliği konusu sıklıkla tartışılan bir konu haline gelmiştir. Bank for International Settlements (2011)'e göre merkez bankaları temel likidite sağlayıcıları olarak ciddi bir risk üstlenmektedirler. Hem bölgesel açıdan bakıldığında, hem de uluslararası açıdan bakıldığında, likidite yönetiminde merkez bankalarının ikinci plana atılması ya da en azından rollerinin kısıtlanması durumunda etkin bir sonuca ulaşılabileceği hususunda bir garanti görülmemektedir.⁵⁶

⁵³ Togay Selahattin, "Merkez Bankalarının Rolü?", 2014 (Çevrimiçi), <http://www.hurses.com.tr/goster.php?id=419&tur=3> 5 Eylül 2014

⁵⁴ A.e.

⁵⁵ Burcu Deniz Yıldırım, "Piyasa Likiditesinin Ölçümü ve Analizi", **Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası Bankacılık ve Finansal Kuruluşlar Genel Müdürlüğü Ankara, Eylül 2009**, s. 1

⁵⁶ Bank For Internatioanl Settlements, **a.g.e**, s. 27

Zira likidite konusunda hâkimiyetin nispeten kaybedilmesi durumunda olumsuz sonuçlar ortaya çıkabilmektedir. Bu durumun en güzel örneklerinden biri Türkiye’de yaşanmıştır. 1990’lı yılların sonlarında ve 2000’li yıllarında başlarında Türkiye’de Tasarruf Mevduatı Sigorta Fonu bünyesinde bulunan bankaların ve kamu bankalarının likidite ihtiyaçlarında büyük bir artış gözlemlenmiştir. Bu artışın temel nedeni görev zararları olmuştur. Özellikle de 2001 krizinde gecelik faiz oranlarında ciddi yükselişler görülmüştür. Bu yükselişler söz konusu bankaların kırılma noktalarını olumsuz yönde etkilemişlerdir.⁵⁷

Kırılma noktaları artan bankalar, diğer bankalara olan sorumluluklarını yerine getirememişlerdir. Sonuç olarak ödeme sistemlerinde çöküş yaşanmıştır. Bu aşamada faiz oranları TCMB’nin likidite yönetimi stratejisinin dışına çıkmıştır. Bu aşamada kontrolü TCMB kaybetmiş ve kontrol bahsedilen bankaların likidite taleplerine geçmiştir. Konu bankaların bankacılık sistemi üzerindeki olumsuz etkilerini azaltmak ve piyasada var olan likidite fazlasını kontrol edebilmek için ve pek tabii bu operasyonun mali yükünün minimize edilebilmesi için Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası ve Türkiye Cumhuriyeti Hazine Müsteşarlığı koordinesinde ile Kamu ve TMSF bankalarına likidite destek operasyonu düzenlenmiştir.⁵⁸

Likidite fazlasının farklı sonuçları ortaya çıkabilmektedir. Kimi durumlarda likidite fazlası yabancı sermaye miktarını artırmaktadır. Bu duruma en güzel örneklerden birini Akbulut (2010) vermektedir. Akbulut (2010)’a göre;1995-2010 yılları arasında Amerika Birleşik Devletleri’ne giren yabancı sermaye yaklaşık olarak 6,5 trilyon dolar gerçekleşmiştir. Söz konusu rakam 1995-2010 yılları arasında Amerika Birleşik Devletleri’nde aynı dönemlerde oluşan dış ticaret açığından yaklaşık olarak 1,7 trilyon dolar daha yüksektir. 2008 yılı itibarıyla ele alındığında Amerika Birleşik Devletleri’nin kamu borcu 10 trilyon dolara ulaşmıştır ve bu borcun yarısından fazlası yurtdışı yatırımcılar tarafından finanse edilmektedir. Sınır ötesi yatırımların ve hareketliliğin kolaylaştırılması, iletişim teknolojilerindeki hızlı gelişmeler özellikle dünyanın süper gücü Amerika Birleşik Devletlerine doğrudan sermaye akımlarının artmasına neden olmuştur. Doğrudan

⁵⁷ Taner, **a.g.e.**, s. 11

⁵⁸ Bddk: "From Crisis To Financial Stability (Turkey Experience);"**Working paper**, September 3, 2010, pp:20-25.

sermaye yatırımları Amerika Birleşik Devletleri'nde 5 milyon kişinin istihdamına ve ihracat oranının %20'sine tekabül eden bir hal almıştır.⁵⁹

TCMB incelendiğinde, kurumun likidite yönetimindeki genel çerçeveyi belirli amaçları dikkate alarak belirlediği görülmektedir. Bu amaçlar çerçevesinde piyasada bulunan likiditenin durumu genel çerçeveyi belirlemektedir. Söz konusu amaçlar şu şekilde listelenebilir:⁶⁰

Kurul tarafından önceden belirlenmiş olan kısa vadeli faiz oranları düzeyinin bu düzeyde ya da bu düzeye yakın bir civarda oluşmasının sağlanması, Para piyasaların etkinliğinin ve istikrarlı olmasının sağlanması için kısa vadeli faiz oranlarındaki aşırı hareketliliğin önlenmesi, Ödemeler sisteminin etkin ve sürdürülebilir çalışmasının sağlanması, Piyasalarda ortaya çıkabilecek beklenmedik ve olağan üstü gelişmeler karşısında operasyonel yapının esnekliğinin oluşturulması Merkez bankaları likidite yönetim stratejilerini sıklıkla değiştirebilmektedirler. Özellikle yüksek sermaye girişleri sonucunda artan oynaklık, hızlı sermaye çıkışlarında ekonominin daha kırılgan bir yapıya sahip olmasına neden olmaktadır. Bu durumda ekonomik büyümede ani bir durma yaşanabilmektedir. Sonuç olarak likidite oranlarında görülen artışlar merkez bankalarının likidite politikalarında revizyona gitmelerine neden olabilmektedir.⁶¹

Ayrıca piyasadaki likidite seviyesinde özelleştirmelerin de etkileri olmaktadır. Özellikle son yıllarda gelişmiş ülkeler için özelleştirme gelirleri piyasada bulunan likidite seviyesinde değişikliklerin gözlemlenmesine neden olmuştur. Başta petrol olmak üzere emtia fiyatlarında görülen artışlar, ekonomisinde ihracatın büyük rolü bulunan ülkelerdeki ihracat oranlarında dalgalanmaların yaşanmasına neden olmaktadır. Banka kurtarma operasyonları ve parasallaşma likidite seviyesi etkileyen diğer unsurlar arasında gösterilebilir.⁶²

⁵⁹ Akbulut, **a.g.e.**, s.52.

⁶⁰ Dilek Koçyiğit . "Olağan ve Olağan Dışı Durumlarda Kullanılan Para Politikası Araçları ve Likidite Yönetim Stratejileri", **Türkiye Cumhuriyeti Merkez Bankası Uzmanlık Yeterlilik Tezi**,2009, s. 68

⁶¹ International Monetary Fund," Evolving Monetary Policy Frameworks In Low-Income And Other Developing Countries, **Background Paper: Country Experiences**; pp.18-19.

⁶² Taner **a.g.e.**,

1.5.2. Likidite Yönetimi

Likidite yönetimi dendiğinde akla para ve arz talebini makroekonomik çerçevede etkileten koşulların tümü gelmektedir. Likidite yönetimi kavramı merkez bankaları açısından incelendiğinde ise bankacılık sektörü rezerv miktarı ile para politikası amaçlarının uyumlu olması gelmektedir. Merkez bankaları açısından ele alındığında likidite yönetiminin bankacılık sektöründeki rezerv miktarının yönetilmesi kapsamında gerçekleştirilen süreçlerin para politikası kapsamında belirlenmiş olan amaçlar ile uyumlu ve uygun olması durumudur.⁶³

Likidite yönetiminin ne olduğu ve neden önemli olduğu iyi anlaşılmalıdır. En genel ifadeyle likidite yönetimi ihtiyaç olunan paraya, ihtiyaç olunan zamanda ulaşabilmenin sağlanması şeklinde tanımlanabilir. Likidite yönetiminde fonların istenilen zaman nakit paraya dönüştürülebilmesi sağlanmalıdır. Diğer tarafta, likidite yönetiminin çok önemli bir konu olduğunun da gözden kaçırılmaması gerekmektedir. Öncelikle likidite yönetiminin başarılı bir şekilde sürdürülmesi ve fonların istenildiği anda nakte dönüştürülebilmesi yatırımcıları çekmenin en önemli yollarından biridir. Bu durum yatırımcıların en temel beklentilerinden biridir. Likidite yönetiminin başarılı bir biçimde gerçekleştirilmesi aynı zamanda istenmeyen koşulların ortaya çıktığı durumlarda söz konusu istenmeyen durumların olumsuz etkilerinin en aza indirilmesini de sağlamaktadır.⁶⁴ Güler (2009)'un Bindseil (2000)'den aktardığına göre likidite yönetiminde genel operasyonel çerçeve belirlenirken dikkate alınacak koşullar beş grupta incelenebilir.

⁶³ Esra Taner:" Globalleşen Dünyada Merkez Bankalarının Fazla Likidite Yönetimi ve Türkiye Örneği", **Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası Piyasalar Genel Müdürlüğü** Ankara, Ekim 2008, s. 4

⁶⁴ IMMFA," Regarding the European Commission Proposal for a Regulation on Money Market Funds", **IMMFA Money Market Funds Position Papers**, 2013, p.1.

Tablo 1.2. Operasyonel Çerçevenin Hazırlanmasında Etkili Olan Beş Faktör

Faktör		Açıklama
Bankalar Arası Para Piyasası		<p>Piyasada var olan likidite miktarı ile bankalar arası gecelik faiz oranları arasında var olan ilişki bankalar arasındaki para piyasası ile bağımlı bir yapıya sahiptir.</p> <p>Önceden tahmin edilebilme özelliğine sahip otonom faktörlerin belirgin bir oynaklık gösterdiği görülmektedir. Otonom faktörlerde ortaya çıkan bu gelişmeler merkez bankası ve piyasa oyuncuları tarafından tahmin edilebilmektedir ancak tahminler otonom faktörlerin oynaklıklarına ilişkin zamanlama noktasında zorlaşmakta ve hatalara yol açmaktadır. Ancak bu noktada merkez bankalarının sahip oldukları bilgi setleri nedeni ile, diğer piyasa aktörleri ile kıyaslandığında bu faktörlerin hareketlerinin zamanlaması ile tahmini hususunda görece olarak üstün olduğunu belirtmek gerekmektedir.</p>
Otonom Faktörlerin Zaman Serisi Özellikleri ve Tahmin Edilebilirlikleri		
Politika Aracı Olan Kısa Vadeli Faizlerin Zaman Serisi Özellikleri		<p>Merkez bankaları gerçekleştirdikleri herhangi bir para piyasası kurulu toplantısı sonrasında, piyasalar için gösterge niteliğinde olan faiz oranlarını, global piyasalarda yaşanan gelişmelere, kamu harcamalarına, enflasyona ilişkin değişkenlere bağlı olarak sabit tutabilmekte ve/veya değiştirebilmektedirler.</p>
Para Enstrümanları	Politikası	<p>Açık piyasa işlemleri, merkez bankalarının likidite eksikliği ya da fazlalığında kullanabileceği enstrümanlardandır. Merkez bankaları, piyasalar gün sonlarında oluşabilecek likidite dengesizliklerini ortadan kaldırabilmek için geç likidite penceresi uygulamasını da kullanabilmektedir</p>
Mevduat Karşılıkları	Munzam	<p>Bankalar, sahip oldukları yükümlülüklerin belirli oranlarını merkez bankasına ait hesaplarda tutuma zorunluluğuna sahiptir. Merkez bankaları tarafından yürütülen bu uygulamanın bankacılık piyasasındaki likiditeyi daraltma yönünde etkisi olduğu bilinmektedir. Ancak öte taraftan, zorunlu karşılık olarak adlandırılan bu tutarların bankalar için manevra alanı yarattığı ve kısa vadeli faizlerde oluşabilecek dalgalanmanın minimum düzeye indirilmesi üzerinde etkili olduğu bilinmektedir.</p>

Kaynak: Bindseil Ulrich, "Central Bank Liquidity Management: Theory and Euro Area Practice" **Journal of Economic Letters**, D 84, E52, 2000, Aktaran: Güler, 2009.

Mevcut global krizin en temel nedeninin global likiditede bir fazlalık olması ve bu fazlalık nedeniyle ortaya bir yanılmaca çıkmasıdır. Likidite fazlası nedeniyle ortaya çıkan yanılmaca ortamında finansal düzenlemeler yetersiz kalmışlardır ve ekonomik çevreler bu durumun krizin en önemli nedenlerden biri olduğunu düşünmektedirler.

Likiditenin doğru bir biçimde yönetilememesi krizi ortaya çıkarmıştır. Global likidite fazlasının ortaya çıkmasında ise özellikle Çin ve bazı Asya ülkelerinin Gayri Safi Yurt İçi Hasıllarında meydana gelen ve yüzde 40'ları bulan yüksek tasarruflarını dış varlıkları satan alarak kullanmalarının büyük etkisi olmuştur. Global likidite oranlarında fazlalığın ortaya çıkmasıyla beraber tüketici kredilerinde bir genişleme gözlemlenirken aynı zamanda emtia ve konut fiyatlarında çok ciddi bir artış gözlemlenmiştir. Tüketici kredilerinin orantısız olarak artış göstermesi finans düzenlemeleri kriz ortamını ortaya çıkarmıştır. Bu açıdan bakıldığında krizi ortaya çıkaran finansal düzenlemelerin genel özellikleri şu şekildedir:⁶⁵

- Tüketici kredisindeki oransızlık,
- Harcamaların tüketicilerin sahip oldukları gelirden daha yüksek seviyelerde yapılmasının teşvik edilmesi,
- Uslular arası türev piyasasında görülen kontrolsüz büyümeye karşı gerekli önlemlerin alınmaması,
- Bilanço dışı taahhütlerin genişlemesi ve söz konusu genişleme karşısında gerekli tedbirlerin alınmaması,
- Gevşek risk değerlendirme sürecinin teşvik edilmesi.

Likidite para tabanı olarak ölçülmektedir ve sadece merkez bankaları tarafından arz edilmektedir. Bu sebeple likidite yönetiminde temel söz hakkı merkez bankalarında olmalıdır. Merkez bankalarının likidite arzını ellerinde tutmaları nedeniyle yönetiminin de sorumluluğunu almaları düzen açısından önemlidir. Likiditeye duyulan ihtiyaç farklı alanlarda farklı özellikler göstermektedir. Örnek vermek gerekirse, hane halkları emisyon

⁶⁵ Ramazan Akbulut, "Son Yaşanan Global Finansal Kriz ve Türk Finans Sektörü Üzerine Etkileri", **Akademik Araştırmalar ve Çalışmalar Dergisi**, Cilt: 2, Sayı: 2, 2010, ss. 51-54

için likiditeye ihtiyaç duyarlarken bu ihtiyaç bankacılık sektöründe ödeme yükümlülüklerinin sağlıklı bir biçimde yerine getirilmeleri için önemlidir.⁶⁶

Bu aşamada merkez bankalarının iki temel yönetim görevi bulunmaktadır. Öncelikle, merkez bankaları söz konusu likidite ihtiyaçlarına cevap verebilmelidirler. İkinci olarak, likidite ihtiyaçlarına cevap veren merkez bankaları aynı zamanda sahip olunan rezerv miktarını da kontrol altında tutmalıdırlar. Bu sayede iki temel hedefe ulaşma yolunda emin adımlarla gidilir. Bu temel amaçlar makroekonomik hedeflere ulaşılabilmesi ve mali istikrarın sağlanmasıdır.⁶⁷

1.6. Parasal Aktarım Mekanizmaları

Merkez bankalarının direkt olarak kontrol edemediği en önemli unsurlar şirketlerin ve hane halkının fiyata ilişkin davranışlarıdır. Bu davranışların kontrol edilemiyor olması bir anlamda merkez bankalarının enflasyonu kontrol edemediği anlamına da gelmektedir. Bu nedenle, merkez bankaları, para politikası uygulamalarına ilişkin yol haritalarını çizerken, enflasyonu belirleyen ve kontrol olanağı sağlayan değişkenleri göz önünde bulundurmaktadır ki bu noktada aktarım mekanizması kavramı ortaya çıkmaktadır. Her ne kadar merkez bankalarının enflasyonu kontrol ve belirleme değişkenleri üzerinde önemli bir mekanizma olsa da aktarım mekanizmaları tam olarak formüle edilebilen mekanizmalar değildir.

Parasal aktarım mekanizmaları genel olarak üç aşamada açıklanır. Bu aşamalar;⁶⁸

- Birinci Aşama: para politikası uygulamalarında ortaya çıkan değişikliklerin faiz oranlarına, varlık fiyatlarına, beklentilere ve döviz kurunu (ve pek tabii diğer değişkenlere de) ne şekilde aktarılacağına belirlenmesi
- İkinci Aşama: değişkenlerin ithal mallara olan ve yurt içerisindeki mallara olan talep üzerindeki etkisi

⁶⁶ Taner, **a.g.e.**, s. 4

⁶⁷ **A.e.**

⁶⁸ Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası, "Parasal Aktarım Mekanizmaları", **Ankara, 2013**, s. 5.

- Üçüncü Aşama: yurt içi fiyatlar ile ithalat fiyatları ile enflasyonun şekillendirilmesi ve toplam talep kapsamında yurt içinde oluşacak fiyatların belirlenmesi

Parasal aktarım mekanizmalar para otoritelerinin üretim ve fiyatları birbirlerinden farklı ancak birbirleri ile ilişkili birden çok kanalla etkileyebilme yeteneklerinin bir göstergesidir.⁶⁹

Parasal aktarım mekanizmalarının etkinliği bir anlamda farklı aktarım kanallarının ekonomi üzerinde hangi etkileri yarattığını belirlemektedir ve bu sayede para politikası uygulamaları sonucunda ekonomik aktörlerin ne şekilde etkileneceği tahmin edilebilmektedir. Yapılan tahminler sonucunda da para otoritesi olan merkez bankalarının uygulayacağı para politikalarının daha etkin ve doğru seçilmesi olarak dahiline alınmaktadır.

1.6.1. Parasal Aktarım Mekanizmaları İle İlgili Görüşler

Parasal aktarım mekanizmaları ile ilgili olarak savunulan dolaylı aktarım mekanizmaları (Keynesyen Görüş) ve doğrudan aktarım mekanizmaları (parasalcı görüş) olmak üzere iki farklı görüş bulunmaktadır.

1.6.2. Keynesyen Görüş

1929 yılında yaşanan, dünya üzerindeki en yıkıcı krizlerden bir tanesi olan Dünya Ekonomik Buhranı ile birlikte, iktisatçıların ekonomik faaliyetlere ilişkin etkisi olan mekanizmalara dair görüşlerinde farklılaşma olmuştur. 1929 Dünya Ekonomik Buhranına kadar iktisadi düşüncede yaygın olan görüş, ekonomik faaliyetlerin maliye politikası uygulamalarından daha etkin bir şekilde etkilendiği yönündedir. Ancak 1929 Dünya Ekonomik Buhranının yaşanmasından sonra, ekonomik faaliyetler üzerinde maliye politikalarının etkinliği tartışma konusu olmuştur ve kriz sonrasında iktisadi görüş para politikalarının etkinliği hususunda görüş birliğine varmıştır. Ekonomik faaliyetler üzerinde

⁶⁹ Policy Department A: Economic And Scientific Policy Is Globalization Reducing The Ability Of Central Banks To Control Inflation?, **Monetary Dialogue 12 November 2015**, p.61.

para politikasının ve para politikası araçlarının daha etkin olduğu görüşü, Keynesyen görüş kapsamında öncülenmiştir.⁷⁰

1.6.3. Parasalcı Görüş

Milton Friedman'ın başını çektiği ve 1960'lı yılların başından itibaren iktisadi görüşe hakim olan parasalcılar, para politikası ve para politikası araçlarının toplam talep üzerinde birden çok faktör ile etkili olduğunu savunmuşlardır. Parasalcı görüşü savunan iktisatçılara göre, toplam talep üzerindeki para politikalarının etkileri faiz oranları, yatırım harcamaları haricinde, birden çok farklı kanal yardımı ile de etkili olabilmektedir. Parasalcı görüşü savunan iktisatçılara göre, yatırım harcamaları ve faiz oranlarının arasındaki ilişki oldukça zayıftır. Diğer bir ifade ile parasalcı görüş Keynesyen iktisatçıların yatırım harcamaları ve faiz oranları arasındaki sıkı ilişki olması varsayımı ile ters bir görüşe sahiptir. Parasalcı görüşe sahip iktisatçılar, yatırım kanallarının göz önünde tuttuğu faizin nominal faiz oranları olmadığını altını çizmektedir. Yatırım kanalları ve borçlanma kanalları üzerinde esas etki sahibi olan faiz parasalcı iktisadi düşünceye göre reel faiz oranıdır.⁷¹

1.6.4. Parasal Aktarım Mekanizmasının İşleyişi

1.6.4 1. Aktarım Mekanizmasının Kanalları

Parasal aktarım mekanizması oluşturan kanallar birbirinin alternatifi olan kanallar değildir. Bu kanallar zaman içinde oluşan ekonomik ve finansal yeniliklerin toplam üretim ve genel fiyat seviyesi (enflasyon) üzerindeki etkilerini ortaya koymak amacıyla açıklana gelmiş birbirinin tamamlayıcısı kanallardır. Bu bağlamda bu aktarım kanallarından bazıları zaman içinde çok daha fazla ön plana çıkabilir. Yine bu aktarım mekanizmalarından bazıları ülkelerin geleneksel ekonomik ve finansal yapılarından

⁷⁰ Sarwat Jahan, Ahmed Saber Mahmud, and Chris Papageorgiou; "What Is Keynesian Economics? Finance & Development, Septembe New Monetarist **Economics: Methods, 2014**, Vol. 51, No.3.p.6.

⁷¹ Stephen Williamson and Randall Wright; "New Monetarist Economics: Methods"; **Federal Reserve Bank of St. Louis Review**, July/August 2010, 92(4), pp.237-238.

daolayı daha fazla ön plana çıkabilir. İşte bu sebepten dolayı parasal aktarım mekanizmasının kanallarının etkinliği ülkeye özgü özellikler ve zaman içinde değişebilecekleri göz önüne alınarak çok iyi bir şekilde tahmin edilmelidir. Bu tahminleme uygulanan para politikası değişikliklerinin de etkinliğini ve başarısını ortaya koymaya yardımcı olacaktır.

1.6.4.2. Faiz Kanalı

Faiz oranı kanalı, Keynesyen görüşün parasal aktarım mekanizmalarına kazandırdığı kavramlardan biridir. Bu yaklaşımda analizler Keynesyen IS-LM modeli çerçevesinde ele alınır. IS-LM modeline göre finansal varlıklar “para” ve “tahvil” olmak üzere sadece iki varlıktan oluşmaktadır. Bu modelde para arzındaki artışlar tahvil talebini artırarak, tahvil fiyatlarını yükseltecektir. Tahvil fiyatlarının yükselmesi, tahvil faizlerini düşürecek ve faiz oranlarındaki düşüş sermaye maliyetini azaltarak yatırım harcamalarında artış meydana getirecektir. Dolayısı ile toplam talepte ortaya çıkan bu artış, toplam üretimi de arttıracaktır.⁷²

Keynes’in orijinal katkısında bu kanalın girişimcilerin yatırım harcamaları kararları üzerinden çalışacağına vurgulanmasına rağmen daha sonraki çalışmalarda bu kanalın tüketicilerin dayanaklı tüketim malları ve konut harcamaları kanallarından da çalıştığı ortaya konulmuş, bu tür tüketim harcamalarının da yatırım düşüncesiyle yapıldığı kabul edilmiştir.

Faiz oranı kanalında diğer vurgulanması gereken şey ise nominal faiz oranı yerine reel faiz oranını kullanılmış olmasıdır. Reel faiz oranı vurgusunun altında yatırım harcamaları açısından uzun dönem reel faiz oranlarının daha önemli olduğu yatmaktadır. Bu açıdan bakıldığında kısa dönem faiz oranlarına müdahale ederek para piyasasını düzenlemeye çalışan merkez bankalarının uzun dönem reel faiz oranlarını nasıl etkileyebileceğini açıkça ortaya koymak gerekmektedir. Kısa dönem nominal faiz oranını düşüren genişleyici para politikası uygulandığı zaman aynı şekilde kısa dönem faiz

⁷² Frederic Mishkin, F.S. “The Economics of Money, Banking and Financial Markets”, 7. b., Boston: **Pearson (The Addison-Wesley Series In Economics)**,2004. p.12.

oranları da azalacaktır. Bilindiği üzere, kısa dönemde beklenen faiz oranlarının ortalaması uzun dönem faiz oranıdır. Bu bilgi kapsamında, kısa dönemde azalan reel faiz oranlarının, uzun dönemde yansımaları, reel faizlerin düşmesi şeklinde olacaktır. Ve dolayısıyla, reel faiz oranlarındaki azalma, yatırım harcamaları kanalı ile toplam üretimi artış yönünde etkileyecektir.⁷³

1.6.4.3. Varlık Fiyatı Kanalı

Para arzında ve faiz oranında değişiklikler yapılması merkez bankalarının yetkisi dâhilinde olan işlemlerdir. Merkez bankaları ellerindeki araçları kullanmak sureti ile nominal faiz oranlarını ve/veya para arzını değiştirebilmektedir. Bu değişiklikler de direkt olarak varlık fiyatlarını etkilemektedir. Varlık fiyatlarındaki değişimler de kredi piyasaları ve hisse senedi fiyatlarında oluşan değişimler ile gözlemlenebilmektedir.⁷⁴

Varlık fiyatlarındaki değişimleri gösteren kredi ve hisse senedi kanatlarını ayrı ayrı ele almak yararlı olacaktır. Merkez bankaları para politikası araçları ile genişletici para politikası stratejisi uygulamayı seçebilmektedir. Bu strateji kapsamında elde edilecek olan temel sonuçlar bankaların rezervlerinin artması ve ellerinde bulundurdukları mevduatların yükselmesi yönünde olacaktır. Bu durum sonucunda da bankaların verebilecekleri kredi miktarları yükselecektir. Bankaların verebilecekleri kredi miktarlarının değişmesi (artması) yerel ekonomide faaliyet gösteren şirketlerin yatırım harcamaları üzerinde olumlu etki gösterecektir. Şirketlerin yatırım harcamaları kredi miktarındaki gelişmeye paralel olarak artacaktır ve bu durumda makroekonomik düzeyde toplam talebin genişlemesine yol açacaktır.⁷⁵

Genişletici para politikası uygulamalarının diğer sonuçları firmaların firma değerlerinin artması, borç riskine ilişkin alginın düşmesi, likiditenin artması ve borç yükünün nominal anlamda hafiflemesi olarak sayılabilir. Ancak, bilgi asimetrisinden

⁷³ Hartmut, Brinkmeyer ;” Transmission Channels Of Monetary Policy; Drivers Of Bank Lending,New Evidence From The Crisis, eBook ISBN, 978-3-658-07175-2, 2015 ,p.7

⁷⁴ Frederic S Mishkin, “The Channels Of Monetary Transmission:Lesson For Monetary Policy”, NBER Working Paper No: 5464,1996, pp. 1-27.

⁷⁵ Frederic S. Mishkin, ‘a.g.e.,2004. p.7.

kaynaklanan tehlike her zaman olasıdır ve bu durumda bankaların mevcut kredi arzını daha da fazla arttırması sonucu oluşabilmektedir.

Daraltıcı para politikası uygulaması de merkez bankaları tarafından uygulanan bir politikadır. Merkez Bankasının daraltıcı para politikası uygulaması sonucunda şirketlerin borçlanma maliyetlerinin artacağı bilinen bir gerçektir. Şirketlerin borçlanma maliyetlerinin artması, uzun vadeli yabancı kaynaklarının değerinde azaltıcı bir etki yapmaktadır ve bu varlıkların değerindeki düşüş, şirket bilançosu üzerinde negatif etki yaratmaktadır.

Bilindiği gibi merkez bankaları faiz oranları üzerinde direkt olarak etki edebilen para piyasası aktörüdür. Merkez bankaları piyasadaki faiz oranlarına ilişkin düşürme kararı aldığıında tahvil getirilerinde bir azalma olması beklenen bir sonuçtur. Tahvile ilişkin gelirlerin azalması, piyasada var olan talebin tahvilden hisse senedine kaymasına yol açacaktır. Hisse senedi fiyatları da talebin artması ile doğru orantılı olarak artacaktır.⁷⁶

Sonuç olarak merkez bankalarının para politikası araçlarını kullanmasındaki şekil ve stratejiye göre ülkenin kredi ve hisse senetleri piyasaları direkt olarak etki altında kalabilmektedir. Dolayısıyla, merkez bankaları parasal anlamda müdahalelerini bankaların kredi arzını arttırmak ya da piyasa aktörlerinin taleplerini hisse senedi piyasasına kaydırmak gibi sonuçları gözeterek uygulamaktadır.

1.6.4.4. Beklentiler Kanalı

Parasal aktarım mekanizmaları ile ilişkili diğer bir kanal beklentiler kanalı olarak adlandırılan kanaldır. Beklentiler kanalı olgusal olarak, ekonomide yer alan aktörlerin, gelecek dönemlere ilişkin olarak bekledikleri gelişmeler, değişmeler, kapsamında çalışmaktadır. Bir diğer ifade ile piyasa aktörlerinin enflasyon, faiz oranı, fiyat istikrarı, kısa vadeli faiz oranları gibi para piyasalarında hâkim makroekonomik değişkenlere ilişkin beklentileri beklentiler kanalının çalışma prensibini oluşturmaktadır.

⁷⁶ Philip Turner; "Benign Neglect Of The Long-Term Interest Rate", Monetary and Economic Department February 2013", **BIS Working Papers**, pp.2-4.

Resmi faiz oranları, ekonomide gelecekte gerçekleşmesi beklenen ilerlemeyle ilgili beklentileri ve bu beklentilerin tutturulduğu güvenini de (hâlihazırda belirtilen enflasyon beklentilerinin yanı sıra) etkileyebilir. Algıdaki bu tür değişiklikler finansal piyasalardaki katılımcıları etkileyecek ve örneğin beklenen gelecekteki değişikliklerle ekonominin diğer bölümlerini de etkileyebilir. Bu tür efektlerin çalışma yönünü tahmin etmek zordur ve zaman zaman değişebilir. Oran artışı, örneğin, Para Politikası Kurulu, ekonominin daha önce düşünülenenden daha hızlı büyüyeceğine inandığını ve gelecekteki büyümenin ve genel olarak güvenin beklentilerini artırdığını belirtti. Bununla birlikte, faiz artışının Para Politikası Kurulu 'nun enflasyon hedefini yakalamak için ekonomideki büyümeyi yavaşlatması gerektiği görüşüldüğünü ve gelecekteki büyümenin beklentilerini ve güvenin altını oymasını sağlayacağını işaret ettiği şeklinde yorumlanabileceği de olasıdır. Bu tür olası etkilerin olması, herhangi bir politika değişikliğinin etkisinin belirsizliğine katkıda bulunur ve güvenilir ve şeffaf bir para politikası rejiminin önemini artırır. Özetle, para politikası yapıcılarını yalnızca belirli bir kısa vadeli faiz oranını doğrudan kontrol ederken, resmi faiz oranındaki değişiklikler piyasa faiz oranlarını, varlık fiyatlarını ve döviz kurunu etkiler. Bütün bunların yanıtı değişecektir. Dış çevre, politika rejimi ve piyasa duyarlılığı sabit olmadığından, zaman zaman önemli ölçüde azalmaktadır. Bununla birlikte, para politikası değişiklikleri (faiz beklentilerine göre) normalde mali piyasalarda yukarıda açıklandığı şekilde etkilenmektedir.⁷⁷

Örnek vermek gerekirse; ülke ekonomisinde güven ortamının oluşması bir anlamda merkez bankasının fiyat istikrarı ve finansal istikrar hususunda etkinliği ve yetkinliği ile ilgili bir durumdur. Para politikası araçlarını etkin kullanabilen ve piyasada oluşan olumsuzluklara ilişkin doğru ve yerinde müdahaleler yapabilen bir merkez bankasının fiyat istikrarını sağlayabilme yetisine ilişkin piyasa aktörlerinin güveni yüksektir. Piyasa tarafından güven duyulan bir merkez bankasının olduğu ekonomide, ekonomik aktörlerin fiyat istikrarına ilişkin beklentileri olumlu seyredecektir. Diğer bir ifade ile ekonomik aktörlerin olumlu beklentileri (faiz oranları, enflasyon seviyesi vb.)

⁷⁷ Boe,"Bank Of England The Transmission Mechanism Of Monetary Policy; Çevrimiçi: <http://www.bankofengland.co.uk/publications/Documents/other/monetary/montrans.pdf>.Erişim:05/2016.

oluşacaktır. Olumlu beklentiye sahip piyasalarda da güven ortamı oluşacağından faiz oranlarının ve diğer piyasa değişkenlerinin olumlu oluşacağı bilinmektedir.⁷⁸

1.6.4.5. Döviz Kuru Kanalı

Toplam talep ve toplam arz üzerinde direkt etkisi olan parasal aktarım mekanizması kanallarından biri döviz kuru kanaludur. Ancak döviz kuru kanalının aktarım mekanizmaları açısından etkinliği uygulandığı ülkenin dışa açıklık derecesi ile ilgilidir. Diğer bir ifade ile döviz kuru kanalından etkilenecek ülkenin dışa açıklık seviyesinin yüksek olması beklenmektedir. Yani, kapalı bir ekonominin döviz kuru kanalından etkilenmesi beklenen bir durum değildir. Merkez bankası, çeşitli nedenlerle yerel para biriminin değerine açıkça önem vermektedir. Döviz kurundaki değişiklikler, özellikle küçük, açık ekonomilerde, enflasyon üzerinde büyük bir etkisi olabilir. Örneğin, değer düşüşleri, enflasyonda yüksek ithalat fiyatlarının geçişi ve net ihracat talebinin artmasıyla sonuçlanmaktadır.

Bilindiği gibi, bir ekonomide parasal anlamda bir genişleme var ise, bu ekonomide yurt içi reel faiz oranları düşecektir. Yurt içi reel faiz oranlarının düşmesi yerel yatırımcıların yatırımlarını yurt dışına yönlendirmesine neden olmaktadır. Yurt dışına sermaye çıkışına paralel olarak, yerel para biriminin diğer dövizler karşısında değerinin düşüş süreci başlayacaktır. Yerel para biriminin diğer para birimleri karşısında değer kaybetmesi ülke ekonomisi açısından istenen bir durum değildir. Çünkü yerel para biriminin değer kaybetmesi bir anlamda ülkede üretilen mal ve hizmetlerin değerinin yabancı mal ve hizmetlerin değerinin altında kalmasına yol açacaktır. Ve nihayetinde ülkede enflasyon oranlarının yükselmesi durumu gerçekleşecektir.⁷⁹

⁷⁸ Otmar Issing; "The Role Of Fiscal And Monetary Policies In The Stabilisation Of The Economic Cycle" Stability and Economic Growth: **The Role of the Central Bank**" **Mexico City, 14 November 2005**, Çevrimiçi: <https://www.ecb.europa.eu/press/key/date/2005/html/sp051114.en.html>.

⁷⁹ Frederic S Mishkin, "The Transmission Channels and the Role of Asset Prices in Monetary Policy", **NBER Working Paper, No. 8617**,2001.AKT: İbrahim ÖRNEK, Türkiye'de Parasal Aktarım Mekanizması Kanallarının İşleyişi", **Maliye Dergisi, Sayı 156 Ocak-Haziran 2009,p.120**.

Gelişmekte olan piyasa ülkeleri, döviz kuru hareketleri konusunda daha fazla kaygılıdır. Bu durum özellikle yerli sanayileri daha az rekabetçi hale getirebilir. Ancak sermaye girişleri çıkışlara dönerse, ülkeyi döviz krizine karşı daha savunmasız hale getirebilecek büyük cari açıklarına götürebilir. Gelişmekte olan ülkelerdeki değer düşüşleri özellikle tehlikelidir çünkü önceki bölümde anlatıldığı gibi daralan ekonomi Mishkin (1996, 1999) 'da belirtildiği gibi finansal krizleri tetikleyebilir.⁸⁰ Bir ülke kendi bağımsız para politikasına sahip olmak istediğinde, açık sermaye piyasasıyla döviz kurunun dalgalanmasına izin vermek zorundadır. Bununla birlikte, döviz kuru dalgalanmalarının pek çok ülkede büyük bir endişe kaynağı olması, para politikasının döviz kuru hareketlerini sınırlamaya çok fazla odaklanabileceği yönünde bir tehlike yaratmaktadır.⁸¹

Merkez bankalarının uyguladığı para politikaları stratejileri ve kullandıkları para politikası araçları en temelde fiyat istikrarını ve finansal istikrarı sağlayıp sürdürülebilir bir ekonomik refah sağlamaya yöneliktir. Dolayısıyla, para politikası uygulamalarının döviz kuru üzerindeki etkilerinin doğru ölçülmesi döviz kuru kanalı ile oluşabilecek ve enflasyonun aşırı yükselmesine kadar varabilecek sonuçların ortadan kaldırılması hususunda oldukça önemlidir. Bu nedenle merkez bankaları döviz kuru gelişmelerini yakından izleyecek ve para politikası araçlarını belirleme kararlarına dahil edecektir. Ticaret hacminde ki azalma şokları gibi portföy şoklarına bağlı olarak döviz kurunun değer kaybetmesi, enflasyonun yükselmesini önlemek için para politikasının sıkılaştırılmasını gerektirir. Öte yandan ticaret hacminde yaşanan şok bir düşüş, 1997'de Avustralya'nın yaptığı gibi para politikasının hafifletilmesi yönünde farklı bir yanıt gerektirmektedir.

Faiz oranlarındaki artış, yerli finansal varlıkları yatırımcılara yabancı finansal varlıklardan daha cazip hale getirebilir. Bu durum nominal döviz kurunun değerlenmesini tetikleyebilir, böylece harcamaları ekonomide yeniden tahsis edebilir. İkincisi, bu kur değişimi, ithalat fiyatını düşürme eğiliminde ve toplam talebi yavaşlatan ve enflasyonu düşürme eğiliminde olan ihracatı yükseltme eğiliminde olduğu için gerçekleşir. Döviz

⁸⁰ Frederic S. Mishkin, "The Transmission Mechanism And The Role Of Asset Prices In Monetary Policy", **NBER Working Paper No. 8617** December 2001, pp.10-12.

⁸¹ Frederic S. Mishkin, "International Experiences with Different Monetary Policy Regimes," **Journal of Monetary Economics**, Vol. 1999, 43, #3: pp.579-606.

kuru, ithal girdi maliyetlerini düşürdüğünde firmaların genel maliyetlerini düşürür. Bu gelişmeler enflasyon üzerinde olumlu etkiye sahiptir.⁸²

1.6.4.6.Hisse Senedi Kanalı

Parasal aktarım mekanizması ile ilgili literatürde, para politikasının ekonomiyi etkilediği önemli kanallar olarak görülen borçlanma araçlarına ek olarak varlık fiyatlarının üç kategorisi bulunmaktadır: 1) borsa fiyatları, 2) gayrimenkul fiyatları ve 3) Döviz kurları. Para politikasından etkilenen borsadaki dalgalanmalar, toplam ekonomi üzerinde önemli etkilere sahiptir. Borsa ile ilgili iletim mekanizmaları dört çeşittir: 1) hisse senedi piyasası üzerindeki etkileri, 2) firma bilanço etkileri, 3) hane halkı refah etkileri ve 4) hane halkı likiditesi etkileri. Tobin'in q teorisi (Tobin, 1969), hisse senedi fiyatlarındaki hareketlerin ekonomiyi nasıl etkileyebileceği konusunda önemli bir mekanizma sağlar. TOBİN'İN q değeri, sermayenin değiştirme maliyeti ile bölünen firmaların piyasa değeri olarak tanımlanır. Q yüksek ise, firmaların pazar fiyatı, sermayenin değiştirme maliyetine göre yüksektir ve yeni tesis ve ekipman sermayesi, firmaların pazar değerine göre daha ucuzdur. Şirketler daha sonra stokları çıkarabilir ve satın aldıkları tesislerin ve ekipmanın maliyetine kıyasla yüksek bir fiyat alırlar⁸³.

Tobin'in q kanalı, para politikasının bir şirketin hisse senetlerinin piyasa değerlemesini etkileyebilir. Para politikası kolaylaştırılırsa, şirketlerin borsa değerini artırarak borsalara daha fazla para akmaktadır. Soru şudur: Harcama toplamı ile bağlantısı nerededir? Gerekli kavram, bir teşebbüsün piyasa değeri, teşebbüs sermayesinin değiştirme değeri ile bölünen TOBİN' in q oranını ifade eder. Q için yüksek bir değer göz önüne alındığında, şirketin piyasa değerlemesi, sermayenin değiştirme maliyetini aşacak ve böylece yatırımları finanse etmek için yeni hisse senedi çıkartması cazip hale gelecektir. Yatırımların artması da toplam harcamayı arttırmaktadır. Servet mekanizması hisse senedi fiyatlarına dayansa da, bu kavram, hisse senetleri üzerine özel

⁸² Agustín G. Carstens and Alejandro M. Werner ;"The Effects of Monetary Policy on the Economy", Research Paper No. 9905 ,May 1999 **Banco De Mexico papers**, p.3.

⁸³ Frederic S. Mishkin;" The Transmission Mechanism And The Role Of Asset Prices In Monetary Policy", **NBER Working Paper No. 8617** December 2001, p.14.

servet bileşeni olarak odaklanmaktadır. Temel öncül, özel bireylerin periyodik tüketimini, cari mali kaynaklara değil, ömür boyu mali kaynaklara bağlı olarak zamanla düzeltmektir. Hisse senetleri finansal zenginliklerin önemli bir bileşenidir bu nedenle, hisse senedi fiyat hareketleri ömür boyu finansal kaynakları ve dolayısıyla özel tüketimini etkileyebilir. Tüketimdeki artış, toplam harcamayı olumlu etkilemektedir.⁸⁴

1.6.4.7.Kredi Kanalı

Para politikası kısmen kredi akışlarını değiştirerek çalışır. Yasal yedek zorunluluklarının kullanılması, açık pazar satışları, bankaların verebileceği mevduatların gerçek miktarını azalttığı gibi, bankaların sağlayabileceği fon miktarıyla ilgili olarak, parasal yetkililere önemli bir kaldıraç sağlar. Bu da, bankaları, borç alanların harcama kapasitesini sınırlayan veya artıran borç verme veya sözleşmeleri genişletmeye yönlendirir. Kısa vadeli faiz oranlarını etkilemenin yanı sıra, para politikası, yeni kredinin kullanılabilirliğini veya koşullarını etkileyerek toplam talebi etkiler. Para politikasının kredi kanalı, toplam talep ve çıktı üzerinde doğrudan etki oluşturmaktadır ve bu, bazı temel varsayımlarla desteklenmektedir. Altta yatan öncül, banka kredilerinin işletme faaliyetleri için önemli bir kaynak kaynağı olması ve mevduat sertifikaları ya da ticari kâğıtlar ya da diğer fon kaynakları gibi bu tür bir kredinin mükemmel bir yerine konması olmamasıdır⁸⁵.

İkincisi, pratik anlamda merkez bankası, bankanın kredi verme kabiliyetini sınırlayacak konumdadır ve nihayetinde, diğer finansman kaynaklarından kredi kullanamayan bankalara bağımlı işletmeler mevcuttur. Bu koşullar çıkarsa, bankaların, para politikasında sıkılaştırma veya genişleme sinyalleri vermeden önce kredilerin arzını korumak amacıyla ticari kâğıtları azaltamayacağı varsayılır; İşletmeler daha fazla kağıt yayınlamaya veya herhangi bir ikame yaparak ekstra maliyet ödemediği kredi arzında bir

⁸⁴ James Tobin;" A General Equilibrium Approach To Monetary Theory; **Journal Of Money, Credit And Banking, Vol. 1, No.1**, Feb., 1969, pp.15-29.

⁸⁵ Andrew Filardo, Madhusudan Mohanty and Ramon Moreno;" Central Bank And Government Debt Management: Issues For Monetary Policy, **BIS Papers No 67**; pp.51-53.

düşüşü telafi edemezler. Böylece, kredi kanalı, bankaların finansal sistemde önemli bir rol oynadığını varsaymaktadır.⁸⁶

Bir bakışta kredi kanalı aşağıda sunulmuştur:

Kısıtlayıcı Para Politikası ⇒ Banka Kredilerinin Temini (Azaltma) ⇒ Yatırım (Azaltma) ⇒ İşsizlik (Azalma) ⇒ Çalışma (Azaltma)

Genişletici Para Politikası ⇒ Banka Kredilerinin Temini (Artış) ⇒ Yatırım (Arttırma) ⇒ İstihdam (Artış) ⇒ Görev (Artış)

Bu bağlamda, bankaların para politikalarına verdikleri tepki, mevduat yaratıcıları olarak değil, borç verme tepkisidir. Bir kredi kanalının çalışması için gerekli olan iki temel şart vardır: (a) bankalar, kredi portföylerini para politikasındaki değişikliklerden koruyamaz ve (b) borçlular, gerçek harcamalarını banka kredisinin mevcudiyetindeki değişimlerden tamamen izole edemezler. Sonuç olarak, Kredi kanalının önemi, bankaların mevduat finansmanını ne ölçüde kullandıklarına ve banka rezervlerinde meydana gelen değişiklikleri ve banka kredilerinin borçlulara nispi önemini göz önüne alarak kredi tedarik programlarını ne ölçüde ayarladıklarına bağlıdır.. Dolayısıyla, para politikasının harcamalar üzerinde daha fazla etkisi olacaktır. Banka kredilerine daha çok bağımlı küçük firmalar, bu büyük firmalardan ziyade kredi piyasasına doğrudan hisse senedi ve tahvil piyasaları aracılığıyla erişebilir.⁸⁷

1.6.5. Parasal Aktarım Mekanizmasını Etkileyen Faktörler

Parasal aktarım mekanizmalarını etkileyen birden çok faktörün varlığından bahsedilebilir. Bu faktörler;⁸⁸

⁸⁶ "What Is The Credit Channel Of Monetary Policy Transmission?" **Central Bank Of Nigeria paper**, Çevrimiçi .<https://www.Cbn.Gov.Ng/Out/EduSeries/Series14.Pdf>. 09.2016.

⁸⁷ Central Bank Of Nigeria paper;" What is the Bank Lending Channel of Monetary Policy Transmission?"Çevrimiçi:<https://www.cbn.gov.ng/Out/EduSeries/Series16.pdf>. Erş.:16.08.2016.

⁸⁸ **TCMB, a.g.e.** 2013, ss.7-8.

- Finansal piyasalara direkt müdahaleler, faiz oranlarının kontrolü, banka kredilerinin limitli olması, belli bölgelere kredi sağlanması gibi resmi otorite tarafından uygulanan müdahaleler parasal aktarım mekanizmalarını etkilemektedir. Resmi otorite tarafından direkt olarak piyasalara yapılan müdahaleler, parasal aktarım mekanizmalarındaki kanalların etkinliğini olumsuz yönde etkiler ve bu durumda işleyişin doğruluğunu etkiler.
- Parasal aktarım mekanizmaları, ekonomideki fiyatlama mekanizmalarından da etkilenmektedir. Fiyatların katı olduğu bir piyasada ya da diğer bir ifade ile birtakım fiyatların piyasa koşullarına geç uyum sağlaması durumunda aktarım kanallarının göreceli olarak yoğunluğu değişmekte ve ekonomi üzerindeki etkileri farklılaşmaktadır.
- Finansal sistemin yapısı parasal aktarım mekanizması üzerinde direkt olarak etkilidir. Parasal aktarım mekanizmaları, finansal derinliği ve genişliği olmayan, türev araçların işlem görmediği, borçlanma kısıtları olan ve alternatif finansman kaynağı olmayan piyasalarda farklı duyarlılık derecesine sahip iken, bu koşulların tam tersini sağlayan, rekabet ve hukuk sistemi oturmuş piyasalarda daha farklı bir duyarlılık derecesine sahiptir.
- Finansal sözleşmelerin vade yapısı da parasal aktarım mekanizmaları üzerinde etkilidir. Çünkü finansal sözleşmelerin vadeye ilişkin yapısı para politikalarını etkileyebilme gücüne sahiptir ve bu durumda otomatikman aktarım mekanizmaları üzerinde de etki sahibidir.

Parasal aktarım mekanizmaları yukarıda detaylandırılan faktörler haricinde sermaye hareketlerinden, finansman kaynaklarından, hane halkının yapısından ve sektördeki firmaların yapısından da etkilenebilmektedir.

İKİNCİ BÖLÜM

KRİZ ÖNCESİ VE SÜRECİNDE TÜRKİYE CUMHURİYET MERKEZ BANKASI TARAFINDAN UYGULANAN POLİTİKALAR

12 Eylül 1980 Askeri Darbesi'nden sonra alınan bir dizi karardan biri olan 24 Ocak Kararları Türkiye'de gerek sosyal, gerek kültürel, gerek ekonomik, gerek politik olarak birçok alanda etkili olmuş olan kararlardır. 24 Ocak 1980 Kararları sanayileşme stratejilerinin değişmesine neden olmuş ve Kararlar ile birlikte Türkiye sanayileşme stratejilerini ihracata yönelik olarak kurmuştur. Bu strateji değişikliği ile dış ticaret serbestleşmiş ve dış ticaretin serbestleşmesi ile başlayan liberalleşme süreci 1989 yılında sermaye hareketlerinin serbestleşmesi ile devam etmiştir. Bu süreçte iç borç dinamiğinin sürdürülebilirliği ortadan kalkmıştır. Kamu bankaları öncelikli olmak üzere de mevcut finansal sistemdeki yapısal bozukluklar ülkemizde birçok finansal krizin oluşmasına neden olmuştur. Bu krizler sonucunda Uluslararası Para Fonu (International Monetary Fund-IMF) ile stand-by (yakın izleme) anlaşmaları yapılmıştır. 1947 yılında üye olunan IMF ile ilk kez 1961 yılında yapılan stand-by anlaşmasının ardından kalan 426 milyon dolarlık kredi taksitinin 14 Mayıs 2013 tarihinde ödenmesiyle Türkiye IMF'e borçlu ülkeler listesinden çıkarılmıştır.¹

1973 yılında yaşanan Petrol krizinden sonra, global anlamda ele alındığında para politikalarının öneminin arttığını söylemek mümkündür. Bu süreçte, gelişmiş ülkelerde fiyat istikrarını sağlamak ve enflasyon ile mücadele etmek olguları öne çıkmıştır. Ancak, Türkiye ekonomisinde kamu açıklarının merkez bankası kaynaklarından karşılanması nedeniyle yüksek enflasyon süreci yaşanmıştır. Yüksek enflasyon olgusu, Türkiye ekonomisinin çözüm bulamadığı en önemli sorun haline gelmiştir.

¹ Mustafa Sonmez” “Turkey’s IMF Debt To Be Paid Off, Foreign Debt Stock Still On Increase’. Daily News, Çevrimiçi. <http://www.hurriyetdailynews.com/turkeys-imf-debt-to-be-paid-off-foreign-debt-stock-still-on-increase.aspx?pageID=238&nID=46647>.

Çalışmanın bu bölümünde, 12 Eylül 1980 Askeri Darbesi sonuçlarından biri olan 24 Ocak Kararları ile başlayan liberalleşme süreci, yaşanan yerel ve global ekonomik süreçler ve süreçler sonunda Türkiye'nin karşı karşıya kaldığı yüksek enflasyon olgusuna ilişkin tarihsel süreç Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası'nın uyguladığı politikalar kapsamında değerlendirilecektir. Bu kapsamda ülkemiz merkez bankası tarafından uygulanan para politikaları değerlendirilmeden önce, merkez bankaları tarafından uygulanan para politikası stratejilerine değinilecektir.

2.1. Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankasının Kuruluş Süreci

Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası (TCMB) 1715 Sayılı Kanun kapsamında, 30 Haziran 1930 tarihinde kurulmuştur ancak, bir takım eksiklikler ve aksaklıklar nedeni ile TCMB'nin tam anlamı ile hizmet vermesi ve faaliyete geçmesi 3 Ekim 1931 tarihidir.²

Bilindiği gibi merkez bankaları, I. Dünya Savaşı sonrasında emisyon sağlamak ve para politikası uygulamaların bağımsızlığa erişmesi amaçları ile kurulmuş kuruluşlardır. Dünya genelinde yaşanan merkez bankası kurulması, para politikalarının bağımsızlaştırılması eğilimleri Türkiye'yi de etkilemiştir. Özellikle Kurtuluş Savaşı'nın kazanılması ve tam bağımsızlığın elde edilmesi ile birlikte, bağımsız bir merkez bankasına sahip olma fikri (ve dolayısıyla bağımsız olarak belirlenecek para politikalarına sahip olma fikri) yaygınlaşmıştır.

1923 yılında toplanan İzmir İktisat Kongresi ile başlayan merkez bankası kurulması tartışmaları 1930 yılında merkez bankası kurulmasına ilişkin tasarının meclise sunulması ile son bulmuştur. Tasarı, Türkiye Büyük Millet Meclisinde 11 Haziran 1930 tarihinde kabul edilerek "1715 sayılı Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası Kanunu" adı ile 30 Haziran 1930 tarihinde Resmi Gazete'de yayımlanmıştır. Merkez Bankası, farklı

² TCMB, "Dünden Bugüne Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası"; **Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası Yayını** ;s.4.

kurum ve kuruluşlarca yürütülen işlevlerin tek elde toplanmasını takiben 3 Ekim 1931 tarihinde faaliyetlerine başlamıştır.”³

TCMB'nin esas sermayesi 250.000 adet hisseyi temsilen 25.000.000.-TL'dir ve 4 Ana Gruba ayrılmıştır;⁴

- A GRUBU hisseler Hazineye aittir ve %51'in altına düşemez
- B GRUBU hisseler Türkiye'de faaliyet gösteren milli bankalara aittir
- C GRUBU hisseler en çok 15.000 adettir ve milli olmayan bankalara ya da imtiyaz sahibi firmalara aittir.
- D GRUBU hisseler ise Türk Ticaret Kurumları ve Türk Vatandaşlığına sahip gerçek ve tüzel kişiler içindir.

Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası'nın esas sermayesinin paylara bölünmüş olması ve bu payların gerçek ve tüzel kişiler tarafından edinilebiliyor olması merkez bankasının hem anonim şirket olan hukuki varlığının hem de bağımsızlığının göstergesidir.

2.2. Türkiye'de Para Politikası Uygulamalarına İlişkin Kısa Tarihçe

Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası, kuruluşundan itibaren gerek ülke özelinde yaşanan gelişmeler ve değişimler, gerekse kuruluşundan itibaren global piyasalarda yaşanan değişim ve krizler nedeni ile uyguladığı para politikalarının etkinliğini yitirmemek için para politikalarında farklılaşma yoluna gitmiştir.

2.2.1. 1923-1980 Dönemi

Türkiye Cumhuriyeti Devleti'nin Kuruluşundan 1980 Askeri Darbe dönemine kadar Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası para politikaları açısından ele alınan ilk dönemdir. Bu dönem tüm dünyada II. Dünya Savaşı'nın yıkıcı etkilerinin hissedildiği

³ TCMB, Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası, Resmi İnternet Sitesi, (Çevrimiçi) www.tcmb.gov.tr, Erişim:9 Aralık 2015.

⁴ Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası, Resmi İnternet Sitesi, (Çevrimiçi) www.tcmb.gov.tr, 9 Aralık 2015.

dönemler olmuştur. Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası bu dönemde özellikle 1940'lı yıllarda bağımsız bir para politikası yürütme imkanına sahip olamamıştır. TCMB bu dönemde, para politikası uygulayıcısı olmaktan ziyade, kamu kesiminin finansmanını sağlayan bir banka olarak faaliyetlerini yürütmüştür.

TCMB'nin kamu kesiminin finansman açığını kapatmak için faaliyet göstermesinin piyasalar üzerindeki etkisi genel fiyat düzeyinin 10 yıl içerisinde 3 kat artması ile sonuçlanmıştır ve dolayısıyla Türkiye Cumhuriyeti ciddi bir enflasyonist ortam ile karşı karşıya kalmıştır.

Koklu'ye göre,⁵ Türk parası değerinin korunması için çok önemli olmasına rağmen, Merkez Bankası'nın ilk on yıllarında kredi politikasına çok az dikkat edildiğini vurgulamaktadır. 1930-50 döneminde TCMB'nin çok önemli bir para politikası aracı kullanmadığının altı çizilmelidir. Böylece, gelişmiş sermaye piyasasının ülkemizde bulunmaması nedeniyle Merkez Bankası, bir ekonomideki para arzını doğrudan açık piyasa işlemleri yoluyla etkilememiştir. Bu dönemde Merkez Bankası'nın faaliyetinin diğer ana özelliklerinden biri Bağımsızlık eksikliği ve siyasi baskıya duyarlılıktan uzak olmasıydı. Banka bütçe açıklarını kapatmak için Hazineyi finanse etmekle yükümlü oldu. Başka bir deyişle, 1960'lara kadar TCMB, çoğunlukla Hükümet'in bankeri olarak faaliyet göstermesine karşın - bankacılık sisteminin düzenlenmesindeki rolü pasifti.⁶

Bu döneme ilişkin en önemli gelişmelerden bir tanesi Türkiye Cumhuriyeti'ne ait banknotların ülkede basılmasının sağlanmasıdır. 1957 yılına kadar yurt dışında bastırılan banknotlar 1957 yılından itibaren TCMB kontrolü ile ülkemizde basılmaktadır.

1960 yılında Türkiye Cumhuriyeti Devleti planlı kalkınma politikalarını hayata geçirmiştir. Kalkınma planları, ekonomik refahın artırılması ve ekonomi-üretim olarak gelişmiş ülkelerin seviyesine ulaşmayı sağlayabilmek adına önemlidir. Devletin kalkınma politikalarını planlaması TCMB'nin de para politikalarını revize etmesine etki etmiştir.

⁵ Aziz Köklü,"Türkiyede Para Meseleleri "1914-1946 Devresinde Para Siyasetimiz ve Paramizin Kıymeti". – Ankara, 1947. – **Milli Eğitim Basımevi**. ss. 42-43.

⁶ Validova A.F.;" Monetary and Exchange Rate Policy of the Central Bank of the Republic of Turkey"; **Mediterranean Journal of Social Sciences MCSER Publishing, Rome-Italy, Vol 5 No 28 December 2014**, p.75.

TCMB, genişlemeci para politikası uygulamalarını hayata geçirerek kalkınma planına destek olmaya ve kamuya kaynak sağlamaya çalışmıştır. ⁷

Türkiye parasal alanındaki önemli değişiklikler, hükümetin ekonomik kalkınma planlarına dayalı yeni ekonomik stratejiyi ilan ettiği 1960-70'de gerçekleşti. Türk ekonomi tarihinde bu dönem, enflasyonun sınırlandırılmasında elde edilen başarılar, kamu sektörünün para piyasaları üzerindeki yaygın rolü, Kamu kesimi işletmelerinin ve devlet bankalarının hâkimiyeti, 1970 'lerin sonunda, Türkiye ekonomisinin yapısal sorunlarından kaynaklanan ekonomik durgunluğa neden olmuştur. Türkiye'de ekonomik planlama döneminde, Merkez Bankası Kanununda çok önemli değişiklikler yapılmıştır. 14 Ocak 1970 tarihinde kabul edilen 1211 sayılı yeni Kanunla, merkez bankası kanunundaki ekonomik politika ve küresel trendlerdeki değişimlere göre, TCMB'nin ana yetkileri ve görevleri yeniden tanımlanmıştır..

Yeni Kanuna göre (1984'te yapılan değişikliklerle birlikte) para politikası, 'Yıllık kalkınma planlarına uygun olarak uygulanmalıdır' kararlı alındı. Bu hükümet faaliyetinin kapsamını aslında anlamlandırmıştır. Diğer önemli yenilik ise açık piyasa işlemi gibi bir para politikası araçlarının kurulmasını ifade etmektedir.. Menkul kıymet satın alarak, teminat karşılığında para alışverişinde bulunarak, Merkez Bankası para arzını artırır ve tersine menkul kıymet satarak para arzını düşürür. Bu değişiklikleri finansal sistemin daha da liberalleştirilmesi takip etmiştir 1980 'lerde Merkez Bankası bankalararası para piyasası, döviz piyasasını başlattı ve nihayetinde açık piyasa işlemlerini para politikasının en temel aracı haline getirdi.⁸

2.2.2. 1980-1990 Dönemi

1980 yılında yaşanan askeri darbe, Türkiye Cumhuriyet Devleti'nin hem ekonomik, hem siyasal hem sosyal olarak çok ciddi etkilemiş ve birçok alanda önemli yapısal değişikliklere neden olmuştur. 1980 dönemi TCMB için bir dönüm noktası olarak kabul edilebilir. 1980 yılına kadar serbest dış ticaret politikasına ilişkin uygulamalar

⁷ "Dünden Bugüne Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası" **TCMB Bülteni**; 2006, ss.4-6.

⁸ **A.e.**, p.77.

yapılamazken, 1980'den sonra serbest dış ticaret politikasına geçiş yapılmış, fiyatlar üzerindeki kontroller kaldırılmış, Cumhuriyetin kuruluşundan beri uygulanan sabit kur rejiminden vaz geçilmiştir. Sabit kur rejiminden dalgalı kur rejimine dönebilmek için Türk Lirası yabancı paralar karşısında devalüe edilmiştir.

1980'li yıllara kadar ekonomik birimlerin dövizli işlem yapması üzerinde yasak bulunmakta idi. Ancak 1980 askeri darbesi ile yaşanan yapısal değişimler ve çıkartılan yeni kanunlar kapsamında ekonomik tüm birimlerin dövizli işlem yapmasının önü açılmıştır. Bu adım ile Türk Lirası'nın konvertable olduğunun ilanı yapılmıştır.

Yeni Kanuna göre (1984'te yapılan değişikliklerle birlikte) para politikası, yıllık kalkınma planlarına uygun olarak uygulanmalıdır; Bu hükümet faaliyetinin kapsamını aslında anlamlandırmıştır. Diğer önemli yenilik ise açık piyasa işlemi gibi bir para politikası araçlarının kurulmasını ifade etmektedir.. Menkul kıymet satın alarak, teminat karşılığında para alışverişinde bulunarak, Merkez Bankası para arzını artırır ve tersine menkul kıymet satarak para arzını düşürür. Bu değişiklikleri finansal sistemin daha da liberalleştirilmesi takip etmiştir. Özetle, 1980 'lerde Merkez Bankası bankalararası para piyasası, döviz piyasasını başlattı ve nihayetinde açık piyasa işlemlerini para politikasının en temel aracı haline getirdi.⁹

Bu kritik bir karardı, çünkü çoğu zaman faiz ve döviz kuru idari yönetim tarafından belirlendi ve kredi tahsis komiteleri belirli merkez bankacılığı kararlarında yer aldı. Merkez bankası bağımsızlığından çok uzaktı, ancak piyasa ekonomisine doğru önemli bir adım attı ve pazarlama için bir taban oluşturulmasına izin verdi. Sadece para piyasalarının ortaya çıkması için gerekli kararların alınması değil, aynı zamanda Sermaye Piyasası Kurulu (1982) ve İstanbul Menkul Kıymetler Borsası (1986) oluşturuldu. TCMB, para piyasası altyapısını tasarladı ve Hazine tahvilleri ve bonoları için stratejik bir borçlanma mekanizması geliştirildi. Bunu takiben bankalararası para piyasaları, döviz ve banknot piyasaları ve hatta kayıt dışı altın ithalatlarına ve resmi olmayan altın ticaretine son veren

⁹ Validova A.F. **a.g.e.**, p.78.

altın pazarı izlendi. 1986'da, para politikasının çerçevesi en iyi biçimde örtük parasal hedefleme olarak tanımlanabilir; bu da TCMB için bir dönüm noktası olmuştur.¹⁰

TCMB'nin 1980 yılı ile başlayan ve çok önemli yapısal değişiklikler nedeni ile para politikalarının değişmesin yol açan dönemi 1990 yılına kadar sürmüştür. 1990 yılında gerçekleşen bir takım olumlu/olumsuz gelişmeler TCMB'yi ciddi anlamda etkilemiş ve para politikalarında değişikliğe gitmesine neden olmuştur.

2.2.3. 1990-2000 Dönemi

1990 yılında TCMB tarihinde ilk defa para programını kamuoyuna duyurmuştur. Bu adım, TCMB ve diğer piyasa aktörleri arasındaki iletişim sürecinin başlaması için son derece önemlidir. TCMB açıkladığı program kapsamında belirlediği hedeflere ulaşmasına rağmen Körfez Savaşı'nın patlak vermesi ile birlikte mali sektör üzerinde artan baskılar 1994 yılının ilk yarısında ülkemizde bir ekonomik krizin yaşanmasına neden olmuştur. 1994 yılının ilk yarısında yaşanan ekonomik kriz elbette ki sadece mali sektör üzerindeki baskılar nedeni ile patlak vermemiştir. Krizin, siyasi istikrarsızlık, uygulanan maliye politikalarındaki gevşeklik, istikrarın sağlanmasındaki yetersizlik gibi birtakım diğer etkenleri de içinde barındırmaktadır.

Yaşanan kriz neticesinde merkez bankası tarafından atılan ilk adım hazinenin kendi kaynaklarını kullanmasını engelleyici önlemlerin alınmasına ilişkin olmuştur. Nitekim çabalar sonuç vermiş ve Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası ile Hazine arasında imzalanan bir protokol ile Hazine'nin kısa dönemli ihtiyaçlar için merkez bankası kaynaklarını kullanması engellenmiştir. Yaşanan kriz sonrasında merkez bankası genel olarak finansal istikrarı sağlamaya yönelik para politikaları sürdürmüştür. Bu politikalar kapsamında döviz kuruna ilişkin istikrar programları açıklanmıştır. Bu politikalar 2000'li yıllara kadar devam etmiştir ancak, piyasalarda oluşan güven kaybının önüne geçilememesi nedeni ile ülkemizde 1994 yılında yaşanan krizin üzerinde on yıl dahi geçmeden bir kriz daha patlak vermiştir ki bu krizin sonuçları oldukça derin hissedilmiştir.

¹⁰Yüksel Görmez;"Banking In Turkey; History And Evolution;"**Bank Of Greece Economic Research Department – Special Studies Division 21**, E. Venizelos Avenue, p.18.

2.2.4. 2001 Krizi Sonrası Dönem

Piyasalarda oluşan güven kaybının sonucunda patlak veren 2001 krizine ilişkin TCMB tarafından alınan ilk önlem 2000'li yılların sonuna kadar yürütmeye çalıştığı döviz kuru istikrarı programını rafa kaldırarak, kurları dalgalanmaya bırakmak olmuştur. 2001 krizi sonrasında yaşanan dönemde öne çıkan ilk önemli gelişme, Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası'nın dayanağı olan süregelen Kanununda değişiklik yapılması olmuştur.

Nisan 2001'de Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası Kanunu'nda önemli değişiklikler yapılmıştır. Bu değişikliklerden en önemlisi bankanın temel amacı net bir şekilde "fiyat istikrarını sağlamak" şeklinde tanımlanmıştır ve bankanın diğer önemli amacının da "finansal istikrarı sağlamak" olduğu kanunda yapılan değişiklikler ile belirlenmiştir. Kanun değişikliğine ilişkin diğer önemli bir husus ise değişiklik ile birlikte merkez bankasının tam anlamı ile bağımsız bir kurum olduğu netleştirilmiş olmasıdır. Değişiklikler ile birlikte merkez tarafından kullanılacak para politikası araçlarının banka tarafından belirleneceği belirtilmiştir. Ve bu hususta, para politikası kurulunun kurulması ve işlemlerin kurumsallaştırılması amaçlanmıştır.¹¹

2.3. 2002-2007 Global Kriz Öncesi Dönemde TCMB Tarafından Uygulanan Politikalar

Türkiye'de global krizden önce uygulanan para politikaların temelini 2000 ve 2001 yıllarında yaşanan krizlerden sonra açıklanan "Güçlü Ekonomiye Geçiş" paketi oluşturmaktadır. Söz konusu krizlerde büyük yara alan Türk ekonomisi, yaraları sarmak ve ekonomiyi güçlendirmek için bu programı açıklamıştır. Güçlü Ekonomiye Geçiş programının esas olarak üç amacı bulunmaktadır.¹²

Bu amaçlar kamu maliyesinin güçlü bir hale getirilmesi enflasyonun düşürülmesi ve sürdürülebilir büyümeye engel etkenlerin kaldırılması olmuştur. Güçlü Ekonomiye

¹¹ **Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası Yayınları** " Dünden Bugüne Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası, 2008.S.14.

¹² Yalta, a.g.e., s. 221

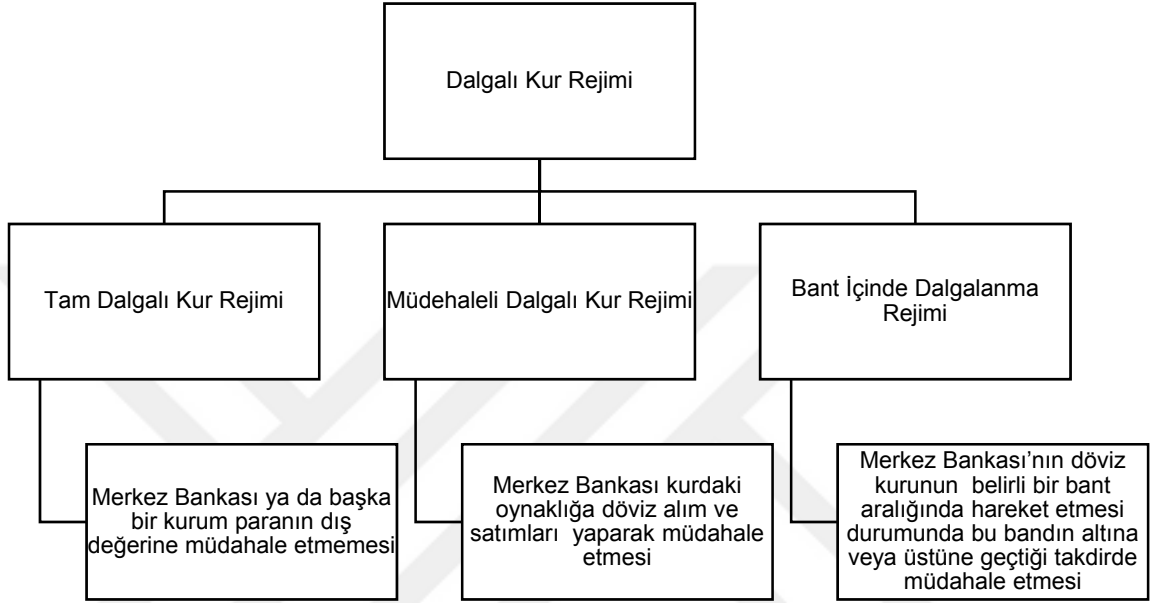
geçiş programı 2001 yılında uygulamaya konulmuştur. Uygulamaya konulmasıyla beraber Merkez Bankası Kanununda önemli değişikliklere gidilmiştir. Bu dönemde para tabanı nominal çapa olarak kullanılmış ve serbest dalgalı kur rejimi benimsenmiştir. 2002 senesi ile 2006 yılları arasına örtük enflasyon uygulamasına karar verilmiş ve 2006`dan sonra kriz sonrası belirsiz görünümün düzelmesi ile birlikte açık enflasyon uygulamasına geçilmiştir. Özellikle tek parti dönemi olması nedeniyle ekonomiye olan güvende bir artış ve enflasyon oranlarında bir düşüş yaşanmıştır. Fakat bu dönemde Türk Lirasında aşırı bir değerlendirme ve cari açığa artış yaşanmıştır.¹³ İlgili literatür incelendiğinde Global kriz öncesinde Türkiye`de merkez bankasının uyguladığı para politikalarının şunlar olduğu görülmektedir;

- Dalgalı kur rejimi
- Örtük enflasyon
- Açık enflasyon
- Faiz politikası

“Floated Exchange Rate Regime” olarak adlandırılan dalgalı kur rejimi, yerli para ile yabancı para arasındaki ilişkilerin piyasalar tarafından belirlendiği kur sistemidir. Bu ilişkinin belirlenmesinde piyasalar arz-talep durumuna göre hareket etmektedirler. Dalgalı kur rejiminde yerli para ile yabancı para arasındaki ilişki kısa sürede değişkenlik gösterir. Örneğin bu ilişki gün içerisinde dalgalanmalarla karşılaşır. Dalgalı kur rejiminde farklı uygulamaların gerçekleştirildiği bilinmektedir. Söz konusu uygulamalar ve özellikleri aşağıdaki şekilde gösterilmektedir.

¹³ A.e.

Şekil 2.1. Dalgalı Kur Rejiminin Türleri



Kaynak: Eğilmez, 2012'de yer alan bilgiler kapsamında tablo haline getirilmiştir.

Türkiye'de serbest dalgalı kur rejiminin uygulamaya konması 21 Şubat 2001 tarihinde başlamıştır. Bu süreçten önce özelleştirilmenin hızlandırılması, yapısal reformların gerçekleştirilmesi, sıkı maliye politikası ve enflasyon hedefi ile uyumluluğu gösteren gelirler politikası gibi kriterlerde bazı gecikme ve sıkıntılar ortaya çıkmıştır. Söz konusu sıkıntılar krizin ortaya çıkmasını sağlamıştır. Krizin hemen sonrasında ise dalgalı kur rejimi uygulamaya konmuştur.¹⁴

Söz konusu kriz öncesinde, TCMB dalgalı kur rejimi hakkında herhangi bir bilgi yayınlamamıştır. Önceki dönemlerde, çeşitli şartlar altında döviz piyasalarına müdahale etmesine rağmen Merkez Bankası ilk olarak 2001 krizinden sonra dalgalı kur rejimine

¹⁴ Arzu Ağcaer, Dalgalı Kur Rejimi Altında Merkez Bankası Müdahalelerinin Etkinliği: Türkiye Üzerine Bir Çalışma, **Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası Piyasalar Genel Müdürlüğü** Ankara, Aralık 2003, s. 37.

geçildiğini resmi olarak belirtmiştir. Kriz döneminde, dalgalı kur rejimi ve bu rejimin sonuçlarıyla ilgili tablolar düzenli olarak piyasalara bildirilmiştir. Merkez Bankasının resmi sitesinde döviz piyasalarındaki doğrudan müdahale ve işlemler düzenli olarak yayınlanmıştır. Bu dönemde Merkez Bankası hem kendi internet sitesinde hem de Reuter vasıtasıyla gerekli bilgileri düzenli olarak kamuoyuna sunmuştur.¹⁵

Türkiye’de yaşanan 2001 krizi sonrası alınan kararla “Döviz Kuruna Dayalı İstikrar Programı” na geçilmiş ve diğer döviz kurları karşısında dalgalı kur rejimine geçilmesine karar verilmiştir. Bu dönemde alınan “Enflasyon Hedeflemesine dayalı Politikaya” geçiş kararı 2001 krizin sonrasında finansal piyasalarda yaşanan belirsizlik nedeniyle bu politikaya geçişe gerekli tüm şartların oluşmasını engellediğinden dolayı, öncelikle “Örtük Enflasyon rejimi” uygulanması kararı verilmiştir.¹⁶

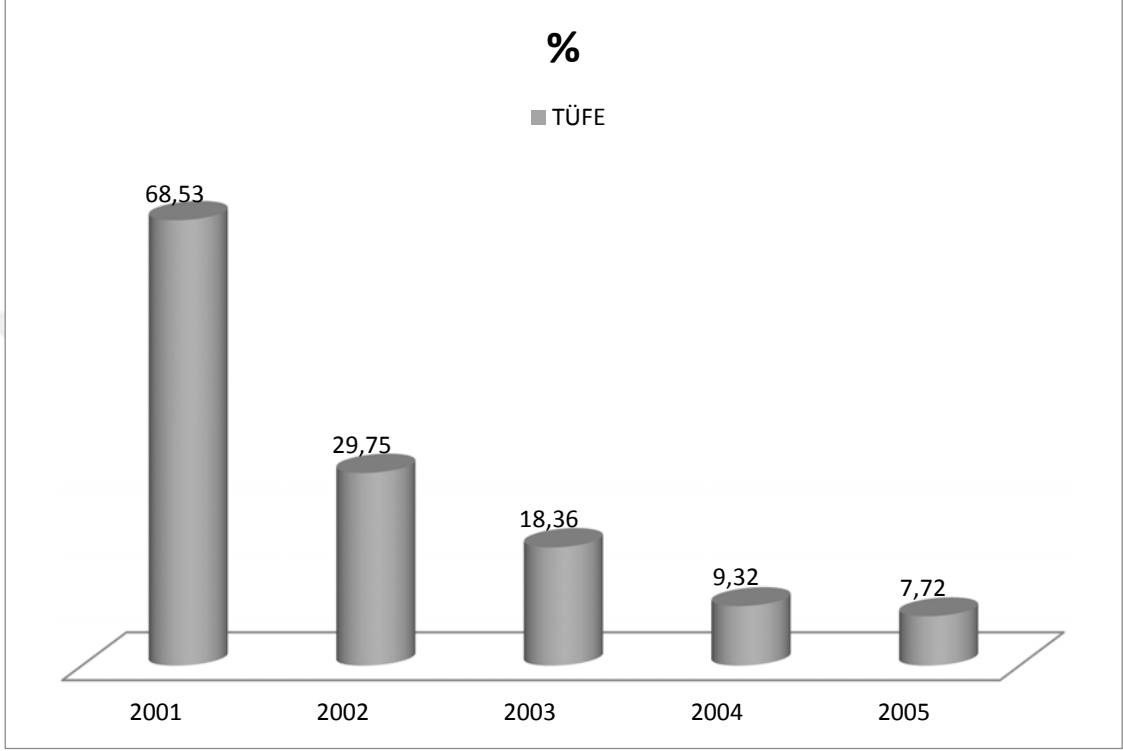
Örtük enflasyon hedeflemesinin uygulandığı dönemde hükümet doğrudan bir enflasyon hedefi birlenmemiştir. Bu dönemde belirlenen enflasyon hedefi “üst sınır” olarak tasarlanmıştır. Bu aşamadaki amaç, çok üst düzeylerde olan enflasyon oranının mümkün olan en kısa sürede alt seviyelere indirilebilmesi olmuştur. Bu çerçevede, yıllık TÜFE enflasyonunun 2002 yılından 2005 yılı sonuna kadar sırasıyla %35, %20, %12 ve %8 seviyelerinin altına çekilmesi hedeflenmiştir. Örtük enflasyon rejiminin benimsenmesiyle beraber 2001 yılında 68,53 olan enflasyon oranı 2002 yılında 29,75, 2003 yılında 18,36 ve 2004 yılında 9,32 ve 2005 yılında 7,72 olarak gerçekleşmiştir.¹⁷ Aşağıda yer alan grafik örtük enflasyon rejiminin uygulandığı dönemde enflasyon oranlarında görülen ivmeyi göstermektedir.

¹⁵ **A.e.**

¹⁶ Hakan Kara ve Musa Orak, “Enflasyon Hedeflemesi”, **Türkiye Cumhuriyeti Merkez Bankası**, 2008, (Çevrimiçi) http://www.tcmb.gov.tr/yeni/iletisimgm/kara_orak.pdf, 12 Ağustos 2014, s. 37

¹⁷ TCMB, “ Enflasyon Hedeflemesi Rejiminin Genel Çerçevesi ve 2006 Yılında Para ve Kur Politikası”, **Türkiye Cumhuriyeti Merkez Bankası**, 2006

**Grafik 2.1. Örtük Enflasyon Rejimi Dönemindeki Enflasyon Oranları
(Tüketici Fiyatları Endeksi)**



Kaynak: <http://www.hazine.org.tr/tr/index.php/ekonomi/enflasyon> adresinden elde edilen verilerden faydalanılarak hazırlanmıştır.

Örtük enflasyon rejiminin uygulandığı dönemlerde mali baskınlık sorunu yaşanmıştır. Söz konusu mali baskınlık sorunu Türkiye`de uygulanan para politikalarının en önemli kısıtlayıcılarından biri olmuştur. 2001 krizinden sonra kamu bazı bankaların sorumluluklarını üstlenmiştir. Ek olarak, bankacılık sektörünün yeniden yapılandırılması bir zorunluluk haline gelmiştir. Bu durum kamu borç stokunun yüzde 90,5 gibi bir seviyeye yükselmesine neden olmuştur. 2002 yılına gelindiğinde ülkedeki borçlanmanın ortalama vadesinin 9 ay olduğu görülmüştür. Söz konusu süre oldukça kısa bir süredir. Bu dönemde toplam kamu borcu incelendiğinde, miktarın yarısından fazlasını ya dövize endekli, yada doğrudan döviz cinsinden gerçekleştiği ortaya çıkmıştır. Tüm bu durumlar

para politikasının etkinliğini azaltmıştır. Zira mevcut ortamda borcun sürdürülebilirliği üzerinde ciddi kaygılar bulunmaktaydı.¹⁸

Türkiye`de 2001 krizinden sonraki dönemlerde uygulanan enflasyon hedeflemesi rejiminde ön koşul olarak sadece merkez bankası bağımsızlığı şartını sağlamıştır. Fakat bilinmektedir ki merkez bankalarının bağımsızlıkları sadece kanunları değiştirerek sağlanamaz. Merkez bankalarının bağımsızlıklarını tam olarak kazanmaları için zaman içerisinde uygun ortamlar oluşturulduğunda ilgili ilkeler hayata geçirilmek durumundadır. 2001 yılından itibaren örtük enflasyon rejiminin uygulanmasına rağmen, bu dönemlerde dahi açık enflasyon uygulamasına geçilmesi gerekliliği belirtilmiştir. Bu gereklilik ekonomiyi yönetenler tarafından da benimsenmiştir.¹⁹

2006 yılına gelindiğinde ekonomiyi yönetenler açık enflasyona geçmek için gerekli koşulların oluştuğu düşüncesini benimsemişlerdir. Merkez bankası tarafından açıklanan “Enflasyon Hedeflemesi Rejiminin Genel Çerçevesi ve 2006 yılında Para ve Kur Politikası” başlıklı duyuruda, mevcut şartlarda enflasyon hedeflemesi rejimine geçilmesi için gerekli koşulların oluştuğu belirtilmiştir. Bu açıklamada 2006 yılında enflasyon hedeflemesi rejimine geçileceği ve fiyat istikrarına da önem verileceği açık bir biçimde belirtilmiştir.²⁰

Yukarıdaki grafikte de görüleceği üzere Türkiye`de örtük enflasyon dönemi oldukça başarılı geçmiştir. Kısa bir süre içerisinde enflasyon oranlarında çok ciddi, bir düşüş yaşanmıştır. Özellikle enflasyon oranının tek haneli seviyelere düşmesi örtük enflasyon uygulamasının en derecede başarılı olduğunu göstermektedir. 2001 yılında açık enflasyon rejimi uygulanması için gerekli şartların bulunmamasına rağmen 2006 yılı itibariyle uygun şartların oluşturulduğu görülmüştür.

Enflasyon hedeflemesine geçilen dönemin uluslararası piyasalarda yaşanan olumsuz gelişmelerinden dolayı, politika uygulamasının ilk yıllarında hedeflenen

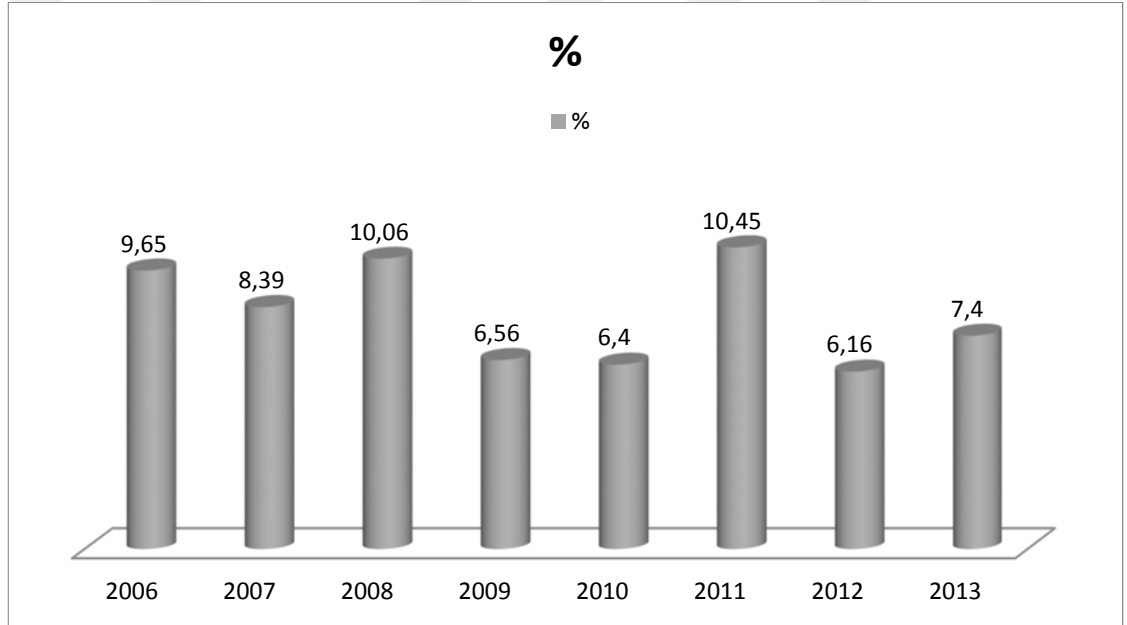
¹⁸ A. Hakan Kara ve Musa Orak **a.g.e.** s 39.

¹⁹ **A.e.**

²⁰ Ergün Ermişoğlu, “Enflasyon Hedeflemesi Rejiminin Türkiye`deki Başarısının Değerlendirilmesi”, **Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası Piyasalar Genel Müdürlüğü, Ankara**, 2011, s. 41.

enflasyon rakamlarının üzerinde gerçekleşmeler olmuştur.²¹2006 yılında ülkedeki enflasyon oranı 9,65, 2007 yılında 8,39, 2008 yılında 10,06, 2009 yılında 6,56, 2010 yılında 6,40, 2011 yılında 10,45, 2012 yılında 6,16 ve 2013 yılında 7,40 olarak gerçekleşmiştir.²² Aşağıda yer alan grafik açık enflasyon rejimi dönemindeki enflasyon oranlarını göstermektedir.

Grafik 2.2. Açık Enflasyon Rejimi Dönemindeki Enflasyon Oranları (Tüketiciler Fiyatları Endeksi)



Kaynak: <http://www.hazine.org.tr/tr/index.php/ekonomi/enflasyon> adresinden elde edilen verilerden faydalanılarak hazırlanmıştır.

İlgili grafikler incelendiğinde, örtük enflasyon döneminde enflasyonun hızlı bir iniş gösterdiği görülmektedir. Diğer tarafta, açık enflasyon döneminde enflasyon inişli-çıkışlı bir yapı göstermektedir. Bu inişli-çıkışlı yapıda dış faktörlerin de etkilerinin olduğu ileri sürülebilir.

²¹ A.e.

²² Hazine Kontrolörleri Derneği, Türkiye Ekonomisi: Enflasyon, , <http://www.hazine.org.tr/tr/index.php/ekonomi/enflasyon>, 2014.

Global kriz öncesinde uygulanan bir diğer önemli para politikası aracı faiz politikası olmuştur. TCMB'nin 2002 yılından sonra uyguladığı faiz politikasının iki önemli etkisinin olduğu görülmektedir. Bunlardan biri kullanılan faiz politikasıyla toplam talebin baskı altına alınmış olmasıdır. Bir diğer sonuç ise uygulanan faiz politikasının özellikle enflasyonla mücadele açısından büyük kazançlar getirmiş olmasıdır. Bu dönemde merkez bankası özellikle iktisadi yönelim anketlerini kullanarak enflasyona yönelik iktisadi karar birimlerinin beklentilerini değerlendirmiş ve söz konusu beklentilerle uyumlu bir biçimde kısa vadeli faiz oranları belirlemiştir.²³

Diğer tarafta belirtmek gerekiyor ki işin içine finansal sermaye hareketleri girince, faizin toplam talebi etkileme gücü azalmaktadır. Baydur (2007)'ye uygulanan yüksek faiz politikasının yabancı sermayenin yatırım iştahını arttıracak ve bu sadece yaşanacak olan fon girişlerinin Türk Lirasının değerlemesi söz konusu olacaktır. Bu tür yatırımı cazip kıldığı gibi yüksek faiz politikası uygulanmasını haklı kılacak birçok neden bulunmaktadır.²⁴

2.4. 2008 Global Krizi Süresince TCMB Tarafından Uygulanan Politikalar

Daha öncede belirtilmiş olduğu gibi, 2008 Global Ekonomik krizi, 1929 Dünya Ekonomik Buhranından sonra global anlamda tahribatı en ağır olan krizdir. Her finansal krizde olduğu gibi, finansal kriz ile baş etmek ve krize ilişkin olumsuz etkilerin ortadan kaldırılarak, yapısal düzenlemelere gidilmesi hususunda en önemi aktörler ülkelerin merkez bankaları olmuştur. Ülke merkez bankaları tarafından ve Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası tarafından 2008 Global Krizinde uygulanan politikalar bu başlık altında detaylandırılacaktır.

²³ Nilgün Acar Balaylar ve Aysin Abuk Duygulu, "Türkiye'de Faiz Politikası Ve Toplam Talep İlişkisi" **Süleyman Demirel Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi** Y.2011, C.16, S.1 s.275-298, s. 293

²⁴ Cem Mehmet Baydur, "Yükselen Reel Faizler Türkiye'de Toplam Talebi Arttırır", **Finans Politik & Ekonomik Yorumlar**, 44 (508), 2007, s. 19

2.4.1. TCMB Uygulamalarını Etkileyen Dünya Merkez Bankası Uygulamaları

Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası tarafından sürdürülen para politikaları uygulamaları, global piyasaların başrol oyuncularını olarak kabul edilebilecek FED, ECB, BOE ve BOJ tarafından uygulanan para politikalarından etkilenmektedir. Dolayısıyla konu piyasa aktörlerinin uyguladığı para politikalarının incelenmesi Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası özelinde yapılacak incelemenin daha iyi analiz edilmesine fayda sağlayacaktır.²⁵

2.4.1.1. Global Kriz ve Dünya Merkez Bankaları Tarafından Uygulanan Para Politikası Stratejileri

Global kriz sonrasında merkez bankaları tarafından uygulanan politikalar ve söz konusu politikalar ciddi bir biçimde tartışılmaya başlanmıştır. Önceki sayfalarda da belirtildiği üzere global kriz öncesinde merkez bankaları yoğunlukla fiyat istikrarı üzerine odaklanmışlardır. Fakat global krizden sonra merkez bankaları yeni yaklaşımlar aramaya başlamış ve uyguladıkları para politikalarında değişikliklere gitmeye çalışmışlardır. Kriz sonrasında merkez bankaları fiyat istikrarı yerine ağırlıklı olarak finansal istikrarı hedeflemeye başlamışlardır. Zira finansal istikrar fiyat istikrarı ve ekonomik istikrar açısından büyük önem taşımaktadır. Finansal istikrarın fiyat istikrarından daha önemli hale gelmesinin çeşitli nedenleri bulunmaktadır. Yüksek maliyetli krizler, uluslararası finansal sisteme entegre olabilme isteği, finansal araçların yapılarındaki değişiklikler, finansal araçların çeşitlerindeki değişiklikler ve finansal işlemlerin hacmindeki artışlar finansal istikrarı fiyat istikrarından daha önemli hale getiren etmenler olmuşlardır.²⁶

Normal zamanlarda para otoriteleri konvansiyonel (geleneksel) araçları kullanarak para politikası yürütmekte, çoğunlukla kısa vadeli politika faizini belirlemek için kısa vadeli devlet borçlanmasında açık piyasa işlemleri gerçekleştirmektedir. Amerika

²⁵ Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası uygulamalarını etkileyen FED; ECB, BOE ve BOJ tarafından yürütülen uygulamaların konu merkez bankalarının solo mali tablolarına yaptığı etkilere ilişkin olarak Ek 4'te yer alan FED, ECB, BOE, BOJ bilançolarını incelemek yararlı olacaktır.

²⁶ Darıcı, a.g.e., s. 2

Birleşik Devletleri'ndeki federal faiz oranı, Avrupa Merkez Bankası'nın ağırlıklı Euro gecelik faizi ve İsviçre Merkez Bankası'nın 3 aylık LIBOR faizi buna örnek gösterilebilir. Ancak, iki nedenden dolayı finansal kriz dönemlerinde merkez bankaları konvansiyonel (geleneksek) olmayan olarak adlandırabileceğimiz faiz oranı araçları dışındaki yöntemleri de benimseyebilir.

İlk olarak; finansal bozulmalar belirli kredi piyasalarında istikrarın bozulmasına neden olur, böylece bu piyasalara özel politika ölçüleri (ölçekleri) piyasaların işleyişinin devamını sağlamakla yükümlü olur. İkinci olarak; ekonomideki negatif şoklar konvansiyonel para politikalarının operasyonel olmaktan çıkararak problemlere neden olmaktadır, çünkü para otoriteleri politika faizini sıfırın altına indiremez.

Konvansiyonel olmayan para politikalarının dört şekli vardır. Bunlar;

- Likidite Provizyonu: Merkez bankaları diğer bankalara ve finansal kurumlara verdiği borçları genişletir
- Hane halkının borçlanma maliyetlerini indirmek için kamu menkullerinin ve özel varlıkların varlık alımı yapması (QE)
- Parasal Genişleme: Merkez bankaları büyük oranda bilançolarını genişletir.
- Beklenti Yönetimi (Sözlü Yönlendirme): Merkez bankalarının politika faizini uzun dönemler boyunca çok düşük tutmayı taahhüt etmesi²⁷.

Şeklinde sıralanmaktadır.

Aşağıdaki tablo yardımı ile FED, Avrupa Merkez Bankası (ECB), BOE ve BOJ tarafından para politikalarının hangilerinin uygulandığı hangilerinin uygulanmadığı takip edilebilir.

²⁷ Frederic S. Mishkin and Eugene N. White; "Unprecedented Actions: The Federal Reserve's Response to the Global Financial Crisis in Historical Perspective", **NBER Working Paper No. 20737** , December 2014,p.17.

Tablo 2.3. TCMB Uygulamaları Üzerinde Etkisi olan Merkez Bankalarının Yürüttüğü Para Politikası Uygulamaları

	BoE	BoJ	ECB	Fed
Likidite operasyonları				
Uygun Teminat Genişletilmesi	✓	✓	✓	✓
Sözleşme genişlemesi	✓		✓	✓
Vade Süresi Uzatma			✓	✓
Tam tahsis			✓	
Merkez Bankası Döviz Swap İşlemleri	✓	✓	✓	✓
Parasal Genişleme				
Devlet Tahvilleri	✓	✓	✓	✓
Özel Sektör Tahvilleri	✓	✓	✓	✓
Sözlü Müdahale				
Politika faizi için	✓	✓	✓	✓
Parasal Genişleme için		✓		✓
Geçici Borç Verme Teşvikleri	✓	✓	✓	
Döviz Müdahaleleri				
Faiz Koridor Sistemi	✓	✓	✓	✓
Negatif Faiz Politikası		✓	✓	

Kaynak: Literatürden toplanan verilere dayalı olarak oluşturulmuştur.

Çalışmanın bu aşamasında, likidite provizyonu, sözlü müdahale ve niceliksel genişleme politikalarından bahsedilecektir.

2.4.1.1.1. Likidite Provizyonu

Global krizle beraber birçok ülkede merkez bankaları politika faiz oranlarını aşağı çekmiştir ve likidite konusunda sıkışıklık yaşayan birimlere kredi vermiştir. Kimi durumlarda ise faiz oranlarının neredeyse sıfıra yaklaşmasına rağmen yeterli likidite sağlanamamıştır. Bu durumlarda da merkez bankaları bazı alternatif yöntemleri devreye sokmuştur. Söz konusu alternatif yöntemlerin temel hedefi likidite sağlamak olmuştur. Bu durum neticesinde temel politika amacı faiz oranı olmayıp paranın miktarı olmuştur.²⁸

Bankalar arası pazarlardaki durgunluğa tepki olarak, merkez bankaları mevcut şemaların değiştirilmesi ve yeni önlemlerin alınmaları için birçok uygulamaya başvurmuşlardır. Merkez bankaları genellikle mevcut politik amaçları devam ettirebilmek ve amaçlara ulaşabilmek için aynı zamanda likidite sorununu çözmeye çalışmışlardır. Bu aşamada merkez bankalarının temel amacı artan likidite ihtiyacına karşılık verebilmek olmuştur.²⁹

Likidite provizyonu merkez bankalarının özellikli finansal piyasalarının işleyişini sağlamakta kullandıkları en temel araçlarındandır. Literatür incelendiğinde, likidite provizyonunu için yapılan değerlendirmelerde bu tür programların çok küçük etkiye sahip olduğunu iddia etmektedir. Örneğin; Taylor ve Williams (2009) dönemsel ihalelerle gerçekleşen borç vermenin kredi piyasalarının genişlemesinde etkisi olmadığını bulmuştur. Diğer çalışmalar ise bu sonuca karşı çıkmakta ve finansal piyasaların gerçekleşen borç vermeler yerine programların duyurularını tepki verdiğini savunmaktadır. Analizdeki bağımlı değişkenin seviyeler değil, spreadlardaki değişimler olmasını gerektiğini savunmuşlardır.³⁰

Kriz esnasında merkez bankaları uygun karşılıklı teminatları genişletmiş, ilgili tarafların sayısını arttırmış ve teklif ettikleri kolaylıkların vadelerini uzatmışlardır. Amerikan Merkez Bankası'nın (Fed=**F**ederal Reserve Bank) krize başlangıçtaki likidite tepkisi,

²⁸ Nomura Research Institute, "Perspectives of Unconventional Monetary Policy", 2009, (Çevrimiçi) <http://www.nri.com/global/opinion/sdfmp/message.pdf>, 26 Temmuz 2014, p. 5

²⁹ Anil Perrera (2010), "Monetary Policy in Turbulent Times: Impact of Unconventional Monetary Policies", 2010, (Çevrimiçi), http://www.cbsl.gov.lk/pics_n_docs/10_pub/_docs/IRC/2010/Unconventional_Monetary_Policies_Full.pdf, 26 Temmuz 2014, p.28.

³⁰ Mishkin, **a.g.e.**

mevduat kuruluşlarına (mevduat olarak para yatırılabilen işletmelere yönlendirilmişti. Bunlar, karşılıklı teminat mukabili piyasa yapıcı bankalar ve para piyasa fonlarının borçlanabildikleri arasından yeni geçici kolaylıkların, teminat satın almalarının ve varlığa dayalı ürünlerde yatırımcılara geri-ödemesiz kredilerin tedarikinin oluşturulmasında yer almışlardır. Amerikan Merkez Bankası (FED) da keza belirli bir takım varlık piyasalarına müdahale etmiştir.

Geleneksel olmayan bir politika aracı olan likidite provizyonu menkul kıymetlerin likidite sorununu ortadan kaldırmaktadır. Likidite sorununun ortadan kaldırılması ile beraber kaynak dağılımı etkin bir biçimde gerçekleştirilmekte ve vadeli ticari menkul kıymetler doğrudan doğruya satın alınmaktadır.³¹ İkinci bölümün sonunda belirttiğimiz Fed'in krize dair likidite politikası tablo 2.4'de görülmektedir.

Tablo 2.3. Amerika Birleşik Devletleri'nin Krize İlişkin Likidite Temin Önerileri

Önem	Başlatıldığı tarih	Sona erme tarihi	Açıklamalar
Reeskont Penceresi 30 güne uzatılmış ikrazlar	Ağustos 2007	Mart 2010	Tipik azami vade uzatıldı ve sonra 2010 yılında tekrar geceliğe indirildi..
Vade ihale Kolaylığı	Aralık 2007	Mart 2010	Mevduat kuruluşlarının dört hafta ila 12-haftalık kredi elde edebilmelerine imkân verildi.
Vadeli Tahvil Kolaylığı	Mart 2008	Şubat 2010	FED (=FED), Hazine tahvillerini, uygun acentelik tahvilleri ve FEDS değiş tokuşunda mevduat kuruluşlarına dört hafta için borçlandırdı.
Mevduat Kuruluşu Kredi Kolaylığı	Mart 2008	Şubat 2010	İlk kez, FED'dan Hazine bonoları ve acentelik bonoları ve FEDS mukabili mevduat kuruluşlarının borçlanmasına imkân verildi.

³¹ Anil Perrera, a.g.e, 2010, p. 19.

Varlığa Dayalı Finansman Bonosu (ABCP) Para Piyasası Yatırım Fonu Likidite (Nakde Çevirebilirlik) Kolaylığı	Eylül 2008	Şubat 2010	Limitler olmaksızın para piyasası fonlarından ABCP'lerin (Varlığa Dayalı Finansman Bonolarını) satın almaları için finansman kuruluşlarının fonlarını yükseltmelerine yardım edildi.
Finansman Bonosu Fonlama Kolaylığı	Ekim 2008	Şubat 2010	Limitler olmaksızın, hisse senedi ihraç eden kuruluşlardan ABS de dâhil üç-aylık ticari finansman bonolarını doğrudan satın alan New York Federal Rezerv Bankası (FRBNY) tarafından özel amaçlı bir gereç finanse edildi.
Para Piyasası Yatırımcısını Fonlama Kolaylığı (=MMIFF)	Ekim 2008	Ekim 2009	MMIF, üç aya kadar vadeli ve finansal kuruluşlar tarafından ihraç edilmiş en yüksek kredilendirme-dereceli, kısa-dönem olarak 600 milyar \$ borç satın aldı.
Vadeli Varlığa Dayalı Bono /Tahvil Kredi Kolaylığı	Mart 2009	Haziran 2010	New York Federal Rezerv Bank (FRBNY), en yüksek derecelendirmeden ABS ve CMBS tarafından teminata bağlanmış olan varlığa dayalı ürünlerde yatırımcılara geri ödemesiz krediler verdi. Kredilerin tutarı, 1 trilyon \$'a kadar arttırılmıştı. Vade, üç yıla uzatılmıştı.

Kaynak: Kei-Ichiro Inaba, Rory O'Farrell, Łukasz Rawdanowicz and Ane Kathrine Christensen," The Conduct Of Monetary Policy In The Future: Instrument Use Economics Department" **Working Papers No. 1187, Oecd Working Papers, Eco/Wkp,2015,p.5.**

Yukarıda yer alan tabloda FED tarafından uygulanan likidite provizyon detayları görülmektedir. FED, Ekim 2008'de, uzun-vadeli ihaleler (nihayetinde dört yıla kadar varan) teklif ederek likidite tedarikini daha da arttırmış, uzatılmış karşı teminat kullanılabilirliğini geliştirmiş ve hassas-ayarlı işlemler açısından karşı tarafların listesini genişletmiştir. Aynı zamanda, kendinin esas yeniden finanse etme işlemleri içerisinde tümüyle paylaştırılmış sabit-oranlı ihaleye de geçilmiştir. Likidite provizyonu bölümünde belirttiğimiz uygulamaları hayata geçiren Fed, Ekim 2008'de gerekli rezerv miktarları için faiz ödemesi de gerçekleştirme kararı alırken, bu uygulamasındaki hedefi rezerv

gerekliliklerinde sıkıntı yaşamamak olmuştur. Ödenilen faiz oranı rezerv denge gerekliliklerini karşılar nitelikte olmuştur. FED'in bu uygulaması para politikasının uygulanmasını kolaylaştırıcı bir araç olmuştur.

FED tarafından kullanılan araçlardan bir diğeri vadeli mevduatlar olmuştur. Vadeli Mevduatlar, FED'in rezervler dengesinde istenilen şekilde faaliyet göstermesinde yardımcı olan ve para politikasının uygulanmasını sağlayan önemli bir araç olmuştur. Özellikle bankacılık sistemi açısından vadeli mevduatların FED tarafından kullanılmasının olumlu sonuçları olmuştur. FED'in vadeli mevduat uygulamasından isteyen tüm kurum ve kuruluşlar faydalanabilmiştir. 17 Eylül 2014 tarihinde kabul edilen bir yasa ile para politikasının normalleştirilmesi sürecinde FED'in vadeli mevduat aracını kullanmasına karar verilmiştir. Fed tarafından gerçekleştiren likidite sağlayıcı politikalar ve Likidite provizyonu için kullanılan finansal araçların detayları şu şekildedir;

Vadeli ihale kolaylığı (TAF): Birincil kredi sağlayabilen bütün mevduat kuruluşlarının dâhil olduğu, verilen kredilerin tamamı teminat altına alınan, sabit tutarda, faiz oranı ihale sürecinde belirlendiği ve tekliflerin bölgesel Merkez Bankaları aracılığıyla sunulduğu bir parasal politika aracıdır. FED'in bu programla piyasaya 3 trilyon 800 milyar dolar civarı borç verdiği görülmüştür. Banka, 12 Aralık 2007 tarihinde TAF uygulamasını kamuoyuna duyurmuş, 17 Aralık 2007 tarihinde ise ilk ihaleyi gerçekleştirmiştir. Son ihale 8 Mart 2010'da 25 milyar dolarla yapılmıştır.³²

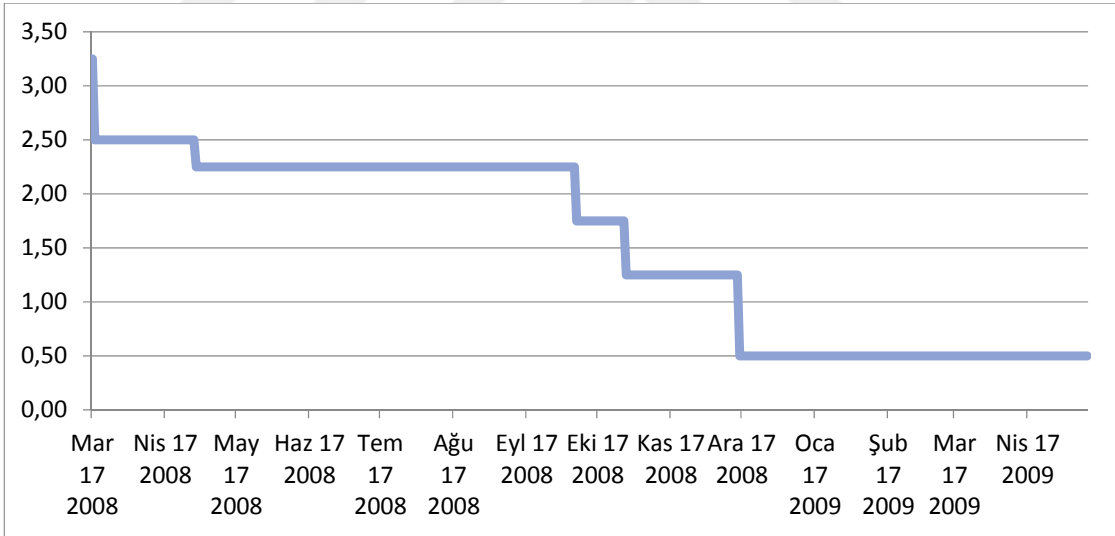
Vadeli Menkul Kıymet Borç Verme Kolaylığı (TSLF): Bu imkân kapsamında FED, 11 Mart 2008 tarihinde, piyasanın yapıcı kuruluşlarına 200 milyar dolar civarı tutardaki Hazine kâğıtlarını ve menkul kıymetlerini belirli teminatlar karşılığı 28 günlük vadede sunacağını bildirmiştir. Vadeli Menkul Kıymet Borç Verme Kolaylığı (TSLF) piyasa yapıcısı olan, mevduat bankası olmayan finansal kuruluşlara likidite sağlamanın yanı sıra hazine kâğıtları ve diğer teminatların nakde çevrilebilme imkânını

³² Fed Resmi Web Sitesi, Regulatory reform, ;Federal Reserv System, "Term Auction Facility", Çevrimiçi: https://www.federalreserve.gov/newsevents/reform_taf.html.

artırma ve bu yolla mali piyasaların genel işleyişini kolaylaştırmak amacıyla da uygulanmış bir programdır.³³ Bu uygulama 1 Şubat 2010 tarihinde sona erdirilmiştir.³⁴

Piyasa Yapıcısı Kredi Kolaylığı (PDCF): FED, 16 Mart 2008 tarihinde “piyasa yapıcısı kuruluşlar için reeskont penceresi şeklinde çalışan” piyasa yapıcısı kredi kolaylığı (PDCF) uygulamasına temel oluşturmak üzere New York FED’e yetki verdiğini açıklamıştır. Piyasa yapıcısı kredi kolaylığı, piyasa yapıcı kuruluşlara belli teminatlar nispetinde gecelik fon sağlamaya ve bu yolla mali sisteme işlerlik kazandırmaya ilişkin yeni bir uygulamadır³⁵. 17 Mart 2008 tarihinde uygulanmasına başlanan sistem, 1 Şubat 2010 tarihine dek sürmüştür. FED, piyasa yapıcısı kredi kolaylığı programı sayesinde piyasaya 8,9 trilyon dolar civarı borç kaynak kullanılmıştır.³⁶ PDCF için uygulanan faiz grafik 4’de belirtilmektedir.

Grafik 2.3. PDCF Faiz Oranları



Kaynak: <https://www.federalreserve.gov/newsevents/files/pdcf.xls> verilerinden oluşturulmuştur.

³³ ‘Abd Mortgage Krizi” Bddk, Sayı: 3 / Ağustos 2008 a.g.e.ss.75-78.

³⁴Fed resmi İnternet Sitesi, Term Securities Lending Facility” Çevrimiçi: <https://www.federalreserve.gov/monetarypolicy/tslf.htm>.Erişim:16.01.2016.

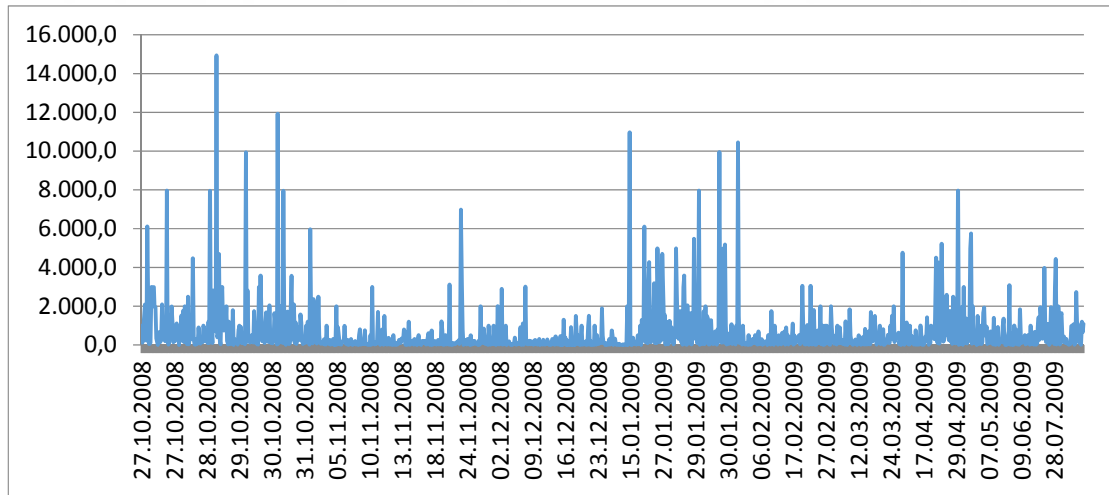
³⁵ Bddk, 2008:a.g.e.,s.76 Akt:

³⁶ Tobias Adrian, Christopher R. Burke, and James J. McAndrews; The Federal Reserve’s Primary Dealer Credit Facility, Volume 15, Number 4 , August 2009 , ,p.9, Çevrimiçi.: www.newyorkfed.org/research/current_issues,p.9-12.,Erişim:15.11.2015.

Varlığa Dayalı Finansman Bonusu Para Piyasası Yatırım Fonu Likidite Olanığı (AMLF): FED, 19 Eylül 2008 tarihinde Amerika Birleşik Devletleri'ndeki mevduat kuruluşlarına, grubu bünyesinde bankası bulunan holding şirketlerine ve yabancı bankaların Amerika Birleşik Devletleri'ndeki şubelerine para piyasasının yatırım fonları üzerinden yüksek kalite varlığa dayalı finansman bonusu (ABCP) satın almalarını finanse etmek üzere varlık temelli finansman bonusu, para piyasası yatırım fonu likidite olanığıyla ise kredi sunacağı açıklamıştır.³⁷

Finansman Bonusu Fonlama Kolaylığı (CPFF): CPFF'nin amacı; finansman bonusu ihraççılara likidite yedeği sağlanmasıyla finansman bonusu piyasasındaki geçici likidite bozulmalarını iyileştirmek ve böylece iş dünyası ve hane halkı için daha fazla kredinin ulaşılabilirliğine katkıda bulunmaktır. 7 Ekim 2008 de duyurusu yapılan ve 27 Ekim 2008'de uygulanmaya başlayan fonlama kolaylığı 1 Şubat 2010'da sonlandırılmıştır. Son alım yapılan finansman bonosunun vade sonu 26 Nisan 2010 tarihli olmuştur. FED CPFF programı altında toplamda 1 trilyon dolar borç vermiştir.³⁸

Grafik 2.4. Finansman Bonusu Alımları

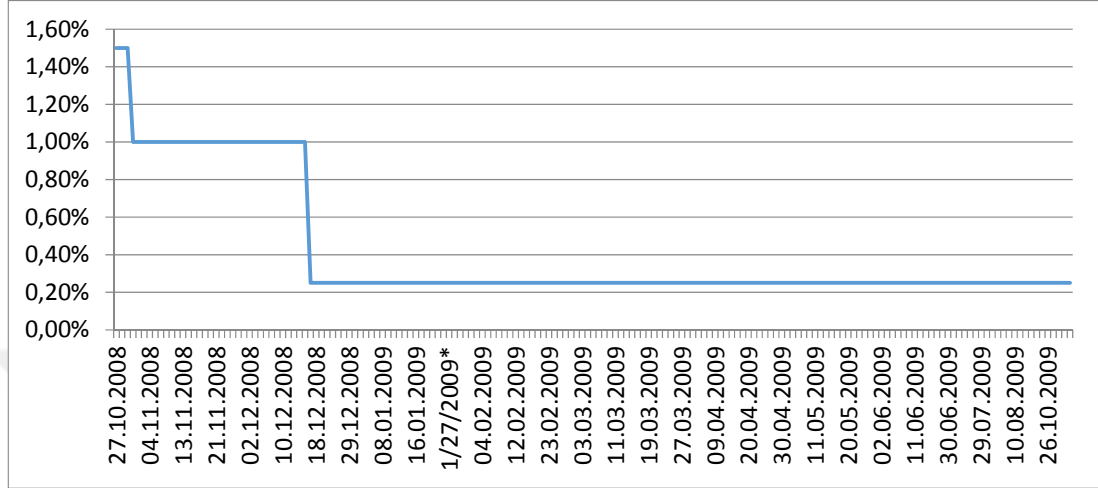


Kaynak: <https://www.federalreserve.gov/newsevents/files/cpff.xls> verilerinden yararlanılarak oluşturulmuştur.

³⁷ Asset-Backed Commercial Paper Money Market Mutual Fund Liquidity Facility,"Çevrimiçi: https://www.federalreserve.gov/newsevents/reform_amlf.htm

³⁸ Levy Economics Institute, 2011: 24 ; çevrimiçi; https://www.federalreserve.gov/newsevents/reform_cpff.htm.Erişim:16.12.2015.

Grafik 2.5. FED Finansman Bonosu Fonlama Faizi



Kaynak : : https://www.federalreserve.gov/newsevents/reform_cpff.htm, Web Sitesinden Elde Edilen Veriler Sonucunda Tarafimca Oluşturulmuştur.

Para Piyasası Yatırımcısını Fonlama Kolaylığı (MMIFF): 21 Ekim 2008'de ilan edilen, 24 Kasım 2008'de uygulanmaya başlanan MMIFF, Amerika'da yerleşik para piyasası yatırımcılarına (para piyasası yatırım fonları, bazı yerel hükümet yatırım fonları, toplu yatırım fonları gibi) likidite sağlamak üzere kurgulanmıştı. Uygulama 30 Ekim 2009 tarihinde sona erdirilmiştir.³⁹

Vadeli Varlığa Dayalı Menkul Kıymet Kredi Kolaylığı (TALF): Mart 2009 tarihinde uygulama konulan TALF 30 Haziran 2010 tarihinde yeni kredilendirme genişlemesi için sona erdirilmiştir. Bu sistemde bir yandan ticari konut piyasasını canlandırmak, bir yandan ise tüketici ve küçük işletme kredilerine dayalı ABS ihracını daha normal faiz oranlarında kolaylaştırarak, tüketici ve küçük işletme kredilerinin ulaşılabilirliğini arttırmak ve ekonomiyi canlandırmak amaçlanmıştır.⁴⁰

The Money Market Investor Funding Facility (Para Piyasası Yardımcısını Destekleme Olanğı), Asset-Backed Commercial Paper Money Market Mutual Fund

³⁹Fed, "Money Market Investor Funding Facility, çevrimiçi: <https://www.federalreserve.gov/monetarypolicy/mmiff.htm>.

⁴⁰Çevrimiçi,: <https://www.federalreserve.gov/monetarypolicy/talf.htm>.Erişim:01/11/2015.Detaylı bilgi için,. <https://www.newyorkfed.org/markets/talf.html>.

Liquidity Facility (Varlığa Dayalı Ticari Kağıt Karşılıklı Fon Likidite Olanağı), the Commercial Paper Funding Facility (Özel Sektör Tahvil Finansman Kolaylığı), the Primary Dealer Credit Facility (Piyasa Yapıcılara Tanınan Kredi Olanağı), Term Securities Lending Facility (Varlığa Dayalı Menkul Kıymet Kredi Olanağı) ve Term Auction Facility (Geçici Vadeli İhale İmkânı) kriz sürecince kullanılan fakat artık kullanılmayan uygulamalar olmuştur.⁴¹

Krizin başlamasıyla birlikte gelişmiş ülke Merkez bankaları tarafından kullanılan bu politikanın Avrupa Merkez Bankası, BOE ve BOJ Tarafından kullanımına ilişkin detaylar ise aşağıdaki gibidir.

2.4.1.1.2.Euro Bölgesi Likidite Provizyonu

Finansal kriz, Euro bölgesinde geleneksel olmayan politika araçlarının geniş çapta geliştirilmesi ve kullanılmasına yol açtı. Bunların arasında en belirgin olanı, özel bankacılık sistemine yapılan doğrudan likidite enjeksiyonları, niceliksel genişleme, negatif faiz oran uygulaması ve foreks piyasasına müdahaleleri içermektedir.

Avrupa Merkez Bankası (ECB) Ağustos 2007'den itibaren hassas-ayarlı işlemler ve standart işlemler vasıtasıyla ekstra likidite sağlamaya yönelik politikalar uygulamıştır.⁴² 2007'den itibaren kullanılan teminatların muhtelif türlerinin bileşimi dengeli durumda kalmıştır⁴³ Örneğin, Ekim 2008'de pazarlanabilir teminatlar açısından kredi eşiği, "A-" dan "BBB-"a düşürülmüş ve mevduat sertifikaları kabul edilmiştir. Kasım 2008'de yabancı para birimleri cinsinden borçlanma gereçleri de keza kabul görmüştü. Ocak 2011'de, sabit-vadeli birikimler, makul (kabul edilebilir) teminatlar listesine eklenmiştir.

Bu dönemde ECB, yeniden finanse etme işlemlerini haftalık vadeyle yürütmeyi sürdürdü. Uzun Vadeli Yeniden Fonlama İşlemleri (LTRO'lar)'nin azami vadesi, üç aydan başlayarak, Mart 2008'de açıklanan altı aylık bir UVYF (yani "LTRO") ile uzatılmış oldu, bu da, üç yıla kadar fonlamanın teklif edildiği Aralık 2011 ve Şubat 2012'deki Uzun-Vadeli

⁴¹ FED, "Expired Policy Funds", ; <https://www.federalreserve.gov/> 2014.

⁴² FED, Çevrimiçi: www.federalreserve.gov erişim: 26.05.2015,

⁴³ ECB, "The Eurosystem Collateral Framework Throughout The Crisis", **ECB Monthly Bulletin**, July 2013, pp.71-86.

Yeniden Borçlanma (yeniden finansman/fonlama) İşlemlerine (Türkçe: UYB, İng: LTRO) girişin başlangıcı olmuştur. Haziran 2014'de ECB'ye benzer nitelikte FED, bankacılık kredilendirme dereceleri şartına bağlı olarak, 4 yıla kadar bankalara kaynak aktarılmasını öneren Hedeflenmiş Uzun Vadeli Yeniden Finansman İşlemlerini kullanmaya başlamıştır;

- Ekim 2008'de, hassas-ayar işlemleri açısından (daha da kısıtlayıcı hale gelmiş olan) kabul edilebilir taraflar listesi, Euro-sistem açık piyasa işlemleri için kabul edilebilir olanları da içine alacak şekilde genişletildi.
- Uzun vadeli yeniden finansman operasyonlarının vadesi 2011 yılına kadar 6 ay, 1 yıl ve sonrasında 3 yıl olarak uygulanmış ayrıca teminatlı tahvil alım programları uygulamaya konulmuştur.

2.4.1.1.3. Japonya Merkez Bankası Likidite Provizyonu

Global krizin çıkmasıyla beraber Japonya Merkez Bankasının para politikası önlemleri üç gruba ayrılmaktadır. Bunlar politika faiz oranlarındaki düşüşler, finansal pazarların istikrarının korunması ve kurumsal finansmanın desteklenmesidir.

Japon Merkez Bankası'nın (BOJ) krize ilk tepkisi, özel bankalara yardım etmek için A.B.D. dolar fonlarını arttırmak oldu. JMB, Eylül 2008'de, yerel bonolarla teminat altına alınan A.B.D. Dolar Fonlarının tedariki İşlemini başlatmıştır. BOJ aynı zamanda, şirket finansmanını kolaylaştırmış ve finansman bonolarını (şirket kâğıtları) satın alarak likidite sağlayıcı uygulamalar yapmıştır. Ocak 2009'da, JMB, Şirket Finansmanını Kolaylaştırmak Üzere Para Piyasası İşlemlerini başlattı, Bu yolla, şirketler üzerinde kabul edilebilir hak iddialarıyla teminata bağlanmış finansman kuruluşlarına kısa-vadeli fonların tedarik etti. Keza, 3 trilyon yen (Gayri Safi Yurt İşi Hasılanın % 0.6'sı) tutarındaki finansman bonolarının (ABS – Varlığa Dayalı -olan dâhil ve en azından "A" derecelendirmeli kredi derecelendirmeleriyle) satın alımını da başlattı. Şubat 2009'da JMB, toplamda bir trilyon yen tutan (Gayri Safi Yurt İçi Hasılanın % 0.2'si) bir yılda kadar vadeli ve kredi derecelendirmesi en azından "A" olan şirket bonolarının satın alımını başlatmıştır. Tüm bu tedbirler, bir mali yılın sonundaki ödemelerle ilişkili sektörler

tarafından likidite açısından artan talep ile motive edilmiştir. ⁴⁴ Aşağıdaki Tablo kriz başlangıcı ile alınan söz konusu önlemler için yapılanların bazılarını ve tarihlerini göstermektedir.

Tablo 2.4. Japonya Merkez Bankası Tarafından kriz Döneminde Alınan Önlemler

AMAÇ	ÖNLEM	TARİH	
Politika Oranlarındaki Düşüşler	Faiz Faiz Oranının %0,75 olması	Şubat 2007	
	Faiz Oranının %0,5 olması	Ekim 2008	
	Faiz Oranının %0,3 olması	Kasım 2008	
Finansal Pazarların İstikrarının Korunması	Menkul Kıymetler Ödünç İşlemlerinin Genişletilmesi	Ekim 2008 Şubat 2009	
	ABD Doları Tedarik -Operasyonlarının Genişletilmesi	Eylül 2008 Kasım 2008 Ocak 2010	
	Japonya Merkez Bankasının Alımlarının Genişletilmesi	Ekim 2008	
	Tamamlayıcı Mevduat Desteği	Ekim 2008	
	Doğrudan Alımların Genişletilmesi	Aralık 2008 Ocak 2009	
	Repo Operasyonları gibi faaliyetler için Japonya Gelişim Bankası'nı (Development Bank of Japan) kapsama	Aralık 2008	
	Amerika Birleşik Devletleri, İngiltere, Almanya ev Fransa gibi ülkelerin hazırladıkları tahvillerin kabul edilmesi	Mayıs 2009	
	Yeterli Fonların Gözden Geçirilmesi	Ekim 2008	
	Kurumsal Finansmanın Desteklenmesi	Repo Faaliyetlerinin Sıklığının Artırılması	Ekim 2008

⁴⁴Samuel Cheun, Isabel von Köppen-Mertes, and Benedict Weller, (2009), "The Collateral Frameworks of the Eurosystem, the Federal Reserve System and the Bank of England and the Financial Market Turmoil", **ECB Occasional Papers**, No. 107. Çevrimiçi: <https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/scpops/ecbocp107.pdf?b300d2d3429520e80560256735eed7fb>. Erişim 15.12.2015.

Kurumsal Finansmanın Desteklenmesi için Özel Fon Sağlayıcıların Genişletilmesi	Aralık 2008 Ocak 2009
Doğrudan Alımların Başlatılması	Aralık 2008 Ekim 2009
Şirket Tahvillerinin Doğrudan Alınması	Ocak 2009 Kasım 2009

Kaynak: Japonya Merkez Bankası, "The Bank of Japan's Policy Measures During the Financial Crisis", Japonya Merkez Bankası Resmi İnternet Adresi, <https://www.boj.or.jp/en>, 2014

2.4.1.1.4.İngiltere Merkez Bankası Likidite Provizyonu

İngiltere Merkez Bankası (Türkçe: BOE; İng: BoE), karşı teminat olarak sadece yüksek oranda likiditeye sahip hükümet bonolarını kabul ederek, karşı teminat seçiciliğiyle ilgili kısıtlar koymuş ancak krize bir tepki olarak, kabul edeceği teminatların çeşitliliğini genişletmişlerdir.

Karşı teminat kurallarındaki değişiklikler şunları içermektedir;

- Eylül 2007'de, BOE, AAA-derecelendirmeli mesken türü ipoteye dayalı teminatlar (RMBS) gibi özel sektör bonolarını /teminatlarını kabul etmiştir.
- 2007'nin sonunda, uzun-vadeli repo işlemleri için karşı teminatlar, "kendisinin ihraç ettiği" (Varlığa Dayalı) ABS'ler ve (Mesken Tipi İpoteye Dayalı Teminatlar) RMBS'leri de kapsayacak şekilde genişletildi.
- Ekim ve Aralık 2008'de, kabul edilebilir karşı teminat, tekrar, ticari ipoteye-dayalı teminatlar/bonolar (CMBS), şirket borçlanmaları, hükümet garantisindeki banka borcu ve ipotekli tahvilleri de içerecek şekilde uzun-vadeli repo işlemlerini genişletmiştir.
- Nisan 2008'de, Özel Likidite Planı sunarak daha az likit varlıklar için BOE'dan likit varlıkların satın alınabilmesi için bankalara imkân vereceğinin bildirimini yapmıştır.

BOE, Aralık 2011'de, aynı zamanda Şarta Bağlı Vadeli Repo Kolaylığını da (2014'e kadar Genişletilmiş Karşı teminatlı Vadeli Repo olarak anıldı) ortaya koymuştur. Bu, piyasada bir stres olması halinde BOE'nin aktifleştirebileceği, şu anda etkin/faal olmayan bir kolaylıktır. BOE tarafından kabul edilen karşı teminatların tüm çeşitleri karşılıklı olarak borçlanmaya imkân vermektedir.⁴⁵

2.4.1.1.5. TCMB'nin Kriz Döneminde Uyguladığı Likidite Yönetimi

Merkez Bankası Kamu ve Tasarruf Mevduatı Sigorta Fonu (TMSF) bünyesinde bulunan bankalardan 2001 yılında Devlet İç Borçlanma Senetleri (DİBS) ve daha sonraki dönemlerde gerçekleşen yoğun döviz alımlarıyla beraber likidite fazlası yaşamıştır. Söz konusu likidite fazlası Mayıs 2008 tarihine kadar devam etmiştir. Mayıs 2008'de başlayan likidite sıkışıklığı ise 2008'in sonuna kadar devam etmiştir. Bu açıdan bakıldığında TCMB'nin likidite yönetimini iki açıdan değerlendirmek gerekmektedir. Öncelikle, TCMB 2008 krizine kadar likidite yönetimini ters repo işlemleri ve TL repo işlemleri ile gecelik vadede piyasadan çekmiş, krizden sonra görülen likidite sıkışıklığında ise bir hafta vadeli repo ihaleleri açarak sorunu çözmeyi amaçlamıştır.⁴⁶

Likidite düzeyine bağlı bir biçimde, TCMB'nin likidite yönetiminin etkinliğini yükseltmek amacıyla vadelerin uzatılmasının ya da kullanılan araçların çeşitlendirilmesinin faydalı olduğu görülmüştür. Burada amaçlanan likide fazlası ya da likidite darlığı değil, söz konusu fazlalığın ya da darlığın makul düzeylerde tutulması olmuştur. Bu durumda gecelik ya da haftalık işlemler likidite yönetimi için yeterli olabilmektedir. Diğer tarafta, likidite fazlası oluşması ya da ciddi anlamda likidite darlığı oluşması durumunda istenmeyen sonuçlar oluşabilmektedir. Likiditenin fazlalaşması durumunda bankalar kredi verirken çok daha rahat davranmakta ve verilen kredi miktarı fazlalaşmaktadır. Likidite darlığı durumunda ise bankalar kredi vermek istememektedir. Bu durum da para politikasının etkinliğini olumsuz bir yönde etkilemektedir.⁴⁷

⁴⁵ Ulrich Bindseil and Juliusz Jablęcki, "Central Bank Liquidity Provision, Risk-Taking And Economic Efficiency", **Ecb Working Paper**, May 2013, p.12.

⁴⁶ Vural, **a.g.e.**, s.65

⁴⁷ **A.e.**

- Vural (2013)`ün de belirttiği kullanılan araçların çeşitlendirilmesi son derece önemli bir konudur. TCMB likidite yönetiminde başarılı olmak için çeşitli araçlar kullanmıştır. Söz konusu araçlar belirlenirken piyasanın sahip olduğu mevcut koşullar göz önünde tutulmuştur. Bu araçlar şunlardır:⁴⁸
- Döviz alımları: Döviz alımları TCMB`nin döviz müdahalelerinden biridir. Döviz alımı merkez bankasının piyasadaki döviz almasını ifade etmektedir. TCMB`nin uygulamaları incelendiğinde, özellikle finansal piyasalarda gerginlik oluştuğunda TCMB`nin piyasadaki döviz alımı yapmayı durdurduğu görülmüştür. Örnek vermek gerekirse, 2008 Ekim`de piyasadaki döviz alımı bırakımlı, 2009 Ağustosuna kadar döviz alımı gerçekleştirilmemiştir.
- Haftalık ve üç aylık repo ihaleleri: Döviz müdahaleleri gibi, repo ihaleleri de bir likidite yönetim şeklidir. Repo ihaleleri özellikle likidite açığının ortaya çıktığı durumlarda görülmektedir. Repo ihaleleri özellikle geçici likidite eksikliğini gidermek için kullanılmaktadır.
- Koridor sistemi: Bu sistem ile TL piyasası işlemlerinde likidite işlemleriyle fonlama faizi ve piyasa faizi arasında ayırıştırma yapılmaktadır. Merkez Bankası`nın geleneksel sistemde aylık olarak belirlediği faizi, koridor sisteminde kredi kanalı ve döviz piyasasında dengesizlikleri önlemek adına günlük frekansta belirlemektedir. TCMB Koridor Sisteminde haftalık repo faizi, gecelik borç verme ve üst bant borç verme faizini farklı nedenler için kullanabilmektedir.

2.4.2. Sözlü Yönlendirme – İleri Rehberlik

Global kriz ile beraber Mb tarafından uygulanan bir diğer para politikası aracı faiz taahhüdü politikası olmuştur. Burada merkez bankaları, politika faiz oranlarının belirli bir süre için belirli bir miktarın altında tutacağını ilan etmektedir. Merkez bankası diğer bir ifadeyle piyasalara söz vermektedir. Burada temel amaç ülke ekonomisinin istenilen yönde kontrol edilmesidir. Zira özel sektörün faizlerle ilgili bir beklentisi bulunmaktadır.

⁴⁸ Umur Vural, "Geleneksel Olmayan Politikaların Yükselişi", **Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası İletişim ve Dış İlişkiler Genel Müdürlüğü**, 2013, s. 27.

Özellikle kısa vadede merkez bankası söz konusu uygulamayla beraber özel sektör faiz oranlarıyla ilgili beklentisine cevap verebilmektedir.⁴⁹

Tablo 2.5. Dünya Merkez Bankaları Sözlü Müdahale Uygulamaları

	FED	FED	BOE	JMB	KMB
Dayanak politika araç	Fed faizi	Fonlama ve mevduat fazizi	Mb tarafından belirlenen faiz oranı	Parasal taban	Faiz oranı
Takvim yönlendirme	Evet	Hayır	Hayır	Hayır	Evet
Nitelik yönlendirme	Evet	Evet	Evet	Hayır	Hayır
Eşik	Enflasyon ve işsizlik oranı	Belirlenen hedef yok	Enflasyon ile birlikte işsizlik oranı ve finansal istikrar kriterleri	Enflasyon ile birlikte finansal istikrar	Belirlenen hedef yok
Amaç	Enflasyon beklentisini korumak	Kısa vadeli faiz oranlarının yükselişini önlemek	Enflasyon beklentisini korumak	Enflasyon beklentisini yükseltmek	Beklenen enflasyon oranını korumak
Farklı hedeflere yönelme	Evet, / uzun vadeli vadeli faizleri düşürme	Hayır	Evet / uzun vadeli faizleri düşürme	Evet/ yeni para politikası rejimi	Evet / uzun vadeli vadeli faizleri düşürme

Kaynak: Tablo Yazar Tarafından Literatürden Derlenen Bilgilerden Oluşturulmuştur.

Tablo 2.6.da Dünya Merkez Bankaları'nın sözlü müdahale uygulamaları literatürden derlenen bilgiler çerçevesinde özetlenmiştir. 1999 yılında Japonya ilk olarak ileriye dönük rehberlikten yararlanmıştı. Krizin başlangıcından bu yana, sözlü rehberlik, uzun vadeli faizleri düşürmek amaçlı QE (Parasal Genişleme) üzerinde odaklanmıştı. Amerikan Merkez Bankası, Aralık 2008 ile Kasım 2012 yılları arasında, belirli bir zaman dönemi için çok düşük politika faiz değerini muhafaza etmek ve ekonomik görünüşünün

⁴⁹ A.e.

eski haline gelmesi sonrasında, iyileşmenin makul bir süre için uygun durumda kalmasının beklendiği yüksek uyumlu politika duruşunu ifade ederek, bir dizi şartlı taahhütleri gerçekleştirmiştir. Aralık 2012’de, ileriye dönük rehberlik, işsizlik oranının %6.5’in üzerinde kalacağı ve enflasyonun bir ila iki yıl arasında %2.5’in daha üzerinde olmayacağı öngörüsü ve uzun-vadeli enflasyonu beklentilerinin iyice sabitlenmeyi sürdüreceği beklentileriyle, istisnai bir düşük politika oranının müddetine alenen bağlanarak değiştirilmiştir. Mart 2014’te işsizlik oranı %6.5 eşiğine yaklaştığında, FED, bilhassa eğer enflasyon hedeflenenin altında kalır ise, varlık satın alma programlarının sona erdirilmesi sonrasında makul bir süre için, düşük politika oranlarını devam ettirme niyetinde olduğunu not ederek ileriye dönük rehberlik üzerinde değişiklik yapmıştır.⁵⁰

FED, aynı zamanda, işgücü piyasasında görünüm esas itibarıyla gelişinceye dek, ipotek-destekli ve Hazine tahvillerinin satın alınmasının sürdürüleceği taahhüdü vasıtasıyla, kendi Parasal Genişleme tedbirlerine ileriye dönük rehberliği de tatbik etmiştir.

FED Temmuz 2013’te, politika oranlarının uzatılmış belirli bir zaman periyodu için mevcut durumda veya daha düşük seviyelerde kalacağını bir göstergesi olarak ileriye dönük rehberliği sunmuştur. Daha sonraki beyanlarında bu rehberliği tekrarlamıştır. Sıfır veya daha düşük faiz oranlarında bağlantıların varlığında, ileriye dönük rehberliğin etkinliği, merkez bankasının açıklamalarına piyasa beklentilerinin nasıl tepki vereceğine bağlıdır. Örneğin, ileriye dönük rehberliğin açıklanmasından sonra daha düşük faiz oranları, politika oranlarının daha önce düşünüldüğünden daha uzun dönemler için politika oranlarının son derece düşük düzeylerde tutulacağına olan inançtan ziyade, daha zayıf bir Gayri Safi Yurt içi Hâsıla Artışı ve enflasyon beklentilerini yansıtabilir.

BOE (=BoE) Ağustos 2013’te en azından işsizlik oranı, fiyat ve mali istikrara ilişkin üç “şiddetli etki”ye tabi olarak %7’ye düşünceye dek, böylece politika oranı yükseltilemeyecek ve satın alınan varlıkların stokunun korunacağı iması ile ileriye dönük

⁵⁰ Raskin Matthew D. “The Effects of the Federal Reserve’s Date-Based Forward Guidance”, Finance and Economics Discussion Series, 2013-37, Divisions of Research & Statistics and Monetary Affairs, **Federal Reserve Board**, Çevrimiçi: <https://www.federalreserve.gov/pubs/feds/2013/201337/201337pap.pdf>.16.01.2016.

rehberlik (sözlü müdahale) politikası uygulamıştır. Bu rehberlik, işsizlik oranı eşliğine yakın gelecekte ulaşması beklenirken Şubat 2014 'de değişikliğe uğramıştır.

Japon Merkez Bankası ise Ekim 2010 ve Nisan 2013 tarihleri arasında niteliksel ileriye dönük rehberliği ilk kez kullandı. Bu ileriye dönük rehberlik aynı zamanda, düşük politika faiz oranlarının muhafaza edilmesini de işaret etmekteydi. Nisan 2013'te JMB, takribi iki yıl gibi bir zaman içerisinde, mümkün olan en erken zamanda, %2 gibi bir enflasyon oranına istikrarlı olarak ulaşılincaya dek, açık-uçlu bir biçimde politikayı sürdüreceğini taahhüt etmiştir.⁵¹ Berganza ve arkadaşlarının (2014)⁵²'teki gerçekleştirdiği en yeni deneysel araştırmalar da FED'nin ve BOE'nin Parasal Rahatlama ile birlikte sunulan ileriye dönük rehberliğinin, muhtemelen, gelecekteki politika oranlarının volatilitisini düşüreceği ve kısa ve uzun-vadeli faiz oranlarını düşüreceği görüşünde bulunmaktadır.⁵³

Dünya merkez Bankaları'nın krizin baş göstermesiyle birlikte uygulamaya koyduğu likidite provizyonu, varlık alımları ve sözlü müdahale dışında kullanılmış olan bazı politikalar ise şu şekilde özetlenebilir;⁵⁴

- **Geçici Borç Verme Teşvikleri:** Japonya, İsveç, Birleşik Krallık ve Euro Bölgesi'ndeki merkez bankaları borç vermeyi teşvik etmek amacıyla döviz kuru müdahaleleri gerçekleştirdi. İsviçre Merkez Bankası da döviz piyasasına müdahale etti ve İsviçre Frangının İsviçre ekonomisine giren nakit akışları nedeniyle değer kazanmasının önüne geçmek amacıyla Ocak 2015'in ortasında Euro kuruna taban oluşturdu.
- **Politika Faiz Oranı Koridoru Yönetimi:** 2008 yılından itibaren merkez bankaları mevduat faizleri ve marjinal borç verme oranları arasındaki koridoru daraltarak parasal genişlemeyi desteklemeyi ve piyasa faizindeki volatilitiyi azaltmayı

⁵¹ Boris Hofmann.,Feng Zhu. "Central Bank Asset Purchases and Inflation Expectations", **BIS Quarterly Review, March** 2013, pp. 23-35.

⁵² Juan Carlos Berganza, Ignacio Hernando and Javier Vallés, "The Challenges For Monetary Policy In Advanced Economies After The Great Recession", in J. Vallés (ed.) Monetary Policy after the Great Recession, **FUNCAS Social and Economic Studies**,2014, pp. 135-179.

⁵³ Kei-Ichiro Inaba, Rory O'Farrell, Łukasz Rawdanowicz and Ane Kathrine Christensen," The Conduct Of Monetary Policy In The Future: Instrument Use", **Economics Department Working Papers No. 1187**,pp.41-43.

⁵⁴ **A.e.**

hedeflemiştir. FED Kasım 2013'ten Haziran 2014'e kadar asimetrik koridor yönetimi yaparken sadece koridorun üst tarafını daraltmayı seçti.

- **Negatif Mevduat Faizi:** Bankaların borç vermesini arttırmak için İsveç, Temmuz 2009'da negatif mevduat faizini sunarken ECB Haziran 2014'te, İsviçre Merkez Bankası Aralık 2014'te bu yolu izledi.
- **Euro Bölgesi'nde Karşılıksız Parasal İşlemler:** FED Ağustos 2012'de Euro Bölgesi ülkelerinin 1 – 3 yıl vadeli devlet tahvillerini sınırsız olarak ancak Avrupa Finansal İstikrar Mekanizması şartlarına bağlı kalarak alacağını duyurdu. Kriz sonrasında, bazı merkez bankaları ayrıca rezervlerini sundu.

Özetle, krizin başlamasıyla birlikte Merkez bankaları piyasaya yüklü miktarlarda likidite aktarımı gerçekleştirmişlerdir. Bankalar bunu krizin etkilerinin devam etmesi nedeniyle miktar genişlemesi politikası yoluyla gerçekleştirmişlerdir. Alımlar genelde uzun vadeli devlet tahvilleri ya da kısa vadeli finansal varlık alımları yoluyla yapılmıştır.. Kimi durumlarda ise merkez bankaları varlığa dayalı menkul kıymetleri tercih etmişlerdir. Genişleme kapsamında alınan varlıklar, geleneksel politikalarla kıyaslandığında çok daha büyük miktarlar şeklinde ortaya çıkmışlardır.⁵⁵

2.4.3. FED Niceliksel Genişleme Politikaları

FED, kriz döneminde geleneksel olmayan bir takım uygulamalarla ekonomiyi canlandırmaya çalışmıştır. Eylül 2008'e kadar önemli ölçüde para tabanında artış olmamasına rağmen, geniş parasal büyüklükler büyümeye devam etmiş ve fiyat düzeyi kriz boyunca, yavaş olsa da artmaya devam etmiştir.

FED 25 Kasım 2008 tarihinden itibaren genişleme programları kapsamında varlık alımlarına başlamıştır. Düşük faiz ortamında mortgage'a dayalı menkul kıymet alımı devam ederken aynı zamanda tahvil alım programı da yürürlüğe girmiştir. Tahvil alım programı çerçevesinde FED, işsizlik oranını % 6,5 düzeyine düşürünceye veya enflasyon

⁵⁵ Nomura Research Institute, **a.g.e.**, p. 5.

oranını % 2,5'i geçinceye kadar aylık 45 milyar dolar büyüklüğünde uzun vadeli hazine tahvili alımı taahhütlünde bulunmuştur. Bu vaat ile birlikte bankaların elindeki fazla likiditenin krediye dönüşebilmesinin ve likidite bolluğunun piyasalara aktarılması sağlanması ve pek tabii bu sayede ekonomik genişleme üzerinde de olumlu etki yaşanması sonucuna odaklanmıştır. Böylece, bankaların ellerindeki artan likidite krediye dönüşebilecek dolayısı ile piyasalarda bir likidite bolluğu sağlanması hedeflenmiştir. Bunun sonucunda bolluk talebin artmasını ve ekonominin genişlemesini beraberinde getireceği hedef olarak belirlenmiştir. ⁵⁶

Global kriz döneminde FED'in uyguladığı para politikaları incelendiğinde dikkati çeken en önemli faaliyetlerden birinin "Açık Piyasa Operasyonları" olduğu görülmektedir. FED global kriz döneminde açık piyasa işlemlerini varlık tedariki için kullanmış ve bu yöntem ile faiz oranlarını istenilen seviyede tutmayı amaçlamıştır.

1990'lı yılların başından beri, FED, politika faizini enflasyonu fiyat istikrarı ile uyumlu bir yerde ve işsizlik oranını da doğal düzeyde tutmak için kullanmıştır.⁵⁷ Buna göre FED Amerikan ekonomisi canlandığında enflasyondaki artışın önünü almak amacıyla federal fon hedef oranını (politika faizi) yükseltmekte, Amerikan ekonomisi yavaşladığında ise -ki bu GSYİH ya da işsizlik oranına yansiyacaktır- federal fon hedef oranını düşürmektedir.

FED özellikle ekonomik krizden sonra para politikasının uygulanmasında tercih ettiği yaklaşımda federal fon oranlarının sifıra yakın olmasını amaçlamıştır. Özellikle 2008'in sonundan itibaren FED uzun vadeli varlıklarının miktarını mümkün olduğunca çoğaltmayı tercih etmiştir. Bunun nedeni uzun vadeli faiz oranlarının istenilen seviyede kalmasının sağlanmasıdır. Bu sayede ekonomik faaliyetlerin desteklenmesi ve istihdamın artırılması söz konusu olmuştur..⁵⁸

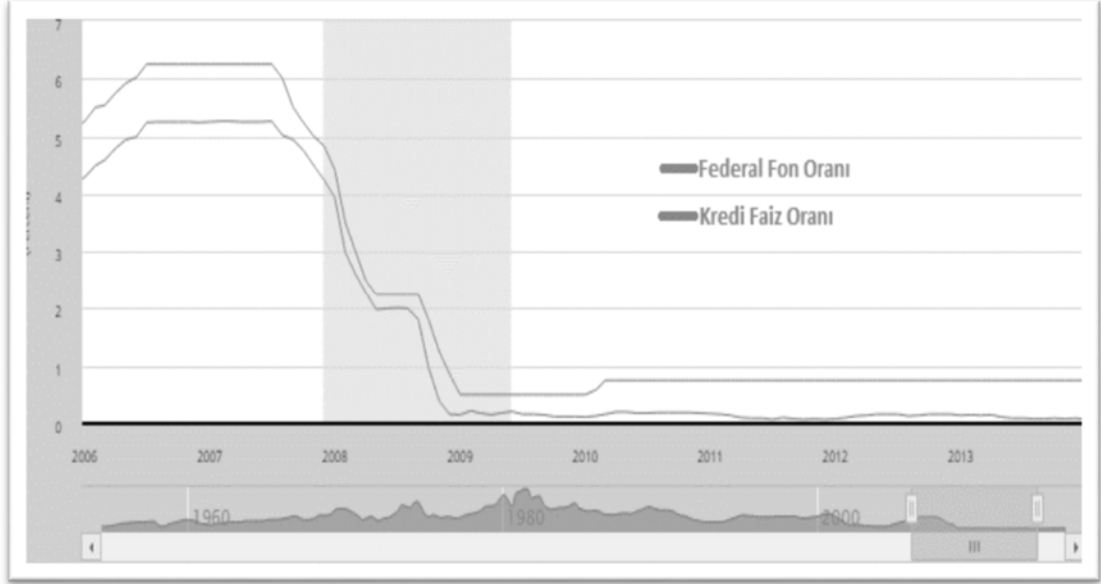
2008 Global Ekonomik Krizi öncesi ve sonrası FED politikalarının etkisi ile federal fon oranları ve kredi faiz oranlarının seyri aşağıdaki grafik kapsamında incelenebilir.

⁵⁶ **A.e**, p.7.

⁵⁷ Fatih Özatay, "Parasal İktisat Kuram ve Politika," 3.Baskı, **Efil Yayınevi**, 2013, Ankara, s.594.

⁵⁸ FED, "Open Market Operations", **Federal Reserve Resmi Web Adresi**, 2013.

Grafik 2.6. 2008 Global Ekonomik Krizi Öncesi ve Sonrası Federal Fon Oranları ve Kredi Faiz Oranları



Kaynak: https://research.stlouisfed.org/fred2/graph/?graph_id=99878&category_id=0

Uyan (2003)'a göre Federal Rezerv sisteminin en önemli para politikası aktörü Federal Açık Piyasa Komitesidir. Bu komitenin temel görevi, ekonomideki büyümeyi arttırmak, tam istihdam düzeyine ulaşmak ve fiyat istikrarı oluşturmak amacı ile politikalar tasarlamaktadır. Federal Açık Piyasa Komitesi, Amerika Birleşik Devletler hükümetinin ve diğer federal kurumların menkul değerlerine ilişkin alım satım gibi açık piyasa işlemlerinin yürütülmesi kapsamında son derece önemli kararlar vermenin yanısıra, döviz ile ilgili işlemlerde yine bu komite tarafından yürütülmektedir. ⁵⁹

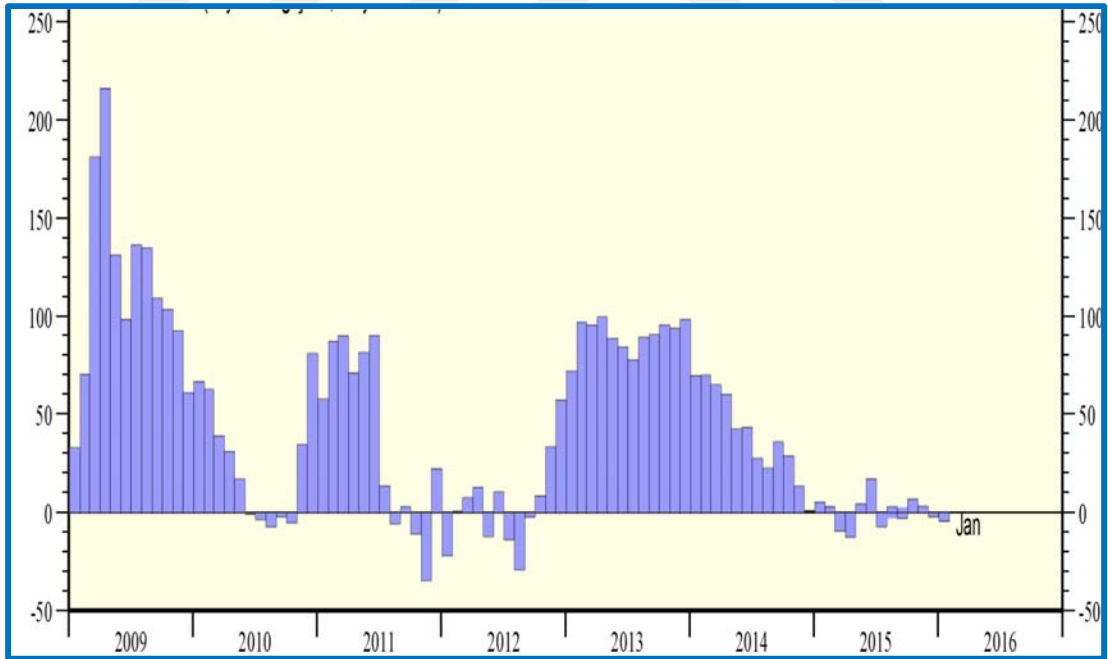
Sonuç olarak FED tarafından kriz döneminde birçok adım atılmış ve bu adımların temeli FED'in bilanço tablosunu genişleterek yaşanan krizden çıkmak amacı üzerine atılmıştır. Konvansiyonel olmayan para politika araçlarının ikincisi belirli varlıklardaki faiz oranını düşürmek için büyük ölçekli varlık alımları yapılmasıdır. FED, kriz döneminde geleneksel olmayan bir takım uygulamalarla ekonomiyi canlandırmaya çalışmıştır. Eylül

⁵⁹ Burak Uyan, "ABD Merkez Bankası Sistemi ve Hazinesinin Sistem İçindeki Yeri" , **Federal Açık Piyasa Komitesi, Hazine Kontrolörleri Derneği, 2013.**

2008'e kadar önemli ölçüde para tabanında artış olmamasına rağmen, geniş parasal büyüklükler büyümeye devam etmiş ve fiyat düzeyi kriz boyunca, yavaş olsa da artmaya devam etmiştir.

FED özellikle ekonomik krizden sonra para politikasının uygulanmasında tercih ettiği yaklaşımda federal fon oranlarının sifıra yakın olmasını amaçlamıştır. Amerika'da federal fon hedef oranı (politika faizi) indirimlerinin toparlanmaya katkıda yetersiz kalması ve faiz oranının sifıra yaklaşması sonucu Aralık 2008'den itibaren, Fed büyük ölçekli uzun vadeli varlık alımı gerçekleştirmiş, uzun vadeli varlıklarının miktarını mümkün olduğunca çoğaltmayı tercih etmiştir. Bunun nedeni uzun vadeli faiz oranlarının istenilen seviyede kalmasının sağlanmasıdır. Bu sayede ekonomik faaliyetlerin desteklenmesi ve istihdamın artırılması söz konusu olmuştur. FED bu uygulamaları yaparken açık piyasa operasyonlarını kullanmıştır.⁶⁰

Grafik 2.7.Fed Net Tahvil Alımları



Kaynak: Yardeni Research, Inc. **Dr. Edward Yardeni** , **Mali Quintana**, 2016. Briefing: Central Bank Balance Sheets Briefing , 12 şubat 2016, p.3.

⁶⁰ FED, "Open Market Operations", ; <https://www.federalreserve.gov/>, 2013.

Fed 25 Kasım 2008 tarihinden itibaren genişleme programları kapsamında varlık alımlarına da başlamıştır. Düşük faiz ortamında mortgage'a dayalı menkul kıymet alımı devam ederken aynı zamanda tahvil alım programı da yürürlüğe girmiştir. Tahvil alım programı çerçevesinde FED, işsizlik oranını % 6,5 düzeyine düşürüncüye veya enflasyon oranını % 2,5'i geçinceye kadar aylık 45 milyar dolar büyüklüğünde uzun vadeli hazine tahvili alımı taahhütlünde bulunmuştur.

Bu vaat ile birlikte bankaların elindeki fazla likiditenin krediye dönüşebilmesinin ve likidite bolluğunun piyasalara aktarılması sağlanacak ve pek tabii bu sayede ekonomik genişleme üzerinde de olumlu etki sağlanacaktır. Böylece, bankaların ellerindeki artan likidite krediye dönüşebilecek dolayısı ile piyasalarda bir likidite bolluğu sağlanacaktır. Bu bolluk talebin artmasını ve ekonominin genişlemesini beraberinde getirecektir.⁶¹

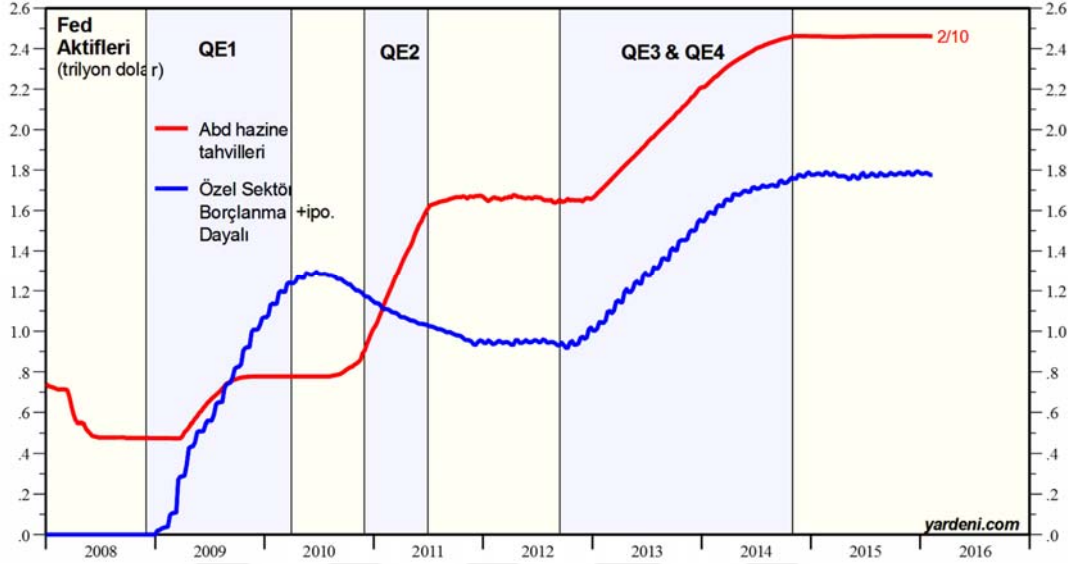
Kasım 2008'de, Amerikan Merkez Bankası (FED) Kamu Sponsorlu Varlık Alım Programı oluşturmuş ve sonucunda 1,25 trilyon Dolar tutarında Fannie Mae ve Freddie Mac tarafından garanti altına alınan MBS (mortgage'a dayalı menkul kıymet) alımı gerçekleştirmiştir. Fed bu menkul kıymet türlerindeki alımların yılsonuna kadar süreceğini açıklamıştır. Ayrıca gelecek 6 ay süresince 300 milyar dolara kadar uzun vadeli devlet tahvili alımının yapılmasına karar verildiği duyurulmuştur⁶². Böylece 1. niceliksel genişleme paketinin kapsamı 1.750 milyar dolara yükselmiştir.

300 milyar dolarlık devlet tahvili alımı 2009 Ekimde bitirirken, Mart 2010 sonunda, 1,425 milyar dolarlık konutla ilgili hükümet destekli kuruluşların tahvilleri ve ipoteğe dayalı tahviller 'ler alınmış olarak Abd ekonomisinin GSYH'nın %12 sine denk gelen tutarda 1. Niceliksel genişleme paketi (QE1) sonlandırılmıştır. İlk niceliksel genişleme paketinin özelliği yapılan tahvil alımlarının %80 lik kısmının ipoteğe dayalı tahviller olması, ilk müdahalenin konut kredi piyasasını destekleyici olduğunu göstermektedir. Grafik 11'de Fed!'in tahvil alımları sonucunda aktif değişimi incelenebilir.

⁶¹ Federal Open Market Committee., "Policy Statement," Press release (FOMC). 2008, 16.Aralık.

⁶² "Federal Open Market Committee "Meeting of the Federal Open Market Committee on (FOMC). 2014. Aralık 2008.

Grafik 2.8. Tahvil Alımları Sonucunda Fed Aktif Değişimi



Kaynak : Yardeni Research, Inc. Dr. Edward Yardeni , Mali Quintana, 2016. Briefing: **Central Bank Balance Sheetsic Briefing** , 12 şubat 2016, pp.1-9.

Q1 sürecinin sonlandırılması sonrasında 2010 yılında ekonomik kriz sürecinde durulma olmasına rağmen ekonomik verilerde beklentilerin gerçekleşmemesi nedeniyle 2010 Ağustos ayında o dönemin Merkez Bankası Başkanı Bernanke, konutla ilgili hükümet destekli kuruluşların tahvillerinin ve İpoteğe dayalı tahvil anapara ödemelerinin uzun vadeli devlet tahvillerine, ABD Merkez Bankası'nda de tutulan hazine menkul kıymetlerinin ise yeniden bu tür varlıklara yatırılarak bilançosunun mevcut seviyesini sürdürmeye devam edeceğini açıklamıştır.

Bu dönemde Fed bilançosunda herhangi bir değişim olmamıştır. Taylor (2015)⁶³ bu uygulamalar FED' in ilk niceliksel genişleme hareketinden beklenenin alamadığı belirtmektedir. Krizdeki ilk dalganın durulmasının ardından ekonomik anlamda iyileşmenin olmaması nedeniyle 2010 yılının Kasım ayında 2011'in ikinci çeyrek sonuna kadar aylık 75 milyar dolar olmak üzere, ABD toplam GSYH tutarının %4 üne denk gelen

⁶³ John B. Taylor ;"A Monetary Policy for the Future;" **Stanford University** "April 15, 2015. Çevrimiçi: http://web.stanford.edu/~johntayl/2015_pdfs/A_Monetary_Policy_For_the_Future-4-15-15.pdf.

600 milyar dolar uzun vadeli devlet tahvili alımının yapacağını açıklayarak Q2 dönemini başlatmıştır. Q2 sürecinin Q1'e nazaran daha başarılı olmasının nedeni, Fed'in bankalardan aldığı uzun tahvil karşılığı likidite sağlaması olarak belirtilebilir.⁶⁴ . FED açık piyasa işlemlerinde krediyi elde edilebilir hale getirmek ve maliyeti azaltmayı amaçlamıştır.

Kriz süresince FED tarafından gerçekleştirilen açık piyasa işlemleri şu şekilde özetlenebilir:⁶⁵

- 2000 Aralık Ayından 2010 Ağustos dönemine kadar FED 175 milyar Dolarlık alım gerçekleştirmiştir,
- FED açık piyasa işlemlerinde krediyi elde edilebilir hale getirmek ve maliyeti azaltmayı amaçlamıştır,
- Ocak 2009 ve Ağustos 2010 dönemlerinde FED mortgage kredileriyle ilgili olarak 1,25 trilyon Dolar değerinde alım gerçekleştirmiştir,
- Özel kredi pazarlarını rahatlatmak için FED Mart 2009 ve Temmuz 2011 arasında toplamda 300 milyar Dolarlık uzun vadeli hazine tahvil alımı gerçekleştirmiştir,
- Kasım 2010 ve Temmuz 2011 dönemleri arasında FED fazladan 600 milyar Dolarlık uzun vadeli hazine tahvil alımı daha gerçekleştirmiştir,
- Eylül 2012'den başlamak itibariyle Temmuz 2011'e kadar FED aylık 40 milyar değerinde MSB alımı gerçekleştirmiştir,
- Ocak 2013 döneminden başlamak üzere FED aylık 45 milyar Dolarlık uzun vadeli hazine tahvil alımı gerçekleştirmeye başlamıştır,
- 2013 Aralık ayından itibaren FED uzun vadeli hazine tahvil alımlarını durduracağını yada azaltacağını açıklamıştır,
- 2014 yılı başları itibariyle FED alımları azaltıp daha çok enflasyona odaklanacağını açıklamıştır.

⁶⁴ Mahfi Eğilmez, Çevrimiçi: <http://www.mahfiegilmez.com/2015/09/parasal-genisleme-uygulamalar.html>, Erişim. 06. 10.2015.

⁶⁵ FED," Credit and Liquidity Programs and the Balance Sheet", Çevrimiçi, <https://www.federalreserve.gov/> 2014, Erişim. 08.06.2015.

2.4.4. Avrupa Merkez Bankası Tarafından Uygulanan Parasal Genişleme Politikaları

Amerika'da konut kredilerinden kaynaklanan global ekonomik krizin Avrupa bankalarında etkilerini göstermeye başlaması ile birlikte, reel sektör bu süreçten hızla etkilenmiştir. Kredi imkânlarının daralması, şirketlerin finansman sorunları, yatırımların ve tüketime daralması birbirini takip eden sorunlardır. Tüm bu gelişmeler, toplam talepte daralmaya neden olmuş ve makroekonomik göstergelerde bozulmalar meydana gelmiştir. Avrupa'da 2009 yılında daralmalar yaşanmış ve işsizlik oranları giderek artış eğilimine geçmiştir. Krizin başladığı dönemde yüksek enerji fiyatları, Euro'nun Dolar'a karşı değerli oluşu ve sıkı para politikasının sürdürülmesi Avrupa genelinde ekonomiyi olumsuz etkileyen ilave faktörler olmuştur.⁶⁶

Kurulduğu günden itibaren Avrupa Merkez Bankası (ECB)'nin nihai hedefi fiyat istikrarı olmuştur. Çolakoğlu (2004)'ye göre Avrupa Merkez Bankası fiyat istikrarı temel amacına sahip bir merkez bankasıdır. Avrupa Merkez Bankası, Avrupa Birliği'nin genel ekonomik politikalarına ve üye ülkelerin fiyat istikrarı amaçlarına zarar vermediği noktaya kadar desteklenebilir. Avrupa Merkez Bankası'nın serbest rekabet koşullarına uygun açık piyasa ekonomisinin şartlarına uygun bir şekilde hareket etmesi şarttır.

Bu durum eş zamanlı olarak Avrupa Merkez Bankası'nın temel amacı olan fiyat istikrarına ulaşmak için uygulayabileceği para politikalarının teorik arka planını da ilgilendirmektedir çünkü Avrupa Birliği'nin genel ekonomi politikaları içerisinde önemli yeri olan büyüme ve istihdam artışının en azından kısa dönemde fiyat istikrarı ile geliştiği görülmektedir.⁶⁷

Avrupa'da sistem içerisinde Merkez Bankası rezervlerin ve banknotların nihai ihraççısı konumundadır. Doğal olarak kriz süresince Merkez Bankasının uygulamaları bankalar için en geçerli kaynak olmuştur. Özellikle para piyasasında Merkez Bankası

⁶⁶ Andrew Watt, "The Economic and Financial Crisis in Europe: Addressing the Cause and the Repercussions", **European Economic and Employment Policy Brief**, 3, pp.1-14. Brussels ,2008.

⁶⁷ Bayram Çolakoğlu, "Avrupa Merkez Bankasının Para Politikası Stratejisi ve Teorik Temelleri" **Bilgi**, 8, 2004, s 96.

bankaların kendi aralarındaki para ticaretini doğrudan etkilemektedir. Krizle beraber Avrupa Merkez Bankası öncelikli olarak faiz oranlarında değişikliklere gitmiştir. Burada fiyatlarda ve çıktı miktarlarında değişikliklerin yapılması amaçlanmıştır. Uzun vadede değerlendirildiğinde, paranın miktarındaki oynamanın fiyatların genel yapısında bir değişikliğe sebep olması doğal görülmüştür (Long-Run Neutrality of Money). Fakat bu durum gerçek çıktı ve işsizlik gibi konularda kalıcı çözümler sunmamaktadır. Long-Term Neutrality of Money” olarak isimlendirilen bu genel prensip tüm standart makroekonomik düşüncenin altını çizmektedir. İşsizlik gibi reel durumlar teknoloji ve nüfus artışı gibi faktörlerle belirlenmektedir.⁶⁸

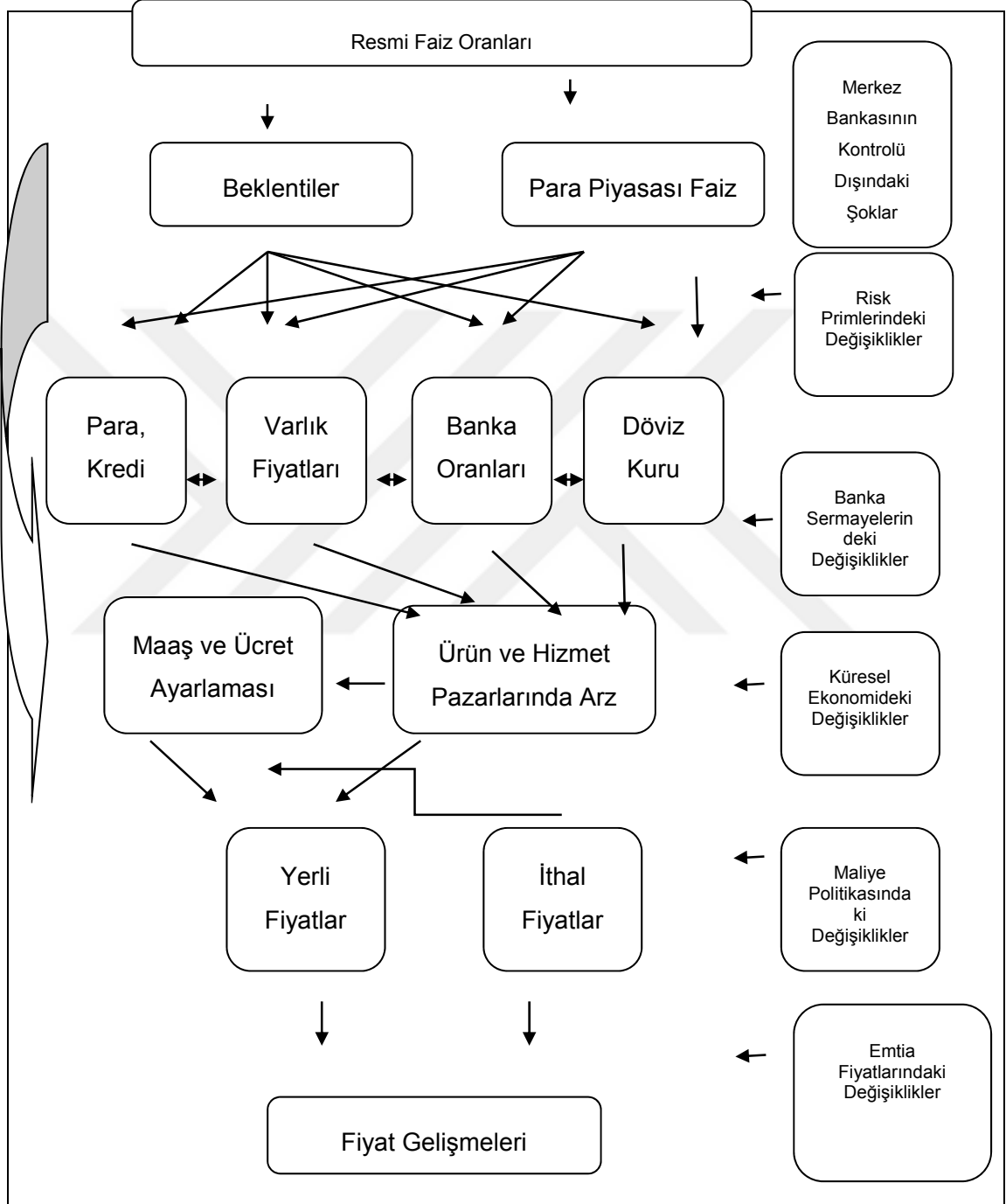
Avrupa Merkez Bankası'nın kriz süresince üzerinde durduğu önemli konulardan biri enflasyon olmuştur. Uzun vadede bakıldığında bir merkez bankası sabit fiyatların bulunduğu bir çevre oluşturarak ekonomini büyüme potansiyeline katkıda bulunabilir. Merkez bankaları para tedarikini yükselterek ekonomik büyümeye katkı sunamazlar. Sadece fiyatların genel yapısını etkileyebilirler. Enflasyon parasal bir durumdur. Uzun vadeli enflasyon oranları paranın büyüklüğü ile ilişkilidir. Teknolojik değişiklikler gibi farklı unsurların da enflasyonu etkileme şansı varken bu noktada devreye giren para politikaları şartlarda değişikliklere neden olabilmektedirler.⁶⁹

Avrupa Merkez Bankası uyguladığı politikalarda kendi ifadesiyle bir geçiş mekanizması oluşturmuştur. Transmission Mechanism of Monetary Policy (Para Politikasının Geçiş Mekanizması) aşağıdaki şekilde gösterilmektedir. Bu şekil Avrupa Merkez Bankasının kriz süresince uyguladığı para politikası stratejisini özetlemektedir.

⁶⁸ Avrupa Merkez Bankası, "Scope of Monetary Policy", **Avrupa Merkez Bankası Resmi İnternet Adresi**, <https://www.ecb.europa.eu>. 2014

⁶⁹ A.e.

Şekil 2.2. Avrupa Merkez Bankası- Para Politikası Geçiş Mekanizması



Kaynak: Avrupa Merkez Bankası, "Transmission Mechanism of Monetary Policy", <https://www.ecb.europa.eu/mopo/intro/transmission/html/index.en.html>, 2014.

Yukarıdaki şekilden de anlaşılacağı üzere, Avrupa Merkez Bankasının para politikalarının temel unsurlarından biri resmi faiz oranlarındaki değişiklikler olmuştur. Kuruma göre faiz oranlarını bu derecede önemli yapan etki alanıdır. Faiz oranlarındaki değişiklikler aşağıdaki faktörlerde değişikliklerin yaşanmasını sağlamaktadır:⁷⁰

- Banka faiz oranları etkilenmektedir,
- Para piyasası faiz oranları etkilenmektedir,
- Beklentiler etkilenmektedir,
- Varlık fiyatları etkilenmektedir,
- Birikim kararları etkilenmektedir,
- Yatırım kararları etkilenmektedir,
- Kredi temini etkilenmektedir,
- Talep etkilenmektedir,
- Fiyatlar etkilenmektedir,
- Banka kredilerinin temini etkilenmektedir.

Avrupa Merkez Bankası para politikasının yönetiminde başarılı olmak için bazı araçlar kullanmıştır. Eurosystem'de kullanılan araçlar açık Pazar uygulamaları (open market operations), mevcut imkânlar ve kredi kurumları için asgari rezerv gereklilikleridir.⁷¹

Avrupa Merkez Bankasının para politikalarının belirleyicisi olan Avrupa Merkez Bankası'nın 20 Eylül 2011 tarihli talimatları incelendiğinde söz konusu araçlar aşağıdaki tablo kapsamında incelenebilir.

⁷⁰ Avrupa Merkez Bankası, "Transmission Mechanism of Monetary Policy", **Avrupa Merkez Bankası Resmi İnternet Adresi**, <https://www.ecb.europa.eu>, 05.10.2014

⁷¹ Avrupa Merkez Bankası, "The Eurosystem's Instruments", **Avrupa Merkez Bankası Resmi İnternet Adresi**, <https://www.ecb.europa.eu>, 2014.

Tablo 2.6. Tek Para Politikasının Araçları ve Özellikleri

Araç	Özellikler
Açık Pazar Uygulamaları	Ters İşlem
	Düz İşlem
	Avrupa Merkez Bankasının Menkul Kıymetler İhracı
	Döviz Kuru Hattı
	Sabit Vadeli Mevduat Toplanması
Mevcut İmkânlar	Marjinal Borç verme Olanağı
	Birikim Olanağı
Kredi Kurumları İçin Asgari Rezerv Gereklilikleri	Kredi Kurumlarına Destek
	Para Piyasasındaki Faiz Oranlarını Kontrol Altında Tutmak

Kaynak: Ecb, "Guideline Of The European Central Bank Of 20 September 2011 On Monetary Policy Instruments And Procedures Of The Euro System", (recast) (2011/817/EU) özetlenerek hazırlanmıştır.

Avrupa Merkez Bankası global kriz süreci ile birlikte refinansman için uyguladığı faiz oranını %1 seviyesine indirmiştir. ABD'de yaşanan kriz ile birlikte interbank piyasasında yaşanan sıkıntılardan ardından sabit oranlı tahsis politikası, 6 ay ve 12 ay vadeli uzun dönem finansman operasyonları, döviz kuru operasyonları ve teminat yapısının genişletilmesi gibi çeşitli araçları uygulamaya koymuştur. Söz konusu operasyonların 2009 sonlarında aşamalı bir şekilde sonlandırılmasına karar verilirken, Ağustos 2011'de, 6, 12 ve 13 aylık operasyonlar şeklinde, 2013 yılına kadar devam edecek şekilde yeniden uygulanması uygun görülmüştür.

Euro Bölgesinde Parasal Genişleme (QE) başlangıçta nispeten daha küçük ölçekli olsa da, dönem içinde artırılmıştır. Avrupa Merkez Bankası, ipotekli tahvillerin küçük miktarlarda satın almış olup, yakın zamanda da ipotekli tahvillerin satın alımlarını tekrar başlatarak aynı zamanda varlığa-dayalı finansman bonolarının satın alımlarını eklemiş olup, Haziran 2014'te, AMB, açık bir şekilde, bilanço büyüklüğünün aktif yönetimini tamamen alımlar yoluyla kullanılmasına değinen yeni bir para politikası safhası başlatmıştır.⁷² AMB bu dönemde daha uzun vadeli yeniden finansman operasyonları

⁷² "ECB,"Decision Of The European Central Bank of 29 July 2014" On Measures Relating To Targeted Longer-Term Refinancing Operations", **The Governing Council Of The European Central Bank.**

(TLTRO) ilan ederek, söz konusu tedbirlerin, Eylül ayında ve Ocak 2015'te LSAP'ye devlet tahvilleri eklenerek uzatıldığını ilan etmiştir. Bu kararı ile başlatılan, ayda 60 milyar € (Gayri Safi Milli Hasılanın % 0.6'sı) tutarındaki kamu ve özel sektör tahvillerinin ucuz açık satın alımları politikası piyasaya duyurmuştur..

TLTRO'lar ipotek hariç özel sektör kredilerini artırmak amacıyla bankalara 4 yıla kadar finansman imkanı sunma kararı alınmıştır. Bankalar bu kararla, 2014 yılına kadar 400 milyar avroya kadar (GSYİH'nın% 4'ü kadar) borçlanma hakkına sahip olacak ve buna ek olarak, Mart 2015 ile Haziran 2016 tarihleri arasında, net kredi vermelerinin üç kat tutarında belirlenen kriterleri aşarak ödünç alabilme hakkına sahip olmaları sağlanmış, Nisan 2014 yılına kadar pozitif kredi derecesi olan bankalar için kriter sıfır olarak belirlenmiştir. Kalan bankalar için Nisan 2015 tarihine kadar kıyaslamalar, her bir bankanın yıl içindeki (negatif) aylık net borç vermesine dayalı eğilimi izlem şartıyla alınmıştır.⁷³

Bu, bankaların başlangıçta net borç vermelerini azaltmalarına rağmen TLTRO fonlarına Nisan 2014'e göre daha düşük bir hızda erişebileceğini ima etmektedir. Tüm TLTRO'ların Eylül 2018'de vadesi sona erecek, ancak bankalara iki yıl sonra daha erken ödemeler yapabilme imkânı tanınmıştır. .

TLTRO fonlarını ödünç alan ve Nisan 2016 sonuna kadar karşılaştırma ölçütlerini yerine getirmeyen bankaların, Eylül 2016'da ödünç alınan fonları tamamen geri ödemeleri gerekliliği belirtilmiş, TLTRO 'larda borçlanma faiz oranı, her operasyon süresince yeniden finansman oranı 10 baz puanlık sabit bir spreadle artırılacağı kararı alınarak devam etmektedir. Piyasaların ilk tahminlerine göre toplam alımın 450 milyar € (GSYİH'nın% 4.5'i) ve 850 milyar € (GSYİH'nın% 8.5'i) arasında olabileceği konusunda görüşler bildirilmektedir. Eylül ayındaki gerçekleşen ilk açık ihale ve Aralık 2014'teki ikinci açık ihale sonuçları piyasa beklentilerinin oldukça altında ve 212,4 milyar avro (GSYİH'nın% 2'si)

⁷³ Euro Money Market Study, " **Euro Money Market Study 2014**", 2015 Nisan, p.25.Çevrimiçi: <https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/other/euromoneymarketstudy2014.en.pdf>.16.02.2015.

olarak gerçekleşmiştir.⁷⁴Kriz döneminden başlayarak günümüze kadar uygulanan ECB politikaları takvimi tablo 17’de görölmektedir.

Tablo 2.8. Avrupa Merkez Bankası Tarafından Uygulanan Politikalar Takvimi

Tarih	Açıklama
3/28/2008	Bankaların fonlama riskini ortadan kaldırmak için 6 aylık uzun vadeli refinansman operasyonu açıklandı. .
10/15/2008	Refinansman operasyonu uzatıldı. : Piyasalarda oluşan katılımcılığı arttırmak adına AMB refinansman operasyonunun yanında sabit oranlı tahsis operasyonu uygulamasını başlatarak aynı zamanda teminat yapısının genişlemesi konusunda kararlar almıştır.
5/7/2009	AMB €60 milyar teminatlı bono alımı yapıldı. Ayrıca 12 aylık uzun vadeli refinansman operasyonu açıklandı.
5/10/2010	SMP açıkladı: ECB, avro bölgesi kamu ve özel borçlanma senetleri piyasalarında müdahale yapacak; Satın almalar sterilize edilecek.
6/30/2010	Alımlar planlanan tarihte sona erecektir.
10/6/2011	Avrupa Merkez Bankası € 40 milyar dolar tutarında alım yapacağını açıkladı.
12/8/2011	Uzun vadeli refinansman vadesi 36 aya çıkarıldı.
8/2/2012	AMB Başkanı Draghi yabancı dövize endeksli tahvil alımı yapılacağını duyurdu.
9/6/2012	Doğrudan parasal işlemler operasyonu açıklandı. : Avrupa İstikrar kuruluna üye ülkelerin tahvilleri, kurulun belirlediği şartlar dâhilinde 2.piyasada sınırsız alım yapılacağı belirtildi.
05/06/2014	Faiz indirimine giden ECB, referans faizleri % 0,25 ‘ ten %0.15 seviyesine, mevduat faizleri ise, %0 seviyesinden -%0,10 seviyesine çekti böylece ECB tarihinde ilk defa negatif faiz uygulaması gerçekleştirdi.
4/9/2014	4 Eylül 2014’ te gerçekleştirilen toplantıda, Ekim ayında varlığa dayalı menkul kıymet alımına başlanacağı açıklandı. ECB Eylül toplantısında referans faizleri %0,15’ten, %05’e, mevduat faizlerini ise, -%0,1’den - %0,2’ye çekmiştir.

⁷⁴ Kei-Ichiro Inaba, Rory O’Farrell, Łukasz Rawdanowicz and Ane Kathrine Christensen, ” The Conduct Of Monetary Policy In The Future: **Instrument Use Economics Department Working Papers No. 1187**, Organisation for Economic Co-operation and Development,2015,p.44.

22/01/2015/ 2016/2017	22 Ocak 2015 tarihinde Frankfurt'ta gerçekleştirilen Avrupa Merkez Bankası (ECB) toplantısında, faiz oranları 0,5'te sabit kalırken varlık alımları mart ayında başlayacak ve 2016 yılı ve 2017 yılında da devam edeceği belirtilmiştir.. Program dahilinde aylık 60 Milyar Euro'luk alımlarla toplam 1,140 milyar Euro varlık alımı yapılacaktır.
--------------------------	--

Kaynak: Brett W. Fawley And Christopher J. Neely ;"Four Stories Of Quantitative Easing" **Federal Reserve Bank of St. Louis Review**, January/February 2013, 95(1), pp. 51-88.

2.4.5. BOE Tarafından Uygulanan Parasal Genişleme Politikaları

İngiltere Merkez Bankası (Bank of England) kriz süresince para politikası olarak resmi faiz oranları üzerinde yoğunlaşmıştır. Bu aşamada bankanın temel tezi resmi faiz oranlarıyla oynanınca ekonomideki harcamaların tamamının etkileneceği olmuştur. Harcanan paranın miktarının yükselmesi durumunda ortaya enflasyon çıkmıştır. Bu noktada Banka enflasyonu kontrol altında tutmak için faiz oranlarını kullanmıştır. Söz konusu faiz oranları özellikle finans kuruluşlarını etkilemeyi amaçlamıştır. Finans kuruluşlarının yanında doğal olarak özel bankalar da hedeflenmiştir. Bonolar, döviz kurları ve finansal varlıklar da etkilenmişlerdir.⁷⁵

Banka tarafından kullanılan faiz oranlarının yükseltilmesi ve düşürülmesi politikası ekonominin tamamındaki harcama oranlarını etkilemiştir. Ayrıca özellikle konut sektörü olmak üzere fiyatlarda bir yükseliş söz konusu olmuştur. Faiz oranlarındaki yükseliş ve düşüşler döviz kurlarına da yansımıştır. Bu durum İngiltere'nin dış ticaret rakamları üzerinde etkili olmuştur. Mart 2009 döneminde Para Politikası Komitesi (Monetary Policy Committee) banka oranlarının %0,5'e düşürmüştür. Banka ayrıca bu oranın daha fazla aşağıya çekilmeyeceğini bildirmiştir.⁷⁶

İngiltere Merkez Bankası'nın üzerinde hassaslıkla durduğu önemli hususlardan birisi de fiyat istikrarı olmuştur. Banka tarafından fiyatların amaçlanan enflasyon oranı çerçevesinde sabit kalması olarak tanımlanan fiyat istikrarının sağlanması kararı Para Politikası Komitesi tarafından alınmıştır. Özellikle Mart 2008'den sonra fiyat istikrarı ve faiz oranları temel odak noktası olmuş ve Ağustos 2013'e kadar bu durum devam etmiştir.

⁷⁵ İngiltere Merkez Bankası, "How Monetary Policy Works," Bank of England Resmi İnternet Adresi, <https://www.bankofengland.co.uk/> 2014

⁷⁶ A.e.

Ağustos 2013'de Para Politikası Komitesi para politikasının geleceği hakkında çeşitli düzenlemeler yapma gereği duymuştur. Bu aşamada hem fiyat istikrarının hem de finansal istikrarın temel odak noktası olması üzerinde durulmuştur. Ayrıca işsizlik ve diğer bazı konularda fiyat istikrarının son derece önemli bir rol oynayacağına altı çizilmiştir.⁷⁷

İngiltere Merkez Bankası'nın para politikasının temel çerçevesinde fiyat istikrarı, düşük enflasyon büyüme ve işsizlik ile iletişim unsurları bulunmaktadır. Para politikaları şekillendirilirken hükümetin amaçlarının desteklenmesi durumu söz konusudur. Fiyat istikrarı hükümetin %2'lik enflasyon hedefine göre belirlenmektedir. Ayrıca banka %2'lik enflasyon oranının altına düşülmesinin en az üstüne çıkılması kadar istenmeyen bir durum olduğu kanaatindedir. Bu noktada faiz oranları özellikle enflasyon hedefinde değişikliklerin görülmesi durumunda farklılaşabilmektedir. Diğer bir ifadeyle Para Politikası Komitesi faiz oranlarını enflasyondaki gelişmelere paralel olarak belirlemektedir. Ayrıca Banka bu süreç içerisinde iletişim kanallarını da kullanmaktadır ve ikinci gün öğlen 12'de faiz oranı kararları açıklanmaktadır.⁷⁸

İngiltere Merkez Bankası'nda 2008 Krizine karşı çeşitli tepkiler geliştirmiştir. Krizden sonra Banka para politikalarında bazı geleneksel ve geleneksel olmayan uygulamalara gitmiştir. İngiltere Merkez Bankası'nın uyguladığı en önemli geleneksel para politikalarından biri Quantitative Easing olarak isimlendirilen ve Merkez Bankası eliyle varlık satışlarının yapıldığı parasal genişlemedir. Mart 2009'dan Ocak 2010 tarihine kadar toplamda 200 milyar Dolarlık bir varlık alımı gerçekleştirilmiştir. Toplam alışların Yıllık yurtiçi Gayri Safii Hasılanın %14'lük bir kısmının söz konusu olduğu bilinmektedir.⁷⁹

İngiltere Merkez Bankalarının politikasındaki dönüm noktalarından biri Lehman Brothers'ın Eylül 2008'deki batışı olmuştur. Bu olaydan sonra İngiltere Merkez Bankası faiz oranlarında hızlı bir düşüşe geçti. 2008 yılının son çeyreğinde Banka %3'lük bir düşüş gerçekleştirdi. 2009 yılının başlarında ise fazladan %1,5'lik bir düşüş daha gerçekleştirdi.

⁷⁷ İngiltere Merkez Bankası, "Monetary Policy", Bank of England Resmi İnternet Adresi, <https://www.bankofengland.co.uk/> 2014

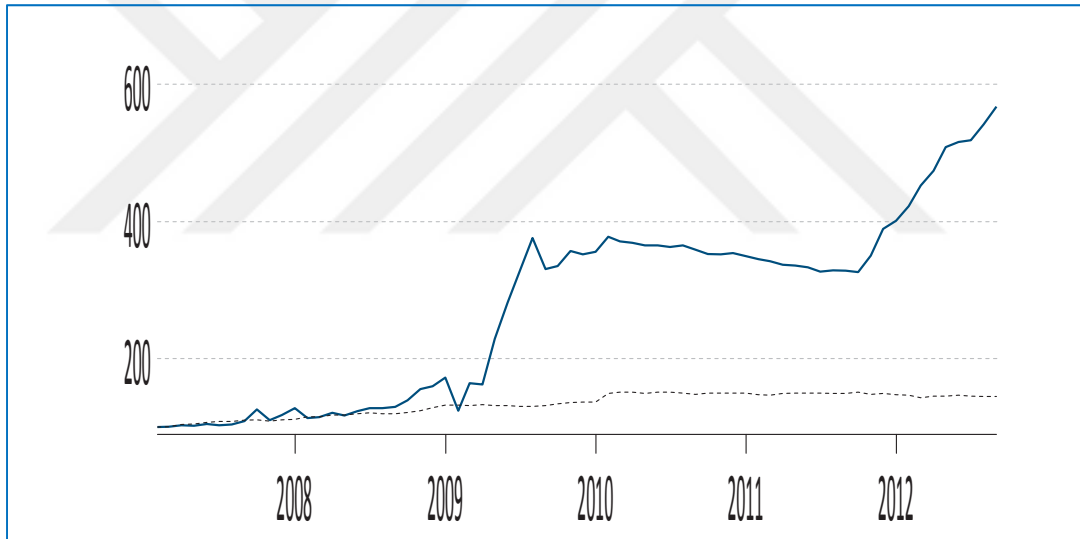
⁷⁸ İngiltere Merkez Bankası, "Monetary Policy Framework", **Bank of England Resmi İnternet Adresi**, <https://www.bankofengland.co.uk/>, 2014.

⁷⁹ Joyce Michael, Matthew Tong ve Robert Woods, "The United Kingdom's Quantitative Easing Policy: Design, Operation And Impact", **The Bank's Macro Financial Analysis Division**, 2011.p.200.

Mart 2009 döneminde ise %0,5'lik bir düşüş daha gözlemlendi. Fakat tüm bunlar yeterli görülmedi ve Banka kamu ve özel varlık alımlarına başvurdu. Bu uygulamanın temel nedeni piyasaya para sürmek ve enflasyon hedefine yaklaşmak olmuştur. Bu sebeple parasal genişleme İngiltere Merkez Bankası para politikalarında sıklıkla kullanılmıştır. Bu aşamada özellikle Devlet tahvillerinin alımı üzerinde yoğunlaşmıştır

Birleşik Devletlerde özel varlık satın alımları, öncelikli olarak ipoteğe dayalı teminatları / bonoları karşılamıştır. İngiltere Merkez bankası ekonomide görülen zayıflığa işaret ederek 2009 yılında 50 milyar olan varlık alım tutarını belli dönemlerde artırarak 2012 senesinde 375 milyara yükseltmiştir.⁸⁰

Grafik 2.9. BOE'nin Parasal Büyüklüğü



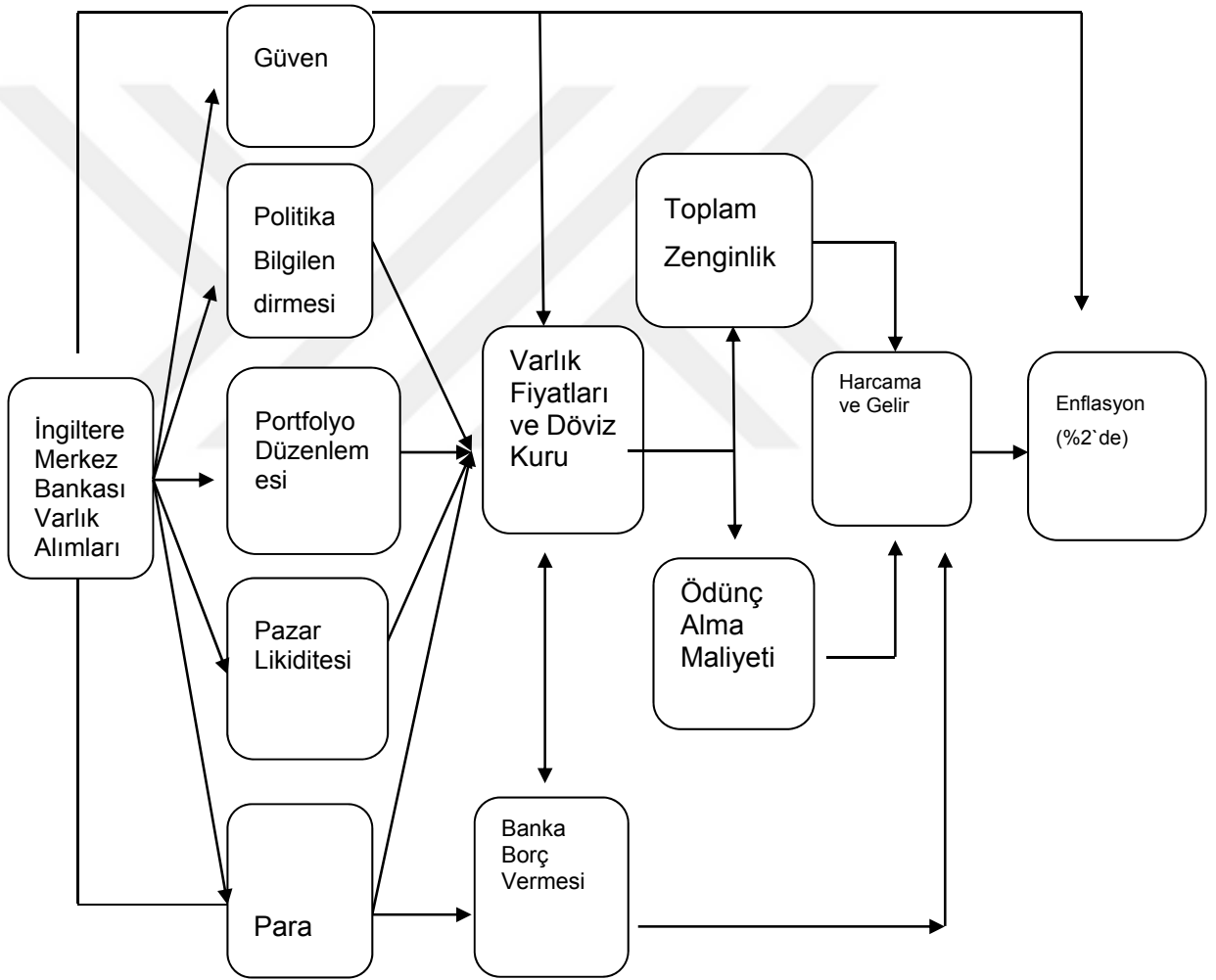
Kaynak: Boe web sitesinden (<https://www.bankofengland.co.uk>) alınan verilerle yapılmıştır.

APF (varlığa Dayalı Finansal Ürünler) operasyonunu 2009 yılının başında açıklayan ve 50 milyar sterlin alım ile finansal piyasalara destek alımı yapan İMB 'Nın varlık alımları 2011 yılında 275 milyar sterline 2012 yılında ise 375 milyar sterline yükseltilmiştir. Parasal büyüklük grafiğinde görüldüğü gibi krizin başlangıcında fazla bir

⁸⁰ İngiltere Merkez Bankası resmi web sitesi; <https://www.bankofengland.co.uk/> Erişim.16.08.2016.

varlık alımı yapmayan Merkez Bankası'nın Avrupa Borç Krizi sürecinin hız kazanmasıyla finansal piyasalara likidite sağlayıcı alım miktarı artış göstermiştir. .Bu aşamada İngiltere Merkez Bankası tarafından uygulanan parasal genişlemenin sisteminin daha iyi incelenmesi gerekmektedir. Aşağıdaki şekilde Parasal Genişleme aktarım kanallarını göstermektedir.⁸¹

Şekil 2.3. Parasal Genişleme Aktarım Kanalları



Kaynak: Joyce Michael, Matthew Tong ve Robert Woods, "The United Kingdom's Quantitative Easing Policy: Design, Operation And Impact", **The Bank's Macro Financial Analysis Division**, Quarterly Bulletin 2011.p.201.

⁸¹ İngiltere Merkez Bankası resmi web sitesi; Çevrimiçi: <https://www.bankofengland.co.uk/> Erişim 16.08.2016.

İngiltere Merkez Bankası'nın niceliksel genişleme kararları ise tarihsel bazda aşağıda ki tabloda görülmektedir.

Tablo 2.7. İngiltere Parasal Genişleme Takvimi

Tarih	Açıklama	
19.01.2009	APF(Varlığa Dayalı Finansal Ürünler) İMB £50 milyar hazine tarafından ihracı yapılmış yüksek kalitede özel sektör tahvil alımı yapacağını açıkladı.	
02.11.2009	İMB enflasyon hedefinin tutturulmasında hafif bir aşağı yönlü bir risk gördüğünden dolayı, potansiyel bir politika aracı olarak APF'yi yineleme kararı almıştır.	
03.05.2009	PG açıklandı: İMB £75 milyar alım yapacağını belirtti. Orta ve uzun vadeli tahvil alımları ağırlıklı olacaktır.	İMB politika faiz oranını yüzde 1% den 0.5%; seviyesine indirdi.
05.07.2009	PG uzatılması: İMB £125 milyar alım yapacağını açıkladı.	
08.06.2009	PG uzatılması: İMB £175 milyar tahvil alımı yapacağını duyurdu. Vadesine 3 yıl ya da daha fazla kalan menkuller alım miktarı arttırılacaktır.	
11.05.2009	PG genişletildi. The İMB alım tutarını £200 milyara yükseltti.	
02.04.2010	PG devam ediyor. İMB hisse senedine endeksli tahvil alımlarına £200 milyar üzerinden devam edeceğini, yeni yapılacak olan ihraç alımlarının ise hazine tarafından finanse edileceğini belirtti..	
10.06.2011	PG arttırıldı.: İMB £275 milyar varlık alımlarını ; £50 milyar arttırma kararı verdi.	
11/29/2011	Maksimum özel varlık alımları azaltıldı. Hazine tarafından ihracı yapılan Özel varlığa dayalı finansal ürünlerin tutarı from £50 milyardan £10 milyara düşürüldü. .	

02.09.2012	PG arttırıldı. : İMB £325 milyar varlık alımı yapacağını duyurdu.	
07.05.2012	PG arttırıldı. : İMB £375 milyar varlık alımı yapacağını duyurdu.	
03.08.2016	3 Ağustos tarihinde yapılan Para Politikası Kurulu toplantısında oluşturulan para politikası paketi kapsamında faiz oranının düşürülmesine ek olarak, (18 ay boyunca) 10 milyar sterlin seviyesinde şirket tahvilinin satın alınmasına ve devlet tahvili alımlarının ise 60 milyar sterlin seviyesinde artırılmasına karar verildiği belirtildi. Bu kararlar bankanın varlık alım programı toplamda 435 milyar sterline yükselmiş oldu..	

Kaynak: Brett W. Fawley And Christopher J. Neely ;"Four Stories Of Quantitative Easing" **Federal Reserve Bank of St. Louis Review**, January/February 2013, 95(1), p.64

İngiltere Merkez Bankası 2009 yılında ki faiz oranını halen sabit durumda tutarken 375 milyar sterlin tutarında belirlediği varlık alım programında bir değişikliğe gitmemiştir. Ekonomide belirlenen hedefler gerçekleşene kadar piyasanın ihtiyacı karşılığında varlık alımlarının devam edeceği yönünde açıklamalar son dönemde yaşanan 'Brexit 'kararı ile birlikte yenilenmiştir.

2.4.6. BOJ Tarafından Uygulanan Parasal Genişleme Politikaları

Japonya Merkez Bankası 1990'ların sonundan bu yana olağanüstü politika önlemleri uygulamaya başlamıştı. Böylece 2007-9 krizinin yaşanmasına rağmen artık Japon bağlamında olağanüstü görünmedi. 1995'te başlayan bir dizi banka başarısızlığıyla yüzleşen BOJ, faiz oranlarını, on yıl boyunca istikrarlı bir şekilde düşürerek Şubat 1999'da sıfıra ulaştı. Faiz politikasıyla paralel olarak, BOJ, menkul kıymet ödünç verme tesisini yaratarak geri alım için uygun özel menkul kıymetler aralığını genişletti ve Japon şirketleri için finansman sağlamak için sınırlı bir program uyguladı. 2000 yılında makroekonomik koşulların daha da bozulmasıyla birlikte, Mart 2001'de BOJ, 2004 yılının ortalarından itibaren cari hesap bakiyelerinin 33 trilyon yene yükseldiği "Niceliksel Azaltma Politikası" na başlamıştır. Aynı zamanda, QEP dönemi boyunca,

BOJ, hem Japon Devlet menkul kıymetlerini doğrudan satın alımlarını artırmış, hem de ticari tahvil kağıdı ve hatta küçük miktarlarda kurumsal hisse satın alımı yapmıştır.⁸²

Japonya Merkez Bankası'nın kriz süresince para politikaları kapsamındaki en önemli hedefi fiyat istikrarının sağlanması olmuştur. JMB Japonya'da para politikalarının belirlenmesi ve uygulanmasından sorumlu olan kurumdur. Bankanın temel prensibi, fiyat istikrarının ülkedeki ekonomik faaliyetlerin çıkış noktası olduğu için istenilen seviyede tutulmasıdır. Banka kriz süresince para biriminin ve paranın kontrol altında tutulması için faiz oranlarını kullanmıştır. Para politikasının temel kararları Para Politikası Toplantıları ile alınmaktadır ve yakın geleceğe ilişkin uygulamalar açıklanmaktadır. Toplantı yoluyla Banka para politikası kararları alır ve bu kararları günlük para işlemlerinin uygulanmasında kullanır. Banka "fiyat istikrarı" dediğinde ülkedeki tüm mal ve hizmetlerin parasal değerlerini anlamaktadır. Bankaya göre fiyat istikrarı ülkedeki "tüm" ekonomik faaliyetleri etkileyen en önemli unsurdur.⁸³

Japonya Merkez Bankası Kanunu Bankanın görevinin ülkedeki ekonomik sistemin sağlıklı bir şekilde işlenmesini sağlamak için fiyat istikrarını korumak olarak belirtmektedir. Japonya Merkez Bankası ülkedeki yatırımların ve harcamaların belirlenmesinde fiyatların seviyesini temel etmen olarak görmektedir. Bu sebeple politikalarını bu önde uygulamaktadır. Zira fiyatların dalgalı olması durumunda yatırımcılar ve müşteriler parayı kullanmakta isteksiz davranacaklardır. Ayrıca düzensiz fiyatlar kazançların miktarını da etkileyecektir. Bu sebeple Banka Ocak 2013 tarihinde fiyatların %2 seviyesinde kontrol edilmesinin amaçlandığını belirtmiştir.

Bankanın kullanmaya başladığı önemli politikalardan biri de parasal genişleme politikası olmuştur. 31 Ekim 2014 tarihinde Banka parasal genişleme açısından çeşitli amaçlar belirlemiştir. Fakat Japonya'nın parasal genişlemesi, İngiltere'den farklı olmak üzere sadece nicel değil aynı zamanda nitel boyutta da olmuştur (Qualitative and Quantitative

⁸² Benjamin M. Friedman; Kenneth N. Kuttner ;" Implementation Of Monetary Policy: How Do Central Banks Set Interest Rates?"; **National Bureau Of Economic Research 1050 Massachusetts Avenue Cambridge**, Ma 02138, July 2010,pp.50-71.

⁸³ Japonya Merkez Bankası, "Outline of Monetary Policy", **Japonya Merkez Bankası Resmi İnternet Adresi**, <https://www.boj.or.jp/en/>, 2014.

Monetary Easing).Söz konusu parasal genişlemenin detayları şu şekilde ifade edilmektedir: ⁸⁴

- Para Temelli Kontrolün Benimsenmesi: Nicel parasal genişlemenin sürdürülebilmesi için para piyasası operasyonlarının temel amacı değiştirilmiştir. Japonya Merkez Bankası artık para operasyonlarını oluşturacaktır.
- Japonya Merkez Bankasının alımları genişletilecektir: Faiz oranlarında daha fazla düşüş oluşturabilmek için Banka 50 trilyon Yen tutarında bir alım gerçekleştirecektir.
- Nitel ve Nicel Parasal Genişlemenin Sürdürülmesi: Banka %2'lik hedefe ulaşmak ve fiyat istikrarını kontrol altında tutmak için alımlara devam edecektir.

Global krizin çıkmasıyla beraber Japonya Merkez Bankasının para politikası önlemleri üç gruba ayrılmaktadır. Bunlar politika faiz oranlarındaki düşüşler, finansal pazarların istikrarının korunması ve kurumsal finansmanın desteklenmesidir. Aşağıdaki Tablo söz konusu önlemler BOJ tarafından alınan niceliksel genişlemeye ilişkin kararlar aşağıdaki tablo yardımı ile özetlenmiştir.

Tablo 2.8. JMB Karar Takvimi

Tarih		Faiz Oranı
02.12.2008	JMB bankalara 2009 Nisan Ayı sonuna kadar teminatlandırma kolaylığı sağlayarak finans kurumlarına gecelik faiz oranı üzerinden sınırsız kaynak vereceğini duyurdu.	
12/19/2008	Kesin Alım süresi uzatıldı: The JMB aylık devlet tahvil alım tutarını ülke devlet tahvili (En son 2002 ekim ayında yapılmıştı) alım tutarını ¥1.2 trilyon yenden ¥1.4 trilyon yene yükseltti.; Aynı zamanda ticari menkul alımlarında yapacağını ilan etti.	JMB, gecelik dışındaki faiz oranının hedefini % 0,3'den% 0,1'e düşürüyor.
1/22/2009	Kesin alım beyanı: JMB ¥3 trilyon ticari menkul kıymet, şirket tahvili ve ABCP alımı yapacağını açıkladı.	
2/19/2009	Kesin alım süresi uzatıldı.: The JMB şirket tahvil alım süresini Eylül sonuna kadar devam edeceğini açıkladı. Ayrıca ek olarak ¥1 trilyon özel şirket tahvil alımı yapacağını belirtti.	

⁸⁴ Japonya Merkez Bankası, "Price Stability Target", Japonya Merkez Bankası Resmi İnternet Adresi, <https://www.boj.or.jp/en/>, 2014.

3/18/2009	Kesin alım miktarı yükseltildi. : JMB aylık devlet tahvil alım miktarını ₺1.4 trilyondan ₺1.8 trilyon yene yükseltti.	
7/15/2009	Program süresi uzatıldı. JMB varlık alım süresini 2009 yılı sonuna kadar uzattığını açıkladı. .	
10/30/2009	Finansal Kurumların ihracı varlıkların alımı 2009 senesi sonunda bitirilirken, finansal kurumlara destek operasyonu 2010 1çeyrek dönemine kadar uzatıldı	
12.01.2009	JMB ₺10 trilyon 3 aylık borçlanma sağlayacağını duyurdu. Faiz oranı gecelik faiz olarak uygulanacak.	
3/17/2010	JMB sabit faiz oran üzerinden uyguladığı likidite operasyonunu ₺20 trilyon tutarına yükseltti.	
5/21/2010	JMB özel finans kurumlarına ₺3 trilyon yen tutarında 1 yıl vadeli borçlanma imkanı sağlayacağını duyuruldu.	
8/30/2010	JMB kuruluşların 6 aylık sabit faiz üzerinden borçlanma miktarını ₺10trilyonyükseltti.	
10.05.2010	JMB ₺5 trilyonvarlık alım programı açıkladı. (₺3.5trilyondevlet tahvili and İksontolu hazine bonoları, ₺1 trilyon ticari bonolar ve özel şirket tahvilleri ve ₺0.5 trilyon ETFs and J-REITs).	JMB, teminatsız gecelik faiz oranının hedefini% 0 ila% 0,1 arasında belirledi.
3/14/2011	APP programı uzatıldı. JMB ek olarak ₺5 trilyon daha varlık alımı yapacağını duyurdu.	
6/14/2011	JMB finansal kurumlara hisse senedi alım ve diğer varlık varlık alımları için ₺0.5trilyon kaynak sağlayacağını duyurdu.	
08.04.2011	JMB ek olarak ₺5 trilyonvarlık alımı yapacağını açıkladı. (₺2 trilyon devlet tahvili , ₺1.5 trilyon iskontolu hazine bonusu, ₺0.1trilyonkıymetli ticari bono,, ₺0.9trilyonşirket tahvili ₺0.5trilyonin ETFs, and ₺0.01trilyonJ-REITs	
10/27/2011	JMB ek olarak ₺5 trilyon devlet tahvil alımı yapacağını duyurdu.	
2/14/2012	JMB ek olarak ₺10 trilyon devlet tahvili alımı yapacağını duyurdu.	
3/13/2012	JMB finansal kurumlara ₺2 trilyonkaynak sağlayacağını duyurdu.	
4/27/2012	JMB devlet tahvil alım tutarını ₺10 trilyon yen daha arttıracığını açıklarken,	
07.12.2012	JMB iskontolu hazine bonusu alım miktarını ₺5trilyon	
9/19/2012	JMB, 5 trilyon JGB'ler ek bir satın alacağını açıkladı	
10/30/2012	JMB ek ₺ 5trilyon yen devlet tahvili ve iskontolu hazine tahvili ve ayrıca ₺0.1trilyon yen ticari tahvil alımı yapacağını duyurdu.	

	JMB bu alımların dışında 0.3 trilyonluk özel sektör tahvili, hisse senedine endeksli fon alımı yapacağını belirterek parasal genişleme programı toplam tutarını yükseltti.	
04.04.2013	JMB aylık tahvil alımı programı ile uzun vadeli varlık alım programını birleştirme kararı olarak aylık 7 trilyon yen değerinde ikontolu bono alımı yapacağını duyurdu.	
10/31/2014	JMB'nin kararı sonucunda kendi portföyünde bulunan Japonya devlet tahvili tutarını 30 trilyon yen civarında artırarak alım yaptığı tahvillerin vade süresinde uzatılacağını açıkladı. Bu kararlar tahvillerin vadesi 7 ila 10 yıl arasında olacak. JMB ayrıca yatırım fon alım miktarını aylık 3 trilyon yen yükseltirken gayrimenkul yatırım ortaklığı alım miktarı 30 milyar yenden 90 milyar yen yükseltme kararını verdi. Parasal büyükler olarak portföyünde ki devlet tahvil tutarını 200 trilyon yen parasal taban miktarının da 275 trilyon yen seviyelerine ulaşacağını belirtti.	
03/23/2015	JMB enflasyon oranları %2 seviyesine yükseldiği dönemde kadar parasal genişleme politikalarının devam edeceğini belirtti.	

Kaynak: Brett W. Fawley And Christopher J. Neely ;'a.g.e.p.64 Federal Reserve Bank of St. Louis Review, January/February 2013, 95;; Gabriel Agostini, Juan P Garcia, Álvaro González, Jingwen Jia Laura Muller , Ali Zaidi;" Comparative Study of Central Bank Quantitative Easing Programs"; April 2016 School of International and Public Affairs (SIPA) **Columbia University in the City of New York** ;pp.81.87

2.5. Global Kriz ile Birlikte TCMB'nin İlk Müdahaleleri

Dünyada global krizin yaşanmasıyla beraber ülkelerin merkez bankalarının para politikalarında ciddi değişikliklere gidildiği görülmüştür. Krizin ortaya çıkmasıyla beraber ülkeler alternatif para politikalarının uygulanmasında merkez bankalarını kullanmışlardır. TCMB'da, global krizin ortaya çıkmasıyla beraber çeşitli uygulamalar gitmiştir. Eylül 2008-Ağustos 2009 tarihleri arasında TCMB tarafından uygulanan para politikaları şu şekilde listelenebilir: Öncelikle 2008 Ekim tarihinde TCMB döviz alım ihalelerine ara verdiğini açıklamış bu uygulama 2009 yılının Ağustos ayına kadar devam etmiş bu tarihten itibaren alım ihalelerine yeniden başlanmıştır.⁸⁵

Bankaların DDP'dan alacakları döviz alımlarında vade 3 aya yükseltmiş, kendi aralarında yaptıkları işlemlerde uygulanan 1 aylık vade süresi ise 3 aya çıkarılmıştır. 2008

⁸⁵ **TCMB**, "2009 Yılında Para Ve Kur Politikası" 16 Aralık 2008, Ankara, ss.3-4..

yılı ekim ayı ve 2009 yılının nisan/ mayıs ayı Toplam 1 milyar dolar tutarında piyasaya döviz satışı yapılmıştır. Alım ihalelerine ara verildiği dönemde döviz depo aracılık işlemlerine ise yeniden başlanmış aynı zamanda bankaların Döviz piyasasında işlem yapma limitleri kademeli olarak arttırılmıştır. TCMB bu dönem içinde döviz borçlanma oranları ile ilgili aldığı kararlarda öncelikli olarak ABD dolar faizini %7 ye Euro borçlanma faizini ise %9 seviyesine indirmiş, 2009 yılında bu oranları %5,5 (dolar), %6,5 (Euro) olarak revize etmiştir.⁸⁶

Zorunluk karşılık oranlarda yabancı paraya uygulanan oran % 9 seviyesine indirilmiş, ayrıca ikinci kırdırma kredi kullanırılmasında belirli düzenlemeler yapılarak, ihracat yapan firmalara destek amaçlı reeskont kredi limitleri arttırılmıştır. 2009 yılının Ağustos ayında TCMB piyasadan döviz alım ihalelerine yeniden başlamıştır.

Söz konusu önlemler Türkiye'nin krizden diğer ülkelere oranla daha az etkilenecek çıkmasına neden olmuştur. Fakat hemen belirtmek gerekiyor ki Türkiye'nin krizden nispeten az etkilenecek çıkmasının tek nedeni yukarıda bahsedilen ve TCMB tarafından kullanılmış para politikaları değildir. Bu noktada TCMB'nin etkili likidite önlemleri ve önceki krizlerden elde edilen tecrübelerin bir sonucu olarak bankacılık sektörünün sağlam bir yapıya kavuşturulmuş olması krizin nispeten az etkilemesinin nedeni olmuştur.⁸⁷

2.5.1. 2010 Euro Krizi Sonrası TCMB Tarafından Uygulanan Geleneksel Olmayan Makro İhtiyati Politikalar

Özellikle Avrupa Borç Krizi'nin başlamasıyla 2010 yılından itibaren Türkiye krizin etkilerini hafifletmek için çeşitli para politikalarının uygulanmasını benimsemiştir.

Arıcan ve Okay (2014)'e göre TCMB gerek enflasyon hedeflemesi gerek fiyat istikrarı gerekse de finansal istikrarı gözetmiştir. 2011 yılından itibaren TCMB tarafından uygulanan para ve kredi politikaları finansal ve makroekonomik riskleri azaltarak

⁸⁶TCMB "Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası Para Politikası Çıkış Stratejisi"; **TCMB Yayınları 14.Nisan.2010**,s.2.

⁸⁷ Yıldırım, **a.g.e.**, s. 24.

ekonomik istikrarın sağlanmasına yönelik önemli etkilerde bulunmuştur. Enflasyon oranı düşmeye devam ederken ekonomik büyüme az da olsa devam etmiştir. TCMB son dönemde uyguladığı para politikası ile politika faizi, döviz ve altın için zorunlu karşılık uygulaması ve faiz koridoru gibi yeni araçlar yürürlüğe konmuş, ayrıca çeşitli aktarım mekanizmaları ile global risklerin doğurduğu sıkıntıların önüne geçmeye çalışmıştır.⁸⁸

TCMB, Ağustos 2010 döneminden sonra da kriz için bir takım para politikaları uygulamıştır. Bu politikaların esas amacının oluşabilecek makro finansal risklerin önüne geçilmesi hedeflenirken 2009 yılının öncesine göre uygulanan yeni para politikası arasında en göze çarpan farklılık likidite farklılığı olarak belirtilebilir. Özellikle global piyasalarda artan risk iştahı döneminde hızlı sermaye akımları, bilançolarda dengesizlik yaratırken ekonomide cari dengenin bozulmasında ve kredi büyümesinin beklentinin üstünde gerçekleşmesine neden olmaktadır. Bu nedenle uygulanan politikalara ekonominin sağlıklı büyümesi hedeflenirken aynı zamanda dış finansmandan kaynaklanan cari açık dengesizliğinin önüne geçilmesi sağlanmaktadır.⁸⁹

2010 yılı Kasım ayı, Avrupa ekonomisindeki belirsizliklerin yoğunlaştığı 2011 yılı Ağustos ayı dönemine kadar olan aralıkta öne çıkmaktadır. Bu dönem aynı zamanda FED'in ikinci niceliksel genişlemesiyle risk iştahının yüksek, sermaye akımlarının Türkiye gibi gelişmekte olan ekonomilere yoğun bir şekilde arttığı bir dönemdir. Özellikle Euro krizi ile birlikte oluşabilecek sermaye hareketlerinin sonucunda kredi büyüme hızına karşılık yüksek faiz politikası uygulamanın finansal sistemde ki makro dengeleri bozacağı düşüncesinden dolayı farklı politikalar uygulanmasına karar verilmiştir. Bu dönemde sermaye akımlarının girişlerini önleme amaçlı ve kredi hızı 2010 q1 ile cari açığa ki oluşabilecek dengesizliklerin önüne geçmek için geleneksel olmayan politikalar uygulamaya başlayan TCMB, politika faizini 18 Mayıs 2010 tarihli "Para Politikası Kurulu Kararı" ile bir hafta vadeli repo faizi olarak belirlemiş, 2010 yılının Mayıs ayına kadar sadece politika faizi uygulayan TCMB bu tarihten sonra piyasadaki likidite koşullarının değişmesi ile finansal istikrar politikası olarak uygulamaya koyduğu faiz koridor uygulamasını gecelik borçlanma, borç verme ve haftalık repo faiz oranlarını aynı anda farklı amaçlarla kullanabilmesine imkân yaratmıştır. Euro ülkelerinde ki borç krizinin

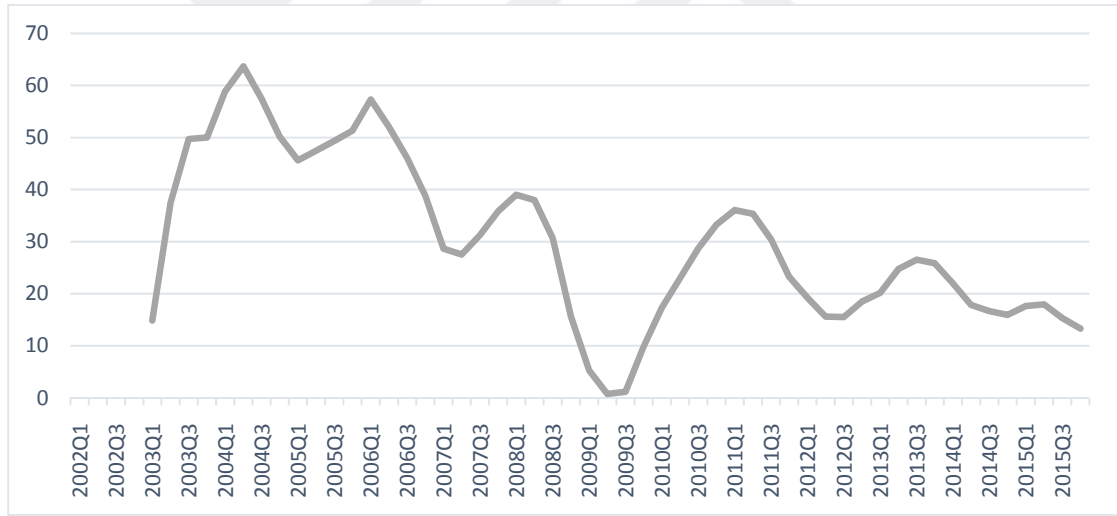
⁸⁸ Arıcan ve Okay, **a.g.e.**, s.2

⁸⁹ Hakan Kara ;**a.g.e.**

artması ile birlikte uygulamaya başladığı koridor alt bant faizini 1,75'e indirirken, politika faizi %7, üst bant borç verme faizi ise bu dönemde %8,75 olarak uygulanmıştır.⁹⁰

2010 yılının son çeyrek döneminde kredi genişleme hızının artması ile birlikte TCMB önlem almak amaçlı öncelikle faiz alt bandı düşüğe tutularak sermaye girişlerinin azalması yönünde ve zorunluk karşılık oranlarını arttırarak piyasada oluşan kredi hızının azalmasını sağlayıcı politikaları uygulamıştır. Finansal kurumların yükümlülük sürelerinin uzatılma kararı da bu dönemde alınmıştır.⁹¹ Bu politika ile özellikle dünya merkez bankalarının parasal genişleme politikaları sürecinde borç alma faizi ile politika faizinde indirim uygulayarak kısa vadeli sermaye hareketlerinin önüne geçmeyi hedeflemiştir.

Grafik 2.2. Kredi Büyümesi



Kaynak: TCMB Evds verilerinden yararlanılarak hazırlanmıştır.

2011 yılında kredi büyüme hızının % 36 seviyesine yükselmesinin ardından TCMB'nin geniş faiz koridoru uygulaması sonucu kredi büyüme hızı %15 seviyesine gerilemiştir. Ekim 2011'den Aralık 2012'e kadar alt bant ve politika faizinde değişime

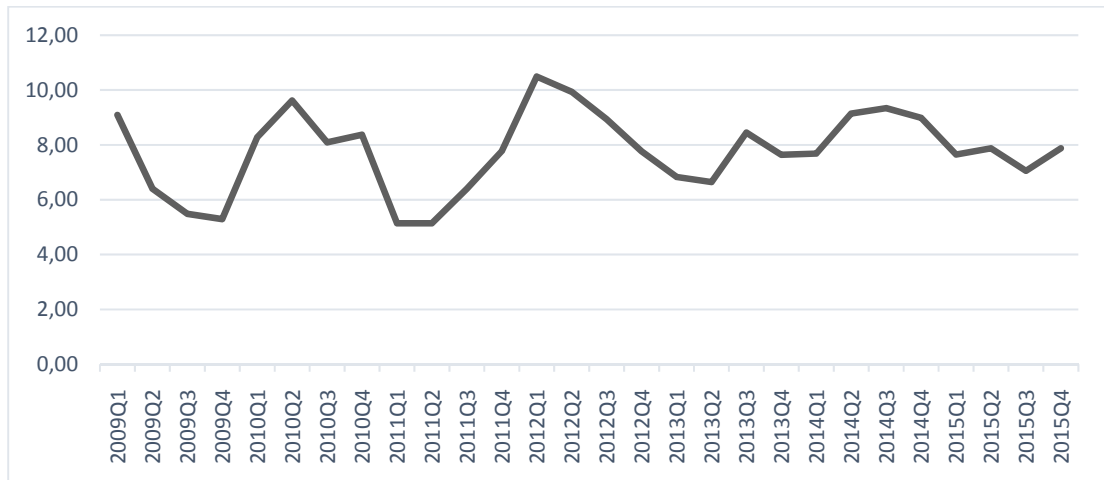
⁹⁰TCMB, "Finansal İstikrar raporu; 2013; Çevrimiçi:http://www.TCMB.gov.tr/wps_wcm/connect//2013/Sayi+16/.

⁹¹ Erdem Başçı ve Hakan Kara, "Finansal İstikrar ve Para Politikası", **İktisat İşletme ve Finans Dergisi**, 2014, sayı :26, s.302.

gidilmemiştir. TCMB bu dönemde faiz koridorunu daraltarak kısa vadeli faizlerin dengede kalmasını sağlamış, piyasaya döviz satarak likidite sıkışıklığı önlemine alırken aynı zamanda zorunlu karşılıklara uygulananın oranların yüksek kalmasını sağlamıştır.⁹²

2011 yılının Ağustos ayından 2012 yılı Haziran ayına kadar olan dönemde ise bazı Avrupa ülkelerindeki kamu borcu sorununa ilişkin kaygıların artması nedeniyle risk iştahının alan TCMB faiz koridorunu daraltarak 2012 Ekim ayından itibaren gecelik faiz oranlarını politika faizinin üzerinde tutarak likidite yönetimini etkin biçimde sürdürmüştür. Bu dönemde faiz koridor alt bandı %1.5'dan %5'e yükseltilirken Politika faizi %6.25'den %5.75'e indirilmiştir. Üst bant borç verme faiz oranı ise %9'da sabit kalmıştır. Aralık 2012'den itibaren, 2013 Mayıs'a Euro krizinde atılan olumlu adımların sonucu olarak gelişmekte olan ülkelere olduğu gibi Türkiye'ye de sermaye akımı 2012 yılı Haziran ayından hızlı bir şekilde artmış göstermiştir. Bu dönemde büyüme ve cari dengeye ilişkin açıklanan olumlu veriler neticesinde Türkiye'ye yatırım açısından risk algısı olumlu bir algı yaratmış ve grafik 8'de görüldüğü gibi enflasyon oranlarında bu dönemde düşüş yaşanmıştır.

Grafik 2.3. 2009-2015 Yılları Arası Enflasyon Oranları



Kaynak: TCMB Evds verilerinden yararlanılarak hazırlanmıştır.

⁹²TCMB Finansal İstikrar Raporu.a.g.e, 2014.

Bu dönemde TCMB tarafından faiz koridorunda borç verme faizi olan üst bant %9'dan %6,5'a, politika faizi ise %5.75'den %4,5'e indirilmiştir. Borç alma faiz oranı ise %5'den %3,5'e çekilmiştir.

Bu gelişmeler sonucunda TCMB piyasaya daha fazla likidite sağlayarak ortalama fonlama maliyetini azaltarak uyguladığı politika kısa vadeli faizlerin önemli ölçüde düşmesi sonucu getirmiştir.⁹³ Sonuçta FED'in çıkış sinyali olan 22 Mayıs 2013'e kadar sermaye akımlarını sınırlandırmak amacıyla Türkiye'de faizler düşük tutulmuş ve döviz kurlarında istikrar sağlanmıştır. Global kriz sonrasında 2010 yılından itibaren TCMB'nin uyguladığı para politikalarına bakıldığında öncelikle sadece fiyat istikrarının değil, finansal istikrarın da önemli olduğunun anlaşıldığı görülmüştür. TCMB fiyat istikrarından taviz verilmeden destekleyici bir amaç olarak finansal istikrarı sağlamayı ana hedef olarak belirlemiştir.⁹⁴

Tablo 2.9. Eski ve Yeni Uygulamalara İlişkin Karşılaştırma

	ESKİ UYGULAMALAR	YENİ UYGULAMALAR
ARAÇLAR	POLİTİKA FAİZİ	Politika Faizi Likidite Yönetimi Faiz Koridoru Zorunlu Karşılıklar Rezerv Opsiyonu Mekanizması
AMAÇLAR	FIYAT İSTIKRARI	Fiyat İstikrarı Finansal İstikrar

Bu sebeple, Global Kriz sonrasında TCMB'nin uyguladığı para politikalarının daha iyi anlaşılması için finansal istikrar kavramının ve finansal istikrara yönelik TCMB uygulamalarının neler olduğunun daha iyi incelenmesi gerekmektedir.

⁹³ TCMB, 2013, **a.g.e.**, s.10.

⁹⁴ Gülümser, B. Arslan, Muharrem Afşar, Ethem Hakan Ergeç, Bilge Kağan Özdemir, "Para Politikası", Eskişehir, **Anadolu Üniversitesi Yayınları**, 2013, s. 94.

2.5.2. Finansal İstikrar İlişkisi ve TCMB Yeni Para Politikası Araçları

Para politikası ile finansal istikrar arasında yakın bir ilişki bulunmaktadır. Merkez bankaları, finansal istikrarı sağlamak için çeşitli para politikaları kullanmak durumundadır.⁹⁵

Özellikle krizden sonra artık fiyat istikrarına yönelik para politikalarının yanında finansal istikrara yönelik para politikalarının da kullanılması gerekliliği kabul edilmektedir. Son dönemlerde daha popüler hale gelen finansal istikrar açısından bakıldığında 2013 yılında uluslararası piyasalarda olağanüstü dalgalanmalar görülmüştür. BDDK ve TCMB finansal istikrarı sağlamak için bazı adımlar atmışlardır. Finansal istikrarı korumaya yönelik Türkiye’de uygulanan politikaların nitelikleri üç başlık altında toplanabilir. Söz konusu başlıklar şunlardır:

- Yurt içi tasarrufların artırılması: Son dönemlerde ülkemizde sağlıklı ve güvenilir bir kaynak olarak bilinen yurt içi tasarrufların özellikle orta ve uzun vadede ekonomik büyümenin finanse edilmesi için artırılması gerekliliği benimsenmiştir.
- Yapısal düzenlemeleri hayata geçirmek: Özellikle finansal kesimlerin olası şoklara karşı olan dayanıklılıklarını artırmayı hedefleyen çeşitli yapısal düzenlemelerin hazırlanması ve hayata geçirilmesi benimsenmiştir.
- Gerekli para politikaları ve makro ihtiyati politikalar uygulamak: Özellikle finansal istikrarı tehdit etme riski bulunan gelişmelerin olası etkilerini azaltmayı amaçlayan makro ihtiyati politikaları ve para politikalarının uygulanması gerekliliğinin farkına varılmıştır.⁹⁶

Para politikaları ile finansal istikrar arasındaki ilişkinin temelinde üç ana faktör bulunmaktadır. Bunlar:

- Ödeme sistemleri,
- Parasal aktarım mekanizması ve

⁹⁵ Serkan Özcan, "Para Politikası Tercihleriyle Finansal İstikrar Arasındaki İlişki, Enflasyon Hedeflemesi Politikasında Finansal İstikrar Ve Türkiye Analizi", **Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası Bankacılık Ve Finansal Kuruluşlar Genel Müdürlüğü**, Ankara, Mayıs 2006, ss. 22-23.

⁹⁶ TCMB, Finansal İstikrar Raporu, **a.g.e**, s.69.

- Borç verme makamı olma durumudur.⁹⁷

Merkez bankalarının finansal istikrarı ikinci plana atmaları durumunda neler olacağı global kriz sonrasında daha açık bir biçimde görülmüştür. Finansal istikrarın ikinci plana atılması durumunda kısa vadede olumlu gelişmeler yaşansa dahi uzun vadede son derece olumsuz durumlarla karşı karşıya kalınmaktadır. Global platformlarda sıklıkla dile getirilen bir gerçekte merkez bankalarının varlık fiyatlarının ve finansal sistemlerde biriken riskleri göz ardı etmeleri gerçeğidir. Bir diğer önemli nokta da finansal istikrar konusunda başarılı olabilmek için merkez bankalarının tek bir araçla yetinmemesi gerekliliğidir.⁹⁸

Farklı durum ve ihtiyaçlara cevap verebilmek için farklı araçlar aynı anda kullanılabilir. Dahası, faiz oranlarında da değişiklikler görülebilmektedir. Hem finansal istikrar hem de fiyat istikrarı amaçlandığında, tek bir faiz oranı söz konusu beklentileri karşılamayabilir. Fiyat istikrarı ve finansal istikrar farklı faiz oranlarını gerektirebilecektir. Örneğin, verimlilik artışlarıyla desteklenen hızlı büyüme dönemlerinde enflasyonun kontrol altında tutulabilmesi için düşük faiz oranları yeterli olabilmekte, ancak finansal risklerin birikmesini engelleyememektedir.⁹⁹

Finansal istikrarın sağlanması sadece Merkez Bankaları'nın politikaları ile sınırlı olmayıp, özellikle krizler sonrasında uygulamasını gördüğüm denetleme alanında uygulamalara konan politikalarda önem taşımaktadır. Global kriz sonrası hayata geçirilen Abd'de uygulamaya konan Dodd frank yasası ve Volcker yasasının tarihte benzeri bir uygulama olan Glass-Steagall yasasına benzerlik taşıması dönem içinde finansal istikrarın sürdürülebilmesi için bu şekilde önlemlerin hayata geçmesine örnek olarak gösterilebilir. TCMB'nin uyguladığı politikaların dışında BDDK'nın hayata geçirdiği denetimsel kararlar da bankacılık sektörünün güçlü kalmasını sağlayıcı ve bunun finansal piyasalara istikrar yaratmasının sonucu olarak belirtilebilir. Finansal istikrarın sağlanması para politikalarının, regülasyonlarla yürütülmesi oldukça önem taşımaktadır.¹⁰⁰

⁹⁷ Özcan, a.g.e., s. 25.

⁹⁸ Başçı ve Kara, a.g.e., s.3.

⁹⁹ A.e.

¹⁰⁰ Muharrem Afşar ve Aslı Afşar, "Finansal Ekonomi", Detay Yayıncılık, Ankara, 2010, s. 69.

2.5.3. TCMB Finansal İstikrara Dayalı Politika Araçları

Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası tarafından uygulanan politikalar finansal istikrara yönelik olarak yürütülen uygulamalar ve geleneksel olmayan para politikası araçları yardımı ile yürütülen faiz koridoru, zorunlu karşılıklar ve rezerv opsiyon mekanizması, iletişim kanallarının kullanımı ve istisnai gün uygulamasıdır.

2.5.3.1. TCMB Finansal İstikrara Yönelik Uygulamaları

Bankacılık Denetleme ve Düzenleme Kurumu ve Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası finansal istikrarın sağlanabilmesi açısından bir takım uygulamalar yapmışlardır. Bu uygulamalar en özet şekli ile üç başlık altında incelenmektedir. Bunlar;¹⁰¹

- Yurt içi tasarrufların artırılması: Son dönemlerde ülkemizde sağlıklı ve güvenilir bir kaynak olarak bilinen yurt içi tasarrufların özellikle orta ve uzun vadede ekonomik büyümenin finanse edilmesi için artırılması gerekliliği benimsenmiştir.
- Yapısal düzenlemeleri hayata geçirmek: Özellikle finansal kesimlerin olası şoklara karşı olan dayanıklılıklarını artırmayı hedefleyen çeşitli yapısal düzenlemelerin hazırlanması ve hayata geçirilmesi benimsenmiştir.
- Gerekli para politikaları ve makro ihtiyati politikalar uygulamak: Özellikle finansal istikrarı tehdit etme riski bulunan gelişmelerin olası etkilerini azaltmayı amaçlayan makro ihtiyati politikaları ve para politikalarının uygulanması gerekliliğinin farkına varılmıştır.

Para politikaları ile finansal istikrar arasındaki ilişkinin temelinde üç ana faktör bulunmaktadır. Bunlar:¹⁰²

- Ödeme sistemleri,
- Parasal aktarım mekanizması ve
- Borç verme makamı olma durumudur

¹⁰¹ TCMB, Finansal İstikrar Raporu, **a.g.e.**, s. 69.

¹⁰² Özcan, **a.g.e.**, s. 25

Merkez bankalarının finansal istikrarı ikinci plana atmaları durumunda neler olacağı global kriz sonrasında daha açık bir biçimde görülmüştür. Finansal istikrarın ikinci plana atılması durumunda kısa vadede olumlu gelişmeler yaşansa bile uzun vadede son derece olumsuz durumlarla karşı karşıya kalınmaktadır. Global platformlarda sıklıkla dile getirilen bir gerçekte merkez bankalarının varlık fiyatlarının ve finansal sistemlerde biriken riskleri göz ardı etmeleri gerçeğidir. Bir diğer önemli nokta da finansal istikrar konusunda başarılı olabilmek için merkez bankalarının tek bir araçla yetinmemesi gerekliliğidir.¹⁰³

Farklı durum ve ihtiyaçlara cevap verebilmek için farklı araçlar aynı anda kullanılabilir. Dahası, faiz oranlarında da değişiklikler görülebilmektedir. Hem finansal istikrar hem de fiyat istikrarı amaçlandığında, tek bir faiz oranı söz konusu beklentileri karşılamayabilir. Fiyat istikrarı ve finansal istikrar farklı faiz oranlarını gerektirebilecektir. Örnek vermek gerekirse, hızlı büyüme dönemleri verimlilik artışları ile desteklenmektedir ve bu dönemlerde enflasyona ilişkin kontrolün sağlanabilmesi için düşük faiz oranları yeterli olabilmektedir..¹⁰⁴

Afşar ve Afşar (2010)'a göre finansal istikrar sağlamadaki amaç, finansal sistemin ve finansal sisteme ilişkin en temel unsur olan bankacılık sektörünün iyi değerlendirilmesi ve analiz edilmesi ve merkez bankalarının elinde tuttuğu makro düzeydeki araçların ve para politikası uygulamalarının, finansal istikrar sağlanması amacıyla yönelik katkılar sağlamakla birlikte, gözetim ve denetim süreçlerindeki politika ve uygulamalarında finansal istikrara önemli katkı yaptığı bilinmektedir..¹⁰⁵

Tüm dünyada 1980'li yıllarında başında ortaya çıkan ve özellikle 1990'lı yıllarda hızlanan kazanan bazı gelişmeler sonucunda finansal piyasalara ilişkin bir takım kavramların, uygulamaların ve stratejilerin üzerinden geçilmeye başlanmıştır. Global finansal sistemde yeni finansal araçların kullanım sıklığının artması finansal işlem hacminin artması, buna karşın yaşanan yüksek maliyetli finansal krizler sonucunda parasal istikrar yanında finansal istikrar kavramı da önem kazanmıştır. Para otoritelerinin uyguladıkları para politikaları yoluyla parasal istikrar (monetary stability) ve finansal

¹⁰³ Başçı ve Kara, **a.g.e.**, s. 3

¹⁰⁴ A.e.

¹⁰⁵ Muharrem Afşar ve Aslı Afşar, **Finansal Ekonomi**, Detay Yayıncılık, Ankara, 2010, s. 69

istikrar (financial stability) olmak üzere iki istikrarı birlikte sağlama çabaları genel kabul görmektedir.

2.5.3.2. TCMB Tarafından Uygulanan Geleneksel Olmayan Para Politikaları

Getting Off Track isimli kitapta, Jack Taylor şunu savunur: "Para fazlası balonun ana nedeni ve ABD'deki ev sektörünün sonucuydu. 2002 ve 2006 yılları arasında deflasyon ihtimali korkusu nedeniyle, FED faiz oranlarını oldukça düşük tuttu. Düşük faiz oranları ise; krizin ana nedenlerinden biriydi. Buna bağlı olarak, düşük faizler kredi talebini arttırdı, finansal araçların ve varlık yöneticilerinin daha fazla risk almasına neden oldu."¹⁰⁶

Global finansal kriz döneminde, gelişmiş ülke merkez bankaları tarafından uygulanan para politikalarındaki gevşeklik piyasalarda dengesizliklere yol açmakta ve aynı zamanda enflasyona ilişkin riskleri arttırmakta idi. Bu nedenle, gelişmiş ülkelerin merkez bankaları başta olmak üzere, global piyasadaki tüm merkez bankaları, yaşanan global finansal krizden çıkabilmek ve krizin ekonomilerdeki oluşturduğu tahribatları minimize edebilmek bir takım krizden çıkış stratejileri uygulamışlardır. Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası da yaşanan global finansal krizin ülke ekonomisi ve para piyasaları üzerindeki etkilerini minimize etmek için bir takım adımlar atmıştır. Bu adımlar en temel olarak;¹⁰⁷

- Faiz oranlarının hızla düşürülmesi
- Bankalar arası para piyasalarının kesintisiz ve etkin çalışabilmesi için tedbirlerin yürürlüğe konulması
- Destekleyici kamu maliye politikalarının uygulanmaya başlanması
- Özel sektöre yönelik kredi destek mekanizmalarının oluşturulması

şeklinde sıralanmaktadır.

¹⁰⁶ John B. Taylor," Getting Off Track: How Government Actions and Interventions Caused, Prolonged, and Worsened the Financial Crisis" **Federal Reserve Bank of St. Louis Review**, **May/June** 2010, 92(3), pp. 165-76

¹⁰⁷ Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası, **Finansal İstikrar Raporu**, 2015, s. 30.

Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası para piyasalarına ve ekonomik sürdürülebilirliğe ilişkin yukarıda bahsi geçen adımlar kapsamında uyguladığı para politikalarında geleneksel araçlardan ziyade geleneksel olmayan para politikalarını kullanmıştır. Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası tarafından kullanılan geleneksel olmayan para politikaları; faiz koridoru, zorunlu karşılıklar ve rezerv opsiyonu mekanizmaları, iletişim kanallarının kullanımı ve istisnai gün uygulaması başlıkları altında incelenecektir.

2.5.3.2.1. Faiz Koridoru

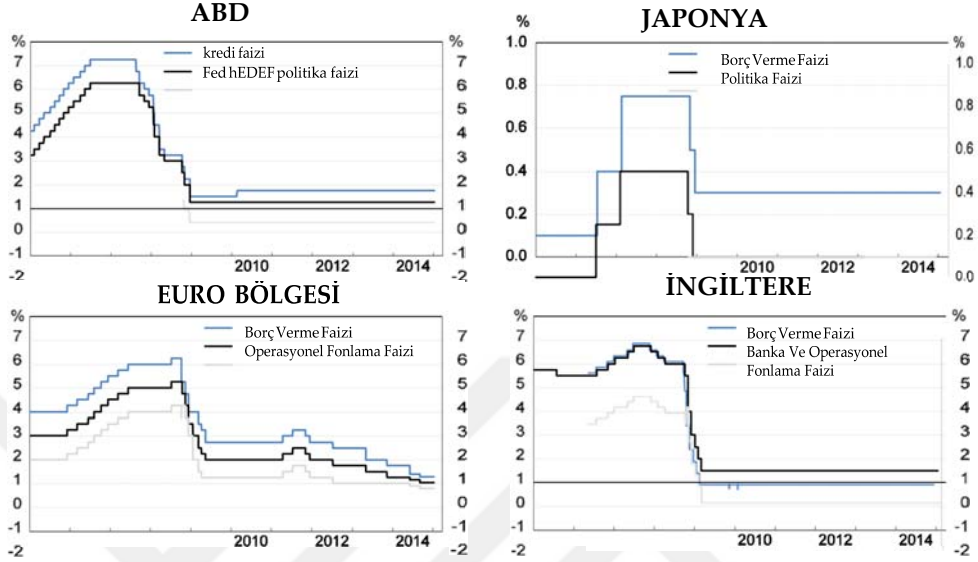
Açık piyasa işlemleri (çoğunlukla kısa vadeli menkul kıymet alımları veya satışı) hedef faiz oranının etrafındaki piyasa faiz oranlarını dengelemek için merkez bankaları tarafından kullanılmıştır. Bu, likidite talebini iyi tahmin edebilen merkez bankaları ile makul bir şekilde çalıştı ve piyasa faizleri çoğu zaman hedefin yakınında kaldı.

Krizin erken evresinde acil likiditenin sağlanması için çeşitli değişiklikler yapılmıştır. Ardından, merkez bankaları talebi artırmak ve enflasyonu yükseltmek için politika faiz indirimlerinin yerine alternatif olarak alışılmadık önlemler almaya başladılar. 2008'den bu yana, birkaç merkez bankası, para politikasının hafifletilmesini desteklemek ve piyasa faiz oranlarındaki oynaklığı azaltmak için mevduat faizleri ile marjinal kredi faiz oranları arasındaki koridorları daraltmıştır¹⁰⁸

Faiz koridoru krizden önce, kısa vadeli piyasa faiz oranlarını hedeflemek, ana OECD ülkelerinde enflasyon ve diğer makroekonomik hedefleri gerçekleştirmek için kullanılan merkezi para politikası aracıydı. Bu politika özellikle Euro Bölgesi, İngiltere, Kanada, Japonya, Avustralya, Yeni Zelanda vb. dahil olmak üzere birçok ülke tarafından kabul edilmiştir. Aşağıda ki ki grafiklerde 4 büyük merkez bankasının faiz koridor sistemi görülmektedir.

¹⁰⁸ Aleksander Berentsen and Cyril Monnet; "Monetary Policy In A Channel System"; Department of Economics, University of Basel, Switzerland, **European Banking Federation and ECB**, p.5..

Grafik 2.12. Dünya Merkez Bankaları Faiz Koridor Sistemi



Kaynak: Kei-Ichiro Inaba, Rory O'farrell, Łukasz Rawdanowicz And Ane Kathrine Christensen; 'The Conduct Of Monetary Policy In The Future: **Instrument Use Economics Department Working Papers No. 1187**'; a.g.e.

Koridor faiz sistemi teorik olarak, merkezi bir bankanın, düşük veya var olmayan zorunlu karşılık gereksinimlerinin veya merkez bankasının bilançosunun bağımsız bir politika aracı olarak kullanılması nedeniyle zorunlu şartların bağlayıcı olmadığı bir ortamda hedef politika faiz oranına ulaşmasına yardımcı olabilir. Uygulamada, koridor sistemi, bir dizi ülkede hedefinin yakınında politika oranını etkili bir şekilde istikrara kavuşturmuştur. Teorik olarak, bir koridor sistemi politika faizindeki oynaklığı sınırlayabilir ve faiz politikasını bilançonun büyüklüğünden ayırabilir.

Bir koridor faiz politikasında geleneksel çerçevede olduğu gibi, merkez bankası hedefleri doğrultusunda enflasyon ve ekonomik büyüme için uygulanacak gecelik politika faiz hedefi seçer. Ve geleneksel çerçeve çalışmasında olduğu gibi (politikası, merkez bankası açık piyasa işlemleri yoluyla etkileyebilecek belirli bir rezerv düzeyini bankacılık sistemine sunmaktadır.¹⁰⁹

¹⁰⁹ George A. Kahn; "Monetary Policy Under A Corridor Operating Framework" p.13. Çevrimiçi; <https://www.kansascityfed.org/publicat/econrev/pdf/10q4Kahn.pdf>. Erişim.18.02.2015.

Koridor sisteminin temel ilkesi şu şekildedir: Merkez bankası, ("koridorun üst sınırı" olan) bir borç verme aracı aracı ve (koridorun alt sınırı olan) bir para yatırma aracı (borç alma) sağlamaktadır. Merkez bankasının faiz oranı" koridor içinde bir yerdedir. Bu sistemde merkez bankası, hedef faiz oranını açık piyasa işlemlerinin üstünde yönlendirmek için "koridor" un üst ve alt sınırlarını ayarlayabilir. Teorik olarak üst ve alt sınırları simetrik yapmak gerekli değildir, ancak uluslararası deneyim, simetrik bir koridorun sistemi ile çalışmanın daha iyi sonuçlar getirdiğini göstermektedir.¹¹⁰

Bir faiz koridoru (IRC), kısa vadeli piyasa faiz oranlarını merkez bankasının (Merkez Bankaları) hedef / politika faizi yönünde yönlendiren bir sistemdir. Bu, Merkez Bankaları'nın 'nin bankalara borç verme oranını (tipik olarak bir gecelik borç verme oranı) ve onlardan yatırılan bir orandan (mevduat oranı) oluşur. Standart bir koridorda, borç verme faiz oranı Merkez Bankaları hedef / politika faizinin üstünde (dolayısıyla kısa vadeli piyasa faizleri için bir üst sınır oluşturur) üzerinde olacak ve mevduat faizi Merkez Bankaları oranının altında olacak ve böylece alt sınır oluşturulacaktır. Koridor genişliği konusunda fikir birliğine varılmamasına rağmen, uluslararası merkez bankacılığı uygulamaları dar ve simetrik bir koridorun kullanımını önermektedir.¹¹¹

Koridor genişliğinin seçimi, merkez bankasının faiz oranındaki oynaklığın miktarına, merkez bankasının karşı tarafların Merkez Bankaları likidite imkânlarından ne ölçüde yararlandığına dair tercihlerine ve bankalararası piyasa faaliyetinin derecesine göre belirlendiği önemle büyük ölçüde belirlenir.¹¹²

Araştırmacılar genel olarak, koridor sisteminin gecelik faiz oranlarındaki dalgalanmaları sınırlamada ve merkez bankalarının mali krizler sırasında bankacılık sistemine önemli miktarda likidite sağlamasına başarılı bir şekilde sahip olduklarını keşfettiler. Örneğin, koridor sisteminin bazı versiyonlarında faaliyet gösteren sekiz merkez bankasının incelenmesinde, Bowman, Gagnon ve Leahy, merkez bankası

¹¹⁰ Jinyue Dong / Le Xia; "Looking For New Monetary Policy Tools In The Liberalized Interest Rate Environment" **"China Economic' Watch"**; **BBVA Research** ; 25 Feb 2016.pp.4-8.

¹¹¹ Kei-Ichiro Inaba, Rory O'farrell, Łukasz Rawdanowicz And Ane Kathrine Christensen ;' The Conduct Of Monetary Policy In The Future: Instrument Use" **Economics Department Working Papers No. 1187**, Eco/Wkp(2015)5 pp.25-28.

¹¹²The Interest Rate Corridor (IRC) System "Framework For Monetary Operations Under The Bsp Interest Rate Corridor" (Irc) System.Çevrimiçi: <http://www.bsp.gov.ph/downloads/publications/FAQs/IRC.pdf>. Erişim.2016.

bilançolarının geniş olduğu ve gecelik piyasada işlem gören bir piyasa faizinin hedefinin yakın olduğu durumlarda, politika faiz oranı, gecelik faiz oranı için bir taban görevi görüyordu; bu politika faiz oranlarının, piyasa faiz oranlarında aşağı yönlü hareket içerdiği görülüyordu” açıklamasında bulunmaktadır. Buna ek olarak, Bowman ve diğerleri son on yıl içinde, merkez bankaları, zorunlu karşılıkları azaltmadan politikayı sıkılaştırdığı çeşitli örnekler bulduklarını ve bu durumlarda, merkez bankasının politika faiz oranı ile alt bandı yükselttiğini ve diğer oranları da yükseltme kararı aldıklarını belirtmektedir. ¹¹³

Dünya merkez bankaları tarafından kullanılan bu politikanın amacı olarak koridor sistemi, zorunlu koşulların bağlayıcı olmadığı bir bankacılık sisteminde politika faiz oranı hedefi üzerinde daha sıkı denetim sağlama avantajına sahip olacaktır. Buna ek olarak, mali stres zamanlarında bir koridor sistemi, Merkez bankalarının banka sistemine çok miktarda likidite sağlaması ve rezerv faizleriyle fonlama oranı hedefini kontrol altında tutmasına izin verebilir.¹¹⁴

TCMB, finansal istikrarı sağlamak amacıyla uyguladığı farklı politikalardan biri de faiz koridoru uygulamasıdır. Faiz koridoru borç verme ve borçlanma arasındaki farktır. Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası ilk olarak borçlanma faizi ve gecelik borç verme işlemleri arasındaki farkı genişletmiştir. Ve bu sayede, kısa vadeli faizlerdeki değişkenliğin mevcut konjonktüre göre ayarlanabilmesine olanak sağlamıştır. Bu noktada, kısa vadeli olan faizlerin getirisi azaltılmış, değişkenliği arttırılmış ve kısa vadeli sermaye girişlerine ilişkin caydırıcılık oluşturulmuştur.

Faiz koridorundaki temel amaç ekonominin geneli ve döviz kuru üzerinde olumsuz etkiler oluşturabilen sermaye akımlarındaki dalgalanmaların önüne geçmek ve ekonomideki belirsizliklerin önüne geçmektir. TCMB (2014) tarafından yapılan açıklamaya göre borç verme faiz oranı; Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası’ndan bankaların kısa vadeli borçlanmak zorunda kaldıkları geçici likidite sıkışıklığı dönemlerinde merkez bankasına banka tarafından ödenecek faizi ifade eder ve bu durumun tam tersi olarak borç alma faiz oranı da bankanın likidite fazlasına sahip olduğu

¹¹³ George A. Kahn;” Monetary Policy Under A Corridor Operating Framework ; **Federal Reserve Bank of Kansas City**, p.22.

¹¹⁴ **A.e.**

noktada, faiz getirisi sağlamak için sahip Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası nezdinde yaptığı vadeli mevduat faizini ifade eder.¹¹⁵

TCMB özellikle global krizden itibaren temel politika araçlarından biri olan politika faizinde indirimlere gitmeye başlamıştır. 2008 yılının Kasım ve Aralık aylarında 175 baz puanlık faiz indirimi gerçekleştirilmiştir. 2009 yılında da söz konusu faiz indirimi hızlanarak devam etmiştir. Aslında 2009 yılına gelindiğinde krizin Türkiye üzerinde etkilerinde zayıflama görülmüştür. Fakat TCMB bu duruma şüpheli bir biçimde yaklaşmıştır. Sonuç olarak 2009 yılında toplamda 850 baz puanlık bir politika faiz oranı indirimi yapılmıştır. Bu dönemde faiz oranı dışındaki bazı politika araçları da kullanılmıştır. Serel ve Bayır (2013)'e göre 2009 yılının altıncı ayından itibaren; temel fonlama aracı olarak kullanılan haftalık vadeye sahip repo işlemine ek olarak üç aya kadar vadeye sahip repo işlemlerinde temel fonlama aracı olarak kullanılmasına başlanması durumu ve Türk Lirası mevduatlara ilişkin olarak belirlenmiş %6 faiz oranının %5'e düşürülmesi konu araölara ilişkin verilebilecek en önemli örneklerdir.¹¹⁶

Bu politika ile kısa vadeli spekülâtif sermaye girişlerinin caydırılması ve bu sayede döviz kurunda iktisadi temellerden bağımsız hareketlerin görülmesinin engellenmesi ve global risk iştahındaki beklenmedik değışimlerin ortaya çıkarabileceğı finansal risklerin azaltılması amaçlanmıştır. TCMB'nin bu amacı gütmesi nedeniyle 2011 yılına gelindiğinde gecelik borçlanma faizini 500 baz puan düşürdüğü görülmektedir. Politika faizi ise 75 baz puan indirilmiştir. Bu esnada faiz koridorunun daha da genişletildiğı görülmektedir.

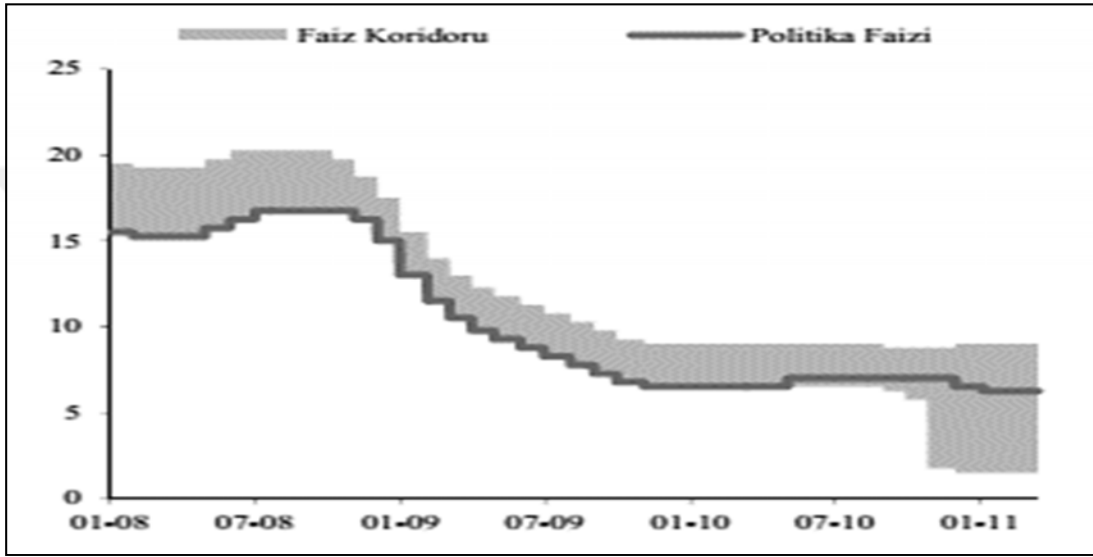
Bu noktadaki temel amaç para piyasasında görülen kısa vadedeki faiz oynaklığının konjonktüre uygun bir biçimde ayarlanabilmesine ortam hazırlamaktır. Bu durum sayesinde, kısa vadeli olan faizlerin ortalama getirisi düşürülmüştür ve oynaklığın artırılması sureti ile, spekülâtif pozisyonların getirileri ile riskleri arasındaki oranlar azaltılmış ve dolayısıyla da kısa vadeli sermaye girişlerine ilişkin bir caydırıcılık

¹¹⁵ TCMB, "Para ve Kur Politikası" **TCMB Yayınları**, 2014.

¹¹⁶ Alparslan Serel ve Musa Bayır, "2008 Finansal Krizinde Para Politikası Uygulamaları: Türkiye Örneğı", **Yönetim ve Ekonomi Araştırmaları Dergisi** – Sayı:19, 2013, s.62.

oluşturulmuştur.¹¹⁷ Aşağıda yer alan grafik politika faizi ve faiz koridoru arasındaki ilişkiyi göstermektedir.

Grafik 2.4. Politika Faizi ve Faiz Koridoru



Kaynak: Erdem Başçı ve Hakan Kara, **Finansal İstikrar ve Para Politikası**, Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası, Mayıs 2011, s. 6

Faiz oranlarındaki ayarlamalar TCMB'nin sık kullandığı araçlardandır. Ekim-Kasım 2008 dönemi incelendiğinde faiz koridoru aralığının 3,5 puandan 2,5 puana düşürüldüğü görülmektedir. Ayrıca Haziran 2009 tarihine gelindiğinde piyasada görülen likidite sorunu ve söz konusu sorunun kalıcı bir hale gelme ihtimali nedeniyle üç ay vadeli repo ihaleleri açılmıştır. Buradaki temel amaç kredi mekanizmasının etkin bir biçimde çalışmasını sağlamak olmuştur. Öte taraftan, 2008 yılının Kasım ayından başlamak üzere, politika faiz oranlarına ilişkin hızlı bir indirim başlamış ve Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası borçlanma faiz oranını %6,50'ye düşürmüştür..¹¹⁸

¹¹⁷ Başçı ve Kara, **a.g.e.**, s. 5-6

¹¹⁸ Funda Çondur ve Mehmet Bölükbaş, "TCMB'nin Finansal İstikrar Araçları Ve Çıkış Stratejisi Olarak Uygulamaları", **Gümüşhane Üniversitesi Sosyal Bilimler Elektronik Dergisi**, Sayı 7, Ocak 2013, s. 91

Parasal genişleme sterilizasyon işlemlerinin gerçekleştirilemediği zamanlarda aşırı menkul kıymet alımı yapılırsa uzun vadede faiz oranında sorun yaşanabilir. 2008 krizi ile Amerika Birleşik Devletleri'nde parasal genişleme politikasına başvurulunca %2¹¹⁹lik amacın çok uzağında kalınmıştır. Aktif para işlemlerinin ana yararı, işlemlerin hacminin, parasal otoritelerin, piyasa faizlerinin politika faizi ile uyumlu olmasını sağlamak için ne kadar likiditenin çekileceği veya piyasaya sunulması gerektiğine ilişkin değerlendirmesine bağlı olarak ayarlanabilmesidir. Koridor sistemi, merkez bankasının geleneksel işletim çerçevesinde olduğu gibi, rezerv arzını değiştirmeden hedef politika faiz oranını değiştirmesine izin verme avantajına sahiptir (Keffer, Martin ve McAndrews; Goodfriend).

2.5.3.2.2. Zorunlu Karşılıklar ve Rezerv Opsiyonu Mekanizması

Zorunlu karşılıklar, birçok gelişmekte olan ülkede önemli bir politika aracıdır. Örneğin, Çin, faiz oranlarını sadece bir kez hareket ettirirken, 2010 yılında altı kez zorunlu karşılık oranlarını yükseltmiştir.¹²⁰ Politika yapıcılar zorunlu sermaye akışlarıyla başa çıkabilmek için özellikle de finansal istikrar aracı olarak hem de faiz politikası, sıfır alt sınırla veya bir değişimle sınırlandırıldığında fiyat istikrarı için alışılmadık bir para politikası aracı olarak, zorunlu karşılıkları tartışmaktadır.

Zorunlu karşılıkların temel amacı ülkeler arasında ve zaman içinde önemli ölçüde değişir ve ana amacı tanımlamak her zaman kolay değildir.¹²¹ Malezya Merkez Bankası yakın bir tarihte rezerv ihtiyaçlarındaki değişikliklerin sadece finansal istikrar hedefine hizmet ettiğini, buna karşın faiz oranının fiyat istikrarı için kullanıldığını açıkladı.¹²² Diğer ülkeler ise hem fiyat hem de finansal istikrar için zorunlu karşılıkları kullanabilir ve ilgili ağırlıkları değiştirebilir. Zorunlu karşılıkların birden fazla amaçla kullanılması hem avantaj hem de dezavantajlara sahiptir: Bir yandan, zorunlu karşılıkların fiyat ve finansal

¹¹⁹ Önceki bölümlerde açıklandığı üzere hedef %2 olarak belirlenmişti.

¹²⁰ Kashyap, A., and J. Stein. 2012. "The Optimal Conduct of Monetary Policy with Interest on reserves." American Economic Journal: Macroeconomics 4 (1): pp.266-267.

¹²¹ Simon Gray ;" Central Bank Balances and Reserve Requirements" IMF Working Paper Monetary and Capital Markets Department" February 2011.pp.1-3.

¹²² Central Bank of Malaysia. 2011. "Increase in the Statutory Reserve Requirement (SRR) Ratio." Press Statement, March 11.2011.

gelişmelere tepki verdiği bir ortam oluşturabilecek serbestlik ortamı arttırdılığında daha iyi sonuçlara yol açabilir; Öte yandan, bu durumda görev ayrımı artabilir. Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası, son dönemde politika faiz oranını düşürürken ve aynı zamanda rezerv yükümlülüklerini artırma kararı almıştır.¹²³

Geleneksel bankacılık sektöründe, zorunlu karşılıkların prensipte, sistematik kırılma yaratacak her türlü kısa vadeli borç için geçerli olması gerekir. Buna ticari kağıt, repo finansmanı, aracılık sertifikaları vb dahildir. Kavramsal olarak buradaki amaç, son zamanlarda Basel Bankacılık Denetim Komitesi (2010) tarafından ortaya atılan "net istikrarlı fonlama oranı" kavramında öngörülen ve her çeşit kısa vadeli banka borcunun miktarını kontrol etmek için tasarlanan öngörüye çok benzemektedir. Kapsamı buna göre tasarlanmalıdır. Montoro ve Moreno (2011), zorunlu karşılıkların kullanımını Üç Latin Amerika ülkesi: Brezilya, Kolombiya ve Peru üzerinde incelemiştir. Bu ülkelerdeki merkez bankalarının en son kredi döngüsünün genişleme aşamasında zorunlu koşulları artırdıklarını ve daha sonra Hindistan Rezerv Bankası gibi Lehman Brothers'in iflas etmesinden sonra keskin bir şekilde kesintiye uğradığını belirtmektedirler. Ayrıca, bu yaklaşım için finansal istikrar hedefinde açıkça yaygın olduğunu iddia etmektedirler.¹²⁴

Faiz hedefine ulaşmak için yalnızca açık piyasa işlemlerine güvenmek çok pahalı olduğunda veya faiz oranındaki bir değişikliğin fiyat veya finansal istikrarı korumak için yeterli olmadığı durumlarda, Zorunlu karşılıkların para politikasını tamamlayıcı nitelikte olabileceği düşünülmektedir. Örneğin, fazla likiditeyi piyasan çekmeye çalışan merkez bankası, açık piyasa işlemleri yerine, rezerv yükümlülüklerini (piyasa faizlerinde tam olarak ödenmeyen) yükseltmek suretiyle bunu daha düşük maliyetle sonuçlandırabilir. Bununla birlikte, maliyet bankacılık sistemi tarafından üstlenilmektedir. Başka bir örnek olarak, yükselen enflasyon dönemlerinde ya da hızlı kredi büyüme sırasında, faiz oranlarının kısa sürede çok hızlı artması bile bankaların kredi verme davranışlarını

¹²³Christian Glocker and Pascal Towbin; "Reserve Requirements for Price and Financial Stability: When Are They Effective? Banque de France"; **International Journal of Central Banking March 2012**. Vol. 8 No. 1, pp.66-68.

¹²⁴ Montoro, Carlos, And Ramon Moreno. "The Use Of Reserve Requirements As A Policy Instrument In Latin America." **BIS Quarterly Review, 2011**. (1):pp. 53–65.Çevrimiçi: http://www.bis.org/publ/qtrpdf/r_qt1103g.pdf. Erişim:15.06.2016.

sınırlayamayabilir. Bu gibi durumlarda, zorunlu karşılık gereksinimini artırmak, krediyi doğrudan etkilediğinden daha etkili olabilir. Finansal piyasalar daha az geliştiğinde ve politika faizinden piyasa oranlarına geçildiğinde lı) üzerindeki etkisi daha azdır.¹²⁵

Merkez Bankaları global kriz sonrasında zorunlu karşılıklar uygulamasını geleneksel olmayan para politikaları altında kullanmak durumunda kalmışlardır. Zorunlu karşılıklar politika aracı olarak esnek değildirler. Bu sebeple zorunlu karşılıklarda yapılabilecek değişiklikler para arzında önemli değişimlerin ortaya çıkmasına neden olacaktadırlar. Zira zorunlu karşılıkların sıklıkla değiştirilmesi durumunda bankalar için bir belirsizlik durumu söz konusu olmaktadır.¹²⁶ Zorunlu karşılıklar bir makro sıkılgan politika aracı olarak kullanılmaktadır. Bu durumun üç temel sebebi vardır. birinci sebebi, konjonktür dalgalanmaları görüldüğünde zorunlu karşılıklar kredi genişlemesinin önüne geçebilmektedir. İkincisi, zorunlu karşılıklar ekonominin hızlandığı dönemlerde rezerv biriktirilmesini sağlamakta en durağan dönemler için bir nevi birikim oluşturmaktadır. Son olarak, kredi piyasalarında beklenmedik bir durum oluştuğunda etkin bir araç olarak kullanılmaktadır.¹²⁷

Türkiye’de, merkez bankası, fiyat istikrarının temel enstrümanı faiz oranını finansal istikrar için ikincil bir rol ve fiyat istikrarı için ikincil bir rol oynayan zorunluk karşılıklar politikasını finansal istikrarın temel aracı olarak görmektedir.¹²⁸ Zorunlu karşılık dendiğinde akla finansal kuruluşlarının mevduat yada mevduat benzeri yükümlülüklerinde belirlenen bir orandaki kısmının TCMB bünyesinde tutulduğu para politikası aracı gelmektedir. Türkiye’de zorunlu karşılıklar ile ilgili hükümler 1211 sayılı Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası (TCMB) Kanunu’nun 40’inci maddesi ile düzenlenmektedir. İlgili Kanunun 40. Maddesinde şu ifadeler kullanılmaktadır:¹²⁹

“Bankalar ve elektronik ödeme araçlarını çıkaran kuruluşlar dâhil olmak üzere Bankaca uygun görülecek diğer malî kuruluşlar, Banka nezdinde açılacak hesaplarda

¹²⁵ Moreno, Ramon, “Monetary Policy Transmission And The Long-Term Interest Rate In Emerging Markets”, **BIS Papers**, 2008, no 35, pp 61–80.

¹²⁶ Montoro Carlos, “Assesing The Role Of Reserve Requirements Under Financial Frictions”, **Bank for International Settlements**, 2011, p. 4

¹²⁷ A.e.p.8.

¹²⁸ Erdem Başçı; “Central Banks And Financial Stability.” **Presentation at the ECB High-Level Policy Workshop on Macroprudential Policy**, Frankfurt, 2010, December 15.

¹²⁹ 1211 sayılı Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası (TCMB) Kanunu, Madde 40.

yükümlülükleri esas alınarak, nakden zorunlu karşılık tesis ederler. Zorunlu karşılığa tâbi yükümlülüklerin kapsamı, zorunlu karşılıkların oranı, tesis süresi ve bu yükümlülükler için tesis edilen karşılıklara gerektiğinde ödenecek faiz oranı, mevduat veya katılım fonlarından olağanüstü çekilişler ile birleşme, devir ve bölünme hâllerinde yapılacak işlemler de dâhil olmak üzere uygulamaya yönelik her türlü usûl ve esaslar Bankaca belirlenir. Yukarıda belirtilen kuruluşların taahhütlerine karşı bulunduracakları umumi dispo­nibilitenin nitelik ve oranı, gerektiğinde Bankaca tespit edilir.

Bankaca yapılacak düzenlemeye göre zorunlu karşılıkların Banka nezdindeki hesaplarda bloke olarak tutulmasının istenmesi hâlinde, bloke hesaplarda tutulan zorunlu karşılıklar, hiçbir amaç ve konunun finansmanı için kullanılamaz, temlik ve haciz edilemez.

Zorunlu karşılıkların ve umumi dispo­nibilitenin süresinde tesis edilmemesi veya eksik tesis edilmesi hâlinde Banka, belirleyeceği usûl ve esaslara göre, eksik kısım için; Banka nezdindeki hesaplarda faizsiz mevduat tutulmasını istemeye veya cezaî faiz tahakkuk ettirmeye yetkilidir. Tahakkuk ettirilen cezaî faiz alacakları, 6183 sayılı Amme Alacaklarının Tahsil Usulü Hakkında Kanun hükümleri gereğince tahsil edilir. Tahsil edilen cezaî faizler Tasarruf Mevduatı Sigorta Fonuna gelir kaydedilir.”

TCMB, uzun süredir ihracat reeskont kredisi uygulamasını ve zorunlu karşılıklar uygulamasını kullanmaktadır. Zorunlu karşılıklar uygulamasının uygulanmasındaki temel amaç rezervlerin güçlendirilmesi ve etkin likidite yönetimin sağlanmasıdır. 2011 yılı Ekim ayından 2012'ye kadar zorunlu karşılıkların oranlarında herhangi bir değişikliğe gidilmemiştir. 2011 yılı Ekim ayından 2012'ye kadar olan süre içerisinde Türk Lirası'na ilişkin zorunlu karşılık oranı %10,3 seviyesinde gerçekleşmiştir.

2012 yılı Mart ayına gelindiğinde ise değişikliğe gidilmiştir. Bankalarda görülen likidite ihtiyacının kalıcı bir biçimde giderilmesi ve döviz ve altın rezervlerinin güçlendirilmesi amacıyla Türk lirası olan hesaplara ilişkin yükümlülükler kapsamındaki zorunlu karşılıkların altın olarak tutulabilecek kısmı %10'dan %20'ye yükseltilmiş ve kıymetli madenler hariç olmak üzere döviz olan hesaplara ilişkin yükümlülükler kapsamındaki zorunlu karşılıkların altın olarak tutulabilecek kısmı %10'dan %0'a düşürülmüştür. 30 Mart 2012 tarihinde yayımlanan yükümlülüklerle ilişkin bildirim cetveli ve yine 13 Nisan 2012 tarihinden itibaren geçerli olacak konu uygulama ile Türk Lirası zorunlu karşılıkların karşılanmasında altın yüzdesi %8,9'dan %18,2'ye çıkartılmıştır..¹³⁰

¹³⁰ Çevrimiçi: <http://www3.tcmb.gov.tr/yillikrapor/2012/tr/m-2-2-3.php>.

Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası tarafından yapılan resmi açıklama kapsamında, zorunlu karşılıkların önemli bir para politikası aracı olduğu ve ülkemizde 2010 yılının sonlarına doğru etkin bir şekilde kullanıldığı ve zorunlu karşılıkların kullanılmaya başlandığı dönemde enflasyon görünümünün olumlu seyretmesinin sağlandığı özellikle belirtilmelidir.¹³¹ Aşağıda yer alan tablo, zorunlu karşılık oranlarını yüzdesel olarak göstermektedir.

Tablo 2.10. Zorunlu Karşılık Oranları

Türk Lirası	
Yükümlülükler	Oranlar
Bir aya kadar olan vadeli mevduat hesapları ve katılma hesapları; vadesiz mevduat hesapları, ihbarlı mevduat hesapları, özel cari hesaplar, 1-3 ay arası vadeli mevduat hesapları ve katılma hesapları	11,5
Altı ay dahil olmak üzere 0-6 ay arası vadeli mevduatlara ve katılma hesaplarına	8,5
Bir yıl hariç olmak üzere 6-1 yıl arası vadeli mevduatlara ve katılma hesaplarına	6,5
Bir yıl dahil olmak üzere bir yıldan fazla vadeye sahip vadeli mevduat, katılma hesabı, birikimli mevduatlara	5
Bir yıl dahil olmak üzere 0-1 yıl arası Türk Lirası olarak tutulan vadeli diğer yükümlülükler	11,5
Üç yıl dahil olmak üzere Türk Lirası olarak tutulan vadeli diğer yükümlülükler	8
Üç yıldan daha uzun vadeye sahip Türk Lirası diğer yükümlülükler	5
Yabancı Para	
Vadesiz mevduat hesapları, ihbarlı döviz tevdiat hesapları, dövize endeksli özel cari hesaplar, dövizli vadesiz depo hesaplar bir ay, üç ay, altı ay ya da bir yıla kadar vadeye sahip vadeli döviz tevdiat hesapları	13
Bir yıl dahi olmak üzere, bir yıldan uzun vadeye sahip döviz tevdiat, döviz katılma ve kıymetli maden depo hesapları, birikimli döviz tevdiat hesapları, dövizli katılma hesapları	9
Bir yıl dahil olmak üzere dövizli diğer yükümlülükler ¹	13
Üç yıl dahil olmak üzere dövizli diğer yükümlülükler	11
Üç yıldan daha uzun vadeye sahip diğer tüm dövizli yükümlülükler	6

Kaynak:

<http://www.tcmb.gov.tr/wps/wcm/connect/TCMB+TR/TCMB+TR/Main+Menu/Para+Politikasi/ZK/Zorunlu+Karsilik+Oranlari>

¹³¹Çevrimiçi:<http://www.TCMB.gov.tr/wps/wcm/connect/TCMB+TR/TCMB+TR/Main+Menu/Para+Politikasi/ZK/Zorunlu+Karsilik+Oranlari>. Erişim. 15.03.2015.

Merkez Bankası zorunlu karşılıkları önemli bir para politikası aracı olarak kabul etmektedir. Bu nedenle zorunlu karşılıkların etkin bir şekilde kullanılmasının artırılması için zorunlu karşılıklara ilişkin uygulanan faize son verilmiştir. . Likidite yönetiminin daha etkin bir biçimde gerçekleştirilmesi için ise operasyonel çerçevede bir takım değişikliklere gidilmiştir.¹³²

Rezerv opsiyonu mekanizması Zorunlu karşılıklarla bağlantılı bir uygulamadır. 2011 yılının onuncu ayında yayınlanan tebliğ ile beraber bankalar Türk Lirası yükümlülükleri çerçevesinde tesis etmek durumunda oldukları zorunlu karşılıkların yüzde 10'luk kısmını Avro ya da ABD Doları üzerinde tesis edebilme hakkına kavuşmuşlardır. Dahası, benzer bir esneklik kıymetli maden depoları için de yapılmıştır. Bu düzenlemelerin amacı bankacılık sisteminde esneklik sağlamaktır.¹³³

TCMB Rezerv Opsiyon Mekanizmasını ROM şu şekilde açıklamaktadır:¹³⁴. Rezerv opsiyon mekanizması, Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası nezdinde tutulması bankalar tarafından zorunlu olan yerel para birimi karşılıkların, önceden belirlenmiş olan belirli bir oranının döviz ve / veya altın cinsinden tutulabilmesini ifade etmektedir”.

Konu uygulamalarla beraber zorunlu karşılık uygulamaları farklı bir bakış açısı kazanmıştır. Dahası, sermaye hareketlerinde görülen aşırı oynaklığın hem makroekonomik hem de finansal istikrar üzerindeki kötü etkilerinin hafifletilmesi amaçlanmıştır. Rezerv opsiyonu mekanizması ile bankalar zorunlu karşılıklardan Türk Lirası olan kısımların bir kısmını döviz ya da altın vasıtasıyla karşılayabilir hale gelmişlerdir. Söz konusu imkânın hangi oranda kullanılacağıın belirlenmesi için rezerv opsiyonu oranı kullanılmaktadır.¹³⁵

Rezerv opsiyon mekanizması TCMB tarafından otomatik dengeleyici bir mekanizma olarak tasarlanmıştır. 2013 yılı rakamları incelendiğinde, rezerv opsiyon mekanizması kullanımının ciddi değişimler sergilediği görülmüştür. Bankalar bu dönemde

¹³² Başçı ve Kara, **a.g.e.**, s. 5

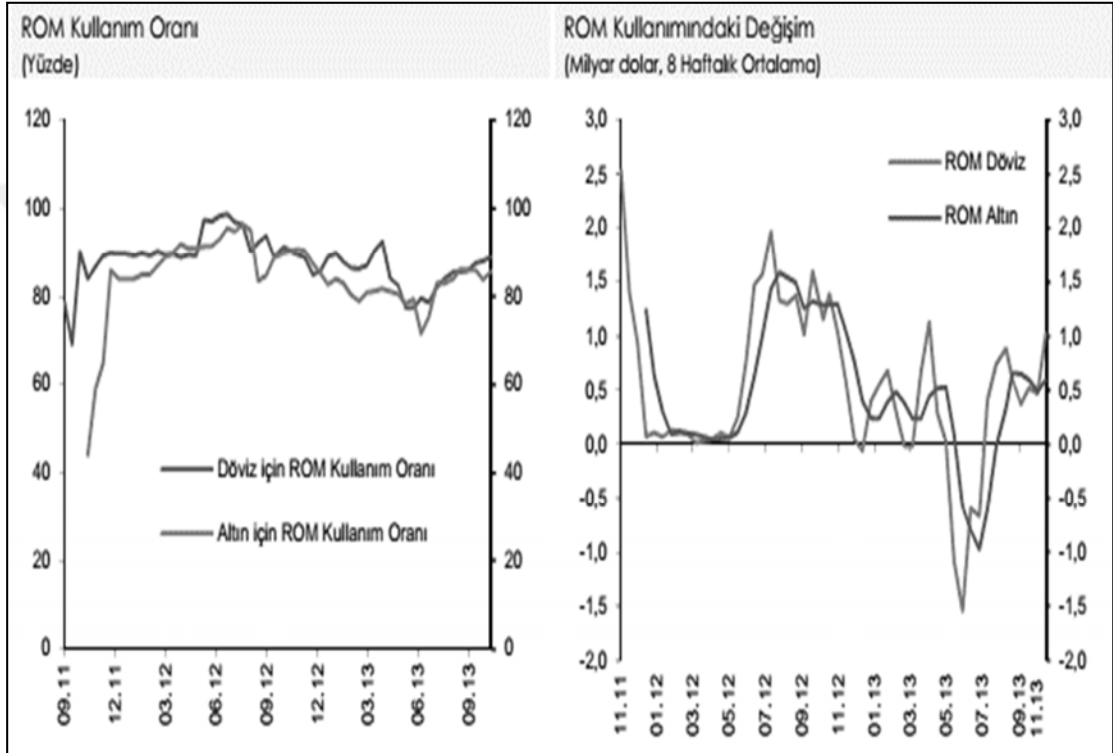
¹³³ Zorunlu karşılıklardan kıymetli maden depo hesapları için olanların tamamı standart altın cinsinden ayrılabilir ve bu hesaplar hariç döviz yükümlülükler karşılığı tutulması gereken zorunlu karşılıklarında %10 altın cinsinden tutulabilmektedir.

¹³⁴ TCMB, Bülten, **TCMB Yayını**, 2012, s. 2

¹³⁵ Vural, **a.g.e.**, s. 69

özellikle kısa vadeli döviz likidite ihtiyaçlarını rezerv opsiyonu mekanizması ile karşılamışlardır.

Grafik 2.5.Rezerv Opsiyon Mekanizması Kullanımı



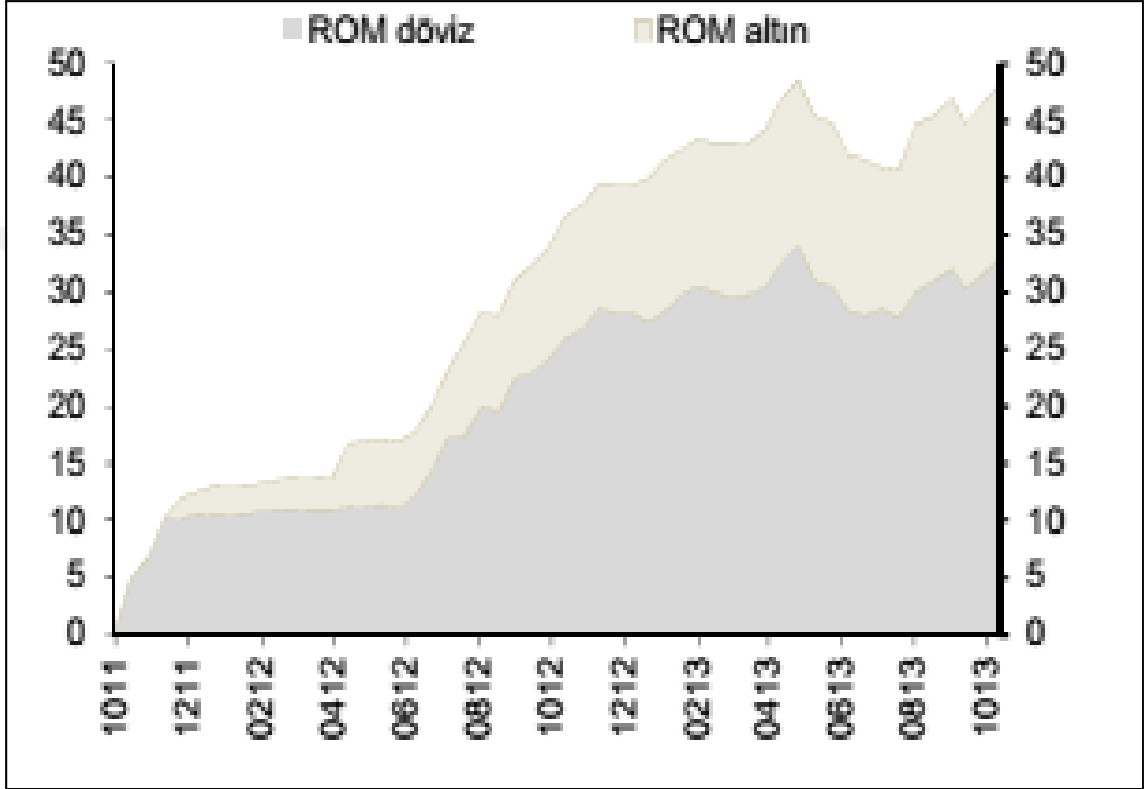
Kaynak: **Tcmb Finansal İstikrar Raporu**.2014.

Bu durum TCMB tarafından öngörülen bir durumdur. Sonuç olarak, rezerv opsiyonu mekanizmasının kurlar üzerinde baskıyı hafiflettiği söylenebilir. Genel olarak değerlendirildiğinde yılın son yarısında, bankaların dış borçlarını ödeme konusunda herhangi bir sıkıntı ile karşılaşmamaları konu mekanizmanın kullanılması hususunda bir farklılaşma yaratmamıştır..¹³⁶ Aşağıda yer alan grafikler sırasıyla rezerv opsiyon mekanizması kullanımını ve tesis edilen döviz ve altın miktarlarını göstermektedir.¹³⁷

¹³⁶ TCMB, "Para ve Kur Politikası", a.g.e.

¹³⁷ TCMB, "Finansal İstikrar Raporu", 2013, a.g.e.

Grafik 2.15. Rezerv Opsiyon Mekanizması Kapsamında Elde Edilen Döviz ve Altın (Milyar Amerikan Doları)



Kaynak: TCMB Finansal İstikrar Raporu

Rezerv opsiyonu mekanizmasının devreye girmesi sayesinde TCMB bünyesinde bankacılık sistemi kanalıyla 50 Milyar ABD doları civarında bir fazladan rezerv birikmiştir. Rezerv opsiyon katsayılarının mümkün olduğunca sabit tutulmasıyla beraber dış şoklara karşı daha güçlü olunması amaçlanmaktadır. Diğer bir ifadeyle sermaye hareketlerindeki oynaklıkları ülke ekonomisine zarar vermemesi için bankaların rezerv opsiyon uygulaması kullanım oranlarının sınırlılık ve ihtiyaçlarını göz önüne alarak belirlemeleri öngörülmektedir.¹³⁸

¹³⁸ A.e.

2.5.3.2.3. İletişim Kanallarının Kullanımı ve İstisnai Gün Uygulaması

Merkez bankası tarafından uygulanan ya da uygulanması planlanan para politikalarının etkin olması ve belirlenmiş hedeflere ulaşabilmesi ve/veya ekonomide ortaya çıkan olumsuzluklar üzerinde yeterli ve olumlu etki sağlayabilmesi için en önemi hususlardan bir tanesi politikayı uygulayan merkez bankası tarafı ile piyasanın diğer aktörleri arasındaki asimetrik bilgi sorunu oluşumunun engellenmesidir.

Diğer bir ifade ile merkez bankası, uygulayacağı politikalara ilişkin olarak piyasa aktörlerine doğruluk, dürüstlük ve şeffaflık prensipleri kapsamında yeterli ve tatmin edici bilgiyi verdiği takdirde piyasalar da eksik bilgilendirmeye dayalı spekülasyon davranışlar oluşmasının önünü geçer. Merkez bankası tarafından yeterli ve şeffaf bir şekilde bilgilendirilen piyasa aktörleri de para para politikası uygulamalarına ilişkin daha etkin ve doğru tahmin yapabilir. Bu sayede merkez bankasının uzun vadeli uygulamalarına ilişkin olarak uzun dönemli bir perspektif oluşması sağlanır.¹³⁹

Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası, piyasalarda spekülasyon dalgalarının önüne geçmek ve piyasa aktörlerinin merkez bankası para politikalarını kapsamında ortaya çıkacak sonuçlara ilişkin doğru ve etkin tahmin yapabilmesi ve piyasa aktörleri ile asimetrik bilgi sorunu yaşamamak için iletişim kanallarını özellikle son yıllarda etkin ve yeterli bir şekilde kullanmaktadır.

Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası tarafından geleneksel olmayan araçlardan bir diğeri olan istisnai gün uygulaması; banka tarafından haftalık olarak açtığı repo ihalelerini açmadığı gündür. Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası'nın repo ihalesi açmadığı günlerde direkt olarak döviz satışları yapılabilmektedir ve dolayısıyla gün içi döviz satım ihaleleri düzenlemenin de önü açıklamaktadır.

¹³⁹ Özcan Karahan, "Asimetrik Bilgi ve Para politikasının Etkinliği", 2006, **Balıkesir Üniversitesi, İ.İ.B.F., İktisat Bölümü**, Bandırma, s 153.

2.5.4. 2008 Global Krizi Sonrası Geleneksel Olmayan Para Politikası Uygulamalarının Değerlendirilmesi

2008 global ekonomik krizi, piyasalar üzerinde son derece yıkıcı etkileri olan bir kriz olarak finans literatürüne geçmiştir. Krizin yıkıcı etkilerinin ortadan kaldırılması ve bir daha böyle bir kriz yaşanmasının mümkün olduğunca önüne geçilebilmesi adına tüm dünya merkez bankaları krizden çıkarttıkları dersler neticesinde bir takım yapısal politika ve strateji değişikliklerine gitmiştir.

Bilindiği gibi finansal yıkımların (ki 2008 global ekonomik krizi tüm global piyasalarda oldukça büyük bir finansal yıkıma neden olmuştur) reel sektör üzerindeki olumsuz etkileri de oldukça uzun sürede giderilebilmektedir. Ekonomilerde yaşanan resesyon dönemlerinin ardından V modeli iyileşmenin olması beklentisi vardır. Reinhart ve Reinhart (2010)'un çalışmalarında belirttiği gibi kriz dönemlerinden yaşanan resesyon sürecinin beklenenden uzun sürdüğünü ve bunun sonucunda ekonomiye yıkıcı etki yarattığını belirtmektedir. II. Dünya savaşı sonrası yaşanan 1973 petrol krizi dâhil, 15 kriz incelendiğinde, büyüme oranlarının ortalama %1 seviyelerinde gerçekleştiği görülürken işsizlik rakamlarının ise gelişmiş ülke ekonomilerinde ortalama %5 oranının üzerinde olduğunu göstermektedir. 2008 krizi dönemi için Reinhart ve Reinhart'ın yaptığı çalışmalarında son yaşanan krizin yarattığı olumsuz etkilerin geçmiş krizlere göre daha fazla olduğu, bu dönemde kişi başına düşen gelir oranının gelişmiş ülkelerde yüksek oranda düştüğünü göstermiştir.¹⁴⁰

Kriz sonrasında Amerika Birleşik Devletleri merkez bankası FED tarafından ilk adım olarak uygulanan genişlemeci politikaları, makroekonomik dengeleri gösteren yatırım, tasarruf gibi kalemlerde iyileştirme başarısı göstermemiş olması, krizin doğrusal olmayan ilişkiler içerdiğini göstermiştir. Özellikle Lehman Brother'ın iflasını takiben yaşananlar makroekonomi ve finansal sistemin doğrusal ilişki içinde olmadığını gerçekleştiren rakamlarla ortaya koymuştur Amerika Birleşik Devletleri'nde büyümenin 2008 yılının ilk çeyreğinde GSYH %1,3 olarak gerçekleşirken, 2009 yılının ilk çeyreğinde

¹⁴⁰ Carmen Reinhart and Vincent Reinhart;. "After The Fall", Macroeconomic Challenges: The Decade Ahead, **Federal Reserve Bank Of Kansas City** Economic Symposium, manuscript available, Çevrimiçi: <http://www.kansascityfed.org>, 2015,pp.5-7.

bu oran -%6,4'e düşmüştür. Amerika Birleşik Devletleri'nin ülkelerde ise GSYH oranları 2008 yılının ilk çeyreğinde %-6,4, 2009 ilk çeyreğinde ise -7,3% olarak gerçekleşmiştir. ¹⁴¹ Reinhart ve Rogoff (2009) çalışmasında krizler sonrasında birçok ülkede kamu borçluluk oranlarının çok yüksek seviyelere geldiğine işaret etmişlerdir. Bu durum yaşanan global kriz sonrası da kendisini göstermiştir. ABD'de bütçe açığı GSYH'nın %10 unu seviyesine yükselirken, İspanya ve İrlanda gibi borç krizi yaşayan Avrupa Birliği ülkelerinden bu oran çok daha yüksek seviyelere yükselmiştir. Mishkin, Euro bölgesinde yaşanan borç krizinin, ülkeleri default riskine sokabileceğini ve Avrupa Birliği'nin varlığını tehdit edebilme riski yaratabileceğini belirtmektedir.¹⁴²

2008 global ekonomik krizinden önce FED tarafından uygulanan düşük faiz oranlarının ardından risk alma iştahı sonucunda para politikalarının istikrarsızlığa sürüklendiği görülmüştür. Taylor (2007)¹⁴³ çalışmasında düşük faiz politikasını konut balonuna yol açtığını belirtirken, Bernanke (2010), Bean, Paustian, Penalver and, Turner (2010) ve Posen (2009) bunun aksini savunmuşlardır. FED'in konut balonuna sebep olduğuna dair düşünceye uzak olursa dahi, mikro ekonomik araştırmaların para politikasının kredi balonunda rol oynadığına dair düşüncelere destek vermektedir. Borio ve Zhu (2008) bu durumu "para politikasının risk alma kanalı" olarak ifade etmektedir. Literatürde Rajan (2005, 2006) , özellikle finansal kurumlarda portföy yöneticilerinin düşük faiz döneminde yüksek getiri beklentisi nedeniyle risk alma arayışlarını arttırdıklarına işaret etmektedir. Adrian, Shin (2009, 2010) ile Adrian, Moench ve Shin (2010) çalışmalarında öne sürdükleri diğer bir neden ise düşük faiz politikası beraberinde faiz marjlarının yükselmesi ile firma değerleri yükselen finansal kuruluşların kaldıraçlı işlem ve risk alma potansiyelini arttırmıştır. ¹⁴⁴

Bu görüşleri destekler şekilde, 2008 global krizinin ortaya çıkarttığı yıkıcı etkiler bir anlamda dünya merkez bankalarının geleneksel para politikası araçlarını kullanma

¹⁴¹ Frederic Mishkin S., "Central Banking After The Crisis; Mishkin Graduate School Of Business, **Columbia University And National Bureau Of Economic Research**; November 2012, pp.3-6.

¹⁴² Carmen M. Reinhart and Kenneth S. Rogoff "This Time Is Different: Eight Centuries of Financial Folly, Princeton University Press, **Princeton, NJ 2009**, pp.83-89.

¹⁴³ John B. Taylor, "Housing and Monetary Policy", Housing, Housing Finance And Monetary Policy", **Federal Reserve Bank of Kansas City**, Kansas City, 2007, pp. 463-476.

¹⁴⁴ Frederic S. Mishkin;" Central Banking After The Crisis", **a.g.e**, p.8.

tercihlerini bir kenara bırakmalarını ve geleneksel olmayan para politikası araçlarını tercih etmelerine yol açmıştır. Geleneksel para politikaları araçlarının etkinliğinin ortadan kalkmasının bir nedeni de faizlerde sıfır bandı sınırlamasıdır. Faizlerde sıfır bandı sınırlaması, geleneksel politika araçlarının etkinliğinin kaybolmasını ve ekonomideki kırılmalıklar için negatif faiz politikası uygulanmasına engel teşkil etmektedir. Bu nedenle "negatif faiz uygulanmaması" sonucunda Merkez Bankaları" geleneksel olmayan para politikası araçları" kullanmak yoluna başvurmuşlardır. Sıfır faiz bant sınırının önemini arttıran bir başka gerekçe finansal çalkantılar sonrası daralmanın beklenenden uzun sürmesidir. Bu nedenle eksi faiz uygulanmasının önemi kriz öncesine göre şu an Merkez Bankaları için daha büyük önem taşımaktadır.

2008 global krizinden sonra merkez bankalarının geleneksel olmayan para politikası araçlarına kaymasını ve bu süreçte bazı yapısal değişimler gerçekleştirdiğini göstermektedir. Bu konuyu Mishkin (2014) dört temel başlıkla sınırlandırmıştır. Mishkin'e göre merkez bankaları finansal istikrara dayalı politikalarda, geleneksel olmayan para politikası uygulamalarında, risk yönetiminde, mali baskınlık ve para politikası süreçlerinde önemli değişim gösterecektir. Finansal istikrar noktası ele alındığında, finansal istikrar için, kriz sonrası ortak görüş sadece fiyat ve çıktı farkının finansal istikrar için yeterli olmadığı ortak görüşüdür. 2008 global krizi öncesi yürütülen birçok çalışmada fiyat ve çıktı istikrarının sağlanması halinde finansal istikrarın oluşacağı belirtilmektedir ki Bernanke ve arkadaşları (1999) ve Bernanke, Gertler (2001) tarafından yürütülen çalışmalarda bu tezi destekleyen araştırmalardır. 2008 global krize kadar yürütülen çalışmalar, fiyat istikrarının uygulanması sonucunda varlık fiyatlarına da istikrarın geleceği savunulmuştur. Ancak, merkez bankalarının fiyat istikrarına dayalı olarak enflasyonla mücadelede yaşadığı başarının varlık fiyatlarında gereğinde fazla fiyatlamaları engellediği görüşü, 2008 krizi sonrasında fiyat istikrarının krizleri önlemede tek başına yeterli olmadığına dair görüşlere yerini bırakmıştır.

Mishkin'in 2014 yılında yapmış olduğu bu tespit aslında, merkez bankalarının 2008 global krizinin etkilerini bertaraf etmek için sürdürdükleri ve oluşturdukları yeni stratejilerin, politikaların bir özeti niteliğindedir. Geleneksel olmayan politik araçlara yönelen Gelişmiş Ülke Merkez Bankaları (1) Faizlerin uzun süre düşük kalacağı beklentisini yaratarak uzun vadeli faizleri düşürmek istemişler, (2) Menkul kıymet alım

yoluyla piyasaya likidite verip riski azaltma ve kaynakları değiştirme yoluna gitmişler, (3) Kendi lke parasının değerini dşuk tutarak dışarıdan iç talep arttırmak istemişlerdir.¹⁴⁵

Dünya merkez bankaları 2008 krizinden sonra beklenti yönetimi yöntemini de sıklıkla kullanmıştır. Merkez bankalarının uzun vadeli faiz oranlarını dşurerek ekonomiyi canlandırmalarını sağlamak için politika faizinin gelecekte ne olacağı beklentilerini manipüle etmek Micheal Woodford (2003) tarafından “beklenti yönetimi” olarak karakterize edilen geleneksel olmayan bir para politikası aracıdır.¹⁴⁶ Gelecek politika aksiyonları için iki tür taahhüt vardır: şartlı ve şartsız. 2008’den başlayarak federal fon faizinin “0” tutulması taahhüdü şartlıdır nk bu kararın zayıf ekonomi nedeniyle alındığını vurgulanır. şartsız taahhüt şartlı taahhüde göre daha güçlü ve avantajlıdır nk taahhüdün terkedileceği mesajını vermediği için uzun vadeli faiz oranları üzerinden daha büyük etkiye sahiptir. Maalesef; eğer şartlar değişirse dezavantajlı bir duruma geçebilir ve taahhütten çıkmak daha iyi olabilir ancak merkez bankası sözünden dönmek istemeyip ilerleyebilir.¹⁴⁷

2008 krizinden sonra uygulanan geleneksel olmayan para politikalarının sonuçlarına ilişkin çarpıcı bir örnek vermek, bir anlamda merkez bankacılığını baştan yaratan 2008 krizinin literatür açısından ne denli önemli olduğunu bir kere daha göz önüne serecektir. Geleneksel olmayan para politikası araçlarından olan likidite provizyonu ve varlık alımları FED’in bilançosunda emsalsiz genişlemeler yaratmış, Eylül 2007’de 800 milyar Dolar olan bilanço büyüklüğü finansal krizle birlikte Kasım 2012’de 3 trilyon Dolar’a yaklaşmıştır. Bilançodaki bu genişleme parasal genişleme olarak adlandırılmış nk parasal bazda çok yüksek artışlara sebep olmuştur.

Dığer bir geleneksel olmayan para politikası aracı olan varlıklardaki faiz oranını düşürmek için büyük ölçekli varlık alımları yapılmasıdır.. Büyük lekli varlık alımları bu varlıklardaki faiz oranlarını düşürerek ekonomiyi teşvik etse de maliyetsiz değildir. İlk olarak; bu varlık alımları uzun dönemli (vadeli) menkul kıymetler olduğu için merkez

¹⁴⁵ Frederic S. Mishkin, Eugene N. White;” Unprecedented Actions: The Federal Reserve’s Response To The Global Financial Crisis In Historical **Perspective**”**NBER Working Paper No. 20737**, December 2014.pp.7-9.

¹⁴⁶ Micheal Woodford;”Interest And Prices: Foundations Of A Theory Of Monetary Policy,” **Princeton University Press, Princeton**.pp.15-16.

¹⁴⁷ Frederic S. Mishkin, “ Central Banking After The Crisis” ,**a.g.e.** November 2012,.pp.8-10.

bankaları üzerinde faiz riski (ve mortgage'a dayalı menkul kıymet gibi özet menkul kıymetler alınırsa ek olarak kredi riski) yaratır çünkü bu menkul kıymetler yüksek fiyat dalgalanmalarını sahiptir. Bu menkul kıymetlerdeki olası kayıplar, merkez bankası bilançosundaki sermayenin erimesine neden olabilmektedir.

2008 Global krizi sonrasında uygulanan geleneksel olmayan para politikası işlemleri kapsamında, niceliksel genişleme politikaları da ayrıca değinmekte yarar vardır. Gelişmiş ülke Merkez bankalarının faiz oranlarını sıfır seviyesine çekmesinin ardından bu müdahalenin yetersiz kalması nedeniyle büyük ölçekte açık piyasa işlemleri olarak da tanımlanabilecek olan uzun vadeli tahvil alımları karşılığı likidite sağlamak amaçlı Niceliksel Genişleme politikası uygulaması yoluna gidilmiştir. Q1'in yeterli derecede etkin olmaması nedeniyle 2010 yılının Ağustos ayında FED bilançosunu mevcut seviyelerde kalmasını sağlamak amaçlı olarak ipoteğe dayalı menkul kıymetlerinin kuponlarına karşılık hazine tahvili ve hazine tahvil karşılığı olarak aynı menkul kıymetler verileceğini açıklamıştır. İlk olarak 1961 yılında uygulanan "operation twist" politikası, ekonomistlere göre likidite aktarımından daha olumlu sonuçlar vermiştir.

FED'in uyguladığı bu yeni programına(Q1)'e kıyasla daha başarılı olmasının nedenleri; uzun vadeli tahvil karşılığı olarak piyasaya likidite sağlamış olması ve uzun vadeli tahvil faizlerine olumlu etki yaratmıştır.¹⁴⁸.

2008 Global Krizi sonrasında merkez bankaları tarafından uygulanan çok çeşitli geleneksel olmayan para politikası uygulamaları olduğu görülmektedir. Çalışmanın bir sonraki bölümüne geçmeden önce dünyanın en yıkıcı finansal krizlerinden biri olan 2008 global ekonomik krizi sonrasında dünya merkez bankaları tarafından uygulanan geleneksel olmayan para politikalarını bir tablo yardımı ile özetlemekte yarar vardır.

¹⁴⁸ Taylor 2015, **a.g.e. p.21**.

Tablo 2.11. 2008-2015 Yılları Arasında Dünya Merkez Bankaları Geleneksel Olmayan Para Politikası Uygulamaları

ECB	Fed	BoJ
2008 - Gecelik Sabit Faizli Ters Repo	2008 - Geçici Vadeli İhale İmkânı; Vadeli Menkul Kıymet Borç Verme Programı- Tslf	2008 - Menkul Kıymet Borç Verme İmkânı
2008/2009/2011 - Ltro /Uzun Vadeli Ve Düşük Faizli Kredi Olanağı (6 Ay,1y,3y)	2008 - Piyasa Yapıcılara Tanınan Kredi İmkânı)	2008- Vadeli Aktif Menkuller Alımları
2009/2011/2014 - İpotek Teminatlı Tahvil Alım Programı	2008 - Varlığa Dayalı Ticari Kıymet Para Piyasası Yatırım Fonu Likidite Olanağı	2008 -Repo İşlemleri Stardart Orandan Alımlar
2012 - Doğrudan Parasal İşlemler	2008 - Özel Sektör Tahvil Finansman Kolaylığı	2008 - Özel Fonlar/Kobilere Finansman Kaynağı
2013 - Sözlü Müdahale	2009 - Varlığa Dayalı Menkul Kıymet Kredi Olanağı	2009 - Doğrudan Özel Sektör Tahvil Alımları
2014 – Hedefli Uzun Vadeli Ve Düşük Faizli Kredi Olanağı - Tiltros	2009 Kredi PiyasasınaLikidite Sağlayıcı Politikalar-	2010 - App Menkul Satın Alım Programı
2014- İpotek Teminatlı Tahvil Alımları	2008/2010/2012 - PG1, PG2, PG3 - Lsap / Uzun Vadeli Tahvil Alım Programları	2012 - Kredi Destek Programı
2015 - Genişletilmiş Varlık Alım Programı	2008/2011/2012/2015– Sözlü Yönlendirme (Niceliksel Ve Niteliksel)	2013-2016 Niceliksel Ve Niteliksel Parasal Genişleme

Kaynak: Vitor Constâncio," 2015 US Monetary Policy Forum Panel discussion on Central Banking with Large Balance Sheets'2" New York, **European Central Bank**, 27 February 2015,p.3.

Yukarıdaki tablodan takip edildiği gibi merkez bankaları oldukça farklı politikalar sürdürmüş ve 2008 global ekonomik krizinin ortaya çıkarttığı yaraları sarmaya ve ülke ekonomilerini yeniden güçlendirmeyi amaçlamışlardır. Bu politikaların uygulanması sonucunda, ülkeler ve piyasalar anlamında ortaya çıkan sonuçlar bilinmektedir ve

tartılmaktadır. Ancak bu noktada, politikaların uygulayıcıları olan Merkez Bankaları'nın bu politikaların merkez bankasının solo finansallarına olan etkisini de incelemek gerekmektedir. Bilanço kalemlerinden elde edilen sonuç, genel olarak merkez bankalarının, 2008 global ekonomik krizden sonra uygulanan politikalarında etkisiyle, toplam aktiflerinin büyüdüğü görülmektedir. Avrupa Merkez Bankası özelinde, 2014 yılında önemli bir aktif varlık azalması oluşmuş olsa da bu azalma sadece uygulanan geleneksel olmayan para politikaları ile ilişkilendirilmemektedir. Bu kapsamda, dünya merkez bankalarının bilançoları 2008 yılı baz alınarak 2016 yılına kadar temel kalemleri kapsamında incelenmiştir.

Enflasyon hedefli politikaların başarıyla uygulandığı dönemde Merkez Bankaları için önemli referans araç olarak literatürde kabul gören Taylor Kuralı, krizin sonrasında geleneksel olmayan politikaların uygulandığı dönemde bir çok çalışmada geliştirilerek ampirik çalışmalara konu olmuştur. Gelişmekte olan ülkelerde ise Taylor Kuralı'nın geliştirilerek uygulanması bir çok literatürde ortak görüş olarak belirtilmektedir. Imf 2009 raporunda gelişmekte olan ülkelerin Taylor Kuralı'nı uyguladıkları makro ihtiyati tedbirlerle geliştirmesinin gerekliliğini belirtmiştir. Çalışmamızın sonra ki bölümünde enflasyona dayalı politikaların başarıyla sürdürüldüğü dönemde politika yapıcılara referans olarak sunulan "Taylor Kuralı"ndan bahsedilecektir. Öncelikle Klasik Taylor Kuralı'na değinilecek, ardından finansal istikrar sağlamak adına uygulanan TCMB makro ihtiyati politika değişkenleri ile geliştirilmiş Taylor Kuralı üzerine ampirik çalışma yapılacaktır.

ÜÇÜNCÜ BÖLÜM

TAYLOR KURALI

Taylor Kuralı, özellikle araştırmacılar tarafından sıklıkla incelenen ve merkez bankaları tarafından uygulanan politikalar ile ilişkilendirilmeye çalışılan merkez bankacılığı ve para politikası araçları özelinde de oldukça önemli bir kuraldır. Çalışmanın dördüncü bölümünde model uygulamaya baz teşkil etmesi ve uygulama kapsamında elde edilen sonuçların daha etkin ve doğru yorumlanabilmesi açısından Taylor Kuralı ele alınmıştır. Bu kapsamda öncelikle Taylor Kuralı, kurala ilişkin temel faktörler kapsamında detaylandırılmıştır. Kuralın formülleri ve ekonometrik yönleri irdelendikten sonra, Taylor tarafından 1993 yılında oluşturulan ve günümüzde geleneksel Taylor Kuralı olarak adlandırılan kuralın ilk şekli incelenmiştir. 1993 yılında kuralın oluşturulmasından sonra global piyasalarda yaşanan değişimler ve özellikle global ekonomik krizler sonrasında değişen piyasa dengeleri ile 1993 yılında oluşturulan kural revize edilmiş ve geliştirilmiş Taylor Kuralı olarak literatürdeki yerini almıştır. Geliştirilmiş Taylor Kuralına ilişkin bilgilendirme yapıldıktan sonra bu bölümde son olarak Kurala ilişkin ülkemizde gerçekleştirilmiş çalışmalar incelenmiştir.

3.1. Taylor Kuralı

1993 yılında John Taylor tarafından oluşturulan Kural, olduğu tarihten itibaren geniş bir çevre tarafından dikkatle incelenmektedir. İlk başlarda akademik araştırmalarda Amerika Birleşik Devletleri için faydalı bir kural olarak geliştirilen Taylor Kuralı, ilerleyen dönemlerde hem gelişmiş ülkeler için hem de gelişmekte olan ülkeler için para politikasının değerlendirilmesinde etkili bir araç haline gelmiştir.¹ John Taylor, 1993 yılında kuralı oluştururken, iki değişkeni (enflasyon ve çıktılardaki sapmalar) kullanarak oluşturulan bir stratejinin merkez bankaları tarafından para politikasının belirlenmesinde faydalı olacağını öne sürmüştür. Taylor'a göre, iki değişkenli bu kural hem enflasyonun düşük seviyede tutulmasını sağlayacaktır, hem de 1970'li yıllarda yaşanan ekonomik

¹ Hofmann Boris ve Bogdanova Bilyana, "Taylor Rules and Monetary Policy: A Global Great Deviation". **BIS Quarterly Review**, September 2012,p.37.

problemlerin önüne geçilmesine yarar sağlayacaktır. Bunun yanı sıra Taylor, araştırmasında, 1987 yılından itibaren Amerika Birleşik Devletleri'nde uygulanan birtakım politikaların Taylor Kuralı kapsamında oluşturduğu kurala göre yapıldığını öne sürmüştür.²

Taylor Kuralı, genel hatları ile faiz politikasının para otoritesi tarafından ayarlanmasını enflasyon ve çıktıdaki değişime göre incelemektedir. Bu noktada dikkat edilmesi gereken husus, faiz politikasının ayarlanması sürecinde, ekonomideki gelişmelerin göz önünde bulundurulmasının gerekliliğidir. Genel olarak ele alındığında, para politikasının fiyatlar, büyüme ve makroekonomik dalgalanmaları göz önünde tutarak yönlendirilmesi gerekmektedir.³ Taylor Kuralı politika faizinin seviyesini enflasyondaki dalgalanmalar ile ilişkilendirmektedir. Bu ilişkilendirmede, hedeflenen enflasyon ile ortaya çıkan enflasyon arasındaki fark dikkate alınmaktadır.

Taylor, Kuralını geliştirirken, G7 ülkelerinin ekonomik performanslarına yoğunlaşmıştır. Amerika Birleşik Devletleri, İngiltere, Japonya, İtalya, Almanya, Fransa ve Kanada'dan oluşan G7 ülkelere ait ekonomik verileri simülasyon tekniği yardımı ile inceleyen Taylor bu süreçte faiz oranını değişken olarak benimseyen farklı para kurallarını ülke verileri üzerinde uygulamıştır. Taylor, modelini geliştirirken üç temel soruya cevap aramıştır. Bunlar;

- Önemli ülkelere ait döviz kurları belirlenirken sabit kur kullanılmalı mıdır?
- Farklı ülkelerle birlikte uygulamaya konulan para politikası kurallarının getirdiği bir kazanç var mıdır?
- Belirli fiyat kuralı, nominal fiyat kuralı ya da diğer bir para politikası kuralından hangisi konu ekonomiler için istenilen en iyi sonucu sağlayabilecektir?⁴

² Charles T. Carlstrom ve Timothy S. Fuerst 'The Taylor Rule: A Guidepost for Monetary Policy?', **Federal Reserve Bank of Cleveland**, 2003, pp.1-4.

³ John B. Taylor, "Discretion Versus Policy Rules In Practice", **Carnegie-Rochester Conference Series on Public Policy** 39, 1993, pp.195-214.

⁴ Kayhan, a.g.e., s.100

Zortuk (2007)⁵ tarafından yürütülen araştırmada, kurala ilişkin temel mantığında kısa dönem nominal faiz setinin enflasyon ve üretim düzeyindeki değişiklik ve sapışlara ilişkin tepki olarak oluşturulmasıdır. Gelişmekte olan ölkelerde, merkez bankasının faiz oranlarını bir para politikası aracı olarak kullanarak, enflasyon oranlarını ya da hedeflenen gelir düzeyini arttırıcı yönde işlem yaparak büyümeyi uzun dönem dengesi ile eşlediği gözlemlenmiştir.⁶

Tarihsel gelişim açısından ele alındığında Taylor Kuralı, para politikasının performansının ölçülmesi açısından faydalı bir araç olmuştur. Taylor Kuralında belirtilmiş olan seviyenin altında oluşan bazı gelişmiş ülke ekonomilerindeki politika oranları, 1970'lerdeki büyük enflasyon benzeri süreçlerin yaşanmasına neden olmuştur.

Taylor Kuralı (1993)'ün genel formu şu şekildedir:

$$i = r^* + \pi + 1.5(\pi - \pi^*) + 0.5y \quad (3.1)$$

i : Nominal Faiz Oranı

r^* : Uzun Vadeli Faiz Oranını yada Denge Faiz Oranını

π^* : Merkez Bankasının Enflasyon Hedefini

π : Enflasyondaki Mevcut Oranı ve

y : Mevcut Oran Farkını ifade etmektedir.⁷

Taylor Kuralı basit, kullanışlı ve uygulaması kolay bir kuraldır. Bu özellikleri, Kuralın popülerliğini arttırmıştır. Kuralın popüler olmasının diğer önemli bir nedeni ise, kısa vadeli faizleri politika aracı olarak görmesidir. Diğer bir ifade ile Kural, hem basittir hem de politika faizlerine odaklanabilmektedir. Kural, politika faiz oranlarını, kısa vadeli faizleri, federal fon oranlarını, enflasyondaki dalgalanmaları ve farklılıkları incelemeye olanak sunmaktadır. Ayrıca, Kuralın çalışması için sadece mevcut durumdaki enflasyon

⁵ Mahmut Zortuk, "Koşulluluk Aracı Olma Bağlamında Kısa Vadeli Faiz Oranlarının Hedeflenen Enflasyon Sapmada Kullanımı: Bounds Test Yaklaşımı: Türkiye Örneği", **Ekonometri ve İstatistik**, Sayı 6, 2007, s. 136.

⁶ A.e.

⁷ Taylor, Discretion, **a.g.e.**

oranı ve beklenen enflasyon oranı yeterlidir. Kuralda Taylor izlenemeyen değişkenler için kendi parametrelerini sunmaktadır.⁸

Taylor (1993), makroekonomik düzeyde yapılan araştırmaların sonuçlarında yapılan vurguların henüz, pratikte net sonuçlar oluşturmadığını belirtmektedir. Bu durum, özellikle, politikaların ölçümleri kapsamında geçerlidir. Pratikte, ölçümler istenilen net sonuçları vermemektedir. Taylor'a göre politika yapıcılar, politikanın kurallarını "mekanik" olarak uygulayamamakta, bazı nedenler tamamen teknik olarak ortaya çıkmaktadır. Örneğin, herhangi bir çeyreğe ilişkin ölçümlerin yapılması sürecinde, dönemselsel olarak oluşan fiyat değişikliklerinin göz önüne alınmıyor olması, yapılan değerlendirmenin sağlıklı sonuç vermemesine neden olabilmektedir. Yani, çeyrek olarak nitelendirilen süre, kısa bir süredir. Ancak öte taraftan, bir çeyreğin değerlendirilmesinin federal fonların ve faiz oranlarının incelenmesi için çok uzun bir süre olduğu da ifade edilmektedir.⁹

Aklan ve Nargeleçekenler (2008)¹⁰ yapmış oldukları araştırmalar sonucunda, Taylor Kuralı'nın optimizasyon içermeyen bir para kuralı olduğu sonucuna varmışlardır. Araştırma sonuçlarına göre, Taylor Kuralı, enflasyon istikrarına ve üretim istikrarına eş zamanlı olarak yönelen merkez bankaları için son derece uygun bir para politikası kuralıdır. Bunun nedeni, reaksiyon fonksiyonu kapsamında ele alınan enflasyon açığına ilişkin katsayının, enflasyon hedeflemesi ve para politikası aracı olarak kullanılan değişken ile arasında oluşan bağlantıyı göstermesi ve aynı şekilde, üretim açığına ilişkin katsayının da nominal faiz oranı ve potansiyel üretim düzeyi arasındaki bağlantıyı göstermesidir.¹¹

Taylor Kuralı'na ilişkin yürütülen bir diğer çalışma Orphanias (2007)'in çalışmasıdır. Yürütülen araştırma sonucunda kurala ilişkin önemli noktalar aşağıdaki gibi özetlenmiştir;

- İyi sabitlik performansı; enflasyon oranlarına doğru reaksiyon gösteren politika kuralları ile ilişkilidir,

⁸ Pier Francesco Asso, George A. Kahn, ve Robert Leeson, "The Taylor Rule and the Practice of Central Banking", **The Federal Reserve Bank of Kansas City**, RWP, 10-05, 2010, p. 9.

⁹ Taylor, Discreation, 1993, a.g.e. s.196.

¹⁰ Aklan ve Nargeleçekenler, a.g.e., s. 28.

¹¹ A.e.

- İyi performans; düzenli sabitlik / durgunluk gösteren politika kuralları ile ilişkilidir,
- Hesaplanamamış farklılıklara gösterilen güçlü tepkiler ters etki göstermektedir,
- Başarılı politika; ekonomik büyümeye odaklanarak, gerçek ekonomik faaliyetler arasında bilgi dağılımı sağlayabilmelidir.¹²

Taylor Kuralı'nın geniş bir etki alanına sahip olması ve sıklıkla tercih edilen bir Kural olmasının nedenlerini inceleyen Asso ve diğerleri¹³; Kuralın, yoğun bir biçimde kullanılmasının temel nedenlerini; Amerika Birleşik Devletleri gibi, ekonomik büyüme ve fiyat istikrarına dayalı rejimlerde ve enflasyon hedeflemesinin ön plana çıktığı rejimlerde rahat bir biçimde kullanılabilir olmasına dayandırmışlardır. Taylor Kuralı, özellikle enflasyon hedeflemesi yapan rejimlerde oldukça faydalı sonuçlar veren bir kuraldır. Çünkü Taylor Kuralı belirgin bir enflasyon hedef oranı sunmaktadır. Belirgin bir enflasyon hedef oranı, enflasyon hedeflemesine odaklanmış ve esnek enflasyon hedefleyen Merkez Bankaları için önemlidir. Diğer bir deyişle, esnek enflasyonu hedefleyen Merkez Bankaları için reel ekonomik hareketler, fiyatlarda stabilite oluşturmaktan görece daha önemlidir. Bu tip Merkez Bankaları için orta ve uzun vadede fiyat istikrarı bir hedeftir ancak özellikle belirli periyotlarda fiyatların sabitliği ikincil önem taşımaktadır.

3.1.1. Kuralın Temel Faktörleri

Taylor (1993), politika kuralı oluşturma sürecinde ya da bir politika yaklaşımı geliştirilmesi sürecinde matematiksel formülizasyon kullanılmasının zorunluluğu olmadığını savunmaktadır. Taylor, karmaşık matematiksel formüllerden ziyade, kuralın temel özelliklerinin değerlendirilmesinin faydalı olduğunu savunmaktadır. Taylor'ın bu tezini patent kanununu örnekleyerek savunmaktadır. Bilindiği gibi patent kanunları, bir kişinin ortaya çıkarttığı bir yeniliğe kaç yıl boyunca sadece kendine özgü olarak sahip olabileceğini belirleyen kanunlardır. Patent kanunları bu açıdan ele alındığında sadece belirli prensipleri ortaya koymaktadır. Bu noktada Taylor'da benzer bir düşünceye sahiptir. Taylor'a göre, temel prensipler, karmaşık matematik formüllerinden çok daha faydalıdır. Ancak bu noktada, altını çizmek gereken önemli nokta, Taylor'ın da kararı

¹² Athanasios Orphanides, "Finance and Economics Discussion Series", **Divisions of Research & Statistics and Monetary Affairs Federal Reserve Board, Washington, D.C.**, 2007, p. 14

¹³ Asso ve diğerleri, **a.g.e.**, p. 10

belirleyen bazı temel faktörleri göz ardı etmemiş olmasıdır¹⁴. Taylor'ın temel faktör olarak ele aldığı faktörler¹⁵;

- Cari enflasyon
- Denge reel faiz oranı
- Enflasyon açığının belirlenmesi
- Üretim açığı

şeklinde sıralanmaktadır. Bu faktörler, Taylor Kuralı'nda kısa dönemli nominal faiz oranının düzeyinin belirlenmesinde kurala bağlı olarak önerilmektedir.

Reel faiz oranının toplamı ve cari enflasyon oranı ortaya nominal faiz oranını çıkarmaktadır. Enflasyon açığının belirlenmesi ise gerçekleşen ve tahmin edilen enflasyon oranları arasındaki fark ile belirlenmektedir. Bu faktörün önemli bir işlevi bulunmaktadır. Zira enflasyonun önceden belirlenen değerin üzerine çıktığı durumlarda nominal faiz oranları yükseltilir. Enflasyon önceden belirlenen hedefin altına düştüğünde ise nominal faiz oranlarında düşüşe gidilmektedir.

Üretim açığının hesaplanmasında potansiyel üretim kapasitesi ile ortaya çıkan reel üretim miktarı arasındaki fark hesaplanmaktadır. Bu sayede üretim açığı ayarlanmaktadır. Üretim açığı pozitif bir yönde geliştiğinde nominal faiz oranlarında artırıma gidilmektedir. Diğer tarafta üretim açığı negatif bir yönde geliştiğinde nominal faiz oranlarında bir azalmaya gidilmektedir. Söz konusu dört faktör Taylor Kuralının birçok yönünü ve özelliğini özetlemektedir. Kural sayesinde hem enflasyon oranlarının istikrarlı bir seviyede tutulması amaçlanmakta, hem de ekonomik büyüme sürdürülebilir bir seviyede tutulmaktadır.¹⁶

Taylor Kuralının faktörler politika geliştiren kişilere geliştirilen araçların fiyat istikrarını sağlamada doğru araçlar olup olmadıklarını göstermektedir. Örnek vermek gerekirse, Taylor Kuralının faktörleri faiz oranlarındaki artışların enflasyon oranlarındaki artışlarda ciddi yükselişler göstermesine neden olmalarını engellemektedir. Bu aşamada

¹⁴ Kozicki Sharon, "How useful are Taylor Rules for monetary policy?", **Federal Reserve Bank of Kansas City Economic Review**, Second Quarter, 1999, pp.. 5-7.

¹⁵ Kozicki Sharon, a.g.e. p.8.

¹⁶ A.e.

faiz oranları ayarlanırken gerçekleşen enflasyon oranları ile bağlantılı bir artışın yapılması sağlanmaktadır. Taylor Kuralı ayrıca resesyon durumunda faiz oranlarının düşürülmesini sağlamaktadır. Kuralın faktörleri sayesinde bu düşüşler de uygun bir seviyede gerçekleştirilmektedir.¹⁷

Faiz oranlarının üzerinde daha fazla yoğunlaşılması nedeniyle akademisyenler merkez bankalarının kararları üzerinde çok daha şeffaf ve sistematik bir biçimde düşünmeye başlamışlardır. Bu süreç esnasında yukarıda bahsedilen faktörler faydalı olmaktadır. Akademisyenler faiz oranlarındaki değişikliklerin yeterli seviyede olup olmadığını düşünmek durumundadırlar. Örnek vermek gerekirse, enflasyon yükseldiğinde faiz oranlarında ne derecede bir yükselişin olması gerektiğini ve yada bir resesyon durumunda hedeflenen fiyat istikrarını sağlamak için faiz oranlarının en derecede düşürülmesi gerektiğine doğru bir biçimde karar vermek gerekmektedir. Ayrıca geliştirilen politikalar ve gerçekleştirilen uygulamalar anlık değişen uygulamalar olmaktan ziyade, bir bütünlük içerisinde değerlendirilmeli ve kararlar alınırken bahsedilen tüm faktörler göz önünde bulundurulmalıdır. Unutulmaması gereken en önemli nokta, doğru kararların alınabilmesi için Taylor Kuralının yukarıda bahsedilen faktörlerinin hepsinin dikkate alınması gerektiği zorunluluğudur.¹⁸

3.1.2. Kuralın Formülasyonu ve Ekonometrik Yönleri

Taylor Kuralının formülasyonu hazırlanırken, Amerika Birleşik Devletleri'nde 1980 – 1990 döneminde yaşanan ekonomik gelişmeler dikkate alınmıştır. Bu kapsamda, federal fon oranları (r) aşağıdaki gibi hesaplanmıştır:

$$r = p + .5y + .5(p-2) + 2 \quad (3.2)$$

r : Federal Fon Oranları,

p : Daha Önceki Dört Çeyrek Rakamlarına Göre Enflasyon Oranı

y : Reel GSYİH Oranının Çeyreklik Sapması.

¹⁷ John B. Taylor, "Monetary Policy in Emerging Market Countries with Implications for Egypt", **Remarks at the Egyptian Center for Economic Studies, Eces Dis 23**, 2005, p..3

¹⁸ A.e.

Hesaplama da enflasyon oranının beklenen yüzde 2'lik seviyede olması reel GSYİH oranının da yüzde 2'lik bir seviyede olması, gerçek faiz oranının (r-p) 2'ye denk gelmesi gerekliliğini göstermektedir.¹⁹

Taylor Kuralının ekonometrik olarak değerlendirilmesinde görülmektedir ki önceki başlık altında incelenen formül (1) ekonometrik açıdan hesaplanmamıştır. Taylor Kuralında Fed'in hem enflasyon sapmasına hem de çıktıya 0,5 verildiği düşünülmüştür. Bu sebeple, örneğin, eğer enflasyon oranı hedeflenen değerin 1 puan üzerinde olursa FED'in reel fon oranının denge değerinin 50 baz puan üzerinde vermesi gerekmektedir. Dahası, reel faiz oranı ve enflasyon hedefi yüzde 2'ye eşittir.²⁰

Ekonometrik araçlar olarak incelendiğinde faiz oranları, işsizlik ve enflasyon arasındaki ilişki incelenirken değişkenlerin birbirleriyle iç içe olduklarının düşünülmesi gerekmektedir. Bu aşamada p-boyutsal vektör oto regresyon (VAR) kullanılmalıdır:

$$H(r): \Delta Y_t = \alpha(\beta Y_{t-1} + \mu^l) + \sum_{i=1}^{k-1} \Gamma_i \Delta Y_{t-i} + \epsilon_t, t = 1, 2, \dots, T \quad 3.3$$

Bu aşamada ϵ_t inovasyonları bağımsız ve benzer olarak değerlendirilmelidir. $N(0, \Omega)$ ve Y_{-k+1}, \dots, Y_0 ön değerleri birleşik olarak değerlendirilmelidir. Y_t Değerleri r uzun dönemli ilişkilerle iç içe geçmiş ise, $p \times r$ boyutlarının α ve β değerleri $\Pi = \alpha\beta'$ 'yi $r \leq p$ olarak ortaya çıkarır.²¹

3.2. Taylor Kuralı Hakkında Türkiye'de Gerçekleştirilmiş Çalışmalar

Daha önce de belirtilmiş olduğu gibi, Taylor Kuralı, Merkez Bankaları tarafından uygulamada tercih edilen bir Kural olmamakla birlikte, özellikle akademisyenler tarafından yoğun bir şekilde incelenen bir Kuraldır. Kurala ilişkin gerek dünya

¹⁹ Taylor, Discretion, p. 202

²⁰ John Taylor, "An Historical Analysis of Monetary Policy Rules", **Unpublished paper, Stanford University (December), 1997**

²¹ <http://www.edge-page.net/jFED2003/JFEDoree-Copenhagen-Nielsen.pdf> Erişim:12 Ağustos 2014

literatüründe gerekse ülkemizde gerçekleştirilen çok sayıda araştırmanın olduğu bilinmektedir. Çalışmanın bu bölümünde ülkemizde, Taylor Kuralına ilişkin yürütülen araştırmalar detaylandırılacaktır.

Taylor Kuralına ilişkin ülkemizde yürütülen çalışmalardan bir tanesi Kayhan (2011) tarafından yürütülmüştür ve çalışmanın temel amacı modeli oluştururken göz önünde tutulan varsayımların belirlenmesi yönünde olmuştur. Kayhan (2011)'in çalışmasına göre Taylor Modeli oluşturulurken göz önünde tutulan varsayımlar aşağıdaki gibidir;²²

- Fiyat ve ücretler yapışkandır,
- Beklentiler rasyoneldir,
- Maliyet politikası uygulamaları dışsal olarak belirlenmektedir,
- Toplam talepte yaşanan şoklar, kısa dönemde üretim üzerinde etkilidir, ancak, şoklar geçici ise üretim, potansiyel GNP tarafından belirlenen toplam arz çizgisine geri döner,
- İthalat talebi ve ithalat fiyatları yavaş ayarlanabilmektedir,
- Finansal sermaye hareketleri tam serbestliğe sahiptir ancak bununla beraber döviz kuru ve uzun dönemli bonolarda zaman bağılı olarak değişen risk primi söz konusudur,
- Tüketim düzleşmesi söz konusudur.

Lebe ve Bayat tarafından 2001 yılında yürütülen çalışmada, Taylor Kuralı döviz kurunu içine alacak şekilde genişletilmiştir. Araştırma kapsamında, Kuralın her ne kadar G7 ülkeleri için geliştirilmiş olmasına rağmen, Türkiye için uygulanabilir olup olmadığı araştırılmıştır. Bu araştırma sürecinde Taylor Kuralına genişletilmiş bir biçimde yaklaşılmıştır. Lebe ve Bayat (2001)'in yürüttüğü çalışmanın önemli bir özelliği, Kurala ilişkin diğer çalışmaların aksine, Kuralın Türkiye için geçerliliğinin test edilmesi sürecinde çeşitli faiz oranlarının dikkate alınması sureti ile model denemeleri yapılmasıdır.²³ Araştırma kapsamında, 1986:5 – 2010:9 dönemleri arasındaki veriler toplanmış ve VAR

²² A.e.

²³ Fuat Lebe and Tayfur Bayat, "Taylor Kuralı: Türkiye için Bir Vektör Otoregresif Model Analizi", **Ege Academic Review**, Cilt 11, 2001, pp: 95-112

yöntemi ile analiz edilmiştir. Araştırma sonucunda elde edilen bulgular kapsamında, Taylor Kuralının Merkez Bankası tarafından kullanılmıyor olmasına rağmen, sonuçların Taylor Kuralı ile tutarlı olduğu görülmüştür. Bunun yanı sıra, çalışma kapsamında kurulan model Merkez Bankasının para politikası aracı olarak kısa vadeli krediler için öngörülen reeskont faiz oranını kullanmasının daha istenir etkinlikte sonuçlar verdiğini göstermiştir. Bu nedenle, politika yapıcıların Türkiye için bu politika seçeneğinin dikkate alınması modelin en önemli önermelerinden biri olmuştur ²⁴.

Ülkemizde, Taylor Kuralı ile ilgili olarak yürütülen bir diğer çalışma Aklan ve Nargeleçekenler (2007) tarafından gerçekleştirilmiştir. Araştırma kapsamında yapılan inceleme; para politikalarının belirlenmesi sürecinde enflasyon, üretim ve kur gibi değişkenlerin etkisinde kalınıp kalınmadığı ve alınan kararlara uygun bir biçimde hareket edilip edilmediği yönündedir. Araştırmada Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası'nın 2002 yılı itibariyle geriye dönük reaksiyon fraksiyonuna ilişkin tahmin yapılmıştır. 2002 tarihinin başlangıç olarak seçilmesinin nedeni, enflasyon hedeflemesinin 2002 yılında başlamış olmasıdır. Araştırma kapsamında belirlenmiş olan amaçlara ulaşılabilmek için Taylor Kuralı kullanılmıştır. Yazarların çalışmasında elde edilen sonuçlar aşağıdaki gibidir;

- Kısa vadeli faiz oranları Türkiye'de fiyat istikrarının sağlanması açısından kurula uygun bir biçimde değişiklik göstermektedir.
- Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası, uyumcu politikalar izlemeyi tercih etmemektedir.
- Enflasyon oranının yanı sıra, döviz kuruna ve üretim açığına da faiz belirleme sürecinde tepki verilmektedir.
- Döviz kuruna verilen tepki düşük bulunmuştur ki bu sonuç, dalgalı kur rejimi ile tutarlı bir sonuçtur. ²⁵

2001 yılının Şubat ayında yaşanan kriz ile birlikte, Türkiye'de döviz kurlarının kontrolü zorunlu olarak piyasaya bırakılmıştır. Bu dönem, Türkiye ekonomisinde bir milat olarak kabul edilmektedir. Bu dönem ile ilgili olarak Akat (2004) tarafından yürütülen bir çalışmada parasal çapa arayışları özetlenmiş ve Türkiye'ye uygun bir para politikası

²⁴ A.e.

²⁵ Aklan ve Nargeleçekenler, a.g.e.

geliştirilmeye çalışılmıştır. Araştırmada amaçlanan geliştirilen para politikasının Taylor Kuralına uygun olmasıdır. Araştırma sonucunda elde edilen bulgular kapsamında, çalışma dönemi süresince enflasyon ile mücadele hususunda para politikasının son derece güçlü bir araç olduğu görülmüştür.

Pehlivanoğlu'nun yürüttüğü çalışmada, kısa vadeli nominal faiz oranlarının herhangi bir kurala bağlı olarak hareket edip etmedikleri araştırılmıştır. Bunun yanı sıra araştırma kapsamında, para otoritesinin para politikası stratejisini uygularken kurala dayalı hareket edip etmediği incelenmiştir. Pehlivanoğlu araştırmasında 1987:1 – 2013:3 dönemi çeyreklik veri setlerini kullanmıştır. GMM tekniği dikkate alınarak Taylor tipi faiz oranı reaksiyon fonksiyonu, ileriye dönük tahminler çerçevesinde tahmin edilmiştir.²⁶

Pehlivanoğlu'nun araştırmasının sonucunda elde edilen en önemli bulgulardan bir tanesi; Taylor Kuralının Türkiye için geçerli bir Kural olduğu sonucudur. Bunun yanı sıra, katsayı büyüklükleri, anlamlılık düzeyleri, düzeltme parametreleri kapsamında dikkate alındığında, parasal otoritenin ilk görev olarak fiyat istikrarına ilişkin uygulamaları yerine getirmediği, aksine öncelikle büyüme sürecinde oluşan dalgalanmaları düzeltme çabasında olduğu görülmüştür.²⁷

Ongan tarafından yürütülen araştırma kapsamında Taylor Kuralının faiz haddinin, enflasyon seviyesine ve ekonomik gelirlere uyum sağlayacağı ifade edilmiştir. Ongan'ın araştırmasında ifade ettiği gibi, Merkez Bankaları her ne kadar Taylor Kuralını dikkate almıyor olsalar dahi, uygulamada ortaya çıkan veriler Taylor Kuralı ile uyumlu sonuçlar vermektedir. Ongan çalışmasında 1988:01 – 2003:3 dönemleri arasında gerçekleşen mevduat faizlerinin ne tür bir kurala bağlı olarak hareket ettiğini araştırmıştır. Araştırma sonucunda; mevduat faiz oranlarının nominal döviz kuru ve enflasyon ile istatistiksel olarak anlamlı bir ilişkiye sahip oldukları ortaya çıkmıştır. Elde edilen bu sonuç; Türkiye'de

²⁶ Ferhat Pehlivanoğlu, "Optimal Para Politikası Çerçevesinde Taylor Tıpy Faiz Oranı Reaksiyon Fonksiyonun Tahmini: Türkiye Örneği" **Bilgi Ekonomisi ve Yönetimi Dergisi**,2014, Cilt: IX Sayı: I, pp.116-123.

²⁷ **A.e.**

de dünyanın birçok ülkesinde olduğu gibi elde edilen sonuçların Taylor Kuralı ile uyumlu olduğunu göstermiştir.²⁸

2001 krizinden önce, Taylor Kuralı hakkında yürütülen çalışmalardan bir tanesi Kesriyeli ve Yalçın (1998)'a aittir. Araştırma kapsamında varılan sonuç; düşük enflasyon oranına sahip ve istikrarlı bir büyümenin gerçekleştiği gelişmiş ülkelerde Taylor tarafından geliştirilen kuralın daha geçerli olduğudur.²⁹

Kutlu yılında gerçekleştirdiği çalışmasında uzun vadede döviz kurlarının belirlenmesi için kullanılabilecek ve Taylor Kuralını temel alan bir model incelemiştir. Çalışma kapsamında 1980:01 – 2007:04 dönemleri arasındaki Amerikan Doları kur değişimleri Taylor Kuralı temel alınarak incelenmiştir. Çalışma kapsamında sanayileşmiş 13 ülke incelenmiştir. Çalışma kapsamında elde edilen sonuç, verilerin Taylor Kuralı ile uyumlu olmadığı yönündedir. Diğer bir deyişle, çalışma sonucunda ortaya çıkan bulgular, Taylor Kuralı kapsamında beklenen sonuçlar ile çelişkilidir. Sonuç olarak, Kutlu Taylor Kuralının döviz kurlarını tahmin edemeyen bir Kural olduğu sonucuna varmıştır.³⁰

Ertuğ tarafından yürütülen çalışmada, Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası'nın kararlarının daha iyi anlaşılması hususunda Taylor Kuralında yer alan kuralların Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası tarafından kullanılıp kullanılmadığı değerlendirilmiştir. Araştırma kapsamında Eşbütünleşik Vektör Otoresyonyonu analizi kullanılmıştır. Analizler kapsamında iki farklı dönem ele alınmıştır.³¹

İki farklı dönem kapsamında yürütülen analizlerde elde edilen bulguların farklı zamanlar için farklı özellikleri ortaya çıkardığı görülmüştür. Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası'nın fiyat istikrarının yanında, büyüme ve istihdam konularına da dikkat çektiği ve faiz oranlarının belirlenmesinin 2000 yılından sonra gözlemlendiği ortaya çıkmıştır.

²⁸ Hakan Ongan, "Enflasyon Hedeflemesi ve Taylor Kuralı: Türkiye Örneği", **Maliye Araştırma Merkezi Konferansları**, 2004

²⁹ Mehtap Kesriyeli ve Cihan Yalçın, "Taylor Kuralı Ve Türkiye Uygulaması Üzerine Bir Not", **Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası Araştırma Genel Müdürlüğü, Tartışma Tebliği No:9802, Ekim 1998**, pp.1-5.

³⁰ Vesile Kutlu, "Panel Cointegration Analysis To Exchange Rate Determination: Monetary Model Versus Taylor Rule Model," **A Master's Thesis Department of Economics Bilkent University Ankara, January 2009.**

³¹ Dilara Ertuğ, "Türkiye İçin Faiz Oranı Reaksiyon Fonksiyonu ve Taylor Kuralı: Eşbütünleşme Yaklaşımı", **Gazi Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Ankara, 2007.**

Bunun yanı sıra, Taylor Kuralına göre para otoritesinin para politikasını belirlerken dikkate aldığı değişkenlerden biri olan üretim açığının, ülkenin ekonomisinin dinamiklerini yansıtacak şekilde tahmin edilmesinin önemli bir gereklilik olduğu sonucuna varılmıştır.³²

Zortuk doktora tez çalışmasında, Taylor Kuralının kullanılabilecek önemli bir araç olduğunu vurgulamıştır. Çalışma kapsamında 2001- 2006 yılları arasında uygulanmış olan örtük enflasyon ve sonrasındaki açılı enflasyon uygulamaları incelenmiştir. Bunun yanı sıra, potansiyel üretim düzeyinde, hedeflenen enflasyon oranında ve döviz kurlarında sapmaların yaşandığı durumda kısa vadeli faiz oranlarının ne tür değişimler göstereceği de araştırma kapsamında incelenen konulardan biridir. Araştırma kapsamında Taylor Kuralının ne şekilde işlediğini diğer yöntemlere göre görece yeni bir yöntem olarak kabul edilen Sınırı Testi yardımı ile Türkiye için uygulanmıştır. Bu kapsamda, Taylor Kuralında yer alan konu değişkenlerin, kısa vadeli faiz oranlarını etkilediği sonucu ortaya çıkmıştır.³³

3.3. Taylor Kuralının Gelişim Aşamaları

3.3.1. Geleneksel Taylor Kuralı

Ekonomi çevreleri makroekonomik hedeflere ilişkin belirlenmiş hedeflere ulaşma konusunda birçok yaklaşım önermektedirler. Söz konusu öneriler özellikle para politikalarının hazırlanırken büyümede gözlemlenen dönemsel kırılmaların, fiyatların ve makroekonomik kırılmaların göz önünde bulundurulması gerekliliği üzerinde durmaktadırlar. Para politikalarının ekonomik istikrarı temel faktör olarak göz önünde bulundurmaları gerekmektedir. Ekonomik istikrarın temel alındığı durumlarda doğal olarak etkin bir para politikası kuralı oluşturulacaktır. Ayrıca bu sayede ortaya çıkabilecek ekonomik şoklara da uygun cevaplar verilebilecektir. Geleneksel Taylor Kuralı bu şartları göz önünde bulundurmaktadır.³⁴

³² A.e.

³³ Mahmut Zortuk, "Türkiye`de Hedeflenen Enflasyon Sapmalarının Taylor Kuralı Çerçevesinde Analizi: Sınır-Test Yaklaşımı" **İstanbul Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Doktora Tezi**, İstanbul, 2007.

³⁴ Taylor, Discreation, a.g.e.

Geleneksel Taylor Kuralında fiyatlar genel seviyesi ve çıktı düzeyi para politikasının doğru bir şekilde uygulanması için kullanılır. Geleneksel Taylor Kuralı fiyatların genel seviyelerinde ve çıktı düzeyinde meydana gelmesi olası sıkıntıların ne tür adımlar atılarak üstesinden gelineceği üzerinde yoğunlaşmaktadır. Taylor Kuralında çıktı düzeyleri ve fiyatlardaki değişimler ana değişkenler olarak görülmektedir. Ayrıca geleneksel Taylor Kuralında modelde yer alan değişkenlerde ortaya çıkabilecek şoklar için kısa vadeli faiz oranlarının tepki, üretmesi amaçlanmaktadır.³⁵

Geleneksel Taylor Kuralı para politikalarının daha sağlıklı ve kontrollü bir biçimde uygulanmasını amaçlamaktadır. Geleneksel Taylor Kuralı şu şekilde ifade edilmektedir:³⁶

$$i = 2 + \pi + \frac{1}{2}(\pi - 2) + \frac{1}{2}(q - q^*) \quad 3.4$$

q : Gerçek Çıktı

π : Enflasyon Oranı

Geleneksel Taylor Kuralı bir para politikası kuralıdır. Para politikasını oluşturan otoriteler makroekonomik herhangi bir değişkenin değerini ilgilendiren bir hedef belirledikleri durumlarda, söz konusu hedefe ulaşmak için gerekli olan strateji ya da stratejileri de belirlemek durumunda kalacaklardır.

Günümüzde belirlenen hedeflere ulaşmak için makroekonomik değişkenlerle ilgili çok sayıda yaklaşım bulunmaktadır. Geleneksel Taylor Kuralı bunlardan biri olarak düşünülebilir. Dalgalanmalar, fiyatlar ve kırılmalar yaklaşımların tümünde göz önünde bulundurulmalıdır.³⁷

Etkin bir para politikası kuralının oluşturulması ve meydana çıkması muhtemel çoklara cevap verilebilmesi için dalgalanmalar, fiyatlar ve kırılmalar göz önünde bulundurulmalıdır. Yaklaşımların büyük çoğunluğunda bu etmenler göz önünde

³⁵ Taylor, Discreation, a.g.e.

³⁶ <http://www.federalreserve.gov/pubs/feds/2007/200718/200718pap.pdf>. 5 Temmuz 2014.

³⁷ Orphanides, a.g.e.

bulundurulmaktadır. Taylor Kuralında da söz konusu etmeler göz önünde bulundurulmaktadır. Zira geleneksel Taylor Kuralındaki temel noktalar şu şekildedir:

- Para politikasının sağlıklı bir şekilde yürütülmesi gerekmektedir,
- Para politikasının etkin bir para politikası olması gerekmektedir,
- Fiyatlar genel seviyesi bir fonksiyon olmalıdır,
- Çıktı düzeyi bir fonksiyon olmalıdır,
- Fiyatlar genel seviyesinde be çıktı düzeyinde ortaya çıkabilecek istenmedik sapmaların önüne geçilmelidir,
- İstenmeyen sapmalar ortaya çıktığında, bu sapmalar nasıl tepki verileceği bilinmelidir.³⁸

Darıcı (2010), geleneksel Taylor Kuralını incelediği çalışmasında aşağıdaki ifadeleri kullanmaktadır:

$$r - r^* = \theta (z - z^*) \quad (3.5)$$

Yazara göre yukarıdaki eşitlikte yer alan r kısa vadeli faiz oranı, r^* ise kısa vadeli faiz oranının ilgili dönem için hedeflenen değeridir. z ve z^* ise fonksiyonda yer alacak değişkenlerin ilgili dönem değerleri ve hedeflenen değerleridir. Bu kural kapsamında ortaya atılmış ana hedef, değişkenlerin hedeflenen ve gerçekleşen değerleri arasındaki farka göre nominal faiz oranlarının ayarlanmasıdır. Modelde yer alan θ ise bu ayarlamaların θ kadar yapılacak olacağını belirtmektedir. Bu sayede çıktı açığında ya da enflasyonda yaşanabilecek şokların meydana getireceği talep şokları, faiz oranlarının θ kadarlık arttırılmasıyla engellenmiş olacaktır. Tersisi de geçerlidir. Taylor kuralı temelini oluşturan yukarıdaki denklemlerin mevcut değişkenlerinin de modele eklenmesiyle Taylor'ın Reaksiyon Fonksiyonu elde edilmiş olacaktır. Oluşturulan bu modelin detayları aşağıdaki gibidir.

$$r - r^* = h (\pi - \pi^*) + g(y_t - y^*) \quad (3.6)$$

³⁸ Taylor, Discretion, **a.g.e.**

Yukarıdaki formül Taylor'ın geliştirdiği bir para politikası kuralı önerisi olan reaksiyon fonksiyonudur. Fonksiyondaki h merkez bankasının enflasyon tepki katsayısıdır. Katsayının teorik beklentisi pozitiftir.³⁹

Bir diğer çalışmada Akat (2004) Geleneksel Taylor Kuralı'nın önemli bir ayrıntısını şu şekilde aktarmıştır;

Bu kural her iki ana akıma da eşit bir uzaklıkta durmaktadır. Bunlar ana akım Monetaristler ve Keynesyen politikalarıdır. Şu şekilde detaylandırırız;

Büyüme tepki katsayısı sıfır ($g = 0$) ve enflasyon katsayısı da sıfırdan büyük olduğunda ($h > 0$) saf bir monetarist kuralın ortaya çıktığını söyleyebiliriz. Çünkü para otoritesi yalnızca enflasyon ile ilgilenmekte ve üretim açığını ihmal etmektedir. Bunun yanında enflasyon tepki katsayısı sıfır ($h = 0$) ve büyüme katsayısı da sıfırdan büyük olduğu durumda ($g > 0$) ise Keynesyen kuralın işlerlik gösterdiği görülmektedir. Çünkü bu sayede para otoritesi yalnızca büyüme ile ilgilenmekte ve enflasyonu ihmal etmektedir.⁴⁰

Geleneksel Taylor Kuralına göre kısa vadeli nominal faiz oranları enflasyon oranının hedeflenen oranın dışında gerçekleşmesi ve potansiyel GSYİH ve elde dilen GSYİH arasında farklılıkların görülmesi durumunda değişiklik göstereceklerdir. Bu durum enflasyon oranının hedeflenen orana bağlı olacağı ve ekonominin tam istihdam seviyesinde bulunacağı varsayılmaktadır.⁴¹

Bu aşmada söz konusu olan değişkenlerin kendi aralarındaki ilişki bir denklem vasıtasıyla gösterilmelidir. Kayhan (2011)'in aktardığına göre bu tepki denklemini oluşturmak için değişkenler şu şekilde listelenmektedir:

i : Kısa dönem nominal faiz oranı

i^f : Reel faiz oranı

π : Cari dönem enflasyon oranı

³⁹ Darıcı, **a.g.e.**

⁴⁰ Asaf Savaş Akat, "Dalgalı kur ve para politikası: bir parasal kural önerisi. Gülten Kazgan'a armağan: Cumhuriyet dönemi Türkiye Ekonomisi", **İstanbul Bilgi Üniversitesi Yayınları, 2004**

⁴¹ Taylor, Discretion, p.202.

- π^* : Hedeflenen enflasyon oranı
- h : Enflasyon tepki katsayısı
- y : Cari GSY_H ya da GSY_H büyüme oranı
- y^* : Potansiyel GSY_H ya da potansiyel GSY_H büyüme oranı
- g : GSYİH açığı tepki katsayısı.

Tepki denklemleri aşağıdaki gibi olacaktır:

$$i = i^f + \pi + h(\pi - \pi^*) + g(y - y^*) / y^* \quad 3.7$$

Denkleme göre cari enflasyon hedeflenen enflasyon oranına eşit ve GSYİH potansiyel seviyesinde iken cari faiz oranı hedeflenen enflasyon oranı ile reel faiz oranının toplamına eşit olacak, enflasyon tepki katsayısı ile GSYİH açığı tepki katsayısının değerlerinin bir önemi kalmayacaktır.⁴²

3.3.2. Geliştirilmiş Taylor Kuralı

Taylor Kuralının ortaya çıkmasından sonra konjonktürde bir takım değişiklikler olmuştur. Bu değişikliklerin temelinde, Kuralın oluşturulması aşamasında öngörülen kapalı ekonomilerin yerini açık ekonomilere bırakması yer almaktadır. Diğer bir ifade ile Taylor Kuralı, oluşturulma aşamasında kapalı ekonomiler mevcutken, günümüz global dünyasında var olan açık ekonomilerde Kuralın uygulanmasına ilişkin bir takım sıkıntılar ortaya çıkmıştır.

Açık ekonomilerde Taylor Kuralının uygulanması, karar verme sürecini istenilen seviyede kolaylaştırmamaktadır. Ancak, geleneksel Taylor Kuralına döviz kuru değişkeni eklendiğinde Kuralın açık ekonomilerde de kullanılması mümkün olabilmektedir. Bu

⁴² Ekrem Erdem, Selim Kayhan; "The Taylor Rule in Estimating the Performance of Inflation Targeting Programs: The Case of Turkey". **Global Economy Journal** · January 2011, p.4.

durumun temel nedeni; döviz kurunun özellikle gelişmiş ekonomilerde faiz oranlarının belirlenmesinde etkili bir değişken olmasıdır.⁴³

Daha öncede belirtilmiş olduğu üzere, Taylor Kuralı oluşturulurken, sadece G7 ülkeleri ele alınmıştır. Bu durum Kuralın diğer ülkeler için uygulanabilir olmasını oldukça zorlaştırmıştır. Bu zorluk beraberinde, açık ekonomiler için Kuralın geliştirilmesinin gerekliliğini beraberinde getirmiştir. Çünkü gelişmekte olan ülkeler için kısa vadeli faiz oranlarının belirlenmesi sürecinde döviz kurlarının göz ardı edilmesi istenmeyen sonuçların ortaya çıkmasına neden olabilecektir.⁴⁴

Darıcı'ya göre; Taylor Kuralı sürdürülebilirliğini sağlayabilmek adına geliştirilmiş ve dinamik bir yapıya dönüşmüştür ve aynı zamanda açık bir ekonominin en önemli değişkenlerinden biri olan döviz kuru da modele entegre edilmiştir. Bu sayede, oluşturulan model, döviz kuru şoklarını yumuşatacaktır ve döviz kuru üzerindeki değişimlere duyarlı bir yapı ortaya çıkacaktır. Özellikle gelişmekte olan ülkeler için bu değişkenin modele dahil edilmesi, nominal faiz oranlarının belirlenmesi açısından oldukça önemlidir. Ayrıca, Modelde yer alan değişkenlerin nominal faiz oranları üzerinde oluşturabileceği şokları minimize etmek ve faiz oranları üzerinde yaratılacak baskıyı cari dönemde azaltabilmek adına fonksiyona faiz düzleştirme modeli eklenmiştir.⁴⁵

Açık ekonomiler ele alındığında, aktarım mekanizmaları arasında, döviz kurunun oldukça önemli bir yere sahip olduğu bilinmektedir. Büyüme düzeyi ve enflasyon oranı, para politikasının hedeflenen değerleri olarak ortaya çıkmaktadır ve bu değerler, döviz kurunda meydana gelebilecek değişimlerden ciddi bir şekilde etkilenmektedir. Taylor Kuralı'nın geliştirilmesi ve döviz kurunun bir değişken olarak Kurala eklenmesi bu açıdan oldukça önemlidir. Döviz kuru değişkeninin eklenmesiyle beraber ortaya çıkan formül şu şekilde olmuştur.⁴⁶

$$r = r^* + h (\pi - \pi^*) + g(y_t - y^*) + m_0 e_t + m_1 e_{t-1} \quad (3.8)$$

⁴³ Darıcı, 2010, **a.g.e**

⁴⁴ Guillermo A. Calvo ve Carmen M. Reinhart, "Fear of floating", **The Quarterly Journal of Economics**, Vol. 117 (2), pp. 379-408

⁴⁵ Darıcı, **a.g.e.**

⁴⁶ Aklan ve Nargeleçekenler, **a.g.e.**

“ e_t ve e_{t-1} ” Geleneksel Taylor Kuralına döviz kurunu temsil edecek şekilde eklenmiştir. Bu durumda ortaya “ e_t ” de ortaya çıkacak bir değişikliğin nominal faiz oranında “ m_0 ” değerinde bir değişikliği ortaya çıkaracaktır. Ayrıca, “ e_{t-1} ” döviz kuru gecikmeli değeridir ve “ e_{t-1} ” de ortaya çıkabilecek bir değişiklik nominal faiz oranını “ m_1 ” kadar etkileyecektir.⁴⁷

$$r_t = \{(1 - \rho)r^* + h(\pi - \pi^*) + g(y_t - y^*) + m_0e_t + m_1e_{t-1}\} + \rho r_{t-1} \quad (3.9)$$

Darıcı Kuralın yeniden yapılandırılması sonucunda oluşturulan yeni modelin Taylor Fonksiyonunun dinamik bir yapıya bürünmesini sağladığını ve bu sayede açık ekonomiler için önemli bir değişken olan döviz kurunun modeli dâhil edilmesi ile modelin güçlendiğini belirtmiştir. Özellikle gelişmekte olan ülkeler açısından ele alındığında döviz kuru değişkeninin modele dahil edilmesi, nominal faiz oranlarının belirlenmesi hususunda önem arz ettiği belirtilmiştir. Tüm bunlara ek olarak modelde yer alan değişkenlerin nominal faiz oranları üzerinde oluşturabileceği şokları minimize etmek ve faiz oranları üzerinde yaratılacak baskıyı cari dönemde azaltabilmek amacıyla fonksiyona faiz düzleştirme modeli eklenmiştir.⁴⁸

Taylor Kuralına ilişkin literatür incelendiğinde, Kurala ilişkin birtakım eleştirilerin de olduğu görülmektedir. Bu eleştirilerin başında, Kuralın para politikası ile ilgili kişilere yol gösterici bir niteliğe sahip olmasına rağmen, tek başına bir anlam ifade etmiyor olması ile ilgilidir. Aslaner (2008)’e göre para politikası otoritelerinin nominal faiz oranlarını enflasyondaki artışın bir katından ne kadar yüksek artırmak gerektiği bilgisi ile diğer değişkenlere karşı politika faiz oranının etkisinin neler olabileceği bilgisine ihtiyaçları vardır. Taylor Kuralından hareketle gelişmiş ülke ekonomileri için, kısa dönem faiz oranlarının enflasyon hedefleme stratejisi çerçevesinde bir politika aracı olarak kullanılarak, bir yandan fiyat istikrarı sağlanırken diğer yandan da istikrarlı bir ekonomik büyümenin elde edilebileceği savunulmaktadır.⁴⁹

⁴⁷ Aklan ve Nargeleçekenler, **a.g.e.**

⁴⁸ Darıcı, 2010, **a.g.e.**

⁴⁹ Ferhat Arslaner, “Türkiye’de Para Politikası Stratejisi Seçimi Ve Döviz Kuru Geçişkenliği”, **Selçuk Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Doktora Tezi**, 2009, ss. 70-71

Yüksel (2008)'e göre Taylor Kuralı anlaşılır ve kullanımı kolay bir kuraldır. Anlaşılır ve kullanımının kolay olmasına rağmen Taylor Kuralının en önemli eksikliklerinden biri gerçek zamanlı verilerin güvenilirliğinden kaynaklı sıkıntı yaşamasıdır.⁵⁰

Taylor Kuralına getirilen eleştiriler genel olarak şu şekilde listelenebilmektedir:

- Taylor Kuralına göre verilen kararlar ve geliştirilen politikalar bazı durumlarda beklenilenden çok daha farklı sonuçların ortaya çıkmasına neden olabilecektir. Bu durumun sebeplerinden biri, kimi durumlarda enflasyon ve çıktılarının önemli görünmesine rağmen yurt dışı faiz oranları, döviz kurları ve ticaretin durumu gibi faktörlerle ilgili durumların göz önünde bulundurulması gerekebilmektedir.
- Taylor Kuralı, para politikasını hazırlayan ve uygulayan kişilerin değerlendirmelerini göz ardı etmektedir. Taylor Kuralı uygulandığında para otoritelerinin görüş ve değerlendirmeleri kullanılamamaktadır.
- Taylor Kuralı para politikalarının gelişimlerinin önündeki önemli bir engeldir.
- Taylor kuralına karşı bir güven bulunmamaktadır. Akademik alanda Taylor Kuralı ile ilgili birçok çalışma yapılmaktadır. Fakat pratikte görülmektedir ki Taylor Kuralını kullanan bir merkez bankası bulunmamaktadır.⁵¹

3.3.3. Taylor Kuralı ve Kurala Dayalı Olmayan Politikaların İlişkisi

“Büyük Modernizasyon” olarak adlandırılan 1980’ler, 1990’lar ve yakın geçmişe kadar Amerika Merkez Bankası FED tarafından uygulanan politikalar kuralın yaratıcısı Taylor tarafından önemle desteklenmiştir. Taylor 2008 krizinin patlak vermesinden önce yüksek performansı nedeni ile bu döneme ilişkin politikaları desteklemiş ve 1960 ve 1970’li yıllarda FED tarafından uygulanan politikaları şiddetle eleştirmiştir. Ancak ibreyi günümüze çevirdiğimizde Taylor’ın dünyanın süper gücü Amerika Birleşik Devletleri’nin merkez bankası FED tarafından uygulanan ihtiyari politikaları da eleştirdiği görülmektedir.

⁵⁰ Ebru Yüksel, “Three Essays On Monetary Policy Modeling: Applications Of Inflation Targeting”, **The Institute of Economics and Social Sciences of Bilkent University** In Partial Fulfillment of the Requirements for the Degree of Doctor Of Philosophy In The Department Of Economics Bilkent University Ankara, 2008, s. 29

⁵¹ Gülsüm Akalın ve Erkan Tokucu, “Kurala Dayalı-Takdire Dayalı Para Politikaları: Taylor Kuralı ve Türkiye’de Enflasyon Hedeflemesi Uygulaması”, **Marmara Üniversitesi İİBF Dergisi, Cilt XXII, Sayı 1, 2007**, ss. 43-44.

Diğer bir ifade ile Taylor, günümüzde FED tarafından uygulanan geleneksel olmayan para politikalarını desteklememektedir. Taylor 2014 ve 2015 yıllarında kaleme aldığı yazılarında, FED'in parasal genişlemeyi yavaşlatmak amacı ile net bir plan ortaya koymasını ve uzun vadeli Hazine ve mortgage'a dayalı menkul kıymet alımlarını azaltmasını iyi karşıladığını ancak, FED'in açıklamaları ile planladığı adımların farklılaşması sistematik şekilde azaltılan parasal genişlemenin volatiliteye kısmen daha az neden olması sebebiyle eleştirmektedir.⁵²

Bu kural para politikası hakkında yeni bir düşünme biçimi ortaya çıkardı. Merkez bankalarında politika yapıcılar. Taylor kuralı, enflasyon, çıktı veya ekonomik göstergelerdeki değişimlere tepki olarak ne kadar merkez bankasının nominal faiz oranını değiştirmesi gerektiğini öngören bir para politikası kuralıdır. Taylor kuralı, merkez bankalarında para politikası görüşmeleri ve karar alma mekanizmalarının girilmesi için bir araç olarak kullanılmıştır. Taylor kuralı, merkez bankasındaki birçok politika yapıcının para politikasının etkilerini göz önünde bulundurma biçimini değiştirdi. Politika eylemlerini, dönem optimizasyon problemine göre bir dönemin aksine, ekonomik koşullarla ilgili yeni bilgilere yanıt olarak özetlemektedir. Enflasyonun yükselişine tepki olarak politika faiz oranlarını bir defadan fazla ayarlamamanın önemini vurgulamıştır. Taylor kuralının diğer versiyonları, ekonomiyi anlamak ve tahmin etmek için merkez bankalarında kullanılan makroekonomik modellere dahil edilmiştir.⁵³

Taylor'a göre, parasal genişleme adımı ilk başta ekonomiyi canlandırma hedefi ile yola çıkmıştır. Ancak parasal genişleme adımı ekonomiyi canlandırma hedefine tam olarak ulaşamamıştır ve getirilerin azalmasına neden olmuştur. Parasal genişlemenin zaman aralığını incelediğimizde (PG1, PG2 ve PG3); kazanç spreadlerinin hedeflenen seviyelerin aksi yönünde ilerlediği görülmüştür. 10 yıllık Amerikan hazine kağıtlarının 1 yıl üzerindeki faiz oranlarındaki spread seviyesi 2003 – 2008 döneminde %1,3 iken, parasal genişleme dönemi olan 2009 – 2013 arasında %2,4 olarak ortaya çıkmıştır. PG3

⁵² John B.Taylor; "After Unconventional Monetary Policy," Economics Working Papers 14108, Hoover Institution, **Stanford University**; **John B. Taylor** ;"A Monetary Policy for the Future;" **Stanford University** "April 15, 2015.,pp.1-4.

⁵³ Pier Francesco Asso, George A. Kahn, and Robert Leeson," The Taylor Rule and the Practice of Central Banking", " **Federal Reserve Bank of Kansas City Research Working Paper No. 07-11**,pp.1-3.

başladığında, 10 yıllık hazine kağıtları %1.7 kazandırmakta idi ancak şu an için bu kazanç %2.7 seviyesinde oluşmaktadır.⁵⁴

Taylor'un geleneksel olmayan para politikalarından biri olan parasal genişlemeye ilişkin eleştirilerinin temeli aslında parasal genişlemenin beklenmeyen çok sayıda sonuçla ortaya çıkmasıdır. Temel seviyede, parasal genişleme tahmin edilememektedir. Uzun vadeli faiz oranları geleneksel politikaların devrede olduğu zamanlardaki gibi haberlere tepki verememektedir. Kısa vadeli faiz oranı ise uzun bir süre sıfır seviyesinde kalırken, para piyasaları normal bir şekilde işlememektedir. Çözüm hakkında belirsizlik ve bilançodaki azalma ne kadar şu anda oluşmamış olsa da iki taraflı risk yaratmaktadır.. Fed tarafından parasal genişlem politikalarına son verilmesinin ardından Ecb ve Boj tarafından sürdürülen bu politikalar son dönemde Abd'de de faiz artış sürecinden doğru beklentiler artarken diğer taraftan piyasalara likidite sağlayıcı dönemin sürmesini sağlamaktadır. Ayrıca İmb tarafından tahvil alım programının artırılması ve fazilerin indirilmesi piyasalarda üretim kapasitesi ve hedeflenen enflasyona varma yolunda piyasalara hareket getirmesini amaçlayıcı bir politika olarak görülmektedir. Birçoğu, karşı döngüsel çeşitliliğin makro ihtiyati politikasının gelecek için bir para politikasının önemli bir parçası olduğunu ifade etmektedir. Bu politikaların sürmesinde gerekli sermaye ve likidite seviyelerinin yeterince yüksek olması daha önemlidir. Sermaye tamponlarındaki döngüsel hareketlerin ince ayar yapmaya yönelik etkilerini yeterince bilmekten kaynaklanan ve merkez bankasını çok zor bir politik meselenin ortasına koymaktadır. Bazı ekonomistler Merkez Bankalarının uyguladığı bu politikalara devam edilmesini, bilançolar emsalsiz büyüse de kısa vadeli faiz oranını belirlemek için rezervlere veya ters repo faiz oranını kullanılması gerektiğini savunmaktadır. Ancak, böyle bir politikanın kural benzeri olmamasının imkânsızlığı, QE'nin sonsuza kadar geleceğe yönelik bir para politikasının parçası olmamasına işaret etmemektedir. Amaç, bilanço talebinin arz ve talebin faiz oranını belirlediği seviyelere getirilmesi olmalıdır. Elbette bir geçiş döneminde rezervler ve ters repo faiz oranları kullanılabilir. Ayrıca piyasa faiz oranı üst ve alt bantlar arasında bulunuyorsa, bir koridor faiz sistemi uygulanmalıdır.. Sözlü rehberlik ise gelecek için bir para politikasının bir parçası olması ancak merkez

⁵⁴ John.B. Taylor, **a.g.e**,p.4.

bankasını politikası kurallara dayalı stratejisi ile uyumluysa, ve şeffaf olduğu takdirde mümkün olmaktadır.⁵⁵

Tüm bu nedenlerden dolayı, gelecekte para politikasının bir kural üzerine odaklanması gerekir. Stratejik önlemlerin tutarlı ileri yönergeleri ile ancak döngüsel olarak makro ihtiyatlı önlemler ya da niceliksel kolaylaştırma olmaksızın belirlenen hedeflere ulaşılması için politika araçları stratejisi tasarlanmalıdır. ⁵⁶

Bu görüşlerin eşiğinde enflasyona dayalı dönemde referans olarak kabul edilen Taylor kuralı üzerine ampirik bir çalışma yapılacaktır. Bu çalışmada kriz sonrası makro ihtiyatı tedbirler uygulayan Tcmb'nin faiz politikasının geliştirilmiş Taylor Kuralı ile ampirik çalışması test edilecektir.

⁵⁵ John B. Taylor ;"A Monetary Policy for the Future;" **Stanford University** "April 15, 2015,p.3.

⁵⁶ Ben Bernanke and Gill Marcus "Monetary Policy in the Future," chaired by Jose Vinals. It IMF conference on "**Rethinking Macro Policy III, Progress or Confusion?**"

DÖRDÜNCÜ BÖLÜM

TAYLOR KURALI ÜZERİNE AMPİRİK BİR YAKLAŞIM

Globalleşme ve yaşanan global ekonomik krizler ile birlikte merkez bankalarının uyguladıkları politikalarda yapısal değişiklikler olmuştur. Bu çalışmanın amacı yüksek global likiditenin var olduğu günümüzde, merkez bankalarının uygulamış oldukları politikaları, merkez bankacılığına ilişkin olarak geliştirilen en önemli kurallardan biri olarak kabul edilen Taylor Kuralı kapsamında incelemektir.

4.1. Araştırmanın Amacı ve Önemi

Taylor Kuralı, para politikalarının uygulanması noktasında özellikle merkez bankaları tarafından alınan faiz kararlarından önemli rol sahibidir. Bu kapsamda, çalışmada Taylor Kuralının, nominal faiz oranlarını hangi ölçüde açıkladığı sorusunun cevabı aranmıştır. Sorunun cevaplanması sürecinde klasik modelde yer alan değişkenlere, diğer başka değişkenlerde eklenmiş ve modele ilişkin bir revizyon yapılmıştır. Çalışma, klasik modelde yer alan değişkenlere farklı değişkenleri ekleyerek modelleme yaptığı için, literatüre bu noktada katkı sağlayacağı için önemlidir.

4.2. Araştırmanın Kısıtları

Araştırmada iki farklı uygulama yapılmıştır. İki uygulamaya ilişkin kısıtlar aşağıdaki gibidir;

- Birinci uygulamada 2003 yılı Ocak ayı ile 2014 yılı Aralık ayı arasındaki dönemlere ilişkin veriler kullanılmıştır. Bu uygulama; Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası ve Türkiye'de gerçekleşen 2003: 1 – 2014: 12 dönemleri arasındaki aylık faiz oranları, enflasyon oranları, sanayi üretim endeksleri, döviz kuru kullanılmıştır.
- İkinci uygulamada 2003 yılı ilk çeyrek ile 2015 yılı dördüncü çeyrekleri arasındaki veriler kullanılmıştır. Bu uygulama; Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası borç verme faizi, tüketici fiyatları endeksi ile birlikte reel efektif kur ve kredi büyümesinin %15 lik sapma oranı çeyrekler itibariyle açıklanan rakamları kullanılmıştır.

4.3. Araştırmanın Yöntemi

Araştırma kapsamında yapılan iki uygulamada, "ARDL Sınır Testi" kullanılmıştır. ARDL sınır testini, uzun süreli bir ilişkinin varlığını araştırmak için bir araç olarak seçmek, aşağıdaki hususlara dayanmaktadır: Her şeyden önce ve bağımlı değişkenler modelde gecikmeli olarak tanıtılır. "Oto regresif", bağımlı değişkenlerde gecikmeleri ifade eder. Bu nedenle, bir değişkenin geçmiş değerlerinin mevcut değerini belirlemesine izin verilir. Öte yandan, "dağıtılmış gecikme" açıklayıcı değişkenlerin gecikmelerine atıfta bulunmaktadır. Her değişkeninde bir değişikliğe tepki çeşitli faktörlere bağlı olarak farklılık gösterebilir. Dolayısıyla, bazı durumlarda, ekonomik gelişmelere gecikme ile cevap verebilirler ve genellikle bütün değişkenlerin aynı gecikmelere sahip olması gerektiğini varsaymak için hiçbir neden yoktur. Bu nedenle, ARDL sınır testi yaklaşımı, farklı değişkenler için farklı gecikmelere izin verilmeyen eş entegrasyon VAR modellerine kıyasla, ARDL modeldeki değişkenlerin gecikme yapıları açısından esneklik sağlaması nedeniyle uygundur.¹

Başka bir deyişle, bu prosedür araştırılan serilerin entegrasyon sırası hakkında önceden herhangi bir bilginin yokluğunda çıkarımlar yapılmasına izin verir. Sınır testi yaklaşımının küçük örnek özellikleri Pesaran ve Shin (1999) tarafından gösterildiği gibi, sonuçların geçerli olması için tipik olarak büyük bir örneklem boyutu gerektiren geleneksel Johansen eşbütünleşme yaklaşımından daha verimli sonuç vermektedir.²

Zaman serisi değişkenler arasındaki uzun dönem dengesini (eşbütünleşme) araştırmak için son yirmi yılda çeşitli ekonometrik yöntemler önerilmiştir. Eşbütünleşme testleri için en çok kullanılan yöntemlerden bazıları artık temelli Engle-Granger³ testi, maksimum olasılığa dayalı Johansen⁴ ve Johansen-Juselius testlerini içermektedir. Bununla birlikte, bu test yöntemleriyle ilişkili düşük güç ve diğer sorunlardan dolayı, son zamanlarda OLS tabanlı ARDL yaklaşımının eşbütünleşme

¹ M. H. Pesaran, Y. Shin and R. J. Smith, "Bounds Testing Approaches To The Analysis Of Level Relationships," **Journal of Applied Econometrics**, vol. 16, May, 2001, pp. 289–326.

² M. Hashem Pesaran and Yongcheol Shin 'An Autoregressive Distributed Lag Modelling Approach to Cointegration Analysis' in S Strom, (ed.), "Econometrics and Economic Theory in the 20th Century: **The Ragnar Frisch Centennial Symposium**", Cambridge: Cambridge U. 1999. pp.1-2.

³ Engle, R. and Granger, C. W. J. "Co-Integration and Error Correction: Representation, estimation and Testing" *Econometrica*, **55(2)**, 1987, pp. 251-276.

⁴ Detaylı bilgi için bkz. Johansen, S. "Likelihood Based Inference In Cointegrated Vector Autoregressive Models". Oxford: Oxford University Press., 1996.

yaklaşımı popüler hale gelmiştir. ARDL modellemenin temel avantajı değişkenler farklı eş bütünleşme sırasına sahipken uygulanabilmesidir. Aynı düzeyde durağan olma zorunluluğu Pesaran ve Pesaran ve Pesaran vd. tarafından literatüre kazandırılan ARDL sınır testi yaklaşımı sayesinde ortadan kalkmıştır.⁵

ARDL sınır testi yaklaşımın Engle and Granger (1987) Johansen(1988, 1991, and 1995) metodolojisine göre avantajlar şu şekilde sıralanabilir. Johansen (1991; 1995) ve Johansen-Juselius (1990) 'a dayanan eş bütünleşme test yöntemleri, tüm değişkenlerin eşit derecede durağan olmasını, yani I(0) gerektirir. Dolayısıyla, bu eş bütünleşme yöntemleri özellikle farklı durağanlık mertebesinde olan ekonomik veriler için uygun değildir. Bu nedenle, bu çalışmamızda eş bütünleşme analizi için ARDL model testi tercih edilmiştir.

ARDL modelinde , kısa süreli ve uzun vadeli parametrelerin aynı anda tahmin edilmesi amaçlanmakta ve tüm değişkenlerin endojen olduğu kabul edilmektedir. ARDL sınır testinde aynı zamanda farklı değişkenlerin entegre olmasına ve tekniğin küçük veya sınırlı örneklem büyüklüğü için uygun olmasına rağmen, değişkenlere sıradan en küçük kareler (OLS) yöntemi kullanarak uygulanabilir. Ayrıca, Johansen eş-entegrasyon yaklaşımının tersine, daha fazla veri yoğunluğu olan ve tek bir denklem kullanarak birkaç parametrenin tahmin edilmesini gerektirdiği için daha verimli olma olasılığı daha yüksektir. ARDL sınır testi, belirli dönemlerde varolan şok verilerin varlığında bile sağlam sonuçlar vermektedir.⁶ Bu nedenle, ARDL modeli popülerite kazanmış ve ekonomik değişkenler arasındaki eş bütünleşme ilişkilerini incelemek için literatürde yaygın olarak kullanılmaktadır.⁷

ARDL sınır testinin daha farklı önemli avantajları da bulunmaktadır. Birincisi, daha az sayıda veri için diğer testlerden daha güvenilir tahminler üretir. İkinci olarak, analizde kullanılan tüm değişkenlerin aynı durağan düzeyine sahip olması gerekli değildir. Sadece I (0) veya I (1) düzeyde durağan olan değişkenler modelde yer alabilir. Tek şart, hiçbir değişkenin I(2) düzeyde durağan olmaması gereklidir. Diğer

⁵ M. Hashem Pesaran, Yongcheol Shin and R. J. Smith, "Bounds Testing Approaches To The Analysis Of Level Relationships," **Journal Of Applied Econometrics**, vol. 16, pp. 289–326, Mayıs, 2001.

⁶ José Alberto Fuinhas, António Cardoso Marques., " Energy Consumption And Economic Growth Nexus In Portugal, Italy, Greece, Spain And Turkey": An ARDL bounds test approach (1965–2009). **Energy Economics** 34, pp. 511-517.

⁷ L. Chiliba, P. Alagidede & E. Schaling., " A Re-Examination Of The Exchange Rate Overshooting Hypothesis: Evidence From Zambia", **Southern African Business Review** Volume 20 2016,p.475.

bir avantaj olarak belirtilmesi gereken husus kısa-ve uzun dönem denge dinamiklerini bütünleştiren bir hata düzeltme modeli olan (ECM), ARDL modelinden türetilir.

ARDL sınır testi değişkenlerin modelde farklı gecikme uzunlukları test edilmesini sağlamaktadır..Bu nedenle ARDL / Sınır Testi yaklaşımı ile uzun vadeli ilişkinin varlığı ve uzun vadeli ve kısa vadeli katsayıların tahmin edilmesi mümkündür. Daha önce belirtildiği gibi ARDL 'yi tercih etmenin başlıca avantajı yöntem olarak diğerlerine karşı, küçük örnekler için tahminlerin güvenilirliğidir.⁸ Ayrıca Eş bütünleşme için ARDL yaklaşımının uygulanması, uzun dönemli modelin tarafsız tahminlerini ortaya koymaktadır Engle ve Granger'in (1987) tek denklemlilik eş zamanlılık analizine karşı ARDL'nin önemli avantajı, bağımlı ve açıklayıcı değişkenleri ayırt edebilmesidir. Bu yöntem prosedürünün bir diğer önemli avantajı, açıklayıcı değişkenlerin endojen olmasına rağmen tahmin edilmesinin mümkün olmasıdır.⁹

ARDL sınır testi metodolojisi temel olarak 3 aşamadan oluşmaktadır.

- 1) Testin ilk aşamasında ilgili değişkenler arasında uzun dönemli bir ilişki olup-olmadığı sınırlanır,
- 2) Eş bütünleşme ilişkisinin varlığı koşulu altında, uzun dönem elastikiyetleri elde edilir.
- 3) Eş bütünleşme ilişkisinin varlığı koşulu altında, kısa dönem elastikiyetleri elde edilir

Testin ilk aşamasında kullanılan sınırsız hata düzeltme modelinin çalışmamıza uyarlanmış şekli aşağıdaki gibidir:

$$\Delta Faiz_t = \alpha_0 + \sum_{i=1}^m \alpha_{1i} \Delta Faiz_{t-i} + \sum_{i=0}^n \alpha_{2i} \Delta LSanayi_{t-i} + \sum_{i=0}^p \alpha_{3i} \Delta LEnfgap_{t-i} + \sum_{i=0}^r \alpha_{4i} \Delta Döviz_{t-i} + \varepsilon_t$$

(4.10)

Modelde yer alan Δ , birinci dereceden farkları göstermektedir.

⁸ Paresh Narayan and Seema Narayan. "Estimating Income And Price Elasticities Of Imports For Fiji In A Cointegration Framework". **Economic Modelling**, 22, 2006. pp.423-438.

⁹ Imam Alam, Rahim Quazi, "Determinant of Capital Flight: An Econometric Case Study of Bangladesh". **International Review of Applied Economics**, 17, 21 Jul 2010, pp. 85-103.

Bahmani- Oskooee ve Goswami¹⁰ yaptıkları çalışmada sınır testi için kullanılan F testinin, gecikme uzunluğuna karşı duyarlı olduğunu ortaya koymuşlardır. Bu sebeple eş bütünleşme ilişkisinin varlığını sınamak amacıyla öncelikle modelde kullanılan farkı alınmış değişkenlerin gecikme uzunluğunu gösteren m değerine karar vermek gerekmektedir. Bu nedenle literatürde AKAİKE (AIC) ve SCHWARZ (SIC) gibi bilgi kriterleri kullanılmaktadır. Modelde gecikme uzunluğu Akaike Bilgi Kriteri (AIC) veya Schwarz Bayesian / Bilgi Kriteri (SBC, SIC) tarafından gecikme süresiyle belirlenir. Pratik çalışmalarda, araştırmacılar çoğunlukla ADF ve Phillips-Perron (PP) testlerini kullanmaktadır. Dickey-Fuller testlerini destekleyen dağıtım teorisi, ADF metodolojisini kullanırken, rasgele hata terimlerinin varsayımı üzerine kurulduğundan, hata terimlerinin birbiriyle ilişkisiz olduğundan ve gerçekten de sabit bir varyansa sahip olduklarından emin olunmalıdır.

Phillips ve Perron (1988) ise çalışmalarında hataların dağılımı ile ilgili oldukça ılımlı varsayımlara izin veren ADF test prosedürünün genelleştirilmesini sağlamıştır. Dolayısıyla, PP istatistikleri sadece hata sürecinin daha az kısıtlayıcı niteliğini de hesaba katan ADF istatistiklerinde yapılan değişikliklerdir. Bağımsız değişkenin durağan olmayan ön şart koşulu yerine getirmek için Augmented Dickey-Fuller (1979, 1981)¹¹ ve PP testini kullanarak bağımlı değişken için bir birim kök testi yapılarak değişkenler düzeyde $I(0)$ ya da $I(1)$ düzeyde durağanlık testi modelimizde Pesaran¹² tarafından öngörülüren kısıtlar dikkate alınarak yapılmıştır.

Gecikme uzunluğunun belirlenmesinden sonra ilgili değişkenler arasında eş bütünleşme ilişkisi olmadığını gösteren temel hipotez Model 2'de yer alan bağımlı ve bağımsız değişkenlerin düzey değerlerinin bir dönem gecikmeli değerlerinin anlamlılığının sınanmasıyla test edilebilir. Burada test edilen temel hipotezin çalışmamıza uyarlanmış hali aşağıdaki gibidir:

¹⁰ M. Mohsen Bahmani-Oskooee and Gour G. Goswami;" A Disaggregated Approach to Test the J-Curve Phenomenon: Japan versus Her Major Trading Partners", **Journal Of Economics And Finance** Volume 27 Number 1, Spring 2003, p.104.

¹¹ David A. Dickey and Wayne A. Fuller, "Distribution Of Estimators For Autoregressive Time Series With A Unit Root," **Journal of the American Statistical Association**, **74,1979**, pp. 427-431.

¹² M. Hashem Pesaran, Yongcheol Shin, Richard J.Smith, "Bounds Testing Approaches To The Analysis Of Level Relationships"; **Journal Of Applied Econometrics**, Vol. 16, 2001, pp. 289–326.

$$H_0 : \alpha_3 = \alpha_4 = 0 \quad (4.11)$$

Bu hipotezi test etmek için kullanılan standart F istatistiği, aşağıdaki durumlara bağlı olarak standart olmayan bir dağılıma sahiptir.¹³ ARDL modeline eklenen değişkenlerin sahte regresyon riskinden dolayı kesinlikle I(2) olmaması sadece I(0) veya I(1) düzeyde olması, modelin trend ve sabit terim içermemesi ve örnek boyutu olarak belirtilebilir.

Bu aşamada, hesaplanan F-istatistiği, Pesaran ve diğerlerinin tabloştırdığı kritik değer ile karşılaştırılmaktadır. Pesaran ve Pesaran tarafından belirlenen bu kritik değerler, ve modelin bir kesme noktası ve / veya bir eğilim içerip içerdiğini hesaplar. Banmani, Okkooee ve Nasir 'e göre, bu "kritik değerler, değişkenin muhtemel tüm sınıflamalarını kapsayan bir üst ve alt bant içerir.". Hesaplanan F istatistiği üst sınırın üzerine çıkarsa eş bütünleşmenin boş hipotezi reddedilir. Hesaplanan F-istatistiği alt sınırın altına düşerse, eş bütünleşme bulunmayan boş hipotez reddedilemez. Sonuç, alt sınır ile üst sınır arasında yer alırsa, sonuç kesin değildir Böyle kesin olmayan bir durumda eş bütünleşme sağlamanın etkili bir yolu, ARDL'nin hata düzeltme katsayısı olan ECM modeli uygulamaktır.¹⁴

Değişkenler arasında bir eş bütünleşme ilişkisi bulunması halinde, bunlar arasında ki uzun dönem ilişkisinin analizi için gecikme uzunluğu yine daha önce bahsi geçen bilgi kriterleri ile tespit edilebilen uzun dönem için gecikmesi dağıtılmış otoregresif model (ARDL) kurulması gerekmektedir. Bu çalışma için aşağıdaki uzun dönem ARDL modelinden faydalanılacaktır:

$$Faiz_t = \alpha_0 + \sum_{i=1}^m \alpha_{1i} Faiz_{t-i} + \sum_{i=0}^n \alpha_{2i} Sanayi_{t-i} + \sum_{i=0}^p \alpha_{3i} Enfgap_{t-i} + \sum_{i=0}^r \alpha_{4i} Döviz_{t-i} + e_t \quad (4.12)$$

Bu modelde yer alan parametrelerden faydalanılarak Bardsen (1989) tarafından izlenen yöntem kullanılarak uzun dönem katsayıları aşağıdaki formülle elde edilebilir:

¹³ Paresh Kumar Narayan," What Determines Migration Flows from ,," What Determines Migration Flows from ... 1972-2001", **Contemporary Economic Policy**, 24(2), pp.332-342.

¹⁴ Ghazi Al-Assaf; Bashier Al-Abdulrazag;" The Validity of Export-Led Growth Hypothesis for Jordan: A Bounds Testing Approach", **International Journal of Economics and Financial Issues** Vol. 5, No. 1, 2015, pp.199-221.,

$$\phi = \frac{\sum_{i=0}^n \alpha_{2i}}{1 - \sum_{i=1}^m \alpha_{1i}} \quad (4.13)$$

Formülün pay kısmında ARDL uzun dönem modelinde yer alan bağımsız değişkenin değerleri payda kısmında ise uzun dönem ARDL modelinin bağımlı değişkenin gecikmeli değerlerinin 1'den farkını göstermektedir. Değişkenler arasındaki kısa dönem ilişki ise ARDL'ye dayanan hata düzeltme modeliyle elde edilebilir: İkinci adımda, uzun vadeli ilişki, seçilen ARDL modelini kullanarak tahmin edilmektedir. Değişkenler arasında uzun süreli bir ilişki olduğunda üçüncü adımda hata düzeltme modeli tahmin edilmektedir. Hata düzeltme modeli sonucu, kısa süreli bir darbeden sonra uzun vadeli dengeye dönme hızını gösterir.

Eş bütünleşme ve hata düzeltme modeli arasındaki ilişki Engle ve Granger (1987) tarafından ortaya atılmıştır. Eş bütünleşik değişkenler arasında bir hata düzeltme terimi bağımlı değişkenden bağımsız değişkene göre değişimi göstermektedir. Bu, uzun vadeli denge ilişkisine kısa bir süre bağımlı değişkendeki sapmayı göstermektedir.¹⁵ ARDL denklemindeki gecikmiş seviye değişkenlerini ECT-1 ile değiştirerek ve aynı optimal gecikmeleri uyguladıktan sonra modeli tahmin ederek Pesaran ve Ark (2001) tarafından önerilen uzun dönem denklemden hata düzeltme teriminin hesaplanması mümkündür. Bu hata düzeltme modeli aşağıda ki yazılabilir.¹⁶

$$\Delta Fai_{z_t} = \alpha_0 + \sum_{i=1}^m \alpha_{1i} \Delta Fai_{z_{t-i}} + \sum_{i=0}^n \alpha_{2i} \Delta LSanayi_{gap_{t-i}} + \sum_{i=0}^p \alpha_{3i} \Delta LEnf_{gap_{t-i}} + \sum_{i=0}^r \alpha_{4i} \Delta Döviz_{t-i} + \varepsilon_t \quad (4.14)$$

Hata düzeltme terimi (ECT) istatistiksel önemini inceleyerek herhangi bir kısa süreli dengesizliğe bağlı olarak modeldeki ayar yönünü ve hızını gösterir. ECT, temel olarak, eş zamanlılık dengesini ortadan kaldıran herhangi bir şoku izleyerek

¹⁵ Mansur Masih, "Comparative Analysis Of The Propagation Of Stock Market Fluctuations In Alternative Models Of Dynamic Causal Linkages". **Applied Financial Economics**, 7, 1997, pp.59-74.

¹⁶ M. Hashem Pesaran, Yongcheol Shin, Richard J. Smith, "Bounds Testing Approaches To The Analysis Of Level Relationships". **Journal of Applied Econometrics**, 16(3), 2001, 289-326.

değişkenlerin tepki verme mekanizmasını tanımlayan kısmi ayarlama süreciyle ortak bütünlüşme ilişkisiyle ima edilen uzun vadeli dengeyi ilişkilendirir. Olumsuz ve istatistiksel açıdan anlamlı bir ECT kısa vadeli dengesizliği uzun vadeli dengesine doğru uyarlamaya işaret etmektedir. ECT 'nin mutlak değeri ne kadar yüksek olursa, hata düzelme süreci de o kadar hızlı olur. Bu değişkenin katsayısının işaret ve büyüklüğüne göre değişik yorumlarda bulunmak mümkündür. Bu katsayının 0 ile -1 arasında olması halinde uzun dönem denge değerine tekdüze bir şekilde yaklaşma söz konusudur. -1 ile -2 değerleri arasında yer alması hata düzeltme sürecinin uzun dönem denge değerleri etrafında azalan dalgalanmalar göstererek, dengeye ulaşıldığını gösterirken bu değerlerin pozitif veya -2'den küçük olması ise, dengeden uzaklaşıldığını gösterir¹⁷

Analizde 2003:1-2014:12 dönemi aylık faiz oranı, enflasyon oranı, sanayi üretim endeksi ve döviz kuru verileri kullanılmıştır. Değişkenler gerektiğinde mevsimsellikten arındırılmış, faiz oranı ve enflasyon oranı hariç diğer değişkenler logaritmik biçimde ifade edilmiştir. Analizde kullanılan enflasyon oranı ve sanayi üretim endeksi¹⁸ değişkenlerinin eğilim patikalarından sapmalarının hesaplanmasında Hodrick Prescott (HP) filtreleme yöntemi kullanılmıştır. Buna göre çıktı açığı, logaritmik olarak ifade edilen ve mevsimsellikten arındırılan sanayi üretim endeksinden HP filtresiyle elde edilen potansiyel sanayi üretim endeksinin çıkartılmasıyla elde edilmiştir. Enflasyon açığı da benzer bir yöntemle elde edilmiştir.

Çalışmanın bu kısmında değişkenlerin durağanlığı Zivot- Andrews (ZA) birim kök testi yardımıyla sınanmıştır.

Faiz Oranı

	t-istatistiği
ZA test istatistiği	-4.094622
1% kritik değer:	-5.57
5% kritik değer:	-5.08
10% kritik değer:	-4.82

¹⁷ M.Imam Alam, Rahim M. Quazi "Determinants of Capital Flight: an Econometric Case Study of Bangladesh", **International Review of Applied Economics**, 17 (1) 2003,p.97.

¹⁸ Analiz aylık verilere dayandığı için çıktı açığını hesaplamak amacıyla GSYİH yerine Sanayi Üretim Endeksi gösterge olarak seçilmiştir.

ZA testi sonucunda Faiz değişkeni için bulunan t-istatistiği değeri kritik değerlerden küçük olduğu için Faiz değişkeninin yapısal kırılmayla birlikte birim köklü olduğunu söyleyen temel hipotez kabul edilmiştir. Bu serinin birim köklü olduğu anlamına gelmektedir.

Enflasyon Açığı

	t-istatistiği
ZA test istatistiği	-7.142571
1% kritik değer:	-5.57
5% kritik değer:	-5.08
10% kritik değer:	-4.82

ZA testi sonucunda Enflasyon Açığı değişkeni için bulunan t-istatistiği değeri kritik değerlerden büyük olduğu için Enflasyon Açığı değişkeninin yapısal kırılmayla birlikte birim köklü olduğunu söyleyen temel hipotez reddedilmiştir. Bu serinin durağan olduğu anlamına gelmektedir.

Çıktı Açığı

	t-istatistiği
ZA test istatistiği	-5.563598
1% kritik değer:	-5.57
5% kritik değer:	-5.08
10% kritik değer:	-4.82

ZA testi sonucunda Çıktı Açığı değişkeni için bulunan t-istatistiği değeri kritik değerlerden büyük olduğu için Çıktı Açığı değişkeninin yapısal kırılmayla birlikte birim köklü olduğunu söyleyen temel hipotez reddedilmiştir. Bu serinin durağan olduğu anlamına gelmektedir.

Döviz Kuru

	t-istatistiği
ZA test istatistiği	-4.006125
1% kritik değer:	-5.57
5% kritik değer:	-5.08
10% kritik değer:	-4.82

ZA testi sonucunda Döviz Kuru değişkeni için bulunan t-istatistiği değeri kritik değerlerden büyük olduğu için Döviz Kuru değişkeninin yapısal kırılmayla birlikte birim

köklü olduğunu söyleyen temel hipotez kabul edilmiştir. Bu serinin birim köklü olduğu anlamına gelmektedir.

Yukarıdaki sonuçlar göz önüne alındığında serilerin durağan veya birim köklü olmasının analizi etkilemediği bir teknik olan ARDL eş bütünleşme testi kullanılacaktır.

ARDL Sınır Testi

Boş Hipotez: Uzun Dönem İlişki Yoktur

Test İstatistiği	Değer	Gecikme Sayısı
F-istatistiği	6.090496	3

Kritik Değer Sınırları

Anlamlılık	I0 Sınır	I1 Sınır
10%	2.72	3.77
5%	3.23	4.35
2.5%	3.69	4.89
1%	4.29	5.61

Sınır testi yaklaşımına dayanan ARDL eş bütünleşme testi sonuçlarına göre F istatistiği değeri olan **6.090496** değeri, I0 ve I1 sınır değerlerinden daha büyük olduğu için 'değişkenlerin aralarında uzun dönem ilişki bulunmamaktadır' boş hipotez reddedilmektedir. Diğer bir ifadeyle, değişkenler arasında uzun dönemli bir ilişkinin olduğu sonucuna varılmıştır.

Bağımlı Değişken: Faiz Oranı-Model: ARDL(4, 3, 4, 0)

Değişken	Katsayı	Std. Hata	t-istatistiği	Olasılık
FAIZ(-1)	0.797788	0.084768	9.411483	0.0000
FAIZ(-2)	0.026726	0.109540	0.243985	0.8076
FAIZ(-3)	0.000701	0.110257	0.006355	0.9949
FAIZ(-4)	0.129610	0.081972	1.581157	0.1164
ENFGAP	-0.158195	0.130168	-1.215313	0.2265
ENFGAP(-1)	0.114151	0.185433	0.615592	0.5393
ENFGAP(-2)	0.306827	0.183202	1.674797	0.0965
ENFGAP(-3)	-0.255650	0.122117	-2.093477	0.0383
SANAYIGAP	0.014955	0.017315	0.863748	0.3894
SANAYIGAP(-1)	-0.003661	0.017649	-0.207415	0.8360
SANAYIGAP(-2)	0.017275	0.017913	0.964387	0.3367
SANAYIGAP(-3)	0.002801	0.017426	0.160759	0.8725
SANAYIGAP(-4)	0.053799	0.017432	3.086243	0.0025
DOVIZ	-0.002256	0.014828	-0.152110	0.8793
C	0.815607	1.685358	0.483937	0.6293
R-Kare	0.987157			
F-istatistiği	686.2726			
Olas. (F-istatistiği)	0.000000			

ARDL modeline ait R kare değeri hata düzeltme modeli verilerinin uygun olduğunu göstermektedir. Ayrıca F istatistiği değeri bizi modelin bir bütün olarak anlamlı olduğu sonucuna götürmektedir.

ARDL Hata Düzeltme Modeli
Bağımlı Değişken: Faiz Oranı
Model: ARDL(4, 3, 4, 0)

Değişken	Katsayı	Std. Hata	t-istatistiği	Olasılık
D(FAIZ(-1))	-0.157687	0.081138	-1.943454	0.0542
D(FAIZ(-2))	-0.129600	0.081264	-1.594802	0.1133
D(FAIZ(-3))	-0.129282	0.080553	-1.604933	0.1110
D(ENFGAP)	-0.157975	0.119311	-1.324065	0.1879
D(ENFGAP(-1))	-0.048132	0.122263	-0.393677	0.6945
D(ENFGAP(-2))	0.257351	0.114409	2.249396	0.0262
D(SANAYIGAP)	0.014620	0.016333	0.895119	0.3724
D(SANAYIGAP(-1))	-0.073660	0.020467	-3.599054	0.0005
D(SANAYIGAP(-2))	-0.056577	0.019359	-2.922539	0.0041
D(SANAYIGAP(-3))	-0.054001	0.016287	-3.315497	0.0012
D(DOVIZ)	-0.007111	0.034951	-0.203442	0.8391
C	0.810200	0.269195	3.009712	0.0032
CointEq(-1)	-0.044960	0.009207	-4.883433	0.0000

FAIZ= 0.1579*ENFGAP + 1.8854*SANAYIGAP - 0.0499*DOVIZ

Long Run Coefficients

Değişken	Katsayı	Std. Hata	t-istatistiği	Olasılık
ENFGAP	0.157904	1.246283	0.126700	0.8994
SANAYIGAP	1.885352	0.708577	2.660760	0.0088
DOVIZ	-0.049929	0.327093	-0.152643	0.8789

Son olarak yukarıda verilen uzun dönem katsayılarından sanayi üretim açığı değişkeni istatistiksel olarak anlamlı çıkmıştır. Bütün bu sonuçlar neticesinde Taylor Kuralının Türkiye örneğini desteklediği görülmektedir.

Yukarıda verilen model tahmini hata düzeltme terimi olan **CointEq(-1)** teriminin istatistiki olarak anlamlı olması, uzun dönem modelinin geçerli olduğunu göstermektedir. Değişkenlerine ilişkin katsayıların işaretleri döviz kuru haricinde beklendiği gibidir. Buna göre, politika değişkeni olan faiz oranı enflasyonun ve çıktının hedef (trend) değerlerinden sapmalarına pozitif yönde tepki vermektedir. Açık ekonomilerde yerli ve yabancı faiz oranı ve enflasyon oranı farkı döviz kuru üzerinde etkili olmaktadır. Ayrıca, spekülasyon işlemlerinin ve irrasyonel davranışların da bir varlık fiyatı olarak döviz kuru üzerinde etkileri bulunmaktadır. Bu bağlamda, döviz kuru politikası ile para politikası aracı olan faiz oranı arasında karmaşık ilişkiler bulunmaktadır ve çalışmada oluşturulan model uzun dönemde bu ilişkinin varlığına işaret etmektedir¹⁹. Döviz kuruna ilişkin tanımın reel olması ve yurtdışı enflasyon oranlarındaki değişimi içeren bir endeks olması sebebiyle katsayının negatif çıktığı düşünülebilir. Sonuç olarak, model faiz oranı ile döviz kuru arasında bir ilişki olduğunu göstererek para otoritesinin enflasyon ve çıktı ile birlikte finansal istikrarın önemli göstergelerinden olan döviz kurunu da politika tasarımı ve uygulama sürecinde dikkate aldığını göstermektedir.

4.4. Model II

Araştırma kapsamında yürütülen ikinci uygulamanın amacı; Türkiye’de optimal para politikasının üretim, enflasyon, reel efektif kur ve kredi büyümesinin %15’lik hedeften sapma değişkenleri altında kurala dayalı belirlenip belirlenmediğini araştırmaktır. IMF, finansal şoklar döneminde (borç verme standartlarında bir

¹⁹ Kuşkusuz elde edilen katsayıların büyüklüğünün 2001 krizinin ardından uygulamaya konulan (2002-2005 arasında örtük ve 2006’dan bu yana açık) enflasyon hedeflemesi rejimiyle ve bu rejimin politika stratejisi olarak benimsediği faiz oranı kuralıyla örtüşmediği açıktır. Değişkenlere ilişkin farklı tanımlamaları ve GMM gibi alternatif teknikleri de içeren farklı model denemelerinde de bu tür sorunlardan kaçınılamamış, bazılarında Taylor kuralına ilişkin parametrelerin katsayıları istatistiki olarak anlamsız bulunmuşken bazılarında ise katsayıların işaretleri beklendiği gibi olsa da büyüklükleri iktisadi çıkarsamalar yapmayı zorlaştırmıştır. Ekonometrik araştırmalarda kaçınılmaz olarak sıklıkla karşılaşılan bu durum, alternatif modellere ve/veya testlere ilişkin bir takım güç (power) ve hacim (size) araştırmalarını gerekli kılmakta ve bu tezin kapsamının dışında bulunmaktadır. TCMB’nın 2002 yılından bu yana fiyat istikrarı amacını önde tutarak faiz oranı aracılığıyla enflasyonun hedef değerlerinden sapmalarını yumuşatmaya çalıştığı, ayrıca bu dönemde zaman zaman döviz kurunu ve özellikle 2008 küresel krizinin etkilerinin Türkiye ekonomisine etkilerinin yoğun bir şekilde hissedildiği 2010 yılından bu yana da finansal istikrar amacını gözettiği, resmi politika metinlerine de yansıyan ve iyi bilinen bir iktisadi gerçekliktir. İstatistik modelin sonuçlarının özellikle bu çerçeve içerisinde değerlendirilmesi gerekmektedir.

gevşeme) tepki olarak, kredi artırımlı bir kuralın, enflasyon ve çıktı açığı ile ilgili temel Taylor kuralını geride bıraktığını ve i temel kuraldan üstün olduğunu iddia etmektedir. Bu amaçla Türkiye ekonomisi için 2003:1.Çeyrek ile 2015: 4.Çeyrek dönemleri arasında açıklanan reel efektif kur ve kredi büyümesinin %15'lik sapması da dâhil edildiği Taylor kuralının geçerliği sınanmıştır.

4.4.1. II. Modelde Kullanılan Değişkenler

4.4.1.1. Tcmb Gösterge Faizi

2010 yılının ikinci yarısından itibaren Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası (TCMB) enflasyon hedeflemesi rejiminin genel çerçevesini değiştirdi ve fiyat istikrarının tamamlayıcı bir hedefi olarak finansal istikrarı destekleyecek yeni politika araçlarını geliştirdi. Yeni çerçeve büyük ölçüde, fiyat istikrarının hedefine hanel getirmeksizin, özellikle kredi büyümesi ve cari açığıdaki sermaye akımlarının yerli ekonomi üzerindeki etkilerini içermeyi amaçlamaktadır. Bu çerçevede, TCMB, kredi büyümesini ve döviz kurunu, para politikasındaki kilit kanallar olarak giderek daha fazla vurgulamıştır. Bu iki değişken üzerinde ayrı bir kontrole ihtiyaç duyulduğunu vurguladı ve bu da birden fazla aracın kullanılmasını gerektirdi. Örneğin, bir sermaye girişindeki dalgalanma sırasında aşırı ısınmayı ve aşırı kredi büyümesini önlemek için politika faiz oranını yükseltmek, daha fazla sermaye girişine, yerel paranın aşırı değerlendirilmesine ve dış dengesizliklerin daha da büyümesine neden olabilir. Öte yandan, daha fazla sermaye akışını ve para birimini önlemek için politika faizini azaltmak gelişen piyasaların küresel finansal krizin ardından sermaye akımlarına olan politik tepkilerini gözden geçirmektedir²⁰. Modelimize TCMB EVDS' den elde edilen veriler çeyreklik veriye dönüştürülerek eklenmiştir.

²⁰ Hande Küçük, Pınar Özlü „Anıl Talaslı Deren Ünalmiş, Canan Yüksel;” Interest Rate Corridor, Liquidity Management And The Overnight Spread”, **Central Bank of the Republic of Turkey 2014**: pp.1-3.

4.4.1.2. Çıktı Açığı

Çıktı boşluğu, bir ekonominin gerçek çıktısı ile potansiyel çıktısı arasındaki farkın ekonomik bir ölçüsüdür. Potansiyel çıktı, bir ekonominin en verimli olduğunda, yani tam kapasitede ürettiği mal ve hizmetlerin maksimum miktarıdır. Çoğu zaman, potansiyel çıktı ekonominin üretim kapasitesi olarak adlandırılır. GSYH'nin yükselip veya gerilemesi gibi, çıktı açığı da pozitif ve negatif olarak iki yöne de gidebilir. Bu bağlamda, çıktı açığı ekonomik faaliyetin göreceli talep ve arz bileşenlerini gösteren özet bir göstergedir. Dolayısıyla, çıktı açığı ekonomideki enflasyon baskısının derecesini ölçmekte ve ekonominin malları ve hizmetleri üreten gerçek tarafı ve enflasyonu arasında önemli bir bağlantı oluşturmaktadır. Eğer çıktı açığı pozitifse yani fiili çıktı potansiyel çıktıdan daha büyük olursa fiyatlar talep baskısına tepki olarak yükselmeye başlayacaktır. Benzer şekilde, fiili çıktı potansiyel çıktının altına düşerse fiyatlar zayıf talebi yansıtacak şekilde düşmeye başlayacaktır. Özetle Çıktı açığı politika oluşturmada merkezi bir rol oynayabilir. Örneğin bir durgunluk döneminde, fiili ekonomik çıktı potansiyelinin altına düşer ve bu da negatif bir çıktı boşluğu yaratır. Potansiyelin altında gerçekleşen performans sonucunda talebi artırmak ve enflasyonun hedeflenin altında kalmasını önlemek için Merkez bankasını faiz oranlarını düşürerek ekonomik büyümeyi teşvik etmek üzere tasarlanan bir para politikasını uygulamaya teşvik edebilir.²¹

Hükümetler ayrıca, çıktı açığını kapatmak için maliye politikasını kullanabilir.²² Örneğin, genişletici maliye politikası, hükümet harcamalarını yükselterek veya vergileri düşürerek toplu talebi artırma yoluyla olumsuz bir çıktı açığını kapatmak için kullanılabilir. Buna karşılık, pozitif bir çıktı açığı olduğunda, düşük harcama ve / veya yüksek vergilerle talebi azaltmak ve enflasyonu ile mücadele etmek için daraltıcı veya "sıkı" maliye politikası benimsenebilir.²³

²¹ Sarwat Jahan,And Ahmed Saber Mahmud;" What Is the Output Gap? **_Finance & Development, September 2013, Vol. 50**, No. 3, pp.38-39.

²² Mark Horton and Asmaa El-Ganainy ;" Fiscal Policy: Taking And Giving Away And Development", **A Quarterly Magazine Of The IMF 29 July.2014.**

Çevrimiçi: <http://www.imf.org/external/pubs/ft/fandd/basics/fiscpol.htm>

²³ Tim Callen;"What Is Gross Domestic Product? Finance And Development ", **A Quarterly Magazine Of The IMF, December 2008, Volume 45**, Number 4.

Potansiyel çıktıyı ölçmek için ortak bir yöntem, kısa vadeli yükselişler ve çıkışlar ile uzun vadeli eğilim arasında farklılık gösteren istatistiksel tekniklerin uygulanmasıdır. Hodrick-Prescott filtresi, kısa olanı uzun vadeden ayırmak için kullanılan popüler bir tekniktir. Diğer yöntemler üretim fonksiyonunu, emeği ve sermayesi gibi bir ekonominin girdilerine dayalı olarak çıktıyı hesaplayan bir matematik denklemi tahmin etmektedir. Eğilimler, girdilerdeki çevrimsel değişimleri kaldırarak tahmin edilmektedir. Çalışmamızda da sanayi üretim ve çıktı farkı ölçümü Hodrick-Prescott filtresi yöntemiyle yapılmıştır.

4.4.1.3. Enflasyonist Boşluk

Enflasyonist boşluk, reel gayri safi yurtiçi hasıla düzeyinin (GSYİH) mevcut seviyesi ile bir ekonominin tam istihdamda yaşanacağı tahmin edilen GSYİH arasındaki farkı açıklayan ve potansiyel GSYİH olarak da adlandırılan makroekonomik bir kavramdır. Boşluk enflasyonist olarak düşünülmesi için mevcut gayri safi milli hâsılın iki metottan daha yüksek olması gerekir. Enflasyonist aralık, genel istihdamın artması, ticaret faaliyetlerinin artması veya hükümet harcamalarının artması gibi faktörler nedeniyle mal ve hizmet talebi üretimden fazla olduğunda ortaya çıkar.²⁴

Bu durum reel GSYH'nin potansiyel GSYH'nin üzerine çıkmasına ve dolayısıyla enflasyonist bir boşluğa neden olabilir. Reel GSYH'deki görece artış, bir ekonominin tüketimini artırmasına ve dolayısıyla fiyatların uzun vadede yükselmesine neden olacağı için, enflasyon aralığı adlandırılmıştır. Reel GSYİH, enflasyonun veya deflasyonun etkilerini telafi ederken ekonomik büyümeye ilişkin bir önlem sunmaktadır. Bu, gerçek ekonomik büyüme ile ekonomideki malların veya hizmetlerin fiyatlarındaki basit bir değişim arasındaki farkı açıklayan bir sonuç üretir. Para politikası ve / veya mali politika araçları kullanılarak enflasyon arasındaki boşluk ortadan kaldırılabilir / en aza indirilebilir. Para politikası uyarınca, para arzı azaltılır ve / veya faiz oranları artırılır. Bu aralık ancak hükümet harcamalarındaki azalma yoluyla

²⁴ Roberto M. Billi; "Output Gaps and Monetary Policy at Low Interest Rates", **Federal Reserve Bank Of Kansas City**, p.23.

para geliri azaltarak veya mal ve hizmet üretimini arttırarak veya artan vergilerle ya azaltılabilir²⁵

Modelimizde Klasik Taylor Kuralında kullanılan enflasyon boşluğu değişkeni, uzun vadede temel hedefi fiyat istikrarını sağlamak olan TCMB'nin politikasına uygunluk sergilemektedir. Veriler TCMB EVDS' den temin edilmiştir.

4.4.1.4.Reel Efektif Kur

Ekonomistler ve politika yapıcılar, çoğunlukla, bir para biriminin genel uyumunu ölçerken gerçek efektif *döviz kuru* (REER) ile daha fazla ilgilenmektedir. "Nominal efektif döviz kuru, Türkiye'nin dış ticaretinde önemli paya sahip ülkelerin para birimleri sepetine göre Türk lirasının ağırlıklı ortalama değeridir. Ağırlıklar ikili ticaret akışları kullanılarak belirlenir. Reel efektif döviz kuru, nispi fiyat etkilerini nominal efektif döviz kuru ile arındırmak suretiyle elde edilir. Kusurlu olsalar da REER, birçok finansal kriz sürecinde döviz kurunda aşırı değerlenmeler sinyali verdiği için IMF ve politika yapıcıların ikili ve çok taraflı REER'leri izlemesini önemli hale getirdiği görülmektedir. 2007 mali krizinin ardından, merkez bankalarının para politikalarında makro ihtiyati tedbirlerin ağırlığı, enflasyon hedeflemesi dönemine kıyasla çarpıcı bir şekilde artmıştır; Finansal istikrarın sağlanması TCMB tarafından birincil öneme sahip olmuştur. TCMB, bu yenilikçi önlemlerin uygulanmasına ilişkin tüm para otoriteleri arasındaki öncü Merkez Bankaları arasında yer almaktadır. Döviz kurundaki oynaklık, finansal piyasalardaki istikrarın bir göstergesi olarak TCMB sermaye girişi ve çıkışı üzerinde oluşacak olumsuz etkileri gidermek için bir çerçeve başlatmıştır. Bu politika doğrultusunda Reel Efektif Döviz Kuru (REER), finansal istikrara yönelik sermaye akışlarının şiddetinin bir göstergesi olarak seçilmiştir ²⁶. REER değişkeni TCMB EVDS'den elde edilerek Taylor modelimize eklenmiştir.

²⁵Çevrimiçi:https://www.investopedia.com/terms/i/inflationary_gap.asp#ixzz4zOHZwUNc .Erişim:25.11.2017.

²⁶ Ömer Zeybek, Erginbay Uğurlu;" An Empirical Test To CBRT's RER Target", International Association of Social Science Research – IASSR, **European Journal of Research on Education**, 2013,p.1.

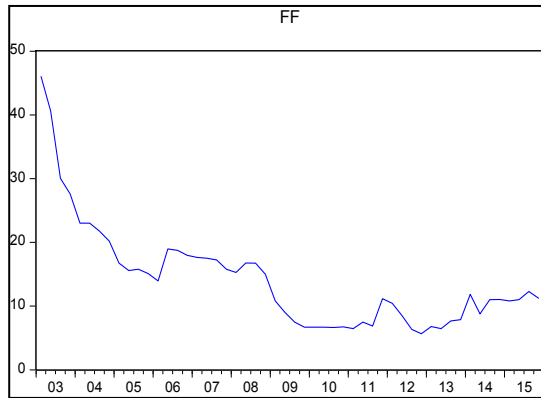
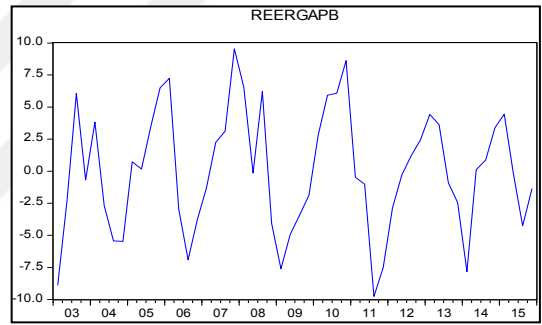
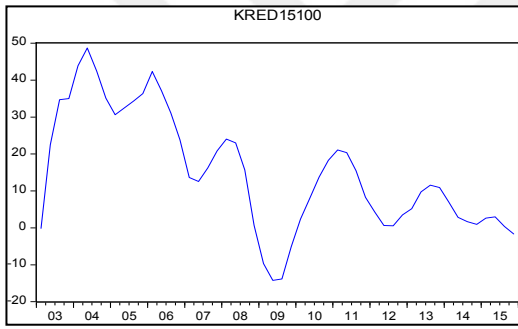
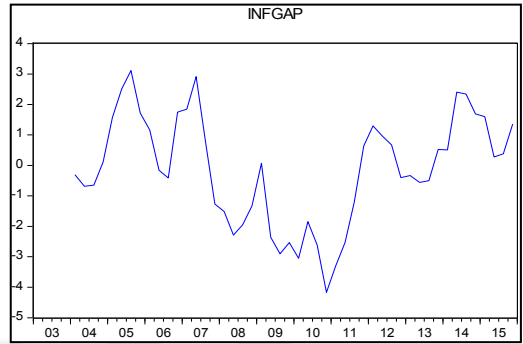
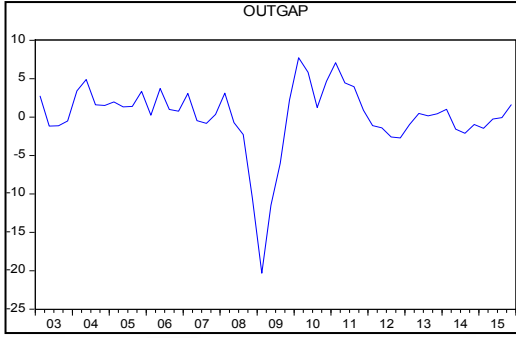
4.4.1.5.Kredi Büyümesi

Özellikle kredi büyümesinde finansal istikrara dayalı hedef alınması makroekonomik istikrarın iyileştirilmesine neden olabilir. İyi işleyen bir finansal sistem, vade ve likidite dönüşümü, risk çeşitliliği ve ödeme sistemleri rolüyle ekonomik faaliyete destek veren fonların etkin bir şekilde aracılık edilmesini sağlar. Kredilerin işletme ve hane halkına yaygınlaştırılması finansal derinleşmeye katkıda bulunur ve büyümeyi güçlendiren yatırım ve tüketim faaliyetlerini kolaylaştırır. Bununla birlikte, ekonomik temelleri ve çıktı potansiyelini aşan aşırı kredi genişlemesi ekonomiye ve finansal sisteme istikrarsızlaştırıcı riskler doğurabilir. Hızlı kredi artışı uzun süreler genel olarak bankacılık krizlerinden önce görülmekte ve artan makroekonomik ve finansal kırılganlık ile ilişkilendirilmektedir. Aynı zamanda, yüksek kredi artışıyla devam eden bir döneminin, sistemik sıkıntının olasılığını veya şiddetini artırma ihtimalinin daha yüksek olduğunu göstermiştir²⁷.

Kredi büyümesinin aşırı olup olmadığını değerlendirmek için kullanılan mevcut metodolojilerin sınırlamaları, alınan tüm sonuçların diğer ilgili ve önemli faktörleri de dikkate alması gerektiğini ima etmektedir. Uzun süren bir kredi genişlemesi gözetimsiz bırakıldığında finansal istikrara yönelik istikrarı bozan tehditlere yol açabilir. Kredi büyümesinin aşırı olup olmadığını değerlendirmek için kullanılan mevcut metodolojilerin sınırlamaları, alınan tüm sonuçların diğer ilgili ve önemli faktörleri de dikkate alması gerektiğini ima etmektedir. Daha önce belirtildiği gibi, bu faktörler finansal sistemde, mali ve makroekonomik istikrar için riskleri artırabilen veya azaltan, kendine özgü güçlü veya kırılganlıkları içermelidir. TCMB da Avrupa Borç Krizi'nin etkisiyle kredi büyümesine yaratacağı olumsuz etkiye müdahale amaçlı geleneksel olmayan para politikaları uygulamaya başlamıştır. Bu görüşü dikkate alarak çeyreklik verilerle oluşturduğumuz geliştirmiş Taylor kuralına BDDK'dan temin edilen veriler eklenerek ARDL modeli ile test edilmiştir.

²⁷ Malaysia Central Bank, "Credit Expansion And Implications On Financial Stability;" Financial Stability And Payment Systems Report 2013; **Malaysia Central Bank Research Paper**, pp.22-26.

Grafik. 4.15. Modelde Kullanılan Değişkenler



4.4.2. Model II Bulguları ve Analizi

$$\Delta FF = \Delta_{i=i}^m \beta_0 \Delta \text{Infgap}_{t-1} + \Delta_{i=i}^m \beta_1 \Delta \text{Outgap}_{t-1} + \Delta_{i=i}^m \beta_2 \Delta \text{Reergap}_{t-1} + \Delta_{i=i}^m \beta_3 \Delta \text{Kred15}_{t-1} + \Delta_{i=1}^1 \beta_4 \text{Infgap}_{t-i} + \Delta_{i=1}^1 \beta_5 \text{Outgap}_{t-i} + \Delta_{i=1}^2 \beta_6 \text{Reergap}_{t-i} + \Delta_{i=1}^1 \beta_7 \text{Kred15}_{t-i} + \Delta_{i=i}^m \beta_8 \text{Dummy10} + \varepsilon_t \quad (4.15)$$

Yukarıdaki modellerde (FF), politika borç verme faiz oranını (Infgap_{t-1}) enflasyon açığının bir dönem gecikmesini; ($\beta_1 \Delta \text{Outgap}_{t-1}$), üretim açığının bir dönem gecikmesini; ($\beta_6 \text{Reergap}_{t-i}$), reel efektif kurun bir dönem gecikmesini; Kred15_{t-i} kredi büyüme hızının %15'ten sapma oranını Dummy10 2010 yılının 3.çeyrek Aralık ayı için konulmuş kukla değişkeni; (€'ler ise hata terimlerini ifade etmektedir. Çalışmada kullanılan dört değişkene ait veri setleri TCMB Elektronik Veri Dağıtım Sistemi ve OECD Stat verilerinden derlenmiş olup, 2003:1.Çeyrek ile 2015: 4.Çeyrek dönemine ait çeyreklik verilerden oluşmaktadır.

Modelde kısa dönem nominal faiz oranı olarak TCMB Borç verme faizi Enflasyon oranının tanımlanması için Tüketici Fiyat Endeksi (TÜFE); üretim açığı için GSYH' sabit verilerinden Hodrick-Prescott filtresi kullanılarak potansiyel büyüme tespit edilmiş ve bunu farkı alınmıştır. Reel efektif döviz kuru da aynı şekilde Hodrick-Prescott filtresi uygulanarak elde edilen potansiyel serilerin çıkarılması ile elde edilmiştir. Kredi büyüme hızı ise BDDK verilerinden alınarak öncelikle çeyreklik veriye dönüştürülmüş ve hedef %15'lik büyüme hızından çıkarılarak sapma farkı oluşturulmuştur.

II. model kapsamında 2003:1.Çeyrek ile 2015: 4.Çeyrek dönemlerini kapsayan üçer aylık veri setine öncelikli olarak durağanlık analizi uygulanmış, değişkenlerin durağanlık mertebeleri tespit edilmiştir. Durağanlık analizinin gerçekleştirilme sebebi zaman serileri ile çalışıldığında verilerin durağan olduğu varsayımının kabul edilmesidir. Durağanlık, basit bir tanım ile verilerin zaman içerisinde kırılma ya da trende uğramaması durumudur. Durağan olmayan serilerde ise sahte regresyon sorunu ile karşılaşmakta bu da analiz sonuçlarında yanılgıları beraberinde getirmekte ve sonucunda güven düzeylerini düşürmektedir. Durağanlık sınamalarında da oto-korelasyon katsayısına ve birim kök sınamalarına başvurulmaktadır.

Bu tespit sürecinde birim kök testlerine başvurulmuş, ADF ve PP testleri kullanılmıştır.

4.4.2.1.. Birim Kök Testleri: ADF ve PP

Birim kök testlerinin genel kabul görmüş modeli doğrultusunda bu çalışmaya ilişkin hipotezler de şu şekildedir:

H_0 : $p=1$ seri durağan değildir.

H_A : $p=1$ seri durağandır.

ADF ve PP testleri birim kök testleri içerisinde en yaygın kullanıma sahip iki testtir. İki testin de kullanım amacı oto-korelasyon sorununu çözmektir.

ADF testi, oto-korelasyon sorununu çözmek amacı ile gerçekleştirilen bir testtir ve modelin açıklayıcı değişkenlerine açıklanan değişkenin gecikmeleri eklenerek oluşturulan yeni model üzerinde gerçekleştirilmektedir.

Tablo 4.12. ADF ve PP Testi Sonuçları (a)

Değişkenler	ADF (Düzy)	ADF (Birinci Fark)	Sonuç	PP (Düzy)	PP (Birinci Fark)	Sonuç
FF	-6.0705 (0)	-5.4592 (0)	I(0)	-5.7823	-5.3901	I(0)
INFGAP	-1,9873 (0)	-6,3597 (0)	I(1)	-2,1902	-5,4464	I(1)
OUTGAP	-3,7556 (0)	-5,7670 (0)	I(1)	-3,1776	-5,6646	I(1)
REERB	-5,7839 (4)	-6,1862 (5)	I(0)	-4.4534	-8,0333	I(1)
KRED15	-1,4782 (5)	-5,1781 (0)	I(1)	-2.0413	-4,5956	I(0)
% 1 Kritik Değeri	-2.6120	-2.6120		-2.6120	-2.6120	

Not: ADF testi için parantez içindeki değer SIC kriterine göre seçilen gecikme sayısını göstermektedir. Maksimum gecikme uzunluğu 8 olarak alınmıştır.

Tablo 4.13. ADF ve PP Testi Sonuçları (b)

Değişkenler	ADF Sabit Ve Trendli (Düzy)	ADF (Birinci Fark)	Sonuç	PP (Düzy)	PP (Birinci Fark)	Sonuç
FF	-4.7557(0)	-6.0077 (0)	I(0)	-4.5871	-5.9777	I(0)
INFGAP	-1,9596 (0)	-6.4754 (3)	I(1)	-2,1652	-5,3760	I(1)
OUTGAP	-3,7546 (1)	-5,7543 (0)	I(1)	-3,1428	-5,5901	I(1)
REERB	-5,7263 (4)	-6,1564 (5)	I(0)	-4.4101	-7.8919	I(1)
KRED10015	-1.6500 (4)	-5,1217 (0)	I(1)	-2.0413	-4,5956	I(0)
% 1 Kritik Değeri	-2.6120	-2.6120		-2.6120	-2.6120	
Not: ADF testi için parantez içindeki değer SIC kriterine göre seçilen gecikme sayısını göstermektedir. Maksimum gecikme uzunluğu 8 olarak alınmıştır.						

Tablo 23 ve 24 'de görüldüğü gibi ADF ve PP test sonuçlarına göre analizde kullanılan FF ve Reerb değişkenlerinin düzeyde durağan, Infgap, Outgap ve Kred15 değişkenlerinin birinci farklarda durağan olduğu görülmektedir. Bu durumda sahte regresyon sorununu çözmek için eş bütünlęme analizi önerilmektedir. Bu analiz sonucunda durağan olmayan zaman serileri arasında bir eş bütünlęme ilişkisi tespit edilirse bu değişkenlerin düzey değerleri ile bulunan regresyon anlamlı olacak ve bu değişkenlerin ilk farklarının kullanılması durumunda kaybedilecek olan değerli bir uzun dönem ilişkisi artık kaybedilmeyecektir ²⁸

4.4.2.2.. Eş Bütünlęme Analizi

Ekonometrik çalışmalar incelendiğinde zaman serisi modellerinde durağan seriler çok az rastlandığı görülmektedir. Bu çalışmada da karşılaşıldığı üzere birim kök yapısına sahip seriler arasında sahte regresyon sorunu ile oldukça sık karşılaşılmaktadır. Bu sorunun çözümünde kullanılan en yaygın yöntem de eş

²⁸ Damodar R. Gujarati. Dasar- "Dasar Ekonometrika. Jilid 1. Alih Bahasa **Julius Mulyadi**. Erlangga Jakarta,,2006,p.726.

bütünleşme analizidir. Eş bütünleşme modeli aşağıdaki gibidir. Burada m uygun gecikme süresini temsil etmektedir.

$$\Delta FF = \Delta_{i=i}^m \beta_0 \Delta \text{Infgap}_{t-1} + \Delta_{i=i}^m \beta_1 \Delta \text{Outgap}_{t-1} + \Delta_{i=i}^m \beta_2 \Delta \text{Reergap}_{t-1} + \Delta_{i=i}^m \beta_3 \Delta \text{Kred15}_{t-1} + \Delta_{i=1}^1 \beta_4 \text{Infgap}_{t-i} + \Delta_{i=1}^1 \beta_5 \text{Outgap}_{t-i} + \Delta_{i=1}^2 \beta_6 \text{Reergap}_{t-i} + \Delta_{i=1}^1 \beta_7 \text{Kred15}_{t-i} + \Delta_{i=i}^m \beta_8 \text{Dummy10} + \varepsilon_t \quad (4.16)$$

Tablo 4.16. Gecikme Seviye Testi Sonuçları

Lag	LogL	LR	FPE	AIC	SC	HQ
0	-6.291.086	NA	138879.0	28.86857	29.11187	28.95880
1	-4.028.150	380.5847	24.72855	20.21887	21.92196*	20.85045*
2	-3.575.719	63.75161*	17.82127	19.79873	22.96161	20.97167
3	-3.262.103	35.63824	28.38987	20.00956	24.63223	21.72387
4	-2.675.717	50.64239	17.69169*	18.98053*	25.06300	21.23621

Veri setinde yer alan değişkenlerin uygun gecikme seviyelerinin tespit edilmesi amacı ile farklı kriterler geliştirilmiştir. Bu kriterlerden LOGL (Logaritmik Likelihood), LR (Likelihood Ratio), FPE (Final Prediction Error), AIC (Akaike Information Criteria), SC (Schwarz) ve HQ (Hannan-Quinn) kriterlerine çalışmada yer verilmiştir. AIC kriterinin kabul edilirliliği yüksek olduğundan AIC bilgi kriterine göre gecikme uzunluğu belirlenmiş ve gecikme uzunluğu 4 olarak belirlenmiştir. Ardından eşbütünleşme testi gerçekleştirilmiştir.

$$H_0: \beta_6 = \beta_7 = \beta_8 = \beta_9 = 0 \quad \text{Eş bütünleşme vardır} \quad (4.17)$$

$$H_A: \beta_6 \neq \beta_7 \neq \beta_8 \neq \beta_9 \neq 0 \quad \text{Eş bütünleşme yoktur.} \quad (4.18)$$

ARDL Bounds Test

Boş Hipotez: Uzun Dönem İlişki Yoktur

Test Statistic	Value	k
F-statistic	7.712072	4

Critical Value Bounds

Significance	I0 Bound	I1 Bound
10%	2.45	3.52
5%	2.86	4.01
2.5%	3.25	4.49
1%	3.74	5.06

F istatistik değerine bakıldığında F istatistik değerinin %1, %2,5, %5 ve %10 güven düzeylerinde tablo değerinden büyük olduğu görülmektedir. Bu doğrultuda da H_0 RED, Seriler arasında eşbütünleşme ilişkisi vardır sonucuna varılmaktadır. Bu sonuç doğrultusunda da seriler arasındaki kısa ve uzun dönem ilişkisi sınanarak eş bütünleşme ilişkisinin tespiti gerçekleştirilmektedir. Bunun için de ARDL modeli kurulmaktadır.

4.4.2.3. ARDL Modeli

ARDL sınır testi yaklaşımı için kısıtsız hata düzeltme modeli şu şekilde gösterilmiştir.

$$FF = \beta_0 + \Delta_{i=1}^1 \beta_1 \text{Infgap}_{t-i} + \Delta_{i=1}^1 \beta_2 \text{Outgap}_{t-i} + \Delta_{i=1}^2 \beta_3 \text{Reergap}_{t-i} + \Delta_{i=1}^1 \beta_4 \text{Kred15}_{t-i} + \Delta_{i=1}^1 \beta_5 \text{Dummy10} + \varepsilon_t \quad (4.19)$$

Seriler arasındaki uzun dönem ilişkisini gösteren ARDL (1,1,1,2,4) modeli oluşturulmuş ve tahmin edilmiştir.

Bağımlı Değişken: FAİZ
Model: ARDL(1, 1, 1, 2, 4)

Değişken	Katsayı	Std. Hata	t-istatistiği	Olasılık
FF(-1)	0.571177	0.088993	6.418218	0.0000
INFGAP	-0.128902	0.258174	-0.499282	0.6210
INFGAP(-1)	0.924897	0.262663	3.521232	0.0013
OUTGAP	0.161541	0.082970	1.946987	0.0604
OUTGAP(-1)	0.151979	0.091955	1.652768	0.1082
REERGAPB	-0.118159	0.054704	-2.159968	0.0384
REERGAPB(-1)	-0.021113	0.062960	-0.335340	0.7396
REERGAPB(-2)	0.071716	0.060808	1.179388	0.2469
KRED15100	-0.223799	0.067736	-3.304011	0.0024
KRED15100(-1)	0.372568	0.124977	2.981082	0.0055
KRED15100(-2)	-0.252347	0.128762	-1.959794	0.0588
KRED15100(-3)	0.178726	0.098321	1.817786	0.0785
KRED15100(-4)	-0.145058	0.057193	-2.536288	0.0163
DUMMY10	-4.111860	1.055922	-3.894094	0.0005
C	8.278949	1.736117	4.768660	0.0000
R-squared	0.961386	Mean dependent var		12.12439
Adjusted R-squared	0.944492	S.D. dependent var		4.864634
S.E. of regression	1.146112	Akaike info criterion		3.364514
Sum squared resid	42.03435	Schwarz criterion		3.954987
Log likelihood	-64.06609	Hannan-Quinn criter.		3.586713
F-statistic	56.90803	Durbin-Watson stat		2.558586
Prob(F-statistic)	0.000000			

ARDL modelinin R kare değeri düzeltme modeli verilerinin uygun olduğunu göstermektedir. Ayrıca F istatistiği değeri bizi modelin bir bütün olarak anlamlı olduğu sonucuna götürmektedir. ARDL (1,1,1,2,4) modeli ilişkileri incelendiğinde Infgap, Reerb ve Kred15 değişkenlerinin negatif katsayılarla sahip olduğu görülürken, Outgap

değişkeninin ilişkilerinde pozitif katsayıya sahip olduğu görülmektedir. Outgap, Reergapb ve Kred15 değişkenleri %95 güven düzeyinde istatistiki olarak anlamlı iken Infgap değişkeni istatistiksel olarak anlamlı bulunmamıştır. Kukla değişkeni incelendiğinde ise yine %95 güven düzeyinde istatistiki olarak anlamlı olduğundan bahsetmek mümkündür.

ADL (1,1,1,2,4) modelinin kısa dönem hali de aşağıdaki gibidir.

$$\Delta FF = \Delta_{i=1}^1 \beta_0 \Delta \text{Infgap}_{t-i} + \Delta_{i=1}^1 \beta_1 \Delta \text{Outgap}_{t-i} + \Delta_{i=1}^2 \beta_2 \Delta \text{Reergapb}_{t-i} + \Delta_{i=1}^1 \beta_3 \Delta \text{Kred15}_{t-i} + \Delta_{i=1}^1 \beta_4 \text{Dummy10} + \varepsilon_t$$

(4.20)

ARDL(1, 1, 1, 2, 4) Modeli Bağımlı Değişken: Faiz Oranı

Cointegrating Form				
Değişken	Katsayı	Std. Hata	T-istatistiği	Olasılık
D(INFGAP)	-0.128902	0.258174	-0.499282	0.6210
D(OUTGAP)	0.161541	0.082970	1.946987	0.0604
D(REERGAPB)	-0.118159	0.054704	-2.159968	0.0384
D(REERGAPB(-1))	-0.071716	0.060808	-1.179388	0.2469
D(KRED15100)	-0.223799	0.067736	-3.304011	0.0024
D(KRED15100(-1))	0.252347	0.128762	1.959794	0.0588
D(KRED15100(-2))	-0.178726	0.098321	-1.817786	0.0785
D(KRED15100(-3))	0.145058	0.057193	2.536288	0.0163
D(DUMMY10)	-4.111860	1.055922	-3.894094	0.0005
CointEq(-1)	-0.428823	0.088993	-4.818618	0.0000

$$\text{Cointeq} = FF - (1.8562 * \text{INFGAP} + 0.7311 * \text{OUTGAP} - 0.1575 * \text{REERGAPB} - 0.1630 * \text{KRED15100} - 9.5887 * \text{DUMMY10} + 19.3062)$$

Long Run Coefficients

Değişken	Katsayı	Std. Hata	T-istatistiği	Olasılık
INFGAP	1.856231	0.425587	4.361583	0.0001
OUTGAP	0.731119	0.245308	2.980412	0.0055
REERB	-0.157537	0.193673	-0.813415	0.4220
KRED15	-0.163030	0.084135	-1.937722	0.0615
DUMMY	-9.588702	1.776314	-5.398089	0.0000
C	19.306199	2.135117	9.042223	0.0000

ARDL (1,1,1,2,4) modeli uzun dönem ilişkileri incelendiğinde Infgap, Outgap ve Reergapb değişkenlerinin pozitif katsayılara sahip olduğu görülürken, Kred15 değişkeninin uzun dönem ilişkilerinde negatif katsayıya sahip olduğu görülmektedir. Infgap ve Outgap değişkenleri %95 güven düzeyinde istatistiki olarak anlamlı iken Kred15 değişkeni %90 güven düzeyinde istatistiksel olarak anlamlı bulunmuştur.. Dummy değişkeni incelendiğinde ise yine %95 güven düzeyinde istatistiki olarak anlamlı olduğundan bahsetmek mümkündür. Modelde yer alan CointEq ise modelin anlamlılığını göstermektedir.

Modelin sonuçlarına göre infgap de yaşanan %1 oranında değişimin faizde %1,85, çıktı farkında yaşanan %1 lik artış faizde yüzde %0,73 değişime neden olmaktadır. Kred15 değişkeninin katsayısı eksi olmakla birlikte %90 anlamlılık göstermektedir.Kredi15 de yaşanan %1 oranında değişimin faizin %-0,16 oranında etkilemesi anlam ifade etmektedir. Uzun vadede Tcmb'nın fiyat istikrar politikasına odaklanmasına paralel olarak enflasyon ve çıktı farkının modelde anlamlı çıkması uygulanan politikaya uygunluk göstermektedir.

ARDL (4,3,4,4) Hata Düzeltme Modeli Modelinin Tahmin Sonuçları

$$\Delta FF = \beta_0 \Delta_{i=1}^1 \beta_1 \Delta \text{Infgap}_{t-i} + \Delta_{i=1}^1 \beta_2 \Delta \text{Outgap}_t + \Delta_{i=1}^1 \beta_3 \Delta \text{Reergap}_t + \Delta_{i=1}^1 \beta_4 \Delta \text{Kred15}_{t-i} + \Delta_{i=1}^1 \beta_5 \text{Dummy10} + \varepsilon_t \quad (4.21)$$

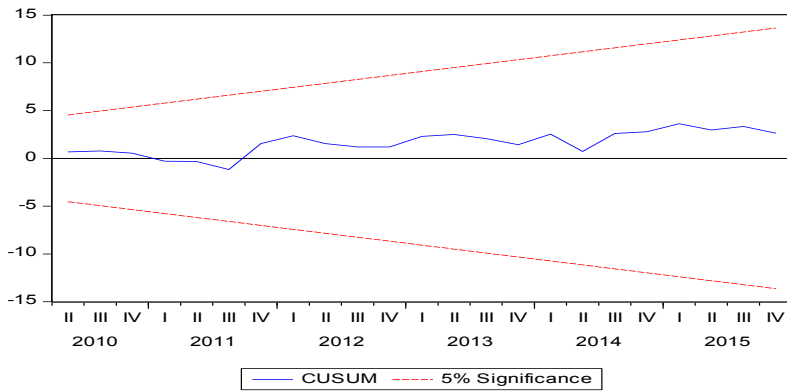
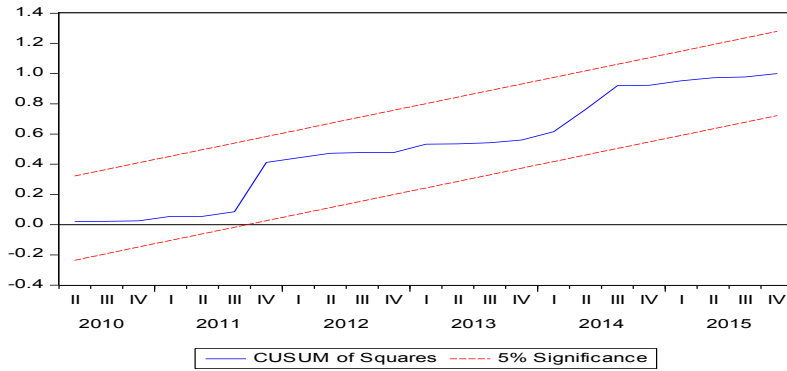
ARDL Hata Düzeltme Modeli Bağımlı Değişken: Faiz Oranı Model: ARDL(4, 3, 4, 4, 4)

Değişken	Katsayı	Std. Hata	t-istatistiği	Olasılık*
D(FF(-1))	0.956754	0.267369	3.578397	0.0021
D(FF(-2))	0.041627	0.134308	0.309937	0.7602
D(FF(-3))	-0.161618	0.118424	-1.364738	0.1892
D(FF(-4))	0.132279	0.122018	1.084093	0.2926
D(INFGAP)	-0.065770	0.309568	-0.212458	0.8341
D(INFGAP(-1))	1.287004	0.316872	4.061593	0.0007
D(INFGAP(-2))	-0.616515	0.319644	-1.928757	0.0697
D(INFGAP(-3))	-0.527495	0.292907	-1.800895	0.0885
D(OUTGAP)	0.074379	0.100599	0.739360	0.0792
D(OUTGAP(-1))	0.100263	0.110185	0.909953	0.3749
D(OUTGAP(-2))	-0.244418	0.128628	-1.900198	0.0735
D(OUTGAP(-3))	-0.072700	0.106094	-0.685238	0.5019
D(OUTGAP(-4))	0.220041	0.088794	2.478123	0.0233
D(REERB)	-0.111700	0.053305	-2.095500	0.0505
D(REERB(-1))	-0.020519	0.068001	-0.301741	0.7663
D(REERB(-2))	0.065062	0.081669	0.796661	0.4360
D(REERB(-3))	-0.065129	0.079408	-0.820187	0.4228
D(REERB(-4))	-0.112311	0.083012	-1.352959	0.1928
D(KRED15(100))	-0.285361	0.083210	-3.429415	0.0030
D(KRED15 (-1))	0.705259	0.133273	5.291845	0.0000
D(KRED15(-2))	-0.445500	0.134675	-3.307950	0.0039
D(KRED15(-3))	0.153577	0.095531	1.607613	0.1253
D(KRED15(-4))	-0.229131	0.079135	-2.895445	0.0096
HATA2(-1)	-1.661913	0.352998	-4.708001	0.0002
D(DUMMY10)	-4.515636	2.211983	-2.041442	0.0561
C	0.052036	0.205214	0.253570	0.8027
R-squared	0.861467	Mean dependent var		-0.203861
Adjusted R-squared	0.669061	S.D. dependent var		1.779947
S.E. of regression	1.023956	Akaike info criterion		3.173224
Sum squared resid	18.87274	Schwarz criterion		4.227518
Log likelihood	-43.81093	Hannan-Quinn criter.		3.564207
F-statistic	4.477330	Durbin-Watson stat		2.020171
Prob(F-statistic)	0.000919			

ARDL (4,3,4,4) modeli kısa dönem ilişkileri incelendiğinde Infgap (Gerç enf-beklenen enflasyon), ReerB (reel efektif kur) ve Kred15 (Kredi büyümesinin %15 sapması) değişkenlerinin negatif katsayılara sahip olduğu görülürken, Outgap değişkeninin kısa dönem ilişkilerinde pozitif katsayıya sahip olduğu görülmektedir.

Kred15 değişkeni %95 güven düzeyinde istatistiki olarak anlamlı iken Infgap ve Outgap değişkenleri %90, Reergapb değişkeni %90 güven düzeyinde istatistiksel olarak anlamlı bulunmuştur. Dummy (kukla) değişkeni incelendiğinde ise yine %95 güven düzeyinde istatistiki olarak anlamlı olduğundan bahsetmek mümkündür. Modelde Hata2 değişkeninin (-1,61) değer alması VE %95 istatistiksel anlamlı olması uzun dönemde hataların düzeleceğini göstermektedir. Kısa dönem ilişkiler incelendiğinde reel efektif kur ve kredi büyümesinin %15'lik sapmasının modelde anlamlı olduğu görülmektedir. Uzun vadede enflasyon farkı ve çıktı açığına dikkate alan modelde, kısa dönemde çıktı açığı reel efektif kur ve kredi büyüme değişkenleri ile geliştirilen Taylor Kuralının anlamlı olduğu görülmektedir.

Grafik 4.16. Cusum Test İstatistik Sonucu



Cusum testinin amacı yapısal kırılma incelemesidir. Benzer şekilde Cusum of Squares testinin amacı da yapısal kırılmayı incelemek ve tespit etmektir ancak Cusum testinden farkı daha duyarlı oluşudur. Her iki test de ardışık hata karelerinin hesaplanması ile gerçekleştirilmektedir. Grafiklerde kırmızı ile gösterilen çizgiler güven düzeyleri olup, mavi çizgi modelin hatalarının gösterimidir. Eğer modelin hataları güven düzeylerinin dışına çıkar ise yapısal kırılma vardır sonucunu verilmektedir ve güven düzeylerinin dışına çıktığı noktada yapısal kırılma meydana gelmiştir yorumu yapılacaktır. Sınımlar %95 güven düzeyinde gerçekleştirilmiş olup Cusum ve Cusum of Squares grafikleri incelendiğinde modelde yapısal kırılmanın söz konusu olmadığı gözlemlenmektedir.

Tablo 4.17.Heteroskedasticity Test: Breusch- Pagan-Godfrey

F-statistic	1.536434	Prob. F(14,32)	0.1539
Obs*R-squared	18.89314	Prob. Chi-Square(14)	0.1691
Scaled explained SS	9.916129	Prob. Chi-Square(14)	0.7683

Tablo 4.18. Ramsey Reset Testi Sonuçları

	Value	Df	Probability
F-statistic	0.653884	(4, 28)	0.6290

Ramsey Reset testi, kurulan modelde tanımlama hatası olup olmadığını sınamak için J. B. Ramsey tarafından geliştirilen testtir. Regression Equation Specification Error Test, kısaca Reset olarak tanımlanan bu test modelin geliştiricisi Ramsey'in adı ile birleştirilerek kullanımdaki adını almıştır. Ramsey Reset testi 3 aşamadan oluşmaktadır. İlk aşamada sınanacak modelin F değeri hesaplanır. İkinci aşamada modele eklenen açıklayıcı değişkenler ile birlikte yeni modelin F değeri hesaplanır ve bu doğrultuda anlamlılık sınaması gerçekleştirilir. Bu sınamanın hipotezleri şu şekildedir:

H_0 : Modelde tanımlama hatası yoktur

H_A : Modelde tanımlama hatası vardır

%95 güven düzeyinde gerçekleştirilen analizde “prob” değeri incelendiğinde 0.05’ten büyük olduğu görülmektedir. Bu sebeple H_0 RED, modelde tanımlama hatası vardır, modelde ihmal edilmiş değişken bulunmamaktadır sonucuna varılmaktadır.

Tablo 4.19. Breusch Godfrey Testi Sonuçları : Breusch-Godfrey Serial Correlation LM Test:

F-statistic	1.513870	Prob. F(6,26)	0.2129
Obs*R-squared	12.16854	Prob. Chi-Square(6)	0.0583

Breusch Godfrey testi, Durbin Watson testinin geliştiricisi olan Durbin tarafından geliştirilmiş bir test olup, modelde otokorelasyonunun varlığını incelemektedir. Bu sınama iki aşamadan oluşmaktadır. İlk aşamada denklemin hata terimleri elde edilir. İkinci aşamada ise bu hata terimlerinin bağımlı değişken olduğu model tahmin edilir. Bu model tahmin edilirken sınamanın gerçekleştirildiği derece kadar gecikmeye yer verilir. Hipotezler oluşturulur ve sınama gerçekleştirilir. Bu sınamanın hipotezleri şu şekildedir:

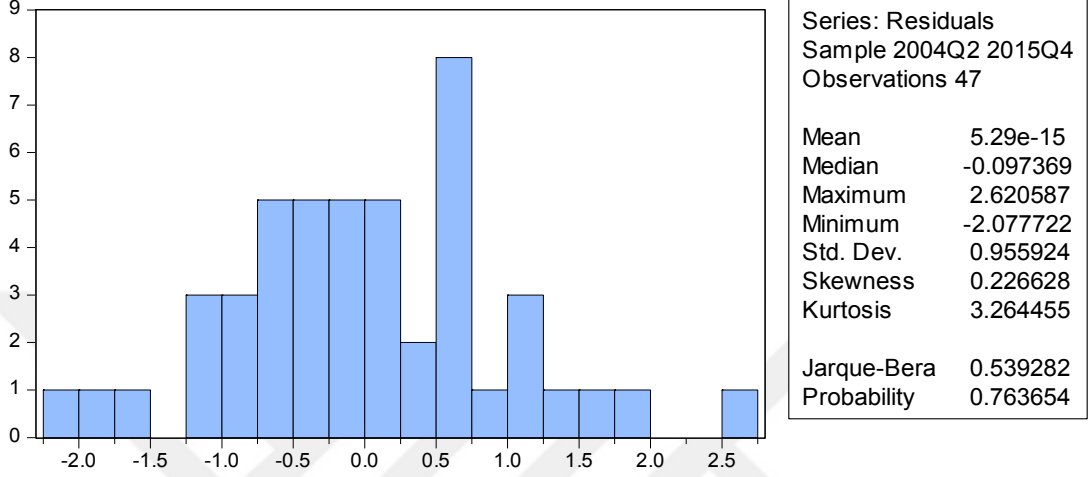
H_0 : Modelde oto-korelasyon yoktur

H_A : Modelde oto-korelasyon vardır

%95 güven düzeyinde gerçekleştirilen analizde “prob” değeri incelendiğinde 0.05’ten büyük olduğu görülmektedir. Bu sebeple H_0 reddedilemez, modelde oto-korelasyon yoktur sonucuna varılmaktadır.

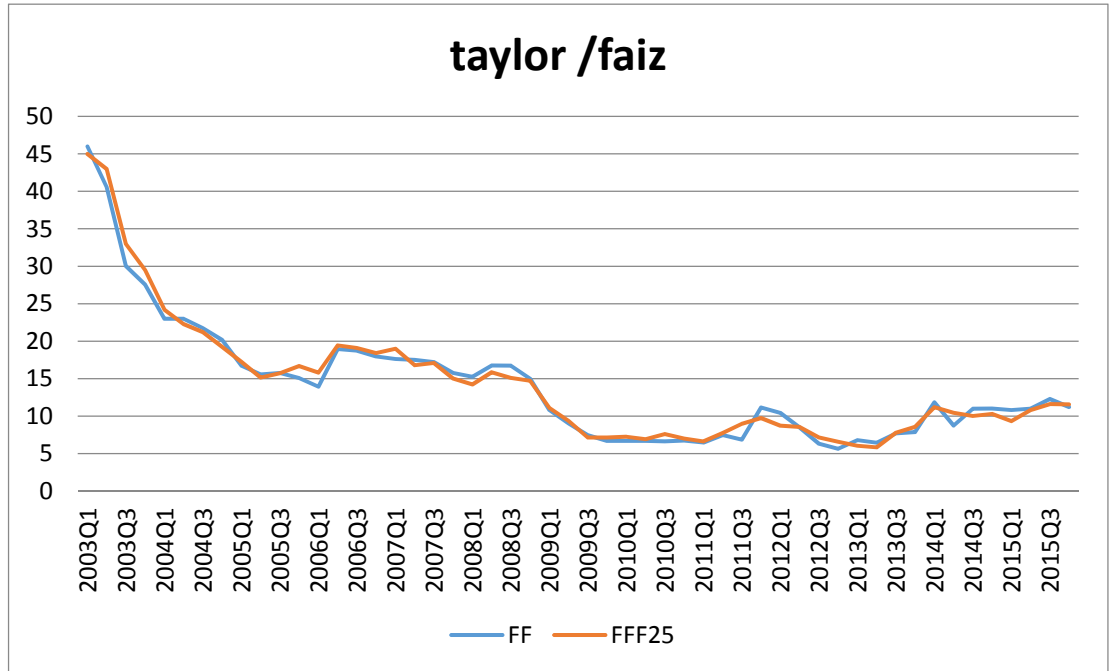
Bu teste ilişkin grafik gösterimleri aşağıdaki gibidir.

Grafik 4.17. Breusch Godfrey Testi Sonuçları (Grafik Gösterim)



Bu bulgular kapsamında fiili ve yerleştirilmiş sonuçlara ilişkin grafik aşağıdaki gibidir

Grafik 4.6. Taylor Kuralı/ Faiz



SONUÇ

Dünya genelinde merkez bankaları, ekonomik ve borç kriziyle mücadelede hayati bir rol oynamaktadır. Dönemler içinde yaşanan krizler ve son global kriz, Merkez bankalarının sorumluluklarını, hedeflerini ve araçlarını değiştirmesi ve genişlemesi sonucunu beraberinde getirmiştir. Merkez bankaları ,birincil hedefleri olan fiyat istikrarını korumak ötesinde makro ve mikro ihtiyati denetimde ek sorumluluklar üstlenme aşamasındadır. Kağıt üzerinde değişim olmasa da, global kriz sonrası para politikası stratejileri, kriz ihtiyaçlarına göre pratikte önemli ölçüde revize edilmiştir. Geleneksel olmayan politika araçları şimdi para politikası uygulamasının ön koşul modellerini baskın hale getirmiş veya neredeyse tamamen değiştirmiştir.. Merkez bankalarının bu dönemde özellikle fiyat ve finansal istikrar hedefleri için teoride uygun politika araçları kullandıkları görülmektedir.²⁹

Gelişmiş ülkelerde son on yılda elde edilen düşük enflasyon seviyesi, genellikle bağımsız merkez bankalarının politika kurallarının benimsenmesinin bir sonucu olarak görülmektedir .Bu dönemde farklı ülkeler farklı nedenlerle enflasyon hedefli politikayı kabul ederek politikalarını buna göre uygulamışlardır. 2000 yılının ortalarında yaklaşık 30 ülke enflasyon hedefli politikalar uygulamaya başlamış, gerek akademik gerekse merkezi bankacılık dünyasında esnek enflasyon hedeflemesi için yaygın bir destek ortaya çıkmıştır.. Bunun sonucunda resesyonların daha az sıklıkta görüldüğü ve enflasyon oranlarının oldukça düşük seviyelerde sabit kaldığı görüşü ağırlık kazanmıştır..

Merkez Bankacılığı için yeni ve başarılı bir döneme işaret eden enflasyona dayalı politikalar süreci şu görüşü ortaya çıkarmıştır Enflasyonla mücadele, en azından prensip olarak parasal genişlemeyi kontrol edebilen merkez bankaları için bir görev olmalı, para otoriteleri kendilerini enflasyonun kontrolüne adanmalıdır. 1990 yıllardan itibaren uygulamaya başlanan enflasyon hedefli para politikalarının önemli şekilde başarıya ulaştığı ve bu yıllardan 2008 global kriz dönemine kadar uygulanan politikalar neticesinde gelişmiş ülkelerde "great moderation" olarak adlandırılan büyük bir refah dönemi yaşandığı görülmektedir. 1990 yıllar sonrasında dünya

²⁹ Ernest Gnan, Esther Segalla;" A Changing Role for Central Banks? Key findings from the **41st OeNB Economics Conference, Vienna**, June 10 and 11, 2013.

merkez bankaları tarafından uygulanan politikalar dönemi aynı zamanda Taylor Kuralı'nın önemli bir referans olarak kabul edildiği dönemdir.

Bu başarılı dönemin ardından yaşanan krize dair John B.Taylor (2009) ,küresel krizin nedeni olarak Fed'in politika faizini çok uzun süre düşük tutarak konut balonuna katkıda bulunduğunu iddia etmiştir. Taylor'un bu özel durumdaki teşhisi şu şekildedir; 'Bir konut balonunun nedeni her zaman uygulanan oranı değildir. Örneğin, enflasyon ve genel ekonomik aktivite düşük olduğunda, mortgage piyasasındaki likidite bolluğundan ötürü konut talebi de yüksek olabilir. Böyle bir durumda merkez bankası, bankaların sektörlere verebileceği ipotek kredisinin miktarı veya ipotek karşılığı yüksek sermaye limitlerine benzer daha özgü araçları kullanabilir" olarak ifade etmektedir.³⁰

2007-09 mali ve ekonomik krizini takip eden Büyük Durgunluk dönemi , politika faizlerini sıfıra indiren ve alışılmadık para politikası önlemlerini alan merkez bankaları gelişmiş ekonomilerde yaşanan zayıf toparlanma nedeniyle bu önlemleri uygulamaya devam etmiştir. Çoğu çalışmada, alışılmamış, geleneksel olmayan bu önlemlerin başarılı olduğu kabul edilmektedir. Özellikle likidite ve kredi imkânlarının piyasa fonksiyonlarının yeniden tesis edilmesine, fonksiyonsuz kredi piyasalarının iyileştirilmesine katkıda bulunduğu ve para politikasının uygulanmasını kolaylaştırdığı görüşü ağırlık kazanmıştır. Merkez Bankalarının büyük ölçekli varlık alımları (LSAP's)* (QE), likidite provizyonu ve sözlü rehberlik uygulamalarının ekonomik aktiviteyi desteklediği ve merkez bankalarının fiyat istikrar hedeflerine ulaşmasına yardımcı olduğu görüşü ağırlık kazanmaktadır.

Dünyaca ünlü para ekonomisti John B. Taylor tarafından önerilen ve ona göre adlandırılan Taylor Kuralı merkez bankalarına, uygun değer faiz oranının ne kadar uygulanacağı konusunda referans olarak gösterilmiştir. Taylor kuralı, ekonominin gerçek performansının enflasyon (π) ve çıkış aralığı (y) gibi iki göstergedeki değişikliklerin merkez bankasının politika faizi (R) hedefini değiştirmesine neden olan bir geribildirim kuralıdır. Geribildirim kuralı için, gerçek çıktı (veya talebin) çok yüksek olması ya da enflasyonun uzun vadede ya da istenen seviyelere göre çok yüksek olması durumunda, merkez bankası hedef politika faiz oranını artıracaktır. Genel

³⁰ John B. Taylor, . "The Financial Crisis and the Policy Responses: An Empirical Analysis of What Went Wrong," **NBER Working Papers14631**, **National Bureau of Economic Research, Inc**, 2009.

görüş olarak para politikasının uygulayıcısı olan Merkez Bankaları öncelikle makroekonomik istikrarı sağlamak için uyguladıkları faiz oranını değiştirmeli ve daha sonra istihdamı maksimum seviyede tutmalıdır. Böyle bir politika bazen "rüzgâra karşı dik duran" biri olarak gösterilir.³¹

Castro'ya (2008) göre, faiz oranını geçmiş veya şimdiki enflasyon ve çıkış değerlerine göre ayarlamak, merkez bankalarının sıkça kullandığı bir yöntemdir. Orijinal Taylor kuralının ana hedefleri maksimum istihdam düzeyini sağlamak için fiyat istikrarını sağlamak ve istikrarlı kalmasını sağlamaktır. Taylor kuralının ikinci hedefi ise, reel GSYİH potansiyel GSYİH üzerinde olduğunda faiz oranının istikrar oranının üzerinde belirlenmesi önerilmektedir. Reel GSYİH, potansiyel reel GSYİH' nin altındaysa, Taylor, faiz oranının düşürülmesini önermektedir.³²

Klasik Taylor kuralı, para politikasını belirlerken merkez bankalarının enflasyon ve çıktı üzerine odaklandığını varsaymaktadır.³³ John B. Taylor tarafından ortaya konan bu kural birçok durumda hem akademik hem de gerçek politika uygulamalarında kullanılmıştır. Literatürde para politikasına dayalı uygulamalar üzerine birçok araştırmacı para politikasının sistematik olarak yürütülme olduğunu ifade etmektedir.

Kurala dayalı para politikası yürütülmesinin aynı zamanda şeffaflık ve güvenilirliğin sürdürülmesi koşuluyla ekonomiyi istikrara kavuşturduğu düşünülmektedir. Bazı kurallar, örneğin, k% kuralı (para arzı), döviz kuru kontrol kuralı ve nominal büyüme oranı politikası literatürde çok dikkat çekmiştir; Bununla birlikte, Taylor kuralı kullanımı sıklıkla kullanılan ve tartışılır bir uygulamadır. Bunun nedeni, bu kuralın hem sadeliği hem de gerçekçi yaklaşımları içermesidir.

Taylor kuralı ile birlikte para politikası yapıcıları arasında iyi şekilde uygulanacak bir para politikasının nasıl kurulacağı konusunda iki karşıt görüş ortaya çıkmıştır. Birinci görüşe göre, para otoritesi varlık fiyatlarındaki hareketlere cevap vermemeli ve enflasyon oranı gibi ekonomik verideki ilerlemeyi beklemelidir. Diğer

³¹ Apanisile Olumuyiwa Tolulope* , Taiwo Ajilore "A Bound Test Analysis of Effects of Monetary Policy Shocks on Output and Prices in Nigeria ,2000-2010', **Journal of Economics and Behavioral Studies Vol. 5, No. 3**, Mar 2013, p.141.

³² Castro, Vítor. "Are Central Banks Following A Linear Or Nonlinear (Augmented) Taylor Rule?", "Working Paper", **University of Warwick, Department of Economics**, Coventry. 2008.pp.4-7.

³³ John B.Taylor, Discretion versus policy rules in practice. **Public Policy**,1993, 39, pp.195-214.

görüş ise, borsa hareketleri, kredi büyümesi ve kurlarda oluşan dalgalanmaların öngörülmesine yardımcı olabilir ve para otoriteleri tarafından kullanılan genişletilmiş Taylor kuralı bu amaç için en iyi ekonometrik çerçeve olacaktır.³⁴

Bu teorik politika kuralı modeli birçok açıdan zaman içinde değişikliğe uğrayarak, Birleşik Devletler, Euro bölgesi ve gelişmiş ülkeler ile birçok yeni sanayileşmiş ve gelişmekte olan ekonomi vakası için inceleme konusu olmuştur. Ancak düşük ya da sıfır faiz politikasının yürürlüğe konduğu Japonya ve diğer ülkelerdeki durumu inceleyen araştırmaların sayısı fazla değildir. Bazı gelişmiş ekonomilerde ise geliştirilmiş Taylor kuralı için bazı farklı değişkenlerin gerekliliği görünerek model geliştirilmiştir.³⁵ Bu konuda Taylor (1993) ve Rookley (2016)³⁶ tarafından savunulduğu gibi, "Merkez bankaları körü körüne klasik kuralı izlememelidir. Para politikasının oluşturulmasında gerekli değişkenlerin hariç tutulması, tahmin edilen politika faizinden büyük sapmalara yol açabilir".

Bu görüşün de dayandığı ilkeye bağlı olarak Taylor kuralı teorik araştırmalarda zenginleştirilmiştir. Clarida, Gali ve Gertler (2000),³⁷ modele politika faiz oranının gecikmelerini de dahil etmiştir. Bernanke (2004), varlık fiyatlarının, politika yapımcılar için ileriye dönük makroekonomik bilgi sağladığını göstermiştir. Chortareas ve Magonis (2008), tahmin edilen katsayılardaki heterojenliğin ampirik sonuçları etkilediğini belirtmiştir. Atesoğlu (2009), Keynes'in tarafsız faiz oranı fikrinin para politikasının iyi bir göstergesi olduğu sonucuna varmışlardır.

Castro (2011), Avrupa ve İngiltere Merkez Bankası'nın parasal davranışının doğrusal olmayan bir kuralla açıklandığını belirtirken, aynı görüşte olan Darius (2014), Taylor kuralının doğrusal olmayan durumlarda daha iyi sonuç verdiğini savunmaktadır. Öte yandan, Alcidi, Flamioni ve Fracasso (2011), Greenspan döneminde doğrusal Taylor kuralının para politikasının geniş sınırlarını tanımladığını belirtmektedir. Mitchell ve Pearce (2010) ise reel büyüme oranının işsizlik oranındaki değişimlere karşı daha az tepki verdiğine inandıklarını gösterirken., Sturn ve de Haan (2011) ise, bankalararası faiz oranı Taylor kuralına dahil edildiğinde ECB politikasına

³⁴ John B. Taylor;”, a.e.

³⁵ Yutaka Kurihara;” Taylor Rule During the Zero or Low Interest Rate Era: The Recent Japanese Case”; **Applied Economics and Finance Vol. 4, No. 1; January 2017** ISSN 2332-7294 E-ISSN 2332-7308 Published by Redfame Publishing.,pp.1-5.

³⁶ Roskelley, K. D. (2016). Augmenting the Taylor rule: Monetary policy and the bond market. *Economics Letters*, 144, 64-67.Çevrimiçi: <http://dx.doi.org/10.1016/j.econlet.2016.05.002>

³⁷ Richard Clarida Jordi Galı́ Mark Gertler; Monetary Policy Rules And Macroeconomic Stability: Evidence And Some Theory” **Quarterly Journal Of Economics**;;pp.150-152.

dayalı sonuçların daha verimli olduğunu göstermişlerdir. Yagihara (2011), modele dahil edilen kredi büyüme değişkenlerinin ve net sermaye oranının istatistiksel olarak anlamlı olduğunu gösterirken, Beckman ve Wilde (2013), denge döviz kurlarından büyük sapmalar olması durumunda reel döviz kurlarının kısa sürede dengeye ulaştığını savunmaktadır. ³⁸

Kafer (2014) "çalışmasında Taylor kuralının döviz kurları, varlık fiyatları, kredi ve faiz farkları ile artırılmasının olumlu sonuçlar verdiğini³⁹, Coibion ve Goldstein (2012) ise Fed' in düşük işsizlik oranlarına orantısız bir şekilde tepki gösterdiğini çalışmalarında tespit etmişlerdir. İbn (2012), klasik Taylor kuralının faiz oranı davranışının iyi bir belirleyicisi olmadığını bulmuştur. Mandler (2012) ekonominin gelecekteki durumu ile ilgili belirsizliğin ve tahmin hatasının para politikası değişikliklerine yol açtığını gösterdi. Jaqueson ve Marcelo (2013) ise çalışmalarında ileriye dönük oluşturulan bir modelin döviz kuru öngörülebilirliğinin kanıtlarını gösterdiğini ifade etmektedir. Modenesi, Martins ve Modenesi (2013), faiz oranlarının düzleştirilmesi ile genişletilen Taylor kuralı ile yüksek derecede uyum gösterdiğini çalışmalarında belirtmişlerdir.

Özetle Merkez Bankaları'nın politika aracı ve hedefleri tercihi zaman içerisinde dönemin makroekonomik koşullarına paralel olarak değişim gösterme eğilimine sahiptir. 2008 öncesinde dünya genelinde bir norm halini alan enflasyon hedeflemesi ve enflasyonu hedef aralıkta tutmak üzere kullanılan temel politika aracı olarak gösterge faiz oranları göze çarpmaktadır. Sermaye akımlarına açık bir ekonomide döviz kuru veya faiz oranının kontrolü arasında seçim yapmak durumunda kalan Merkez Bankaları'nın faiz oranları vasıtasıyla fiyat istikrarını yönetme çabaları 2008 kriziyle kesintiye uğramıştır.

Dünya genelinde kredi kanalı vasıtasıyla yaşanan ekonomik refah ve büyüme dönemini sona erdiren ve klasik enflasyon hedeflemesinin yerini geleneksel olmayan Merkez Bankacılığı politikalarına bırakan global finansal krizin faiz oranlarına etkisi büyük olmuştur. 2008 krizini takiben 2010-2011 yıllarında yaşanan Avrupa borç

³⁸ Detaylı Bilgi İçin Bkz.:Vitor Castro" Can Central Banks' Monetary Policy Be Described By A Linear (Augmented) Taylor Rule Or By A Nonlinear Rule?" **Journal Of Financial Stability**, 2011, Vol. 7, Issue 4, 228-246.; Cinzia Alcidi, Alessandro Flamini And Andrea Fracasso;" **Policy Regime Changes, Judgment And Taylor Rules In The Greenspan Era**" 2011, Vol. 78, Issue 309, P.89-107.

³⁹ Benjamin Kafer," The Taylor Rule And Financial Stability – A Literature Review With Application For The Eurozone"pp.165-192.

krizinin de etkisiyle global ölçekte düşük faiz oranlarının hakim olduğu döneme geçilmiş, ülke borçlanma senetlerinin yaklaşık yüzde 30'u negatif faizle işlem görür hale gelmiştir.

Bu süreçte politika faiz oranlarının belirlenmesi için sıklıkla kullanılan önemli ekonometrik modeller arasında yer alan Taylor kuralının belirleyiciliği sorgulanır hale gelmiştir. Enflasyon hedeflemesinde faiz aracını temel araç olarak esas alan TCMB 2010 yılından itibaren finansal istikrara dayalı politikaları hayata geçirerek kriz dönemi oluşan likidite bolluğunun cari açığa ve kredi büyümesine oluşturacağı olumsuz etkilere karşı geleneksel olmayan politikaları hayata geçirmiştir.

Bu çalışmada Taylor kuralı kullanılarak tahmin edilen Türkiye gösterge faiz oranını etkileyen değişkenler incelenmiştir. Öncelikli olarak aylık sanayi üretiminin potansiyel üretimden ve enflasyonun hedeflenenden farkını değişken olarak kabul eden Taylor kuralına döviz kuru eklenerek aylık model oluşturulmuştur. İkinci olarak çıktı açığı ve enflasyonun potansiyel ve hedeflenen rakamlara göre farkı ana değişkenler olarak referans alınmış bu değişkenlere ek olarak reel efektif kur ve kredi büyümesi modele katılmıştır.

Çalışmanızda oluşturulan modelde kullanılan bağımsız değişkenlerden biri, enflasyonun hedeflenen enflasyonun yıl sonu Tüketici Fiyat Endeksi (TÜFE) de dikkate alınarak hesaplanan enflasyon aralığıdır. Gerçek ve hedeflenen enflasyon verileri TCMB'de de elde edilmektedir. Diğer bir değişken ise, gayri safi yurtiçi hasıla (GDP) aralığı, Hodrick-Prescott filtre analizi yöntemi ile hesaplanan potansiyel GDP değerinden GDP'nin logaritmik ve mevsimsel olarak düzeltilmiş [2] gerçek değerinin fark alınmasıyla hesaplanmaktadır. Veriler TCMB web sitesinden de sağlanmaktadır ve bu dönüştürme işlemi E-views 9.0 kullanılarak yapılmaktadır. Son bağımsız değişken modelinde kullanılan reel efektif döviz kuru, Türkiye'nin ticaretinde önemli paya sahip ülkelerin para birimlerinden oluşan sepete göre, Türk lirasının ağırlıklı ortalama değerini ifade etmektedir. Diğer bağımsız değişken olan kredi büyümesinin %15'lik hedeften verisi ise TCMB'nin hedeflediği ve "Kredi Büyümesi Yüzde 15'i Aşarsa Kayıtsız Kalmayız."⁴⁰ İfadesine dayalı olarak modele eklenmiş veriler BDDK kaynaklarından elde edilmiştir.

⁴⁰ Erdem Başçı: "Kredi Büyümesi Yüzde 15'i Aşarsa Kayıtsız Kalmayız". www.bloomberght.com/haberler/haber/1293919-basci-kredi-buyumesi--15i-asarsakayitsiz, **Bloomberght (2013'a)**,30.Ocak.2013.

Bu iki değişkeni modeline eklemek için iki neden bulunmaktadır. Birincisi, hangi faiz oranlarının Taylor kuralı için Türkiye ekonomisinde daha iyi sonuç verdiğini bulmaktır. Ve ikincisi, daha önceki çalışmalarda modellerde bağımlı değişken olarak gecelik borç verme ve kredi büyümesi ve reel efektif döviz kuru verileri olmadığından, Taylor kuralına farklı bir açıdan bakmaktır. Bu ikinci nedenden dolayı, Türk ekonomisinde Taylor kuralı için bir gecelik borç verme faizini finansal istikrara dayalı makro ihtiyati politika araçları ile analiz edilmesi önemli ve vazgeçilmez görünmektedir. Bu bağlamda, bu çalışma Türkiye ile ilgili önceki çalışmalardan farklılık göstermektedir. Bu iki değişken TCMB web sitesinde Elektronik Veri Dağıtım Sistemi EVDS 'den elde edilmiştir. Bu değişkenin modele eklenmeden önce Step Wise yöntemi ile yapılan çalışmada anlamlı olduğu sonucuna varılmıştır. Bu konuyla ilgili çalışma Ek 1 de "Klasik Taylor Kuralı" çalışması ile gösterilmektedir.

Model sonuçları uzun dönemde çıktı açığı ve enflasyon farkının faiz oranları üzerinde istatistiksel olarak anlamlı etkisinin olduğunu ortaya koyarken kısa dönemde çıktı açığı farkı, reel efektif kur ve kredi büyümesinin faiz oranları üzerinde belirleyici olduğu görülmektedir. *Imf (2009⁴¹) göre, Geliştirilmiş Taylor Kuralı, ekonomide finansal şokların yaşandığı dönemde enflasyon ve çıktı açığından sapmanın en az seviyede gerçekleştiği modeldir. Bunu sağlamak için modele para politikacıları tarafından uygulanan makro ihtiyati politika değişkenlerinin eklenmesi gerekir.* IMF'nin çalışmasında belirtildiği üzere Merkez Bankaları kriz döneminde Klasik Taylor kuralına bağlı kalmadan, ihtiyati tedbir amaçlı uyguladıkları politikalarla Taylor kuralını genişletmelidir. Çalışmamız da bu görüşe de bağlı olarak Taylor Kuralı makro ihtiyati tedbire dayalı politika araç değişkenleri ile genişletilmiştir. Sonuçlar Türkiye'de Merkez Bankası'nın kısa vadeli faiz oranlarını belirlerken kredi büyümesini doğrudan ilgilendiren makro ihtiyati tedbirler ile uyumlu hareket etme zorunluluğunu ortaya koyarken uzun vadede klasik Merkez Bankacılığı çerçevesinde ele alınan potansiyel büyüme ve enflasyon görünümünün para politikası açısından önem arz ettiğini göstermektedir.

⁴¹ IMF World Economic Outlook: Crisis and Recovery.2009, Çevrimiçi: <http://www.imf.org/external/pubs/ft/weo/2009/01/pdf/text.pdf>,pp112-115.

KAYNAKÇA

A. Calvo, Guillermo ve M.
Reinhart, Carmen:

Fear of floating”, **The Quarterly Journal Of Economics**, Vol. 117 (2), ss. 379-408

A., Masih, R.A Masih:

“Comparative Analysis Of The Propagation Of Stock Market Fluctuations In Alternative Models Of Dynamic Causal Linkages”,. **Applied Financial Economics**,” 7, 1997,pp.59-74.

Afşar, Muharrem ve
Afşar, Aslı:

”Finansal Ekonomi”, **Detay Yayıncılık**, Ankara, 2010, s. 69.

Ağcaer, Arzu:

“Dalgalı Kur Rejimi Altında Merkez Bankası Müdahalelerinin Etkinliği: Türkiye Üzerine Bir Çalışma”, **Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası Piyasalar Genel Müdürlüğü** Ankara, Aralık 2003, s. 37.

Akalın Gülsüm ve
Tokucu, Erkan:

“Kurula Dayalı-Takdire Dayalı Para Politikaları: Taylor Kuralı ve Türkiye`de Enflasyon Hedeflemesi Uygulaması”, **Marmara Üniversitesi İİBF Dergisi**, **Cilt XXII, Sayı 1, 2007**, ss. 43-44.

Akat, Asaf Savaş:

“Dalgalı kur ve para politikası: bir parasal kural önerisi. Gülten Kazgan’a armağan: Cumhuriyet dönemi Türkiye Ekonomisi, **İstanbul Bilgi Üniversitesi Yayınları**, 2004.

Aklan, Nejla Adanır,
Nargeleçekenler,
Mehmet:

“Taylor Kuralı: Türkiye Üzerine Bir Değerlendirme”,
Ankara Üniversitesi SBF Dergisi, 63-2, 2007, s. 7.

Alam, Imam & Quazi,
Rahim

“Determinants Of Capital Flight: An Econometric
Case Study Of Bangladesh”, *International Review Of
Applied Economics*, 17 (1) 2003,P.97.

Al-Assaf; Ghazi, Al-
Abdulrazag:

”The Validity Of Export-Led Growth Hypothesis For
Jordan: A Bounds Testing Approach”, **International
Journal Of Economics And Financial Issues** Vol.
5, No. 1, 2015, Pp.199-221.,

Alcidi, Cinzia, Flamini
Alessandro And
Fracasso, Andrea:

Policy Regime Changes, Judgment And Taylor Rules
In The Greenspan Era” 2011, Vol. 78, Issue 309,
P.89-107.

Alper, Koray S., Tiryaki,
Tolga:

“Zorunlu Karşılıkların Para Politikasındaki Yeri”,
Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası Sayı: 2011-08 /
13 Nisan 2011, s. 3

Alparslan, Melike,
Erdönmez; Pelin Ataman:

”Enflasyon Hedflemesi”*Bankacılar Dergisi*”,
Türkiye Bankalar Birliği Ve Araştırma Grubu, Sayı
35, 2000, ss. 14-18.

Amadeo, Kimberly,:

“Central Banks Function And Role” Çevrimiçi:
[https://www.thebalance.com/what-is-a-central-
Bank-Definition-Function-And-Role- 3305827.](https://www.thebalance.com/what-is-a-central-bank-definition-function-and-role-3305827)
15.04.2017.

Aren, Sadun:

"Para Politikası", Eskişehir, **Anadolu Üniversitesi Yayınları**, 2013, s. 94.

Arslan, Gülümser, B Afşar, , Muharrem Hakan, Ethem Ergeç, Özdemir, Bilge Kağan:

"Türkiye'de Para Politikası Stratejisi Seçimi Ve Döviz Kuru Geçişkenliği", **Selçuk Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Doktora Tezi**, 2009, ss. 70-71.

Arslaner, Ferhat:

"Türkiye'de Para Politikası Stratejisi Seçimi Ve Döviz Kuru Geçişkenliği", **Selçuk Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Doktora Tezi**, 2009, ss. 70-71.

Asso, Pier Francesco , Kahn, George A ve Leeson Robert:

" The Taylor Rule and the Practice of Central Banking", **The Federal Reserve Bank of Kansas City**, RWP, 10-05, 2010, p. 9.

Bahmani-Oskooee, M. Mohsen and Goswami; Gour G:

"A Disaggregated Approach to Test the J-Curve Phenomenon: Japan versus Her Major Trading Partners", **Journal Of Economics And Finance** Volume 27 Number 1 Spring 2003, p.104.

Balaylar, Nilgün Acar ve Duygulu, Aylin Abuk:

"Türkiye'de Faiz Politikası Ve Toplam Talep İlişkisi" **Süleyman Demirel Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi** Y.2011, C.16, S.1 s.275-298, s. 293.

Bank For International Settlement:

"Roles And Objectives Of Modern Central Banks";;**BIS Research** ,Chapter 2.p.1.

Başçı, Erdem ve Kara
Hakan:

"Finansal İstikrar ve Para Politikası", **İktisat İşletme ve Finans Dergisi**, 2014, sayı :26, s.302.

Başçı, Erdem:

"Central Banks And Financial Stability."
Presentation At The ECB High-Level Policy Workshop On Macprudential Policy, 2010, Frankfurt, December 15.

Baydur, Cem Mehmet,:

"Yükselen Reel Faizler Türkiye'de Toplam Talebi Arttırır", **Finans Politik & Ekonomik Yorumlar**, 44 (508), 2007, s. 19.

BDDK:

"Abd Mortgage Krizi" **Bddk**, Sayı: 3 / Ağustos 2008,.ss.75-78.

BDDK:

"From Crisis to Financial Stability (Turkey Experience);"**Working paper**, September 3, 2010, pp:20-25.

Bernanke Ben and
Marcus Gill:

"Monetary Policy in the Future," chaired by Jose Vinals. It **IMF conference** on "Rethinking Macro Policy III, Progress or Confusion?"

Bernanke; Ben S:

'Inflation Targeting" *Research Associate in the NBER's Economic Fluctuations and Growth and Monetary Economics Programs* Çevrimiçi: <http://www.nber.org/reporter/winter99bernanke>
e.Erişim:15.02.2015.

Biefang, Iris - Mariscal,
Frisancho, Wong, Woon
and Howells Peter:

" Measuring the Policymaker's Credibility:The Bank of England in 'Nice' And 'Not-So-Nice' Times, Bristol Business School, Centre for Global Finance, Dept of Accounting, Economics and Finance, **Bristol Business School, UWE Bristol**, p.5.

Billi; Roberto M,:

" Output Gaps and Monetary Policy at Low Interest Rates", **Federal Reserve Bank Of Kansas City**, p.23.

Bindseil, Ulrich and
Jablecki Juliusz:

" Central Bank Liquidity Provision, Risk-Taking And Economic Efficiency", **Ecb Working Paper**, May 2013, p.12.

Bordo, Michael D,
Qvigstad; Jan F:

" Central Banks At A Crossroads: What Can We Learn From History? **Cambridge University Press**, pp.401-403.

Boris, Hofmann ve
Bilyana, Bogdanova:

"Taylor Rules and Monetary Policy: A Global Great Deviation". **BIS Quarterly Review**, September 2012,p.37.

Bozkurt, Cuma:

"Parasal Hedefleme Stratejileri: Türkiye İçin Uygun Politka Seçimleri, **Çukurova Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Doktora Tezi**, 2006, s. 77.

Brinkmeyer, Robert H:

" Transmission channels of monetary policy;Drivers Of Bank Lending,New Evidence From The Crisis" 2015, **Roland Berger School Of Strategy And Economics**, p.7.

- Bürümcekçi, Haluk: "Para Politikasını Bekleyen Zorluklar", **Dışbank Makro Odak**, Sayı:6, Ocak-Mart, 2002, s. 11.
- Callen; Tim: "What Is Gross Domestic Product? Finance And Development ", **A Quarterly Magazine Of The IMF**, December 2008, Volume 45, Number 4.
- Capie, **Forrest**
Goodhart, Charles and
Schnadt, Norbert: "The Development Of Central Banking" the tercentenary symposium of the **Bank of England. Cambridge, UK :Cambridge University Press**, 1994, pp. 259-261.
- Carbonnel, Eric: How The Dollar Became The World's Reserve Currency",
<http://www.marketskeptics.com/2008/12/how-dollar-became-worlds-reserve.html>.Erişim:16.04.2015.
- Carlstrom T. Charles ve
Fuerst, S. Timoty: "The Taylor Rule: A Guidepost for Monetary Policy?",
Federal Reserve Bank of Cleveland, 2003, pp.1-4.
- Carstens, Agustín G
and. Werner, Alejandro
M: "The Effects of Monetary Policy on the Economy",
Research Paper No. 9905 May 1999 **Banco De Mexico papers**, p.3.
- Castro, Vítor: "Are Central Banks Following A Linear Or Nonlinear (Augmented) Taylor Rule?", "Working Paper",
University of Warwick, Department of Economics,
Coventry. 2008.pp.4-7.

- Cebeci, Kemal: ,“Devletin Fiyat İstikrarı Amacına Yönelik Bir Politika Olarak Enflasyon Hedeflemesi Yaklaşımı” **İstanbul Üniversitesi İktisat Fakültesi Maliye Araştırma Merkezi** Konferansları, 47.Seri, 2005, s. 255.
- Cheun, Samuel,
Köppen-Mertes Isabel
von, and Weller,
Benedict,: “The Collateral Frameworks of the Eurosystem, the Federal Reserve System and the Bank of England and the Financial Market Turmoil”, ECB Occasional Papers, No. 107., 200 ,<https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/scpops/ecbocp107.pdf?b300d2d3429520e80560256735eed7fb>.Erişim 15.12.2015.
- Chiliba,L, Alagidede, P.
& Schaling, E.: ” A Re-Examination Of The Exchange Rate Overshooting Hypothesis: Evidence From Zambiaa”, **Southern African Business Review**, Volume 20 2016,p.475.
- Clarida, Richard, Gali,
Jordi, Gertler; Mark,: “Monetary Policy Rules And Macroeconomic Stability: Evidence And Some Theory” **Quarterly Journal Of Economics**;;pp.150-152.
- Constâncio, Vítor: ” 2015 US Monetary Policy Forum Panel discussion on Central Banking with Large Balance Sheets’2”, New York, **European Central Bank**, 27 February 2015, p.3.
- Çolakoğlu, Bayram: , “Avrupa Merkez Bankasının Para Politikası Stratejisi ve Teorik Temelleri” **Bilgi**, 8, 2004, s 96.

Çondur, Funda ve
Bölükbaş Mehmet:

"TCMB'nin Finansal İstikrar Araçları Ve Çıkış Stratejisi Olarak Uygulamaları", **Gümüşhane Üniversitesi Sosyal Bilimler Elektronik Dergisi**, Sayı 7, Ocak 2013, s. 91.

Dickey, David A. and
Fuller, Wayne A.İ:

"Distribution Of Estimators For Autoregressive Time Series With A Unit Root," **Journal of the American Statistical Association**, 74,1979, pp. 427-431.

Ertuğ Dilara:

"Türkiye İçin Faiz Oranı Reaksiyon Fonksiyonu ve Taylor Kuralı: Eşbütünleşme Yaklaşımı", **Gazi Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü**, Ankara, 2007.

Dong, Jinyue Xia, Le:

Le "Looking For New Monetary Policy Tools In The Liberalized Interest Rate Environment "China Economic' Watch"; **BBVA Research** ; 25 Feb 2016, pp.4-8.

ECB,:

, "Decision Of The European Central Bank of 29 July 2014" On Measures Relating To Targeted Longer-Term Refinancing Operations, The Governing Council Of The **European Central Bank**.

ECB,:

The Eurosystem Collateral Framework Throughout The Crisis", **ECB Monthly Bulletin**, July 2013,pp. 71-86.

Engle, Robert . and
Granger, Clive . W. J.,:

"Co-Integration and Error Correction: Representation, estimation and Testing" **Econometrica**,55(2): ,1987, pp. 251-276.

- Erdem, Ekrem Kayhan;
Selim: Selim” The Taylor Rule in Estimating the Performance of Inflation Targeting Programs: The Case of Turkey”. **Global Economy Journal** January 2011, s.4.
- Ermişoğlu, Ergün: ”Enflasyon Hedeflemesi Rejiminin Türkiye`deki Başarısının Değerlendirilmesi”, **Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası Piyasalar Genel Müdürlüğü**, Ankara, 2011, s. 41.
- Euro Money Market
Study: ” Euro Money Market Study 2014”, 2015 Nisan, pp.25.
- Filardo, Andrew
Mohanty, Madhusudan
and Moreno; Ramon: ” Central Bank And Government Debt Management: Issues For Monetary Policy, BIS Papers No 67;p.51-53.
- Fischer, Stanley: “Fiyat İstikrarının Sağlanması”, t.y., (Çevrimiçi) http://www.canaktan.org/ekonomi/anayasal_iktisat/monetarizm/sen-fiyat-istikrar%C4%B1.pdf 26 Haziran 2014, p.8.
- Froyen, Richard: ,”Macroeconomics: Theories and Policies”, 7th Edition, New Jersey, Prentice Hall, 2002, p.33.
- Fuinhas, José .A.,
Marques, António.C.: ” Energy Consumption And Economic Growth Nexus In Portugal, Italy, Greece, Spain And Turkey”: An ARDL bounds test approach (1965–2009). *Energy Economics* 34, pp. 511-517.

Glocker, Christian and
Towbin; Pascal:

" Reserve Requirements for Price and Financial
Stability: When Are They Effective? Banque de
France"; International Journal of Central Banking
March 2012. Vol. 8 No. 1, pp.66-68.

Gnan , Ernest Segalla;'
Esther

' A Changing Role for Central Banks? Key findings
from the 41st OeNB Economics Conference, Vienna,
June 10 and 11, 2013.

Görmez; Yüksel,:

"Banking In Turkey; History And Evolutiom;"Bank Of
Greece Economic Research Department – Special
Studies Division 21, E. Venizelos Avenue, p.18.

Gray, Simon:

" Central Bank Management Of Surplus Liquidity",
Centre for Central Banking Studies, Bank of England,
August 2006, p.61.

Gray; Simon:

" Central Bank Balances and Reserve Requirements"
IMF Working Paper Monetary and Capital Markets
Department" February 2011.pp.1-3.

Gujarati., Damodar R:

"Dasar Ekonometrika. Jilid 1. Alih Bahasa Julius
Mulyadi. Erlangga Jakarta;,2006,p.726.

Hofmann. Boris, Zhu.
Feng:

"Central Bank Asset Purchases and Inflation
Expectations", BIS Quarterly Review, March 2013,
pp. 23-35.

Horton, Mark and -
Ganainy Asmaa E:I

"Fiscal Policy: Taking And Giving Away And
Development", A Quarterly Magazine Of The IMF 29
july.2014.

IMF:

" Evolving Monetary Policy Frameworks In Low-
Income And Other Developing Countries—
Background Paper: Country Experiences; pp. 32.33.

IMMFA,:

" Regarding the European Commission Proposal for
a Regulation on Money Market Funds", IMMFA
Money Market Funds Position Papers, 2013, p. 1.

Jahan, Sarwat and
Mahmud; Ahmed Saber':

" What Is the Output Gap? Finance & Development,
September 2013, Vol. 50, No. 3, pp.38-39.

Jahan, Sarwat, Mahmud,
Ahmed Saber and
Papageorgiou; Chris:

What Is Keynesian Economics? Finance &
Development, Septembe New Monetarist Economics:
Methods, 2014, Vol. 51, No. 3.p.6.

Japonya Merkez
Bankası:

'Outline of Monetary Policy', Japonya Merkez Bankası
Resmi İnternet Adresi, <https://www.boj.or.jp/en/>, 2014.

Johansen, Søren:

"Likelihood Based Inference In Cointegrated Vector
Autoregressive Models". Oxford: Oxford University
Press.,1996.

- Joyce, Michael, Tong, Matthew ve Woods, Robert:: "The United Kingdom's Quantitative Easing Policy: Design, Operation And Impact", **The Bank's Macro Financial Analysis Division**, 2011
- Juan Carlos Berganza, Ignacio Hernando and Javier Vallés: "Discretion Versus Policy Rules In Practice", **Carnegie-Rochester Conference Series on Public Policy 39**, 1993, pp.195-214.
- Kahn, George A: "Monetary Policy Under A Corridor Operating Framework" p.13, <https://www.kansascityfed.org/publicat/econrev/pdf/10q4Kahn.pdf>.18.02.2015.
- Kamuran Malatyalı: "Enflasyon Hedeflemesi, Ülke Uygulamalarına Örnekler ve Türkiye'de Uygulanabilirliği". DPT Yayınları, 1998, s. 7.
- Kara, Hakan ve Orak, Musa: "Enflasyon Hedeflemesi", Türkiye Cumhuriyeti Merkez Bankası, 2008, (Çevrimiçi) http://www.tcmb.gov.tr/yeni/iletisimgm/kara_orak.pdf, 12 Ağustos 2014, s. 37.
- Karahan, Özcan: , "Asimetrik Bilgi ve Para politikasının Etkinliği", 2006, **Balıkesir Üniversitesi, İ.İ.B.F., İktisat Bölümü**, Bandırma, s 153.
- Kartal, Fikret: "Türkiye'de Enflasyon Hedeflemesi Stratejisi Ve Para Politikasının Görünümü", **Maliye Finans Yazıları, Yıl: 25 Sayı: 91 Nisan 2011**, s. 80.

- Kashyap, A., and J. Stein:
"The Optimal Conduct of Monetary Policy with Interest on reserves." **American Economic Journal: Macroeconomics** 4 (1): pp.266-267.
- Kei-Ichiro Inaba, Rory O'Farrell, Łukasz Rawdanowicz and Ane Kathrine Christensen:
"The Conduct Of Monetary Policy In The Future: Instrument Use", **Economics Department Working Papers No. 1187**,pp.25-44.
- Kesriyeli, Mehtap ve Yalçın, Cihan:
"Taylor Kuralı Ve Türkiye Uygulaması Üzerine Bir Not", **Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası Araştırma Genel Müdürlüğü**, Tartışma Tebliği No:9802, Ekim 1998,pp.1-5.
- Kimberly, Amadeo:
"Central Banks Function And Role" Çevrimiçi: <https://www.thebalance.com/what-is-a-central-bank-definition-function-and-role-3305827>, 15.04.2017.
- Koçyiğit Dilek.:
'Olağan ve Olağan Dışı Durumlarda Kullanılan Para Politikası Araçları ve Likidite Yönetim Stratejileri, **Türkiye Cumhuriyeti Merkez Bankası Uzmanlık Yeterlilik Tezi**, 2009, s. 68.
- Köklü, Aziz::
"Türkiyede Para Meseleleri "1914-1946 Devresinde Para Siyasetimiz ve Paramizin Kıymeti". – Ankara, 1947. – **Milli Eğitim Basımevi**. ss. 42-43
- Kurihara; Yutaka:
"Taylor Rule During the Zero or Low Interest Rate Era: The Recent Japanese Case"; **Applied Economics and Finance** Vol. 4, No. 1; January 2017 ISSN 2332-7294 E-ISSN 2332-7308 Published by Redfame Publishing.,pp.1-5.

- Kutlu, Vesile: 'Panel Cointegration Analysis To Exchange Rate Determination: Monetary Model Versus Taylor Rule Model," A Master's Thesis Department of Economics Bilkent University Ankara, January 2009.
- Küçük, Hande, Özlü Pınar , Talaslı, Anıl, Ünalmiş, Deren, Yüksel, Canan: " Interest Rate Corridor, Liquidity Management And The Overnight Spread", **Central Bank of the Republic of Turkey** 2014: pp.1-3.
- Lebe Fuat ve Bayat, Tayfur: "Taylor Kuralı: Türkiye için Bir Vektör Otoregresif Model Analizi", **Ege Academic Review**, Cilt 11, 2001, pp: 95-112.
- Levy Economics Institute: ;Çevrimiçi; https://www.federalreserve.gov/newsevents/reform_cpff.htm .Erişim:16.12.2015
- M. Friedman; Benjamin, Kuttner, Kenneth N.: " Implementation Of Monetary Policy: How Do Central Banks Set Interest Rates?"; National Bureau Of Economic Research 1050 Massachusetts Avenue Cambridge, Ma 02138, July 2010,pp.50-71.
- Malaysia Central Bank: "Credit Expansion And Implications On Financial Stability;" Financial Stability And Payment Systems Report 2013; Research Paper, pp.22-26.
- Marcussen, Martin: "The Fifth Age of Central Banking in the Global Economy; Paper presented at the conference "Frontiers of Regulation", University of Bath, 7-8 Sept. 2006,p.7.

Meulendyke, Ann-Marie: "AUS Monetary Policy and Financial Markets. Federal Reserve Bank of New York." New York, 1989.
Çevrimiçi:
<https://research.stlouisfed.org/aggreg/meulendyke.pdf> .Erişim 01/03/2016.

Mishkin S. Frederic: "International Experiences with Different Monetary Policy Regimes," **Journal of Monetary Economics**, Vol. 1999, 43, #3: pp.579-606.

Mishkin S. Frederic: , "**Para Politikası Stratejisi**", Mart 2014, s. 273.

Mishkin S. Frederic: "The Economics of Money, Banking and Financial Markets", 7. b., Boston: **Pearson (The Addison-Wesley Series In Economics)**,2004. p.12.

Mishkin S. Frederic: , "The Transmission Mechanism And The Role Of Asset Prices In Monetary Policy", **NBER Working Paper No. 8617** December 2001, p.14.

Mishkin S. Frederic: "Anatomy of Financial Crisis" **NBER Working Paper Series**, Workin Paper No: 3934, 1991, (Çevrimiçi) <http://www.nber.org/papers/w3934.pdf>, 30 Kasım 2015, p..8.

- Mishkin S. Frederic: "The Channels Of Monetary Transmission: Lesson For Monetary Policy", **NBER Working Paper No: 5464**, 1996, pp. 1-27.
- Mishkin S. Frederic, and Eugene N. White; "Unprecedented Actions: The Federal Reserve's Response to the Global Financial Crisis in Historical Perspective", **NBER Working Paper No. 20737**, December 2014. pp.14-16.
- Mishkin S. Frederic,: "From Monetary Targeting To Inflation Targeting: Lessons From The Industrialized Countries", **Graduate School of Business, Columbia University and National Bureau of Economic Research Uris Hall 619 Columbia University**, 2007, p 496.
- Mishkin S. Frederic; "Central Banking After The Crisis; Mishkin Graduate School Of Business, **Columbia University And National Bureau Of Economic Research**; November 2012, pp.3-6.
- Mishkin, Frederic: "Anatomy Of Financial Crisis" **NBER Working Paper Series**, Working Paper No: 3934, 1991, <http://www.nber.org/papers/w3934.pdf>, 30 Kasım 2015, p.8.
- Montoro,: Carlos: "Assesing the Role of Reserve Requirements under Financial Frictions", **Bank for International Settlements**, 2011, p. 4.

- Montoro, Carlos, And
Moreno. Ramon: "The Use Of Reserve Requirements As A Policy Instrument In Latin America." *BIS Quarterly Review*, 2011.pp.53–65. Çevrimiçi: http://www.bis.org/publ/qtrpdf/r_qt1103g.pdf. Erişim:15.06.2016.
- Moreno, Ramon: Monetary Policy Transmission And The Long-Term Interest Rate In Emerging Markets", **BIS Papers**, 2008, no 35, pp 61–80.
- Morris, Stephen , Shin,
Hyun Song: Coordinating Expectations in Monetary Policy" Central Banks as Economic Institutions, Ed. Jean-Phillippe Touffut, The Cournot Center for Economic Studies Series, **Cheltenham, Edward Elgar Publishing**, 2008, p. 89.
- Narayan, Paresh Kumar
& Smyth, Russe: Russell" What Determines Migration Flows from ... 1972-2001", **Contemporary Economic Policy**, 24(2), pp.332-342.
- Narayan, Paresh Kumar,
Narayan. Seema:, "Estimating Income And Price Elasticities Of Imports For Fiji In A Cointegration Framework". **Economic Modelling**, 22,2006.: pp.423-438.
- Nomura Research
Institute: "Perspectives of Unconventional Monetary Policy", 2009, <http://www.nri.com/global/opinion/sdfmp/sdfmp/sdfmp/message.pdf>, 26 Temmuz 2014, p 5
- Ongan, Hakan: "Enflasyon Hedeflemesi ve Taylor Kuralı: Türkiye Örneği", **Maliye Araştırma Merkezi Konferansları**, 2004.

- Orphanides, Athanasios: "Finance and Economics Discussion Series", Divisions of Research & Statistics and Monetary Affairs **Federal Reserve Board, Washington, D.C.**, 2007, p. 14.
- Örnek, İbrahim: "Türkiye'de Parasal Aktarım Mekanizması Kanallarının İşleyişi", **Maliye Dergisi, Sayı 156 Ocak-Haziran 2009**,p.120.
- Özcan, Serkan: "Para Politikası Tercihleri ile Finansal İstikrar Arasındaki İlişki, Enflasyon Hedeflemesi Politikasında Finansal İstikrar ve Türkiye Analizi ", **Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası Bankacılık ve Finansal Kuruluşlar Genel Müdürlüğü, Uzmanlık Yeterlilik Tezi, Ankara, 2006, s. 4.**
- Papademos; Lucas: " Monetary Policy Communication And Effectiveness;" **Annual Meeting of the Allied Social Science Associations New Orleans**, Çevrimiçi; https://www.ecb.europa.eu/press/key/date/2008/html/sp080105_1.en.html, 5 January 2008.
- Pehlivanoğlu, Ferhat: "Optimal Para Politikası Çerçevesinde Taylor Tıpy Faız Oranı Reaksiyon Fonksiyonunun Tahmini: Türkiye Örneği" **Bilgi Ekonomisi ve Yönetimi Dergisi**,2014, Cilt: IX Sayı: I, pp.116-123.
- Perrera, Anil: "Monetary Policy in Turbulent Times: Impact of Unconventional Monetary Policies", Monash University, Faculty of Business & Economics; **Central Bank of Sri Lanka**, 2010.

Pesaran, M.: Hashem
and Shin, Yongcheol:

., “Bounds Testing Approaches To The Analysis Of
Level Relationships,” Journal of Applied
Econometrics, vol. 16, May, 2001, pp. 289–326.

Pesaran, M.H: Shin, Y.,
Smith, R.:

” Bounds testing approaches to the analysis of level
relationships. **Journal of Applied Econometrics**,
2001, 16(3), 289-326.

Raskin, Matthew D:

“The Effects of the Federal Reserve’s Date-Based
Forward Guidance”, Finance and Economics
Discussion Series, 2013-37, Divisions of Research
& Statistics and Monetary Affairs, **Federal Reserve
Board**, Çevrimiçi:
<https://www.federalreserve.gov/pubs/feds/2013/201337/201337pap.pdf>.16.01.2016.

Reinhart, C.M and
Rogoff, K.S.:

“This Time Is Different: Eight Centuries of Financial
Folly, Princeton University Press, Princeton, NJ 2009,
.pp.83-89.

Reinhart, Carmen M.
and. Reinhart, Vincent R:

“After The Fall”, Macroeconomic Challenges: **The
Federal Reserve Bank of Kansas City Jackson
Hole Symposium**,The Decade Ahead, August 26-28,
2010., Çevrimiçi: <http://www.kansascityfed.org>,
2015,. pp.5-7.

Richter, Franziska, Wahl,
Peter:

- Roskelley, Kenneth
Deon: "Augmenting the Taylor rule: Monetary policy and the bond market. Economics Letters", 144, 2016, 64-67.
Çevrimiçi:<http://dx.doi.org/10.1016/j.econ.let.2016.05>.
- Sadun, Aren: "İstihdam Para ve İktisadi Politika", **14.Basım, Ankara, İmge Kitabevi, 2008**, s. 329.
- Schinasi, Garry J: "Defining Financial Stability", IMF Working Paper, No: 04/187, October 2004 (Çevrimiçi) <http://www.imf.org/external/pubs/ft/wp/2004/wp04187.pdf>, 6 Aralık 2015.
- Schmid, Peter: "Monetary Targeting in Practice: The German Experience," , **Deutsche Bundesbank, 1999**, pp. 7-8, çevrimiçi: <https://core.ac.uk/download/files/542/14504533.pdf>.
- Serdengeçti, Süreyya:, "Fiyat İstikrarı" Ankara Üniversitesi SBF, Ankara, 2002, http://www.tcmb.gov.tr/wps/wcm/connect/9e56499f-b679-49fe-b932-387c351ff51e/fiyat_istikrar.pdf?_49fe-b932-387c351ff51e, 10 Aralık 2015.
- Stanley Fischer: "Fiyat İstikrarının Sağlanması", http://www.canaktan.org/ekonomi/anayasal_iktisat/monetarizm/sen-fiyat-istikrar%C4%B1.pdf , 26 Haziran 2014, p.8.
- Serel, Alparslan ve Bayır, Musa: "2008 Finansal Krizinde Para Politikası Uygulamaları: Türkiye Örneği", Yönetim ve Ekonomi Araştırmaları Dergisi – Sayı:19, 2013. s.62.

- Sharon, Kozicki: "How useful are Taylor Rules for monetary policy?", **Federal Reserve Bank of Kansas City Economic Review**, Second Quarter, 1999, pp.. 5-7.
- Smidth, Klaus Hebbel: "One Decade of Inflation Targeting in the World: What do We Know and What do We Need to Know", **NBER Working Paper No: 8397**, 2000, p.1.
- Sonmez, Mustafa: "Turkey's IMF Debt To Be Paid Off, Foreign Debt Stock Still On Increase" <http://www.hurriyetdailynews.com/turkys-imf-debt-to-be-paid-off-foreign-debt-stock-still-on-increase-46647.15.11.2015>.
- Taner, Esra: "Globalleşen Dünyada Merkez Bankalarının Fazla Likidite Yönetimi ve Türkiye Örneği", **Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası Piyasalar Genel Müdürlüğü** Ankara, Ekim 2008, s. 4
- Taylor John B: "A Monetary Policy for the Future;" **Stanford University** http://web.stanford.edu/~johntayl/2015_pdfs/A_Monetary_Policy_For_the_Future-4-15-15.pdf. '15.04.2015.
- Taylor, John B: "Monetary Policy in Emerging Market Countries with Implications for Egypt", **Remarks at the Egyptian Center for Economic Studies, 2005**, p..3
- Taylor, John B: "The Financial Crisis and the Policy Responses: An Empirical Analysis of What Went Wrong," NBER Working Papers14631, National Bureau of Economic Research, Inc, 2009.

Taylor, John B,: "An Historical Analysis of Monetary Policy Rules", Unpublished paper, Stanford University (December), 1997

Taylor, John B: "Discretion Versus Policy Rules In Practice". Public Policy,1993, 39, pp.195-214.

Taylor, John B: "Housing and Monetary Policy", Housing, Housing Finance And Monetary Policy", Federal Reserve Bank of Kansas City, Kansas City, 2007, pp. 463-476.

Taylor, John B,: "After Unconventional Monetary Policy," Economics Working Papers 14108, Hoover Institution, Stanford University; 2014.

TCMB,: 1211 sayılı Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası (TCMB) Kanunu, Madde 40.

TCMB: 'Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası Para Politikası Çıkış Stratejisi'; **Tcmb Yayınları 14.Nisan.2010**,.s.2.

TCMB: "Dünden Bugüne Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası" **Tcmb Bülteni; 2006**, ss.4-6.

TCMB: "Finansal İstikrar raporu; 2013;
Çevrimiçi:http://www.tcmb.gov.tr/wps_wcm/_connect_/2013/Sayi+16/.

TCMB; "Para ve Kur Politikası" **Tcmb Yayinlari** , 2014.

TCMB: "Enflasyon Hedeflemesi Rejiminin Genel Çerçevesi ve 2006 Yılında Para ve Kur Politikası", **Türkiye Cumhuriyeti Merkez Bankası, 2006.**

Tobias, Adrian, Burke, Christopher R. and McAndrews; James J: ,'The Federal Reserve's Primary Dealer Credit Facility, Volume 15, Number 4, August 2009 ,p.9- Çevrimiçi.: [www.newyorkfed.org/research/current_issues,p.9-12](http://www.newyorkfed.org/research/current_issues/p.9-12).,Erişim:15.11.2015.

Tobin; James: A General Equilibrium Approach To Monetary Theory; Journal Of Money, Credit And Banking, Vol. 1, No.1, (Feb., 1969), pp. 15-29.

Togay, Selahattin: "Merkez Bankalarının Rolü?", 2014 (Çevrimiçi), <http://www.hurses.com.tr/goster.php?id=419&tur=3> 5 Eylül 2014.

Tolulope, Apanisile Olumuyiwa Ajilore, Taiwo: "A Bound Test Analysis of Effects of Monetary Policy Shocks on Output and Prices in Nigeria ,2000-2010', **Journal of Economics and Behavioral Studies Vol. 5, No. 3**, Mar 2013, p.141.

- Turner; Philip: , "Benign Neglect Of The Long-Term Interest Rate", Monetary and Economic Department February 2013", **BIS Working Papers**, pp.2-4.
- Uyan, Burak: 'ABD Merkez Bankası Sistemi ve Hazinesinin Sistem İçindeki Yeri" , **Federal Açık Piyasa Komitesi, Hazine Kontrolörleri Derneği, 2013.**
- Validova A.F: " Monetary and Exchange Rate Policy of the Central Bank of the Republic of Turkey"; **Mediterranean Journal of Social Sciences MCSER Publishing, Rome-Italy, Vol 5, No 28 December 2014**, p.75.
- Vural, Umut: "Geleneksel Olmayan Politikaların Yükselişi", **Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası İletişim ve Dış İlişkiler Genel Müdürlüğü, 2013, s. 27.**
- Watt, Andrew: , "The Economic and Financial Crisis in Europe: Addressing the Cause and the Repercussions", **European Economic and Employment Policy Brief, 3, pp.1-14. Brussels ,2008.**
- Williamson, Stephen and Wright, Randall': "New Monetarist Economics: Methods"; **Federal Reserve Bank of St. Louis Review**, July/August 2010, 92(4)p,p.237-238.
- Woodford; Micheal: "'Interest And Prices: Foundations Of A Theory Of Monetary Policy," **Princeton University Press, Princeton**.pp.15-16.

- Woods; Ngaire': "International Political Economy in an Age of Globalization" **Oxford University Press**, 2001, pp.277-298.
- Yavuzarslan, Nursel: "Finansal İstikrar ve Zorunlu Karşılıklar", Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası Bankacılık ve Finansal Kuruluşlar Genel Müdürlüğü, Uzmanlık Yeterlilik Tezi, Ankara, 2011, s. 15.
- Yıldırım, Burcu Deniz: "Piyasa Likiditesinin Ölçümü ve Analizi", **Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası Bankacılık ve Finansal Kuruluşlar Genel Müdürlüğü Ankara, Eylül 2009**, s. 1.
- Yüksel, Ebru,: "Three Essays On Monetary Policy Modeling: Applications Of Inflation Targeting" **The Department Of Economics Bilkent University Ankara, 2008**, s. 29
- Zeybek, Ömer, Erginbay Uğurlu: " An empirical test to CBRT's RER target", International Association of Social Science Research – IASSR, **European Journal of Research on Education**, 2013,p.1.
- Zortuk, Mahmut: "Türkiye`de Hedeflenen Enflasyon Sapmalarının Taylor Kuralı Çerçevesinde Analizi: Sınır-Test Yaklaşımı", **İstanbul Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Doktora Tezi**, İstanbul, 2007.
- Zortuk, Mahmut,: : "Koşulluluk Aracı Olma Bağlamında Kıs Vadeli Faiz Oranlarının Hedeflenen Enflasyon Sapmada Kullanımı: Bounds Test Yaklaşımı: Türkiye Örneği", **Ekonometri ve İstatistik**, Sayı 6, 2007, s. 136.

- FED: Asset-Backed Commercial Paper Money Market Mutual Fund Liquidity Facility,"Çevrimiçi: https://www.federalreserve.gov/newsevents/reform_amlf.htm.
- Avrupa Merkez Bankası: 'Scope of Monetary Policy", Çevrimiçi: <https://www.ecb.europa.eu>. 06.08.2014.
- Avrupa Merkez Bankası:, 'Transmission Mechanism of Monetary Policy", <https://www.ecb.europa.eu>, 2014.
- Bank Of England:, "The Transmission Mechanism Of Monetary Policy"; <http://www.bankofengland.co.uk/publications/Documents/other/monetary/montrans.pdf>, 10.5.2016.
- Central Bank for the Philippines: "The Interest Rate Corridor (IRC) System "Framework For Monetary Operations Under The BSP Interest Rate Corridor" (IRC) System.: <http://www.bsp.gov.ph/downloads/publications/F AQs/IRC.pdf>. Erişim.2016.
- Central Bank of Malaysia: "Increase in the Statutory Reserve Requirement (SRR) Ratio." Press Statement, March 11.2011.
- Central Bank Of Nigeria Paper: " What Is The Bank Lending Channel Of Monetary Policy Transmission? 'Çevrimiçi:<https://www.cbn.gov.ng/ OutEduSeries/Series16.pdf>. Erş.:16.08.2016.

FED: <https://www.federalreserve.gov/monetarypolicy/talf.htm>.Erisim:01/11/2015.Fed

IMF: <http://www.imf.org/external/pubs/ft/fandd/basics/fiscpol.htm>.

TCMB: <http://www.tcmb.gov.tr/wps/wcm/connect/TCMB+TR/TCMB+TR/Main/TCMB+TR/TCMB+TR/Main+Menu/Para+Pol+Itikasi/ZK/Zorunlu+Karsilik+Oranlari>.

TCMB: <http://www3.tcmb.gov.tr/yillikrapor/2012/tr/m-2-2-3.php>.

Çevrimiçi: https://www.investopedia.com/terms/i/inflationary_gap.asp#ixzz4zOHZwUNC,

Daily News : <http://www.hurriyetdailynews.com/turkeys-imf-debt-to-be-paid-off-foreign-debt-stock-still-on-increase.aspx?pageID=238&nID=46647>.

FED: "Term Securities Lending Facility" Çevrimiçi: <https://www.federalreserve.gov/monetarypolicy/tslf.htm>.Erişim:16.01.2016.

FED: "Regulatory reform, ;Federal Reserv System,"Term Auction Facility", Çevrimiçi: https://www.federalreserve.gov/newsevents/reform_taf.html. 08.02.2014.

FED:, "Federal Open Market Committee "Meeting of the Federal Open Market Committee on (FOMC). Aralık 2008.1., 05.02.2014.

FED: "Open Market Operations", <https://www.federalreserve.gov/>, 2013.

FED:, "Expired Policy Funds", [https://www.federalreserve ;.gov/](https://www.federalreserve.gov/) 2014.

FED,: '**Credit and Liquidity Programs and the Balance Sheet**', <https://www.federalreserve.gov/> 2014. Federal Open Market Committee. **Press release, "Policy Statement,"**, (FOMC). 2008, 16.Aralık.

FED:, "**Money Market Investor Funding Facility**, çevrimiçi: <https://www.federalreserve.gov/monetarypolicy/mmiff.htm>.

Hazine Kontrolörleri Derneği: Türkiye Ekonomisi: Enflasyon, <http://www.hazine.org.tr/tr/index.php/ekonomi/enflasyon>

Central Bank of Sri Lanka:

http://www.cbsl.gov.lk/pics_n_docs/10_pub/_docs/IRC/2010/Unconventional_Monetary_Policies_Full.pdf (26 Temmuz 2014, p. 28.

European Doctoral Group in Economics:

<http://www.edge-page.net/jFED2003/JFEDoreeCopen-hagen-Nielsen.pdf> Erişim:12 Ağustos.

FED:

Taylor Rules” <http://www.federalreserve.gov/pubs/feds/2007/2007/200718pap>. 5 Temmuz 2014.

İngiltere Merkez Bankası:

“Monetary Policy”, Bank of England Resmi İnternet Adresi, <https://www.bankofengland.co.uk/> 2014.

İngiltere Merkez Bankası:

<http://www.mahfiegilmez.com/2015/09/parasal-genisleme-uygulamalar.html>,10.2015.

Mahfi Eğilmez :

“Finansal İstikrar: Türkiye’de Finansal İstikrar Gelişmeleri”, 2015, http://www.tcmb.gov.tr/Wps/Wcm/Connect/F23af107-3ac4-408d-82a1-41fe4588f80c/tcmb_kitapcik_2014.pdf?mod=ajperes, 6 Aralık 2015.

TCMB:

Enflasyon ve Fiyat İstikrarı”, ISBN: 978-605-4911-02-8. s. 8., <http://www.eestipank.ee/en/monetary-policy/importance-price-stability>.

EK1.Türkiye’de Taylor Kuralı Üzerine Yapılan Bazı Çalışmalar

Lebe and Bayat and (2011)	İnterbank Faizi	İmalat Sanayi Endeksi	VAR	1986-2010
	Mevduat Faizi	Endeks Enflasyon		
	İskonto Faizi	Döviz Kuru		
Omay and Hasanov (2010)	İnterbank Faizi	Enflasyon	STR	1990-2003
		Sanayi Üretim Açığı		
		Bütçe Açığı		
		Real Döviz Kuru		
Aklan and Nargeleçekenler (2008)	Faiz Oranı	Enflasyon	GMM Metodu	2001-2006
		Üretim		
		Döviz Kuru		
Onur (2008)	Mevduat Faizi	Büyüme	OLS	1980-2005
		Enflasyon		
Ertuğ (2007)	İnterbank Faizi	Enflasyon Büyüme Açığı	Co-integration	1995-2006
		Nominal Döviz Kuru		&
		Reel Döviz Kuru		2000-2006
Zortuk (2007)	Mevduat Faizi	Sanayi Üretim Açığı	ARDL	2001-2006
		Enflasyon Farkı		
		Döviz Kuru		
Kaytancı (2005)	O/N Gecelik Faiz	Enflasyon gap	Co-integration	1990-2003
		Sanayi üretim açığı		
		Döviz kuru		
Çağlayan (2005)	Faiz Oranı	Enflasyon	Multi-nominal Logit Model	1990-2004
		Sanayi Üretim Açığı		
Erdal and Güloğlu (2005)	Faiz Oranı	Reel Döviz Kuru	VAR	1987-2004
		Çıktı Farkı		
		Enflasyon		
Yalçın (1998)	İnterbank Faizi	Enflasyon Açığı	OLS	1987-1998
		Gdp Açığı		
Kesriyeli and Yalçın (1998)	İnterbank Faizi	Enflasyon Açığı		1987-1998

EK.2 Stepwise Yöntemi İle Yapılan Çalışma Örneği.

Taylor Kuralının uygulanması noktasında öncelikle, büyüme içerikli öğelerin haricinde kalan seviyeli değişkenlere ilişkin veriler yıllık büyümeye çevrilmiştir. Büyüme içerikli değişkenlere çevrilen seviyeli değişkenler aşağıdaki gibidir;

- Iproduction
- USD / TL
- Reel Gayri Safi Yurt İçi Hâsıla
- T01'in potansiyel çıktıları
- TOTA'nın potansiyel çıktıları
- Cari Fiyatlarla Gayri Safi Yurt İçi Hâsıla
- Hisse payı

Değişimlere ilişkin hesaplamalardan sonra öncelikle Taylor Kuralının temel kuralı değerlendirilmiştir ve aşağıdaki sonuçlar ortaya çıkmıştır;

- Nominal Oran = Reel Oran + Enflasyon + Beta 1 * (Enflasyon – Hedeflenen Enflasyon) + Beta 2 * (Gayri Safi Yurt İçi Hâsıla – Potansiyel Gayri Safi Yurt İçi Hâsıla)

1. Formülde yer alan reel oran olarak reel oranların tarihsel ortalamaları kullanılmıştır.

(On. Rate-CPI'in tarihsel ortalaması: $r = 2,10389$)

2. Hedeflenen enflasyon olarak tarihsel ortalama enflasyon alınmıştır.

(CPI'nin tarihsel ortalaması: Hedeflenen Enflasyon = 8,32111)

Bu bilgiler kapsamında yapılan tahmin aşağıdaki denklem üzerinden yapılmıştır.

(Nominal oran – reel oran – enflasyon) = beta 1* (enflasyon – hedeflenen enflasyon) + beta 2 * çıktı GAP

Bu kapsamda elde edilen sonuçlar aşağıdaki gibidir;

Ek2.1.Model Sonuçları

Coefficients:	Estimate	Std.	value	ErrorPr(> t)
Ind1	0.2906	0.4716	0.616	0.540844
Ind2	2.6156	0.6718	3.894	0.000317 ***
Signif. codes: 0 '***' 0.001 '**' 0.01 '*' 0.05 '.' 0.1 ''				
Residual standard error: 4.628 on 46 degrees of freedom				
Multiple R-squared: 0.2932,				
F-statistic: 9.541 on 2 and 46 DF, p- value: 0.0003419				
Adjusted R-squared: 0.2625				
F-statistic: 9.541 on 2 and 46 DF, p- value: 0.0003419				

Elde edilen sonuçlar kapsamında belirlenen % 10 güven aralığına istinaden beta 1'in anlamlı çıkmadığı görülmüştür. Bu sonuç Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası'na uygulandığında, merkez bankasının enflasyonun hedeften sapmasına önem vermediğine ilişkin bir sonuca işaret eder. Elde edilen bu sonuçlara ilişkin

elde edilen sonuçlar kapsamında belirlenen % 10 güven aralığına istinaden beta 1'in anlamlı çıkmadığı görülmüştür. Bu sonuç Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası'na uygulandığında, merkez bankasının enflasyonun hedeften sapmasına önem vermediğine ilişkin bir sonuca işaret eder. Elde edilen bu sonuçlara ilişkin olarak daha sonra, kurulan denkleme tek tek değişkenlerin eklenmesi ile en iyi regresyonun ne olacağına ilişkin tarama yapılmıştır. Stepwise regresyon olarak adlandırılan bu hesaplamada hem ileriye doğru hem de geriye doğru tarama yapılmıştır. Yapılan tarama sonucunda elde edilen en iyi regresyon aşağıdaki gibidir;

EK2.2.Stepwise Model Sonuçları

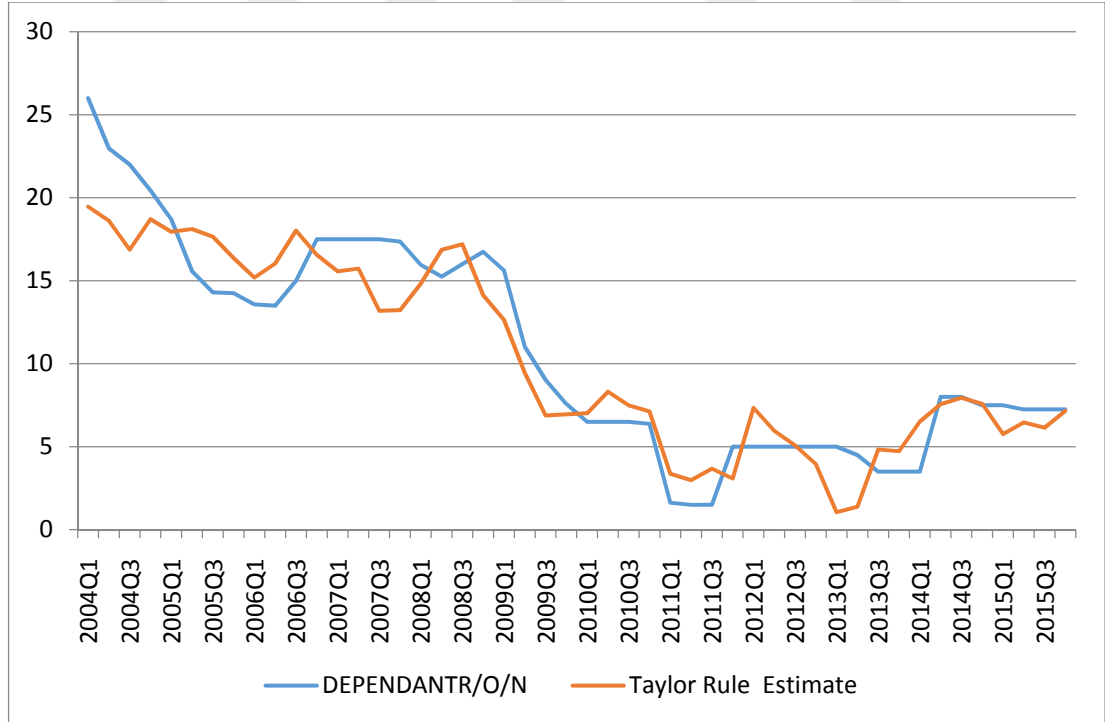
	Estimate	Std. Error	t value	Pr(> t)
Ind2	2.80414	0.65155	4.304	0.000102 ***
USDTRY	-0.09815	0.04811	- 2.040	0.047821 *
Unemp	1.68487	0.55580	3.031	0.004206 **
Credit Growth	0.17010	0.03477	4.893	1.58E-05 ***
REER	-0.12219	0.05613	-2.177	0.035294 *
CA.to.GDP	1.33665	0.23346	5.725	1.06e-06 ***
SharePrice.YoY	-0.03939	0.01553	-2.536	0.015108 *
---Signif. codes: 0 '***' 0.001 '**' 0.01 '*' 0.05 '.' 0.1 ' ' 1				
Residual standard error: 2.208 on 41 degrees of freedom				
Multiple R-squared: 0.8566, Adjusted R-squared: 0.8321				
F-statistic: 34.99 on 7 and 41 DF, p-value: 2.485e-15				

Bu bulgular kapsamında, orijinal Taylor denkleminde yer alan (enflasyon – hedeflenen enflasyon) bu çalışma kapsamında elde edilen en iyi regresyonda anlamlı çıkmamıştır. Modelimiz kapsamında en iyi regresyon olarak tanımlanan yukarıdaki regresyon için,

- Çıktı GAP değeri anlamlı çıkmıştır
- Katsayı 2,8 olarak hesaplanmıştır ve pozitifdir.
- Modele ilave edilen değişkenlerden USD / TRY, işsizlik, kredi büyümesi, REER, cari hesap ve hisse fiyatları anlamlı çıkan diğer değişkenler olarak görülmektedir
- Düzeltilmiş r-kare değeri **0,8321** olarak hesaplanmıştır ve bu değer yüksek seviye bir değer olarak kabul edilmektedir.

Bu bulgular kapsamında fiili ve yerleştirilmiş sonuçlara ilişkin grafik aşağıdaki gibidir.

Ek.2.3. Taylor Tahmini/ Faiz Grafiği



Ek3. Varyans Ayrıştırma Tablosu

Variance Decomposition OUTGAP						
Period	S.E.	FF	INFGAP	OUTGAP	KRED15	REERGAP
1	2.798236	1.063203	8.297168	90.63963	0.000000	0.000000
2	4.477093	2.127083	8.100913	78.65660	11.11534	6.56E-05
3	5.083552	4.415146	6.925444	73.71482	14.93617	0.008424
4	5.227671	5.716751	6.615205	72.28760	15.36773	0.012713
5	5.251787	6.138051	6.560322	71.96254	15.32260	0.016494
6	5.256442	6.227083	6.548777	71.84027	15.29955	0.084323
7	5.261608	6.226094	6.536139	71.72629	15.31136	0.200121
8	5.266943	6.214031	6.523654	71.65186	15.33557	0.274889
9	5.271460	6.203502	6.519727	71.62470	15.36316	0.288909
10	5.276204	6.192754	6.525941	71.60313	15.38801	0.290172

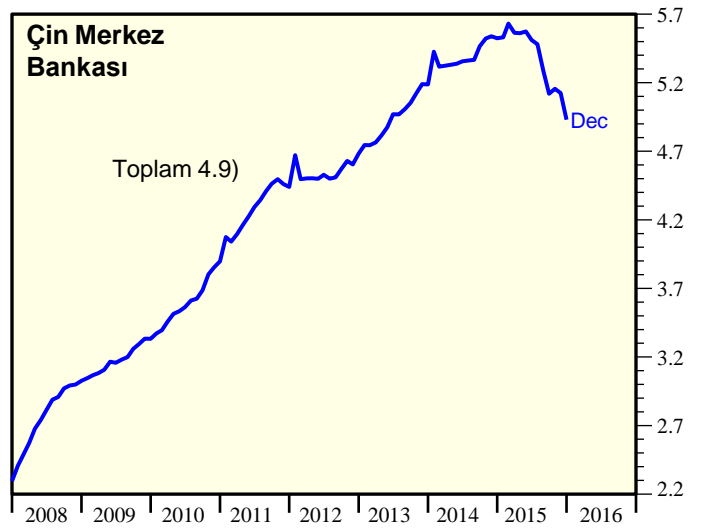
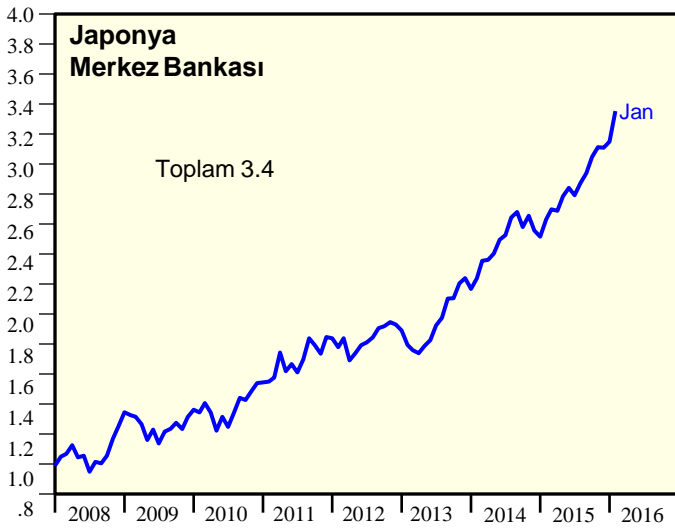
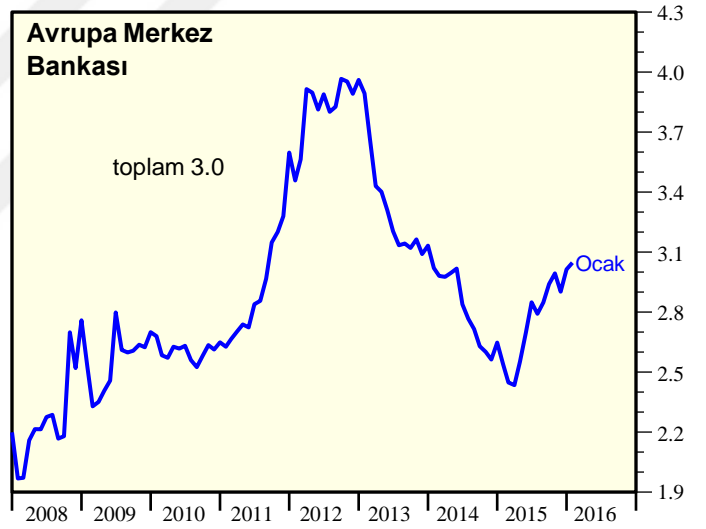
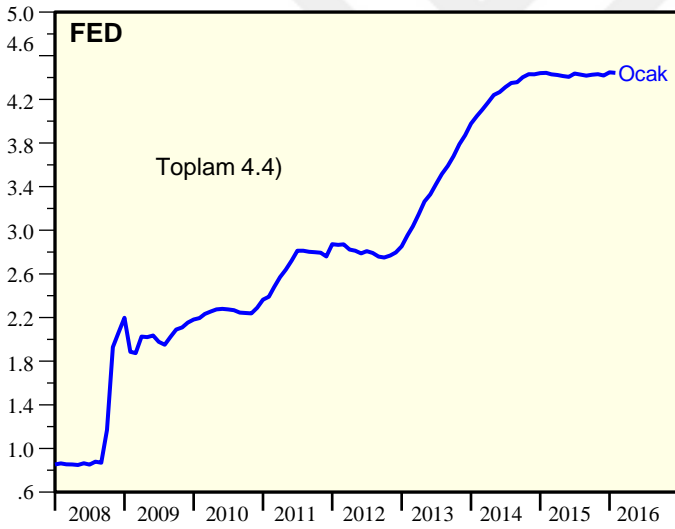
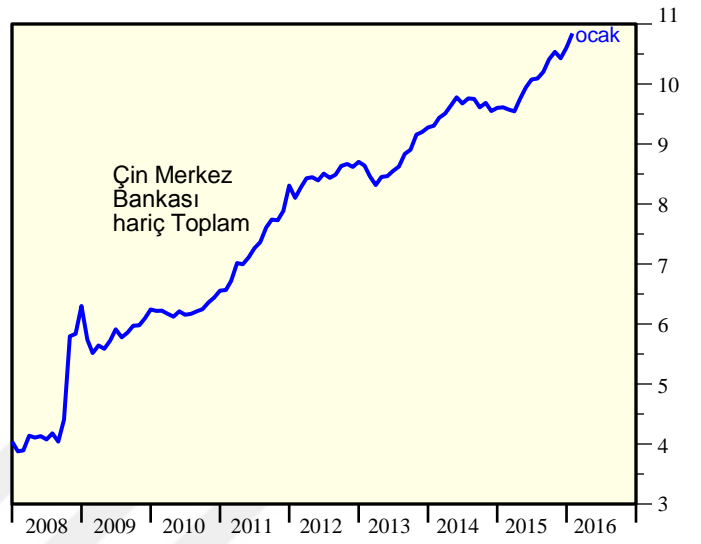
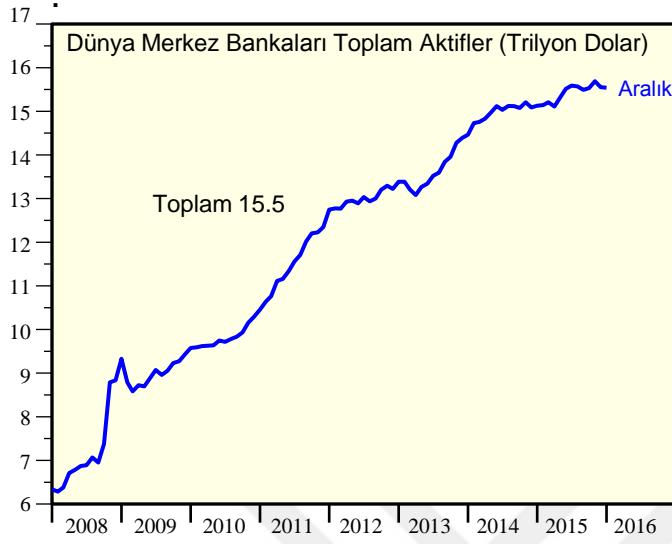
FF						
Period	S.E.	FF	INFGAP	OUTGAP	KRED15	REERGAP
1	1.443347	100.0000	0.000000	0.000000	0.000000	0.000000
2	1.826102	81.62693	4.415015	2.685679	5.483354	5.789026
3	2.119450	65.47689	6.590847	9.969624	12.07576	5.886888
4	2.414220	51.03830	7.113127	19.04438	18.02357	4.780618
5	2.703028	40.72308	7.215203	26.42122	21.70039	3.940104
6	2.963765	33.88853	7.402932	31.48807	23.54833	3.672139
7	3.194603	29.19050	7.694478	34.65584	24.32944	4.129748
8	3.397504	25.82670	7.984641	36.46380	24.56790	5.156960
9	3.569733	23.41396	8.199188	37.44408	24.59927	6.343504
10	3.707942	21.72696	8.325072	37.99848	24.59955	7.349940

INFGAP						
Period	S.E.	FF	INFGAP	OUTGAP	KRED15	REERGAP
1	0.740485	6.794120	93.20588	0.000000	0.000000	0.000000
2	1.095049	3.111977	66.01918	2.176823	6.661235	22.03079
3	1.464674	3.164204	44.94210	7.460457	3.754166	40.67907
4	1.812225	2.534766	33.82009	9.770268	3.054919	50.81996
5	2.024195	2.104414	29.17021	11.14950	3.506054	54.06982
6	2.124079	1.926587	27.25444	12.23076	4.240906	54.34731
7	2.163506	1.995663	26.48094	12.95886	4.812933	53.75160
8	2.178155	2.168836	26.16648	13.32890	5.101348	53.23444
9	2.183546	2.310709	26.04296	13.46598	5.194884	52.98548
10	2.185268	2.382385	26.00285	13.50078	5.210550	52.90344

Variance Decomposition KRED15						
Period	S.E.	FF	INFGAP	OUTGAP	KRED15	REERGAP
1	0.891547	2.662329	0.424834	3.681400	93.23144	0.000000
2	1.059410	6.208906	1.488741	2.624909	89.04124	0.636204
3	1.167590	6.823981	1.314807	2.324751	81.14297	8.393488
4	1.272357	6.991267	1.466698	2.389788	72.25192	16.90033
5	1.336946	6.966379	1.502990	2.623513	67.19206	21.71505
6	1.364220	6.861796	1.458287	2.988099	65.36118	23.33064
7	1.374412	6.773055	1.460855	3.466494	64.91344	23.38616
8	1.382469	6.696851	1.557706	4.025858	64.60274	23.11684
9	1.392577	6.607382	1.703950	4.626270	64.11541	22.94699
10	1.403380	6.508113	1.841887	5.221170	63.58070	22.84813

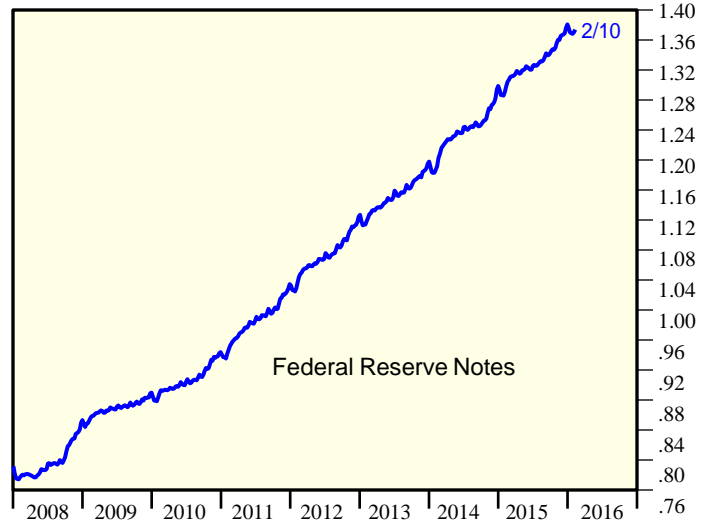
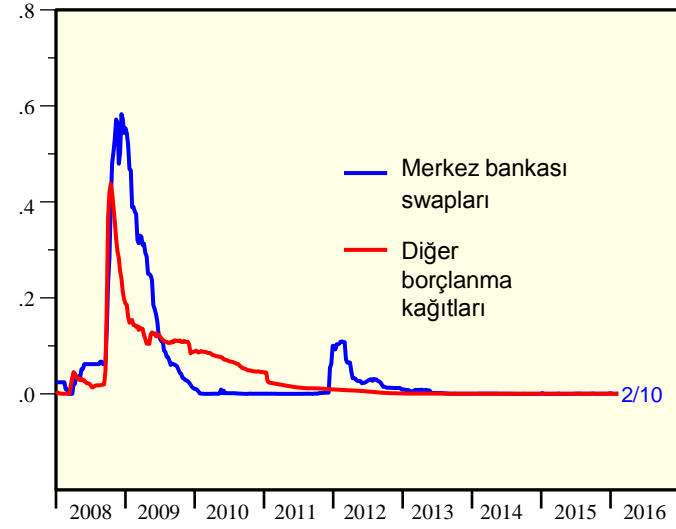
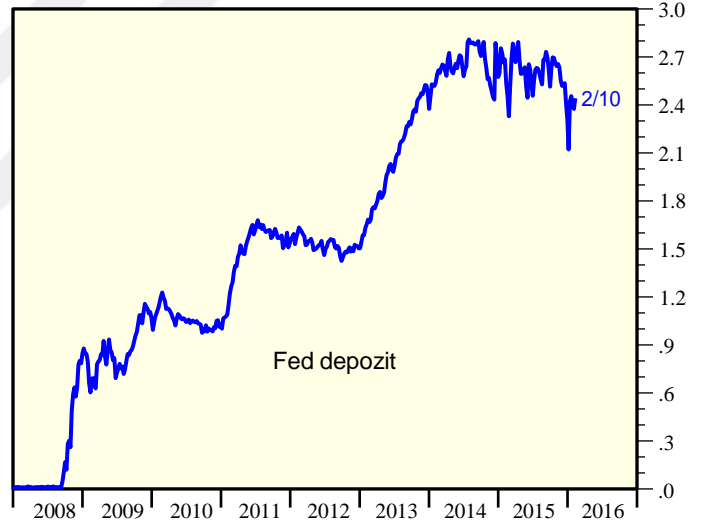
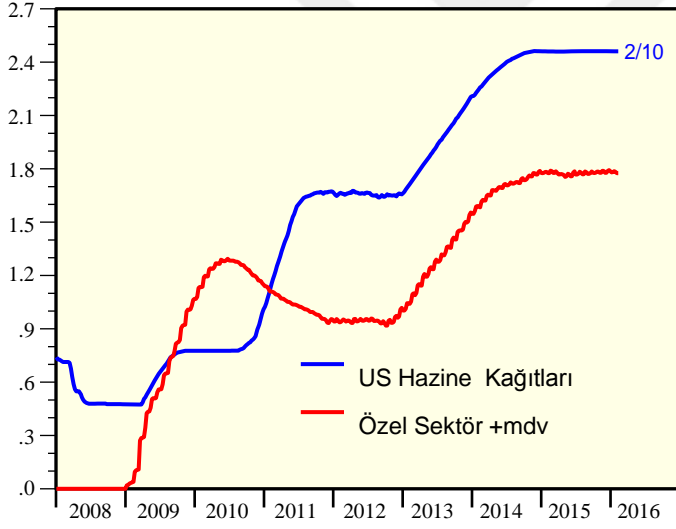
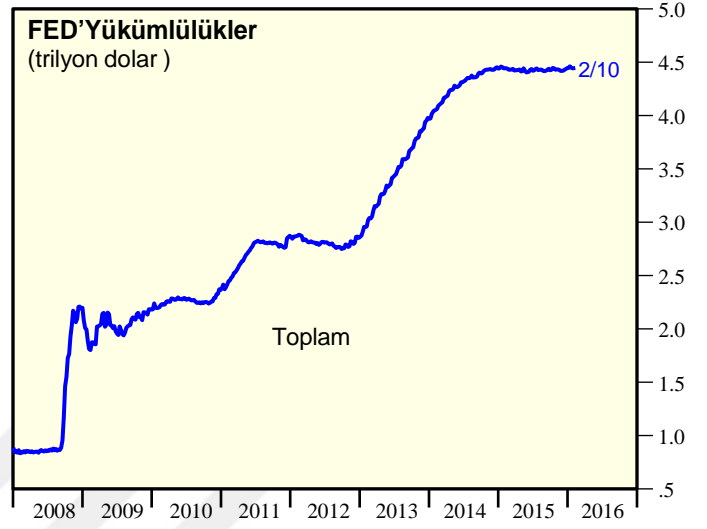
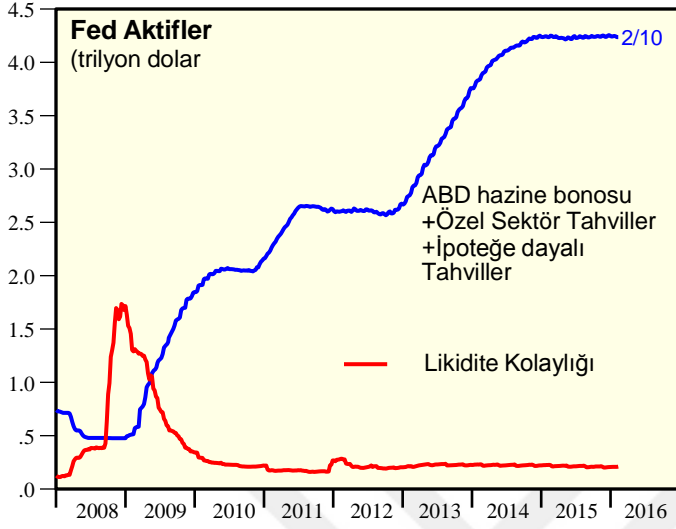
Variance Decomposition REERGAP						
Period	S.E.	FF	INFGAP	OUTGAP	KRED15	REERGAP
1	6.492430	7.176334	5.157391	8.637358	2.304451	76.72447
2	8.525069	9.600890	4.610269	9.031217	1.470317	75.28731
3	8.861833	9.615533	4.290158	10.22738	1.424879	74.44205
4	8.982723	9.405459	4.771556	10.97400	1.499491	73.34949
5	9.398374	9.037407	5.577153	10.81094	1.370697	73.20380
6	9.836300	8.570585	6.073197	10.59490	1.358751	73.40256
7	10.09175	8.204349	6.247673	10.69793	1.580226	73.26982
8	10.19462	8.042178	6.270160	10.94726	1.870447	72.86995
9	10.23103	8.035639	6.251930	11.14446	2.074340	72.49364
10	10.24641	8.080695	6.235255	11.24168	2.165627	72.27674

Ek 4. Dünya Merkez Bankaları Toplam Varlıkları



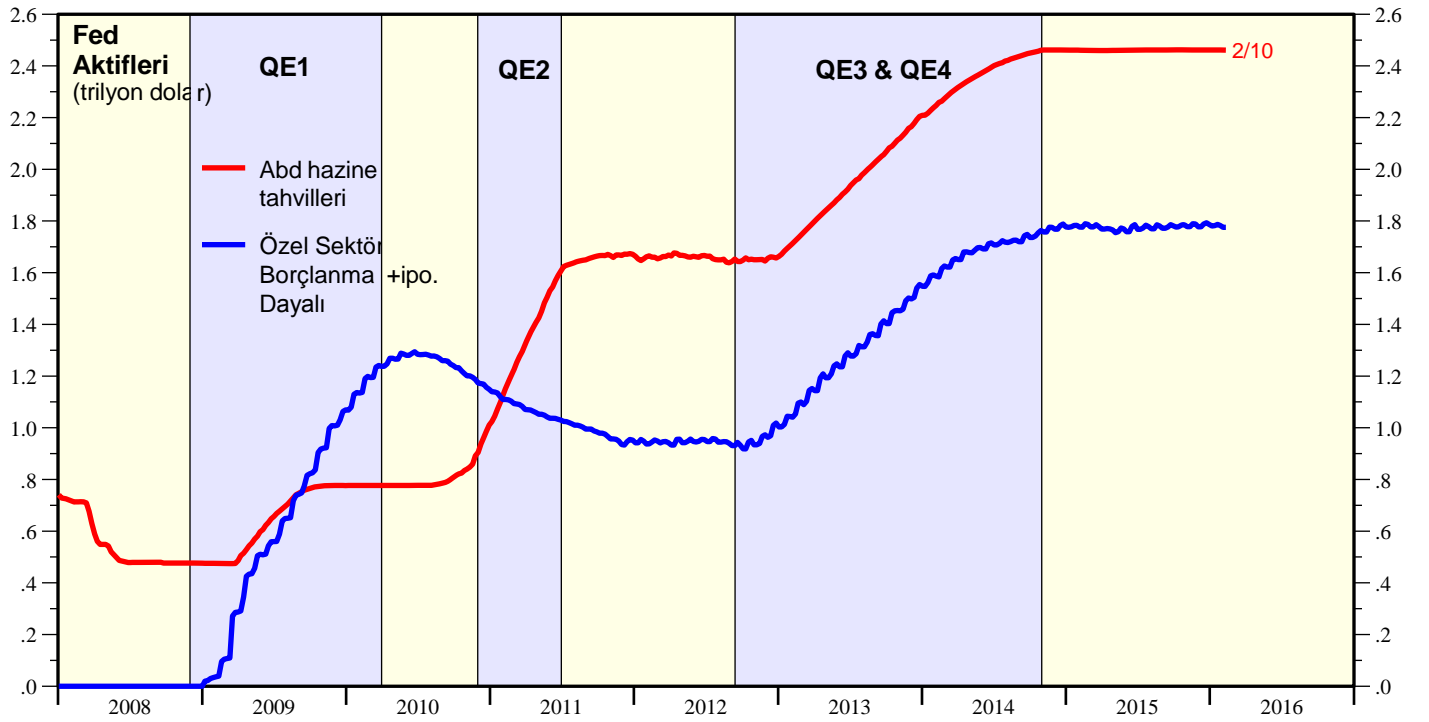
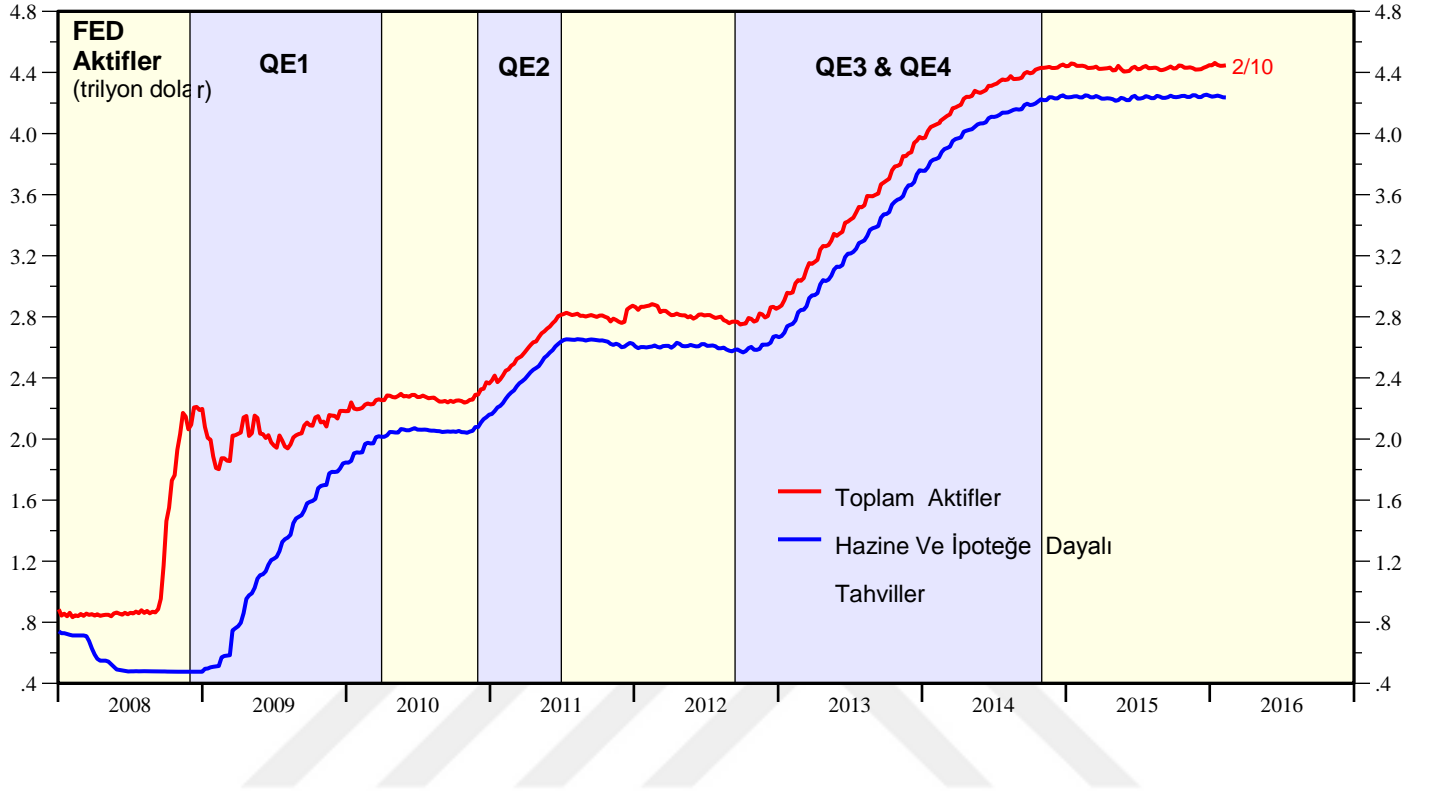
*

Ek 4.1.Fed Bilanço Detayları



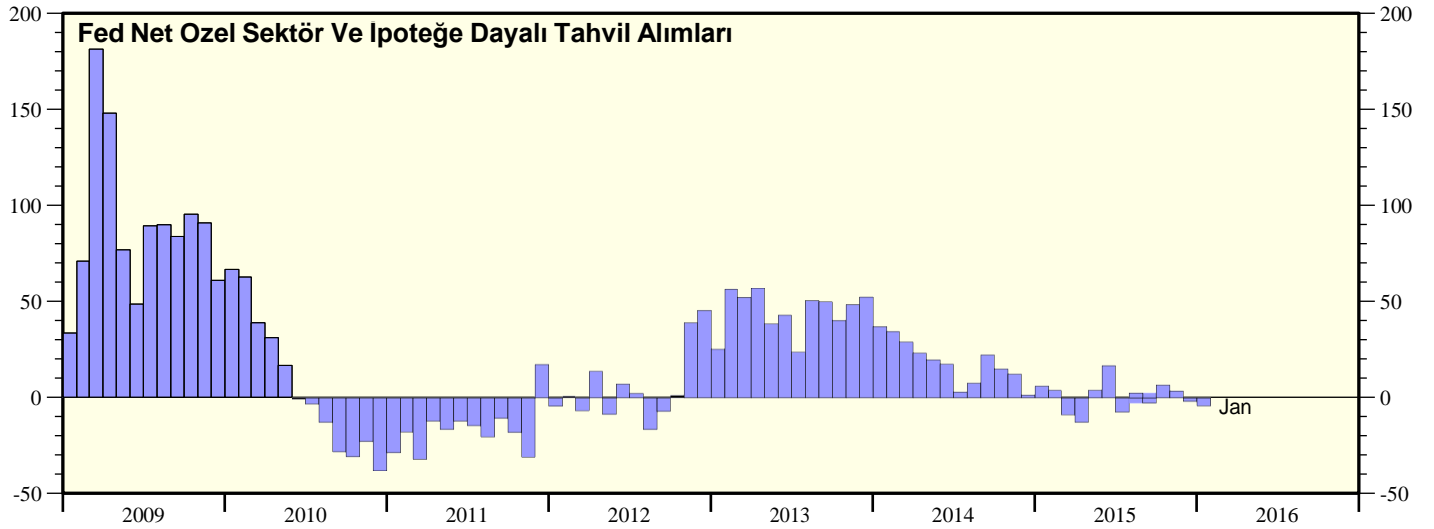
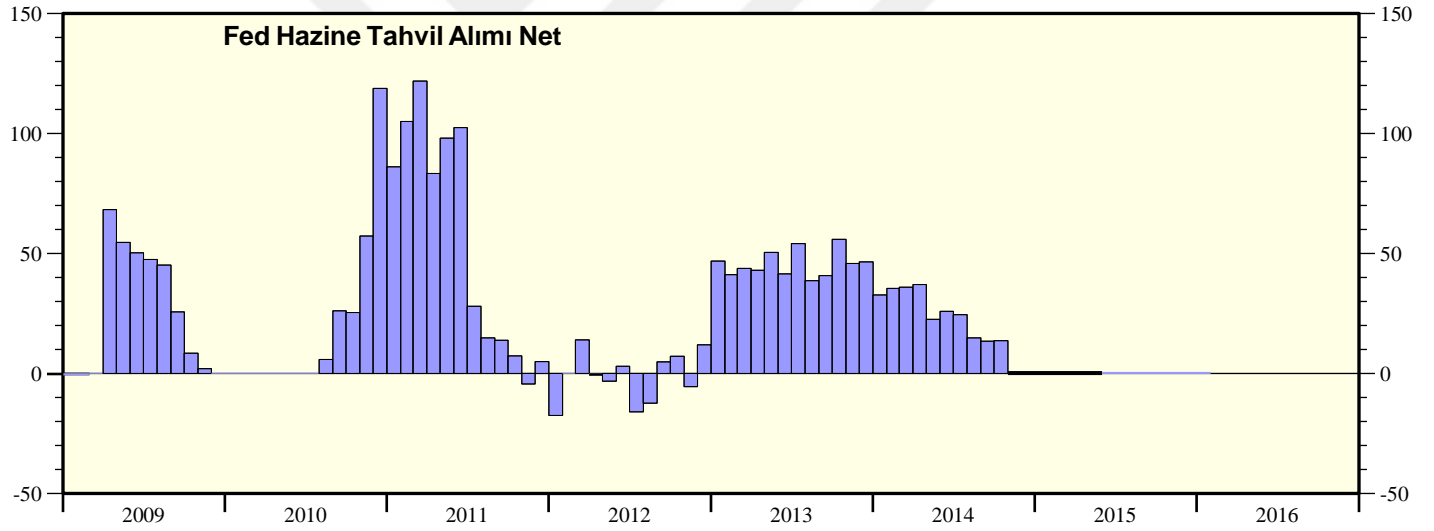
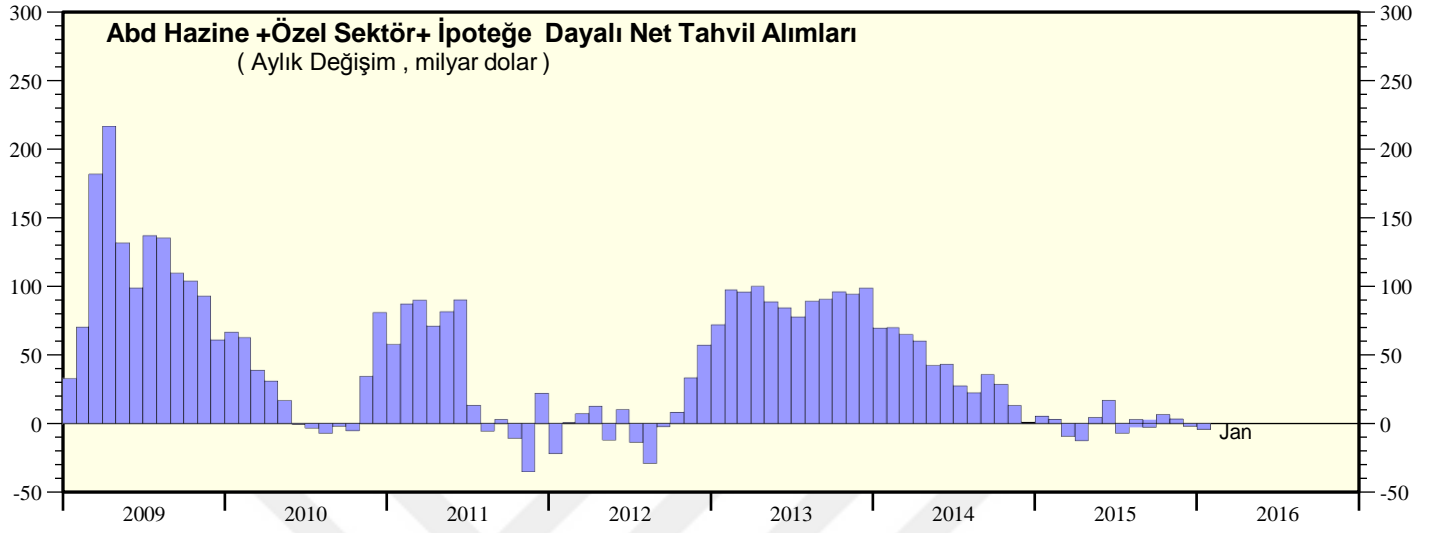
*Average of daily figures for weeks ending Wednesdays.
Source: Federal Reserve Board.

Ek 4.2.Fed Bilanço Aktif Değişimi



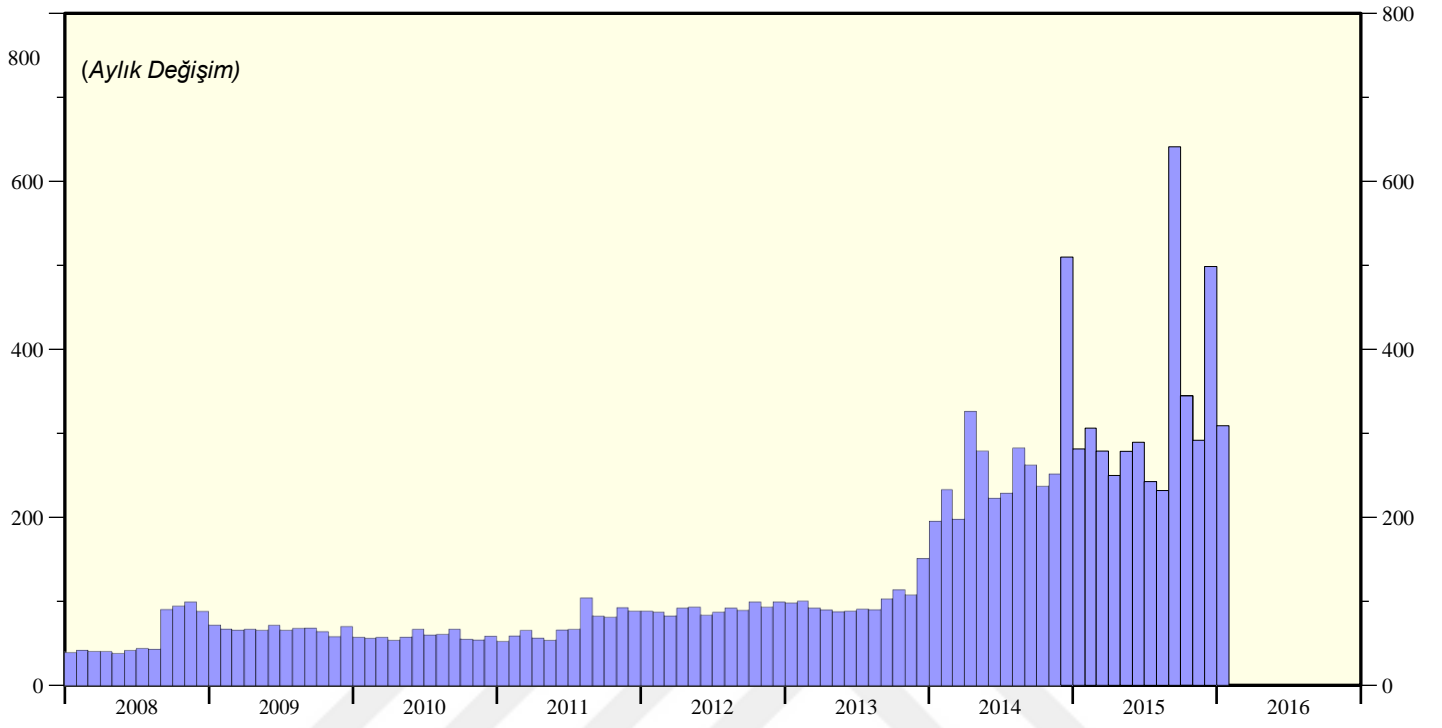
*. QE1 (25/11/08 tarihinde başladı.) = Fed \$1.24tn ipoteğe dayalı tahvil alımı yaptı.. QE2 (10/3./2011 tarihinde açıklandı) = Fed \$600bn Hazine Tahvili Alımı Yaptı. .
QE3 (13/09/12)= Fed her ay \$40bn/ipoteğe dayalı tahvil alımları yapacağını duyurdu.(QE4 (12/12/12) = Fed her ay \$45bn/tutarında hazine tahvil alımı yapacağını duyurdu.
Kaynak : Federal Reserve Board.

Ek 4.3. Fed Tahvil Alımları Aylık Değişim)



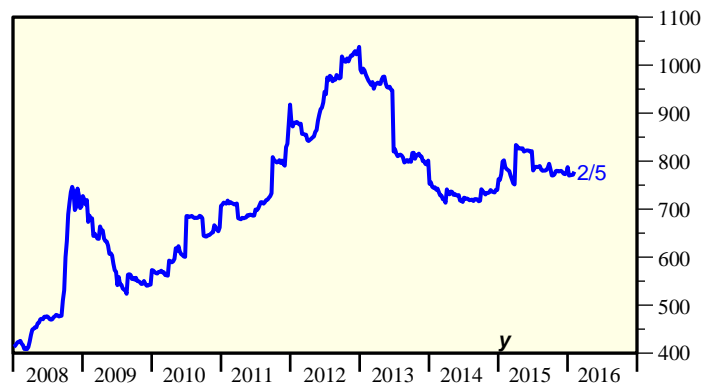
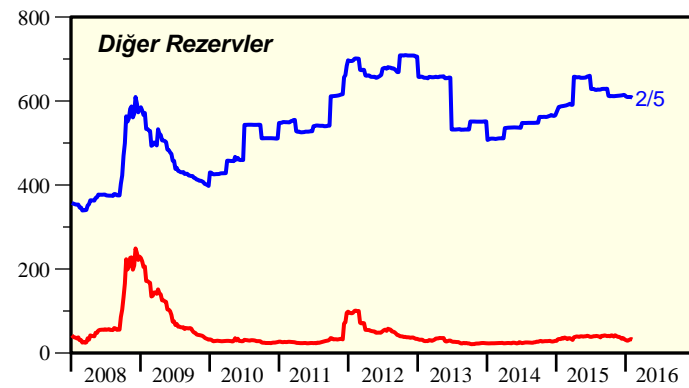
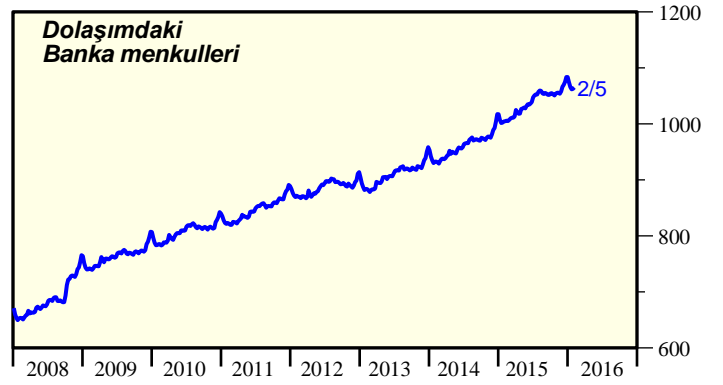
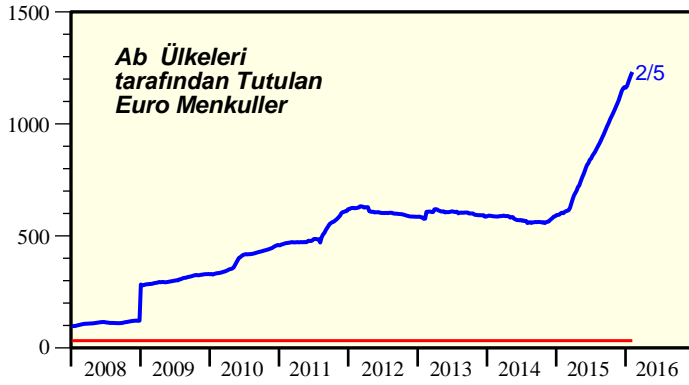
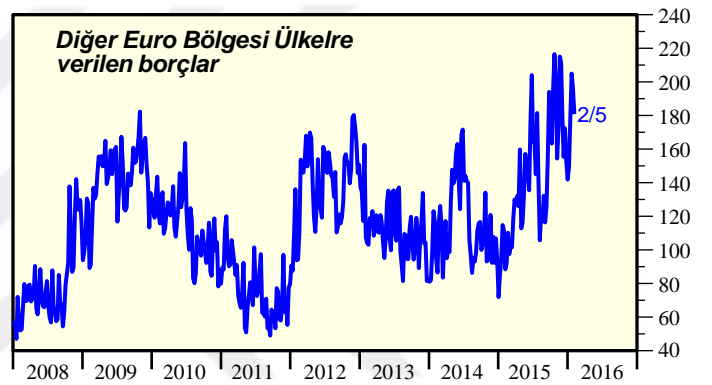
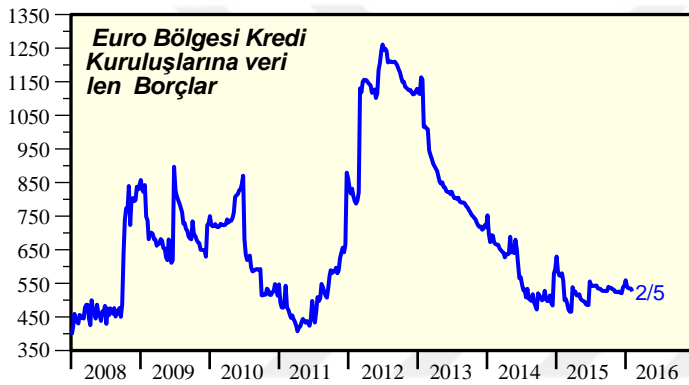
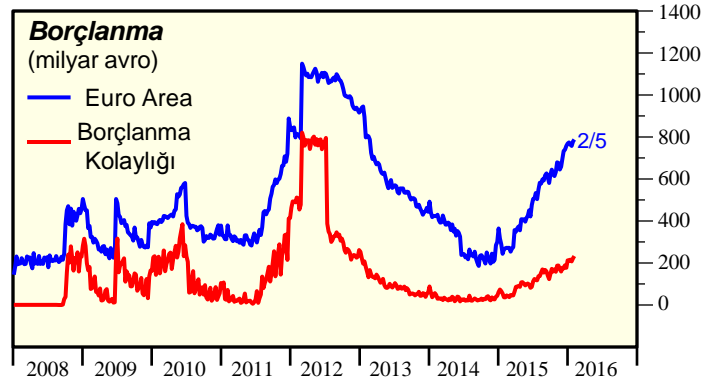
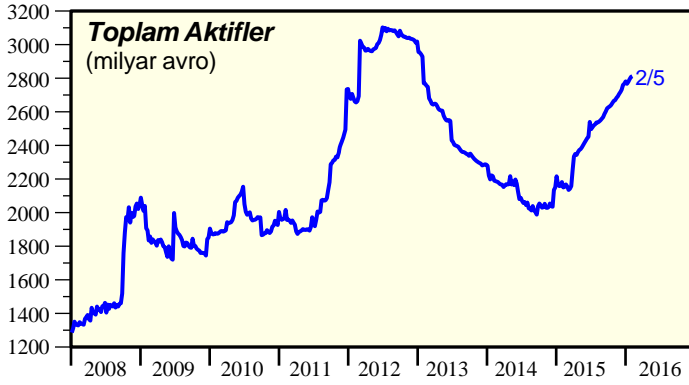
Kaynak: Federal Reserve Board.

Ek 4.4. Fed Repo İşlemleri

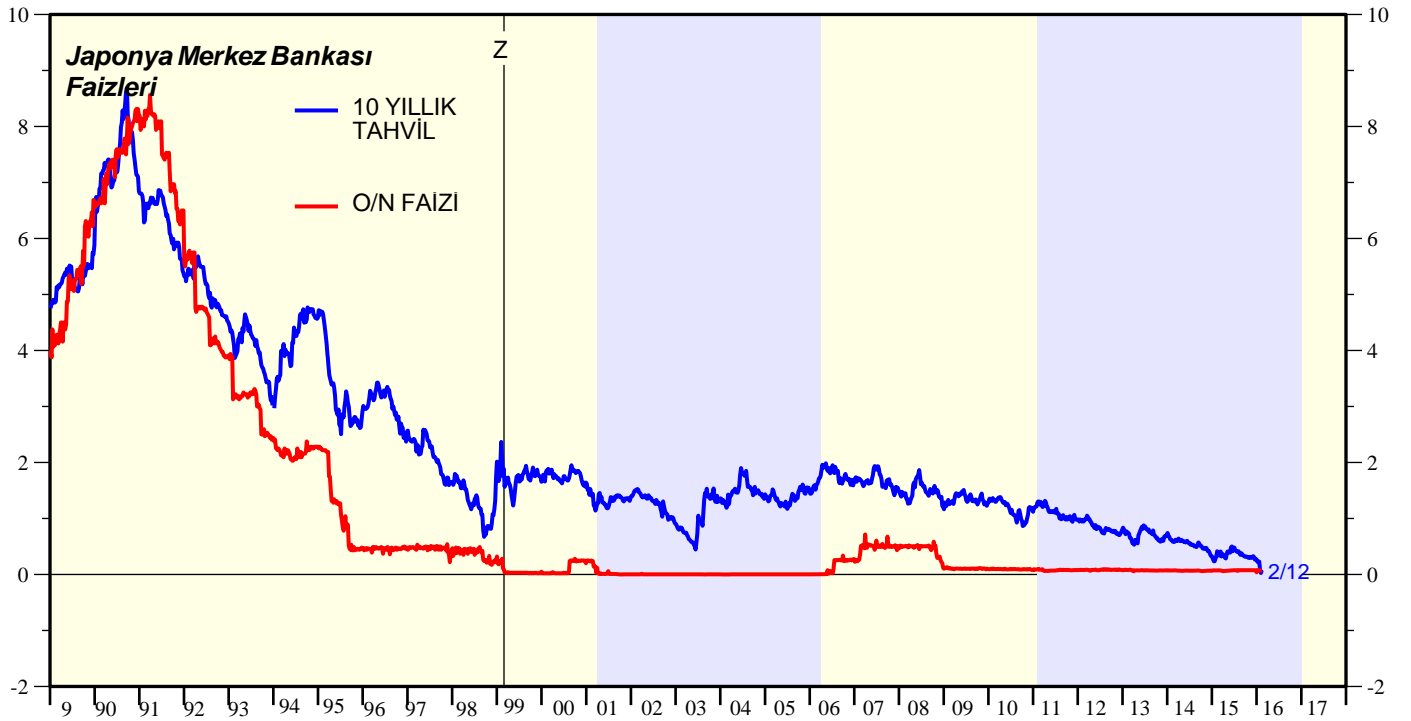
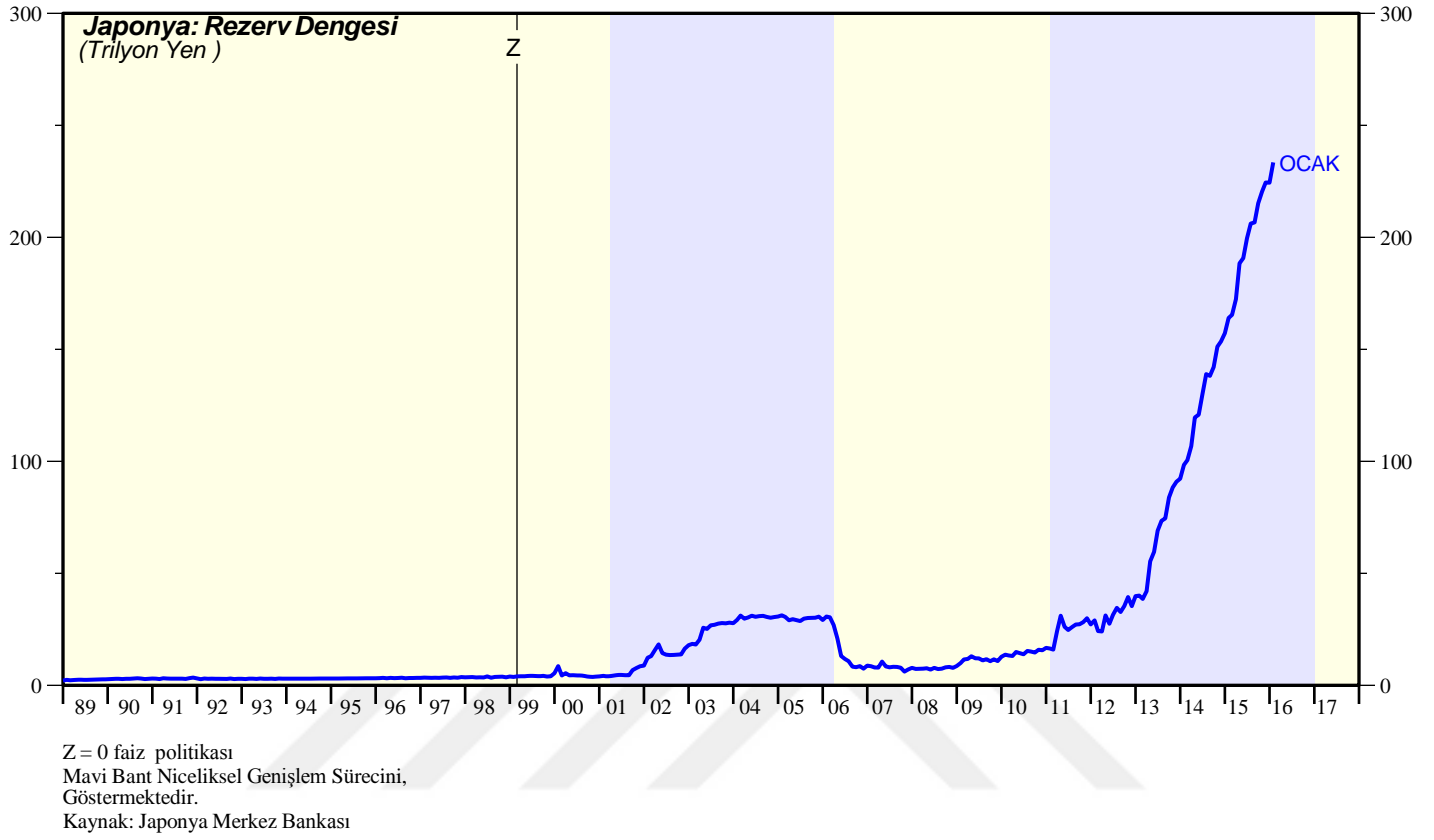


Kaynak: Federal Reserve.

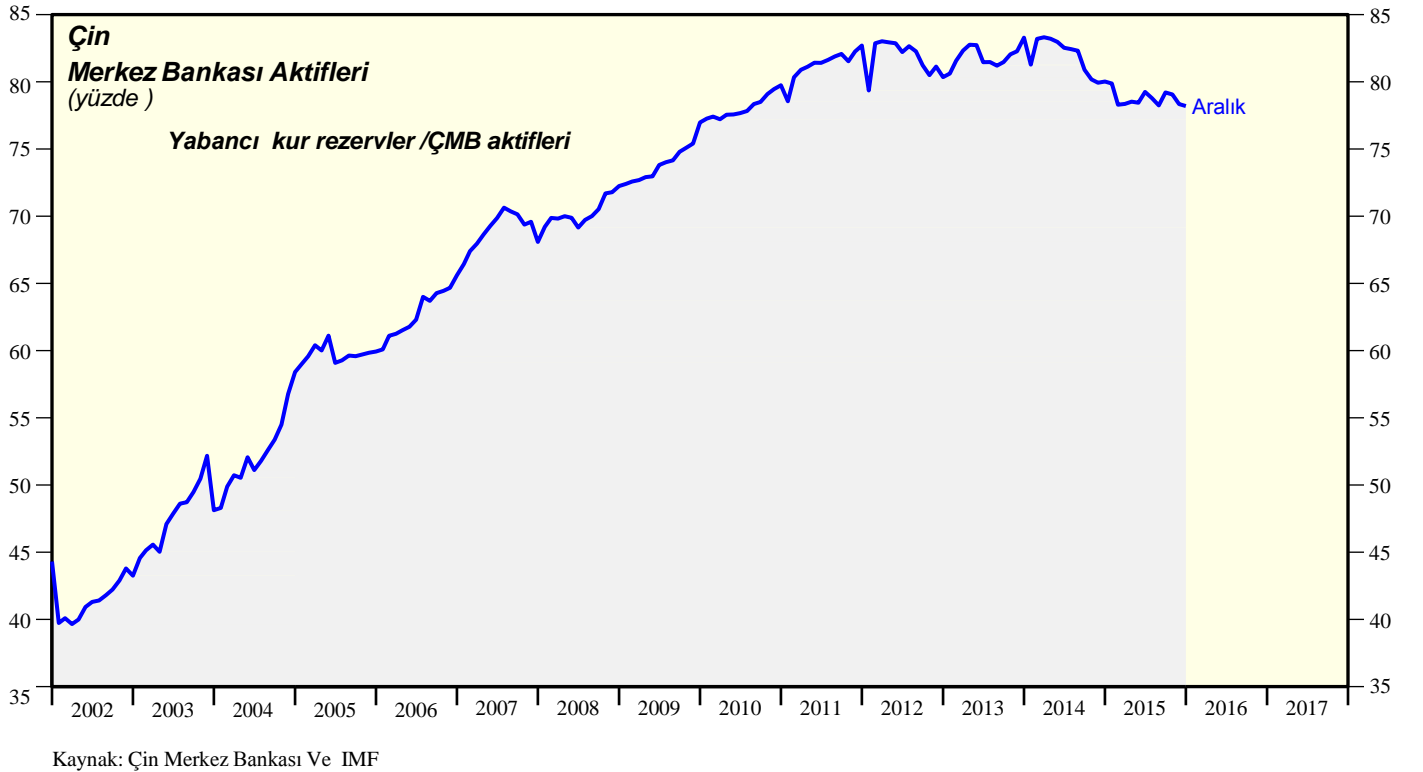
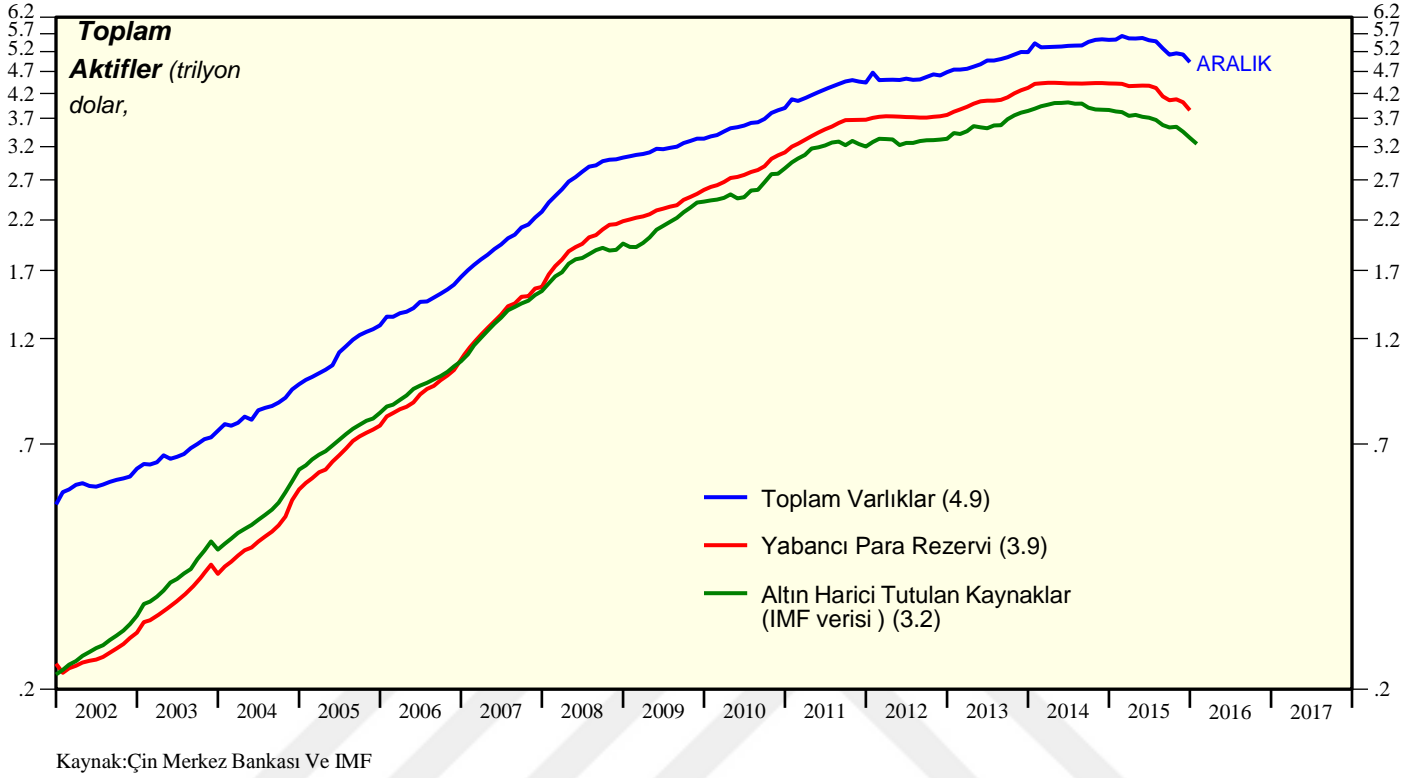
Ek 4.5. Avrupa Merkez Bankası Bilançosu



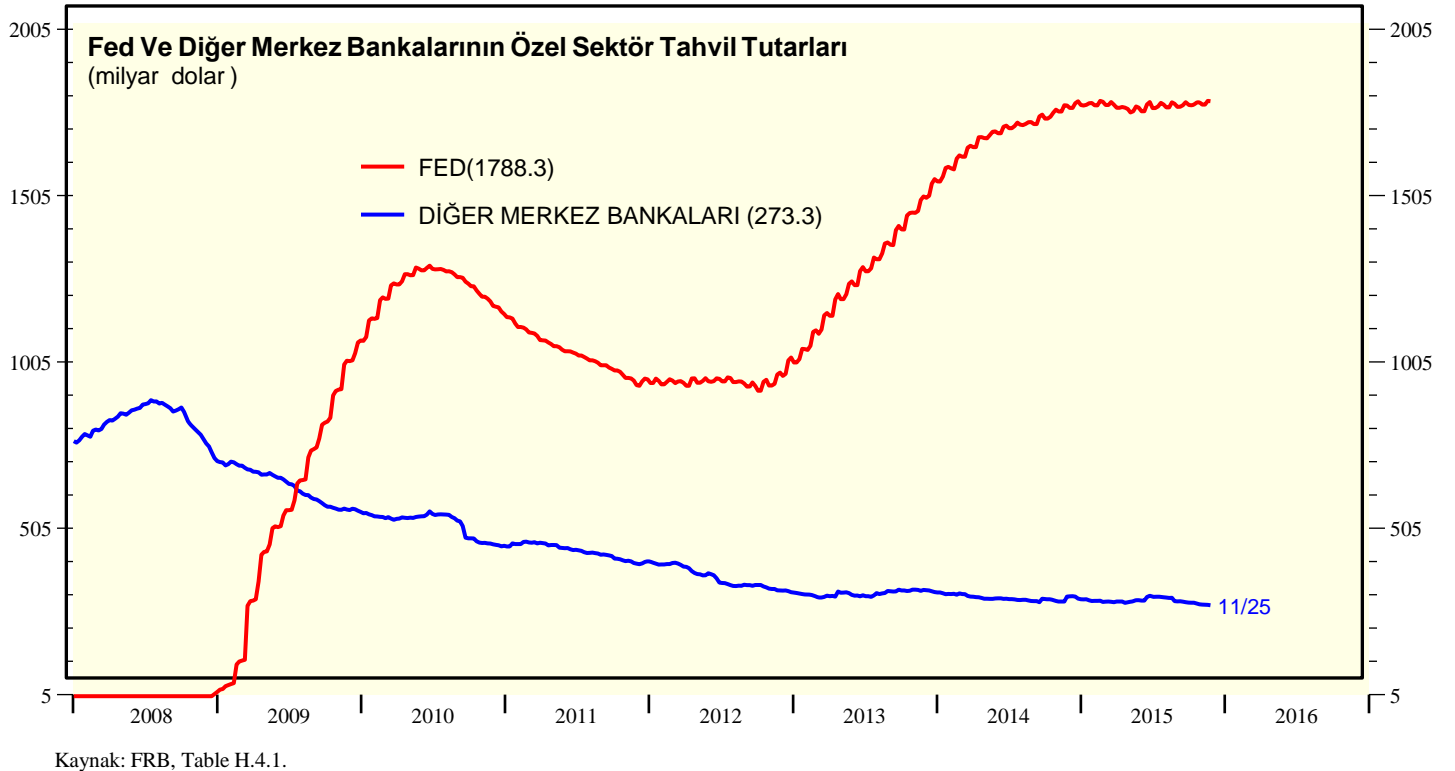
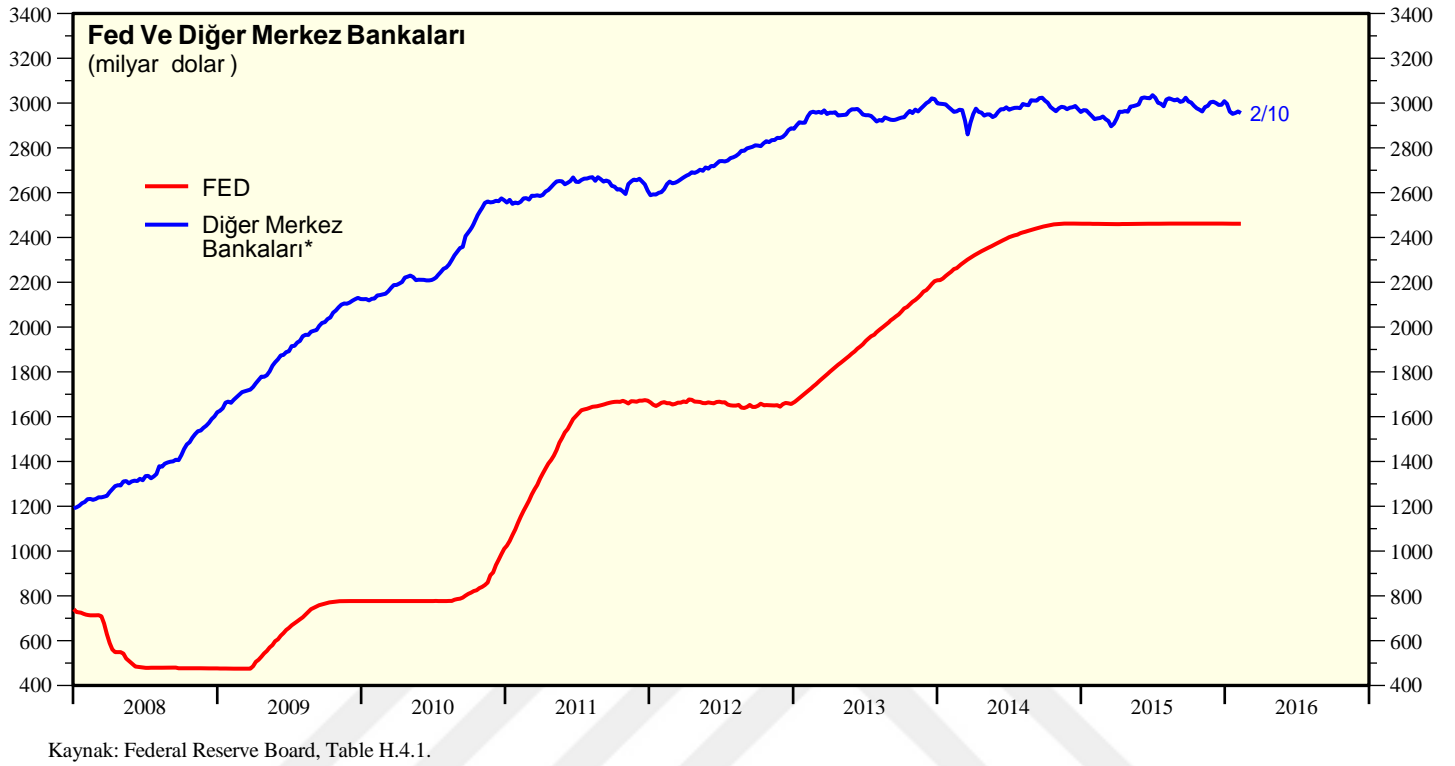
Ek 4.6.Japonya Merkez Bankası



Ek 4.7. Çin Merkez Bankası



Ek 4.8. Merkez Bankalarında Tutulan Abd Tahvil Tutarları



ÖZGEÇMİŞ

İsim : Göktuğ Aydınlik

Doğum Yeri ve Tarihi : İstanbul , 24.09.1970

Eğitim Durumu

Yüksek Lisans : İstanbul Üniversitesi, Para, Sermaye Piyasaları Ve Finansal Kurumlar,2010.

Lisans : İstanbul Üniversitesi , İktisat Fakültesi, Ekonometri Bölümü, 1994

İş Deneyimi :

1998-2002 : Yapı Kredi Yatırım- Yatırım Uzmanı

2002-2005 : Garanti Bankası (GBİ)-Yatırım Danışmanı

2005-2008: Akyatırım Yatırım Uzmanı

2008-2015: Akbank Yatırım Merkezi Yatırım Danışmanı

2015- : Akyatırım Yatırım Danışmanı

Yabancı Dil : Fransızca, İngilizce