



**CUMHURİYET ÜNİVERSİTESİ**

**Sosyal Bilimler Enstitüsü**

**İktisat Ana Bilim Dalı**

**GELENEKSEL OLMAYAN PARA POLİTİKALARI VE  
SON DÖNEMDEKİ UYGULAMALARI**

**Yüksek Lisans Tezi**

**Özge NERGİZ**

**Sivas**

**Temmuz 2018**



**CUMHURİYET ÜNİVERSİTESİ**

**Sosyal Bilimler Enstitüsü**

**İktisat Ana Bilim Dalı**

**GELENEKSEL OLMAYAN PARA POLİTİKALARI VE  
SON DÖNEMDEKİ UYGULAMALARI**

**Yüksek Lisans Tezi**

**Özge NERGİZ**

**Tez Danışmanı**

**Doç. Dr. Uğur ADIĞÜZEL**

**Sivas**

**Temmuz 2018**



## KABUL VE ONAY

**Üniversite:** : Cumhuriyet Üniversitesi  
**Enstitü** : Sosyal Bilimler Enstitüsü  
**Ana Bilim Dalı** : İktisat Ana Bilim Dalı  
**Bilim Dalı** :  
**Tezin Başlığı** : Geleneksel Olmayan Para Politikaları ve Son Dönemdeki Uygulamaları  
**Savunma Tarihi** : 21/06/2018  
**Danışmanı** : Doç. Dr. Uğur ADIGÜZEL

Unvanı - Adı Soyadı

İmza

**Jüri Başkanı** : Prof. Dr. Adem DOĞAN

**Üye** : Doç. Dr. Selim KAYHAN

**Üye** : Doç. Dr. Uğur ADIGÜZEL

**Oy Birliği**

**Oy Çokluğu**

Özge NERGİZ tarafından hazırlanan “Geleneksel Olmayan Para Politikaları ve Son Dönemdeki Uygulamaları” başlıklı tez, kabul edilmiştir. ..../..../.....

Prof. Dr. Ahmet ŞENGÖNÜL  
Enstitü Müdürü



## ETİK İLKELERE UYGUNLUK BEYANI

Cumhuriyet Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü bünyesinde hazırladığım bu Yüksek Lisans/Doktora/Sanatta Yeterlik tezinin bizzat tarafımdan ve kendi sözcüklerimle yazılmış orijinal bir çalışma olduğunu ve bu tezde;

- 1- Çeşitli yazarların çalışmalarından faydalandığımda bu çalışmaların ilgili bölümlerini doğru ve net biçimde göstererek yazarlara açık biçimde atıfta bulunduğumu;
- 2- Yazdığım metinlerin tamamı ya da sadece bir kısmı, daha önce herhangi bir yerde yayımlanmışsa bunu da açıkça ifade ederek gösterdiğimi;
- 3- Başkalarına ait alıntılanan tüm verileri (tablo, grafik, şekil vb. de dahil olmak üzere) atıflarla belirttiğimi;
- 4- Başka yazarların kendi kelimeleriyle alıntıladığım metinlerini, tırnak içerisinde veya farklı dizerek verdiğim yine başka yazarlara ait olup fakat kendi sözcüklerimle ifade ettiğim hususları da istisnasız olarak kaynak göstererek belirttiğimi,

beyan ve bu etik ilkeleri ihlal etmiş olmam halinde bütün sonuçlarına katlanacağımı kabul ederim.

İmza

Özge NERGİZ





# İÇİNDEKİLER

<b>İÇİNDEKİLER</b> .....	<b>i</b>
<b>KISALTMALAR</b> .....	<b>v</b>
<b>TABLolar LİSTESİ</b> .....	<b>vii</b>
<b>GRAFİK LİSTESİ</b> .....	<b>ix</b>
<b>ÖZET</b> .....	<b>xi</b>
<b>ABSTRACT</b> .....	<b>xiii</b>
<b>GİRİŞ</b> .....	<b>1</b>
<b>BİRİNCİ BÖLÜM</b> .....	<b>3</b>
<b>PARA POLİTİKASI VE AMAÇLARI</b> .....	<b>3</b>
1.1. Para Politikası .....	3
1.2. Para Politikasının Amaçları .....	3
1.2.1. Fiyat İstikrarı .....	4
1.2.2. Finansal İstikrar .....	7
<b>İKİNCİ BÖLÜM</b> .....	<b>11</b>
<b>PARA POLİTİKASI ARAÇLARI</b> .....	<b>11</b>
2.1. Geleneksel Para Politikası Araçları .....	12
2.1.1. Dolaysız (Özel) Para Politikası Araçları .....	13
2.1.1.1. Kredi Tavanı Kontrolleri .....	13
2.1.1.2. Faiz Oranı Kontrolleri .....	13
2.1.1.3. Farklılaştırılmış Reeskont Kotaları .....	14
2.1.1.4. Disponibilite Uygulaması .....	14
2.1.1.5. Finansal Araçların Portföylerinin Yeniden Düzenlenmesi .....	14
2.1.1.6. Hisse Senedi ve Tahvil Alımına Yönelik Kredilerin Kontrolü .....	15
2.1.1.7. Merkez Bankalarının Moral Takviyesi .....	15
2.1.1.8. Tüketici Kredilerinin Kontrolü .....	15
2.1.1.9. Asgari Ödeme Oranı .....	15
2.1.1.10. Özel Mevduatlar .....	16

2.1.2. Dolaylı (Genel) Para Politikası Araçları.....	16
2.1.2.1. Açık Piyasa İşlemleri.....	16
2.1.2.2. Reeskont Politikası.....	19
2.1.2.3. Zorunlu Karşılıklar <sup>(ÖB)</sup> .....	22
<b>ÜÇÜNCÜ BÖLÜM .....</b>	<b>25</b>
<b>KÜRESEL FİNANSAL KRİZ VE GELENEKSEL OLMAYAN PARA POLİTİKALARININ YÜKSELİŞİ.....</b>	<b>25</b>
3.1. Küresel Finansal Kriz.....	25
3.1.1. Krizin Nedenleri .....	26
3.1.1.1. Konut Piyasasında Yaşanan Sorunlar ve Özensiz Verilen Krediler... 27	
3.1.1.2. Menkul Kıymetleştirme.....	29
3.1.1.3. Derecelendirme Kuruluşları ve Denetleyici Kurumlar .....	30
3.1.2. Kriz Süreci.....	31
3.1.3. Krizin Sonuçları .....	32
3.2. Geleneksel Olmayan Para Politikaları.....	35
3.2.1. Miktarsal Genişleme .....	38
3.2.2. Kredi Genişlemesi .....	41
3.2.3. Faiz Koridoru .....	43
3.2.4. Zorunlu Karşılık Uygulaması.....	46
3.2.5. Teminat Çeşitlendirmesi.....	49
3.2.6. Faiz Taahhüdü .....	52
<b>DÖRDÜNCÜ BÖLÜM .....</b>	<b>55</b>
<b>TÜRKİYE’DE UYGULANAN GELENEKSEL OLMAYAN PARA POLİTİKASI VE ARAÇLARI .....</b>	<b>55</b>
4.1. Türkiye’de Uygulanan Geleneksel Olmayan Para Politikası .....	55
4.1.1. Faiz Koridoru .....	58
4.1.2. Zorunlu Karşılık Uygulaması.....	68
4.1.3. Rezerv Opsiyon Mekanizması .....	78
4.1.4. Likidite Yönetimi .....	87

4.1.5. Kaldıraç Uygulaması.....	89
4.1.6. İstisnai Gün Uygulaması.....	92
<b>BEŞİNCİ BÖLÜM .....</b>	<b>93</b>
<b>TÜRKİYE’DE UYGULANAN GELENEKSEL OLMAYAN PARA POLİTİKASI ARAÇLARININ MAKROEKONOMİK DEĞİŞKENLER ÜZERİNDEKİ ETKİLERİNE YÖNELİK BİR UYGULAMA.....</b>	<b>93</b>
<b>LİTERATÜR TARAMASI.....</b>	<b>93</b>
5.1. Model .....	98
5.2. Metodoloji.....	99
5.2.1. Ekonometri Literatüründe Geleneksel Olarak Kullanılan Birim Kök Testleri.....	100
5.2.1.1. Augmented (Genişletilmiş) Dickey-Fuller (1979, ADF) Birim Kök Testi .....	100
5.2.1.2. Phillips-Perron (1988) Birim Kök Testi .....	101
5.2.2. Vektör Otoregresif Model .....	103
5.3. Uygulama Sonuçları.....	105
<b>SONUÇ VE DEĞERLENDİRME .....</b>	<b>111</b>
<b>KAYNAKÇA.....</b>	<b>115</b>
<b>ÖZ GEÇMİŞ.....</b>	<b>131</b>



## KISALTMALAR

ABD	: Amerika Birleşik Devletleri
API	: Açık Piyasa İşlemleri
BİST	: Borsa İstanbul
çev.	: çeviren
DİBS	: Devlet İç Borçlanma Senetleri
ECB	: European Central Bank
FDIC	: Federal Mevduat Sigorta Kurumu
FED	: Federal Reserve Bank
FKE	: Finansal Koşullar Endeksinin
GOPP	: Geleneksel Olmayan Para Politikaları
GSYİH	: Gayrisafi Yurtiçi Hasıla
İMKB	: İstanbul Menkul Kıymetler Borsası
No	: Numara
PPK	: Para Politikası Kurulu
QE	: Quantitative Easing- Miktarsal Genişleme
ROD	: Rezerv Opsiyon Dilimi
ROK	: Rezerv Opsiyon Katsayısı
ROM	: Rezerv Opsiyon Mekanizması
S	: Sayı
s.	: sayfa
TCMB	: Türkiye Cumhuriyeti Merkez Bankası
TL	: Türk Lirası
TMSF	: Tasarruf Mevduatı Sigorta Fonu
vb.	: ve benzer(ler) i
vd.	: ve diğerleri
Y	: Yıl
YP	: Yabancı Para
ZK	: Zorunlu Karşılıklar
ZKO	: Zorunlu Karşılık Oranları



## TABLULAR LİSTESİ

<b>Tablo 2.1.</b>	Ara hedefler ve operasyonel hedefler .....	12
<b>Tablo 4.1.</b>	TCMB'nin Eski ve Yeni Yaklaşımı.....	56
<b>Tablo 4.2.</b>	TCMB'nin Yeni Politika Çerçevesi .....	58
<b>Tablo 4.3.</b>	TL Zorunlu Karşılık Oranlarının Vadelerine Göre Farklılaştırılması .....	71
<b>Tablo 4.4.</b>	YP Zorunlu Karşılık Oranlarının Vadelerine Göre Farklılaştırılması .....	72
<b>Tablo 4.5.</b>	Döviz Tesis İmkânına İlişkin Değişiklikler .....	84
<b>Tablo 5.1.</b>	Finansal İstikrar Endeksi .....	98
<b>Tablo 5.2.</b>	Değişkenler Tablosu.....	99
<b>Tablo 5.3.</b>	Birim Kök Test Sonuçları .....	105





## GRAFİK LİSTESİ

<b>Grafik 4.1.</b> Faizlerin Gelişimi (2010- 2017) .....	63
<b>Grafik 4.2.</b> Türk Lirası Zorunlu Karşılık Oranları (%) .....	74
<b>Grafik 4.3.</b> Yabancı Para Zorunlu Karşılık Oranları (%) .....	75
<b>Grafik 4.4.</b> Döviz Tesis İmkânına İlişkin ROK'lar (%) .....	82
<b>Grafik 4.5.</b> Altın Tesis İmkânına İlişkin ROK'lar .....	84
<b>Grafik 4.6.</b> TCMB Döviz Rezervleri (Altın Dahil) .....	86
<b>Grafik 5.1.</b> Zorunlu Karşılık Oranındaki Şoka Değişkenlerin Vermiş Olduğu Tepki .....	107
<b>Grafik 5.2.</b> Faiz Koridoru Aracındaki Şoka Değişkenlerin Vermiş Olduğu Tepki .....	108



## ÖZET

Bir ekonomide büyüme, istihdam artışı gibi amaçlara ulaşmak için uygulanan politikalar içerisinde para politikasının büyük bir önemi vardır. Ülkelerin gelişmişliğine, yapısal farklılıklarına göre kullanılan para politikası araçları da değişiklik göstermektedir. Uzun bir süre fiyat istikrarı hedefi üzerinde yoğunlaşmış, bu hedefin aynı zamanda finansal istikrarı da sağlayacağı görüşü ön plana çıkmıştır. Fiyat istikrarına ulaşmak için geleneksel para politikası araçları kullanılmıştır.

Küresel finansal kriz döneminde geleneksel para politikalarının ekonomik toparlanma için yeterli olmadığına anlaşılması ile merkez bankaları geleneksel olmayan para politikalarını uygulamışlardır. Gelişmiş ülkelerin çoğu geleneksel olmayan para politikası araçlarından miktarsal genişleme, kredi genişlemesi, teminat çeşitlendirmesi gibi araçları kullanırken, gelişmekte olan birçok ülke bu araçlardan faiz koridoru, zorunlu karşılık gibi araçları kendine özgü bir şekilde kullanmıştır.

Bu çalışmada 2008 finansal krizinin merkez bankalarının para politikası çerçevelerinde yarattığı değişimi göstermek, küresel kriz sonrasında kullanılan geleneksel olmayan para politika araçlarının uygulanışı ve bu politikaların kriz döneminden sonra TCMB tarafından nasıl uyguladığı hakkında bilgi vermek amaçlanmıştır.

Bu çerçevede çalışmanın birinci bölümünde para politikası ve amaçları, ikinci bölümde para politikasının geleneksel araçları, üçüncü bölümde son yaşanan finansal kriz ve bununla birlikte yoğun şekilde kullanılmaya başlanan geleneksel olmayan para politikası araçları ortaya konmaya çalışılmıştır. Dördüncü bölümde ise TCMB'nin uyguladığı geleneksel olmayan para politikası ve araçları anlatılmıştır.

Çalışmanın son bölümünde, Türkiye'de 2011 ile 2016 yılları arasında uygulanan zorunlu karşılıklar ve faiz koridoru araçlarının makro ekonomik değişkenler üzerindeki etkisi öncelikle birim kök testleri, ardından ise VAR analizi yardımıyla analiz edilmiştir. Elde edilen bulgular ışığında politika çıkarımları yapılmaya çalışılmıştır.

**Anahtar Kelimeler:** Küresel Finansal Kriz, Finansal İstikrar, Geleneksel Olmayan Para Politikaları, Faiz Koridoru, Miktarsal Genişleme, ROM



## ABSTRACT

Monetary policy is a great advantage in the policies applied to achieve goals such as growth and increase in employment in an economy. The instruments of monetary policy used vary according to the development of countries and their structural differences. For a long time, it has been focused on the price stability target, and it has come to the forefront that this target will also provide financial stability. Traditional monetary policy tools have been used to achieve price stability.

Under the understanding that traditional monetary policies are not sufficient for economic recovery during the global financial crisis, central banks have implemented unconventional monetary policies. While many developed countries use instruments such as quantitative easing, credit expansion, collateral diversification from unconventional monetary policy instruments, many developing countries have used instruments such as interest corridors, reserve requirements as their own.

In this study it is aimed to show the change that the 2008 financial crisis created in the framework of monetary policy of central banks, give information about the application of the non-traditional monetary policy instruments used after the global crisis and how these policies are implemented by the TCMB after the crisis period.

In the first part of this framework, monetary policy and objectives, in the second part the traditional tools of monetary policy, in the third part the last financial crisis and unconventional monetary policy instruments which are being used intensively were tried to be revealed. In the fourth chapter, non-traditional monetary policies and instruments implemented by the TCMB are explained.

In the last part of the study the impact on macro-economic variables of reserve requirements and interest rate corridor applied between 2011 and 2016 in Turkey, primarily unit root tests, and then analyzed with the help of the VAR analysis. Policy outcomes have been tried to be found in the obtained findings.

**Keywords:** Global Financial Crisis, Financial Stability, Unconventional Monetary Policies, Interest Corridor, Quantitative Easing, ROM



## GİRİŞ

Tüm dünyada büyük etkileri olan 2008 küresel krizi ABD'de ortaya çıkmış, hızla yayılarak tüm dünya ekonomilerini etkisi altına almıştır. Küresel finansal krizle beraber ortaya çıkan aksaklıklar hem gelişmiş hem de gelişmekte olan ülkeleri olumsuz bir şekilde etkilemiştir. Krizin boyutları o denli büyük olmuştur ki para otoriteleri kriz sırasında önemli adımlar atsalar da, alınan önlemler krizin etkilerini ve yayılmasını önlemede yeterli olamamıştır.

Krizden önce merkez bankaları para politikasının geleneksel araçlarını kullanmaktaydılar. Ortaya çıkan finansal kriz sırasında ise uygulanan geleneksel para politikalarının, krizin yarattığı olumsuzlukları engelleme konusunda yetersiz kalması, merkez bankalarının geleneksel olmayan para politikalarına yönelmelerine sebep olmuştur. Bu bakımdan birçok merkez bankası krizin etkilerini azaltmak amacıyla bu politika araçlarını uygulamaya başlamıştır.

Ayrıca küresel finansal krizden önce merkez bankaları, fiyat istikrarının finansal istikrarı desteklediği yani fiyat istikrarını sağlamanın finansal istikrarı da beraberinde getireceği görüşündeydiler. Bu doğrultuda krizden önce merkez bankalarının temel amacı fiyat istikrarını sağlamaktı. Ancak fiyat istikrarının ekonomik toparlanma için tek başına yeterli olmadığı ve finansal istikrarı garanti etmeyeceği yaşanan finansal krizle anlaşılmış, finansal istikrar hedefi de merkez bankalarının fiyat istikrarıyla beraber temel amacı olmuştur. Böylece merkez bankalarının krizin ardından araç çeşidini arttırmalarının yanı sıra amaç çeşidini de arttırdıkları görülmüştür.

Bu çalışmada ilk olarak birinci bölümde para politikası ve amaçları, ikinci bölümde para politikasının geleneksel araçları, üçüncü bölümde nedenleri ile birlikte küresel finansal kriz ve geleneksel olmayan para politikası ve araçları, dördüncü bölümde ise TCMB'nin uyguladığı geleneksel olmayan para politikası ve araçları hakkında bilgi verilecektir. Son olarak beşinci bölümde de Türkiye ekonomisinde 2011-2016 döneminde uygulanan geleneksel olmayan para politikası araçlarının makro ekonomik değişkenler üzerindeki etkileri VAR analizi ile ampirik olarak incelenecektir.





## BİRİNCİ BÖLÜM

### PARA POLİTİKASI VE AMAÇLARI

#### 1.1. Para Politikası

Para politikasının temel amaçları, ekonomik büyümeyi, döviz kuru istikrarını, faiz istikrarını, fiyat istikrarını, finans piyasalarında istikrarı ve istihdam artışını sağlamaktır (Eroğlu 2004: 148). Para politikası ise belirlenen bu hedeflere ulaşabilmek amacıyla merkez bankaları tarafından uygulanan politikalardır. Başka bir ifadeyle para politikası merkez bankalarının politika araçlarıyla piyasadaki para miktarını etkilemek suretiyle piyasaya sürdüğü paranın istikrarını sağlamak için uyguladığı politikalar bütünüdür (Eğilmez, 2012).

Para politikasının uygulanmasından sorumlu olan merkez bankaları, faiz oranını değiştirerek veya yaptığı tahvil alım satımı ile bankaların karar ve davranışlarını etkileyebilmektedirler (Oktay 2006: 279). Bu kapsamda para politikasının etkinliği, para arzının faiz oranını etkilediği boyuta ve faiz oranının düşmesinin yatırımları arttırdığı ölçüte bağlıdır (Unay 1999: 266). Dolayısıyla para politikasının önemini belirleyen, başta para miktarı ve faiz oranları olmak üzere bu parasal araçların, ekonomik faaliyetlerin hacmini belirlenmesindeki rolüdür (Oktay 1993: 69).

#### 1.2. Para Politikasının Amaçları

Para politikasının aktif ve verimli bir biçimde uygulanabilmesi için ilk gereken şey para politikası amaçlarının tespit edilmesidir (Yalta 2011: 89). Para politikası amaçları tüm dünyada ekonomik değişimlere bağlı olarak ortaya çıkan ihtiyaçlara göre şekillenmiş ve gelişmiştir. Bu açıdan para politikasının birçok amacı olmakla birlikte genel amaçları ekonomik büyüme hızını doğal seviyesinde sağlamak, döviz kuru ve fiyat istikrarını sağlamak ve sürdürmek ve finansal istikrarı sağlamaktır (Çetin 2016: 68). Ayrıca para politikasıyla hedeflenen milli geliri, istihdam hacmini ve fiyatlar genel düzeyini olumlu yönde etkilemektir (Unay 1999: 262).

Aslında para politikası ile para politikasının amaçları mutlak bir tutarlık sağlamayıp, çoğu zaman birbirleriyle çatışabilmektedirler. Dolayısıyla bir merkez

bankası yürüttüğü para politikası ile bahsedilen tüm amaçları aynı boyutta elde edemeyebilir. Örneğin ekonomik büyüme ile fiyat istikrarı hedefleri arasında bir çelişki yaşanabilmektedir. Öyle ki ekonominin büyüdüğü dönemlerde, kalkınmanın finansmanında zorluklar ve darboğazların meydana gelmesiyle fiyatlar genel düzeyinde artışlar oluşabilmektedir. Bu sebeple böyle çatışmalar yaşandığında, amaçlar arasında seçim yapılarak, bazı amaçlara öncelik verilmesi gerekebilir (Eroğlu 2004: 157-158). Bu açıdan çoğu merkez bankası için para politikasının öncelikli amacı, enflasyonu düşük düzeyde tutmaktır (White 2006: 11). Bu kapsamda merkez bankalarının ilk amacı çoğu merkez bankası tarafından artık kabul görmüş olan fiyat istikrarını sağlamaktır. Ancak yaşanan son ekonomik ve finansal gelişmeler, merkez bankalarının fiyat istikrarının yanında finansal istikrarı da göz önüne almalarına neden olmuştur. Bu doğrultuda para politikasının amaçları iki başlık altında incelenecektir.

### **1.2.1. Fiyat İstikrarı**

Merkez bankaları her zaman yeni arayışlar peşinde olmuşlar, kendilerine farklı hedefler koyarak, bu hedeflere erişmek amacıyla farklı politikalar uygulamışlar, bu politikaları belirlerken de ekonomik ve sosyal koşullara göre hareket etmişlerdir (Öztürk 2003 :59). Örneğin 1970'li yıllarda negatif arz şoklarının şiddetlenmesi, birçok ülkede faktör paylaşımı savaşına, ücret sarmalının ve fiyat baskılarının gittikçe artmasına, dolayısıyla eflasyonist bir ortamın oluşmasına neden olmuştur. Bu kapsamda yüksek enflasyon ile yaşama tecrübelerine paralel olarak merkez bankaları fiyat istikrarına yönelmişlerdir (White 2006: 3). Dolayısıyla fiyat istikrarının düşük ve istikrarlı bir enflasyon oranı sağladığı ve bu açıdan da son yıllarda fiyat istikrarının ekonomiye önemli yararlar kattığı konusunda görüş birliği ortaya çıkmıştır (Mishkin 2009: 38).

Fiyat istikrarı kavram olarak ifade edilirse, fiyat kavramı, üretilen mevcut mal ve hizmet bedelinin ortalama oranı, istikrar ise düşük enflasyon seviyesi olarak tanımlanmaktadır (White 2006: 2). Fiyat istikrarı, enflasyonun zaman içinde hane halklarının ve firmaların kararlarını maddi açıdan etkilemeyecek ölçüde düşük ve istikrarlı olduğu en iyi ortam olarak düşünülmüştür (Greenspan, 2001). Fiyatlar artsa

da azalsa da genel fiyat düzeyini etkilemeyecek bir biçimde dengelendiği takdirde, genel fiyatlar düzeyinin istikrarı elde edilebilmektedir (ECB 2009: 24).

Fiyat istikrarının faydaları ise şu şekilde sıralanabilir (ECB 2009: 29-33, Öztürk 2003: 50) :

- Fiyat istikrarı, fiyat gelişmelerine yönelik belirsizliği sınırlayarak tüketicilerin ve firmaların çok daha verimli kararlar almalarını sağlamaktadır.

- Fiyat istikrarı faiz oranlarındaki enflasyon risk primlerini sınırlayarak ekonomide istihdam sağlamaya yardımcı olmaktadır.

- Fiyat istikrarı ile kaynaklar enflasyona ya da deflasyona karşı kullanılmak yerine daha verimli ve etkili olan yerlerde kullanılabilmekte ve böylece gereksiz riskten korunmuş olmaktadır.

- Fiyat istikrarı, vergilendirme ve sosyal güvenlik sistemlerinin daha çok enflasyon ve deflasyon dönemlerinde artan olumsuz etkilerini sınırlandırmaktadır.

- Beklenen enflasyon oranı arttıkça, hane halkının nakit tutma talebi azalacaktır. Bu açıdan fiyat istikrarı, enflasyonu kontrol altına alarak nakit tutmanın yararlarını arttırmaktadır.

- Fiyat istikrarıyla servetin ve gelirin ihtiyari dağılımı ve bu dağılımın sebep olduğu ekonomik, sosyal ve politik problemler önlenebilmektedir.

- Enflasyon oranlarında yaşanan değişiklikler, varlıkların değerinde oynaklıklara neden olup bu varlıkların reel değerini düşürür ve bu durum bir bankayı ödeme gücüne sokabilir. Bu bağlamda fiyat istikrarı ile enflasyonist şoklardan finansal sistem korunarak, finansal istikrara katkı sağlanmış olmaktadır.

- Fiyat istikrarı ile daha geniş ekonomik hedeflere ulaşılabilir.

- Enflasyonist veya deflasyonist bir ortam ekonomiye büyük boyutta maliyetler katmaktadır. Hatta bazı yapılan çalışmalarda enflasyon oranının düşük olduğu ekonomilerde de bu büyük maliyetlerin olduğu görülmüştür. Fiyat istikrarıyla bu maliyetlerin meydana gelmesi önlenebilmektedir.

2000'li yılların ortalarına kadar merkez bankalarının temel stratejisinin ne olması gerektiği konusunda merkez bankaları ve akademisyenler bir uzlaşmaya

varmışlardı. Merkez bankalarının ve akademisyenlerin uzlaştığı ve desteklediği bu para politikası stratejisi, esnek enflasyon hedeflemesiydi (Mishkin 2012: 1). Fiyat istikrarının temelini oluşturan enflasyon hedeflemesi, enflasyona yönelik orta vadeli hedeflerin kamuoyuna duyurulmasını ve para politikasının başta fiyat istikrarı olmak üzere diğer hedeflerine bağlı olan bir kurumsal taahhüdü içeren bir para politikası stratejisidir. Ayrıca enflasyon hedeflemesi, politika araçlarının kullanılabilirliği için sadece para birimini ya da döviz kurunu değil, birçok değişkeni içermekte, para otoritelerinin para politikası stratejisinin şeffaflığının ve hesap verebilirliğin iletişim yoluyla artırılmasını kapsamaktadır (Mishkin 2000: 1-2). Klasik enflasyon hedeflemesinde, fiyat istikrarının ana hedefine ters düşmeyerek elde edilmek istenen temel amaç ise; enflasyon ile enflasyon hedefi arasındaki farkı en düşük seviyeye çekebilme (Özatay 2012: 3). Enflasyon hedeflemesi stratejisinin birçok gelişmiş ve gelişmekte olan ekonomide, düşük ve istikrarlı bir enflasyon oranı sağladığı için başarılı olduğu kabul edilmektedir. Öyle ki, 1980'li yılların başından 2007 yılına kadar geçen dönem, Büyük İlimlilik (Great Moderation) olarak adlandırılmıştır (Mishkin 2012: 2).

Kriz öncesinde neredeyse tüm merkez bankalarının uyguladığı para politikası; enflasyonun her zaman ve her yerde parasal bir olgu olduğu, fiyat istikrarının önemli faydalar sağladığı, beklentilerin enflasyonun belirlenmesinde ve para politikasının makroekonomiye iletilmesi konusunda önemli bir rol oynadığı, merkez bankasının bağımsızlığının para politikasının etkinliğini arttırmaya yardımcı olduğu ve finansal sürtüşmelerin iş dünyasının döngüsü için önemli bir yer tuttuğu anlayışı üzerineydi (Mishkin 2011: 2-3). Dolayısıyla kriz öncesinde fiyat istikrarının makroekonomik istikrar için yeterli olduğu ve merkez bankalarının kısa vadede enflasyonu kontrol altına alabildiklerinde, ekonomi politikalarının büyük ölçüde iyi bir performans göstereceği görüşü mevcuttu. Bu görüş, fiyat istikrarının makroekonomik istikrar için en büyük katkıyı sağlayacağını ifade etmekteydi (Borio 2011: 2). Ancak merkez bankalarının bu görüşü, son zamanlarda finansal piyasalarda yaşanan gelişmeler ile değişmiştir. Küresel kriz ile birlikte, finansal istikrar merkez bankalarının para politikası gündeminin üst sıralarına yerleşmiş, ayrıca politika amaçları doğrultusunda fiyat istikrarı ile finansal istikrarın birbirlerinden ayıramayacağı fikri merkez bankalarınca benimsenmiştir (TCMB 2013a: 8).

### 1.2.2. Finansal İstikrar

Finansal sistem, verimli yatırım imkânları olan kişilere veya şirketlere etkili bir şekilde fon aktarma işlevi görmektedir (Mishkin 2009: 3). Tüketebileceğinden daha fazla para elde eden tarafın fonları, kazandığından daha fazla fona ihtiyacı olan tarafa taşınarak, finansal piyasalarda fon arz ve talebi karşılanmaktadır (Yalta 2011: 51). Finansal piyasalardaki bu taşıma işlemini finansal kurumlar yapmaktadır. Finansal kurumlar; tasarruf fazlası kesimlerde biriken fonları alarak, ihtiyaç duyan kesimlere aktaran araçlardır. Fonlar özel şirketlere, kamu sektörüne ve tüketicilere kredi olarak aktarılmaktadır (Özatay 2011a: 285).

Finansal istikrar kavramında ise istikrarsızlıktan kriz sürecine geçişlerin tam olarak tespit edilememesinden dolayı, genel olarak geçerli sayılabilecek ortak bir tanım yapılamamıştır (Akyol, Varlık 2010: 153). Ayrıca finansal istikrarda somut veriler ile ölçüm yapmak kolay değildir (Kara 2012: 14). Bu nedenlerden dolayı birden çok finansal istikrar tanımlaması mevcuttur. Örneğin birkaç tanım incelenirse; finansal istikrar, tüm konjonktürlerde ekonominin mevcut ve ilerdeki büyümesine yönelik istenmeyen etkilerin yaşanmadığı, finansal sistemde şiddetli bir iflasın meydana gelmediği ve de şoklara karşı ekonomide sağlam bir yapının olduğu sistemi ifade etmektedir (Doğru vd. 2012: 384). Finansal istikrar, finansal sistemde meydana gelebilecek dengesizliklerin, finansal sistemi veya ekonomik süreçleri tehdit etmeden önce engellenebilmesiyle ilişkili olan bir kavramdır (Schinasi 2004: 6). Crockett (1997: 9-10)'a göre de finansal piyasalarda istikrar kavramı, ekonomik zararlara neden olan fiyat hareketlerinin oluşmaması anlamına gelmektedir. Finansal kurumlarda istikrar ise, ekonomik zarara neden olma potansiyeline sahip gerginliklerin bulunmaması durumudur.

Finansal istikrar tanımı çeşitli karmaşıklıklar içermektedir. Bu durumun sebebini Schinasi (2004: 11-12) maddeler ile açıklamıştır:

- Finansal istikrarda yaşanan gelişmeler, tek bir niceliksel göstergede özetlenemez. Bu açıdan fiyat istikrarı ile karşılaştırıldığında, finansal istikrar için kesin bir ölçüm birimi mevcut değildir. Bu durum, mali kurumların kararlılığı ve esnekliği ile ilgili olarak finansal istikrarın çok yönlü olduğunu göstermektedir.

- Finansal istikrardaki gelişmelerin tahmin edilmesi zordur. Bunun sebebi finansal istikrarın gelecekteki bozuklukları ortaya çıkartabilecek risklere ve zayıf noktalara bağlı olmasıdır. Yani finansal istikrar kavramı sadece o dönem ortaya çıkan bozuklukları kapsamamaktadır. Dolayısıyla finans unsurlarının bulaşıcı etkileri ve doğrusal olmayışı gibi nedenlerle finansal krizlerin de önceden tahmin edilmesi güçtür.

- Finansal istikrarda yaşanan gelişmeler sadece kısmen kontrol edilebilir. Finansal istikrarın korunması için kullanılan politika araçlarının finansal istikrar üzerindeki etkisi daha çok dolaylıdır. Bu araçların hedefleri mevduat sahiplerinin çıkarlarının korunması, fiyat istikrarının sağlanması ve finansal işlemlerin hızlı bir şekilde çözüme kavuşturulması olup, bazı durumlarda politika araçları bu hedeflerle çatışabilmektedir. Ayrıca finansal istikrardaki gelişmeler dışsal şoklara yani; piyasa duyarlılığındaki ani dalgalanmalara karşı oldukça duyarlıdır; bu durum finansal istikrarın kontrol edilebilirliğini daha da sınırlamaktadır.

- Finansal istikrarını hedefleyen politikalar çoğunlukla esneklik ve verimlilik arasında bir tercihi içerir. Bu tercihe karar vermek kolay değildir. Örneğin ihtiyatlı politikalar alanında yüksek ödeme yükümlülükleri, bir bankanın negatif bir şokun emilememe riskini azaltırken, sermaye maliyetleri yaratacak, yatırım fırsatlarını da azaltacaktır.

- Finansal istikrar için politika gereksinimlerinde zaman tutarsızlığı olabilir. Finansal istikrarı sürdürmek için bazı politika araçları, piyasa güçlerini sınırladığı için, kısa vadeli istikrar kazanımı uzun vadeli istikrar kaybı pahasına elde edilebilir. Özellikle son borç verme merci finansmanının sağlanması ya da mevduat sigortası gibi önlemler piyasa disiplinini zayıflatabilir, bu durum ahlaki tehlike ya da ters seçim yaratabilmektedir.

Sağlıklı bir finansal sistem, problemlerin sistem genelinde risklere dönüşmesini önleyerek, düzeltici ve piyasayı disipline eden mekanizmalar yoluyla kısmen gerçekleşir (Schinasi 2004: 6-7). Çünkü finans sektörünün sağlam olduğu bir ekonomide, şokların yansımaları en çok mali dalgalanmalara sebep olabileceken, finans sektörünün sağlam olmaması durumunda, bu sektörde meydana gelebilecek bir şokun yansımaları krize neden olabilmektedir (Doğru vd. 2012: 384). Bu

kapsamda finansal istikrarsızlık ise finansal piyasalarda önemli boyutta oynaklıkların yaşanması durumudur (Doğan, Tunalı 2011: 58). Finansal istikrarsızlık sonucunda genel olarak reel gelirden ani düşüşler ve finansal varlıkların değerinde aşırı dalgalanmalar meydana gelmektedir (Sezgin, Darıcı 2009: 17-18). Özatay (2011: 290) 'a göre de bir ekonomide finansal sistem eksik çalışıyorsa zamanla finansal şirketler de sağlığını kaybetmekte, ekonomide bozulmalar başlamaktadır. Bu durum bir ekonomide finansal sektörün sağlığının önemini vurgulamaktadır. Ayrıca finansal piyasaların olmadığı veya iyi çalışmadığı bir ekonomide yeni yatırımlar teşvik edilemez. Bu açıdan finansal piyasalara ekonomide verimlilik sağlamak amacıyla ihtiyaç duyulmaktadır (Yalta 2011: 51). Finansal sistemin çalışmasını önleyici en önemli unsur ise asimetrik bilgi sorunudur. Finansal piyasalar ve kurumlar çok sayıda bilgiye ulaşırlar da, bu bilgilerin bazıları asimetrik niteliktedir. Asimetrik bilgiye göre, finansal sözleşmenin bir tarafı (genellikle borç veren), diğer tarafa (genellikle borçluya) kıyasla daha az doğru bilgiye sahiptir. Ancak bankalar ve diğer finansal araçlar, müşterileri ile uzun vadeli ilişkilere sahip olma eğiliminde oldukları için bilgi asimetrisinin azaltılmasına yardımcı olmuşlardır (Mishkin 2009: 3).

Uluslararası sermaye akışı, genellikle tasarrufların ve yatırımların verimli bir şekilde tahsis edilebilmesi açısından faydalı olmakta ancak bir yandan da ulusal ekonomik politikaları baltalamaya ve finansal sistemlerin dengesini bozmaya yönelik istikrarsız koşullar yaratabilmektedir. Ayrıca finansal işlem hacmindeki büyüme ve artan sermaye piyasalarının entegrasyonu, finansal sektördeki kurumları giderek birbirine bağımlı hale getirmiş ve sistemik risk konusunu ön plana taşımıştır (Crockett 1997: 7). Finansal sistemde yaşanan bu gelişmeler, 1970'li yıllarda finansal istikrar kavramını önemli bir hale getirmiştir (Tiryaki 2012: 1). Son yıllarda finansal sistemde yaşanan gelişmeler ise finansal istikrar kavramının önemini daha da arttırmıştır. Son yıllardaki bu artışın sebepleri finansal işlemlerin hacminin süratle genişlemesi, finansal araçların yapısındaki değişimler ve en önemlisi finansal sistemde oluşan sorunların neden olduğu ve büyük maliyet yaratan küresel krizdir (Sezgin, Darıcı 2009: 16-17). Ortaya çıkan bu küresel kriz ile meydana gelen ciddi resesyona, merkez bankalarının para politikası aktarım mekanizmasının işleyişini sağlamak ve sürdürmek için finansal istikrara yönelmelerine neden olmuştur (Collignon vd. 2012: 5). Bu kapsamda yaşanan krizin ardından finansal istikrarın

önemi bir kez daha anlaşılması, finansal sistemde meydana gelen sorunları engellemek merkez bankalarının fiyat istikrarıyla birlikte temel amacı olmuştur (Özatay 2011a: 281).

Sonuç olarak finansal istikrar kavramı, krizden önce daha çok mikro ihtiyati açıdan değerlendirilirken, kriz sırasında yaşanan olaylarla bu kavramın büyük oranda makro-ihtiyati ya da sistemik bir boyutunun var olduğu görülmüştür (TCMB 2016a: 60). Ayrıca finansal istikrar öğelerinin elde edilmesi ve korunmasının merkez bankası ve düzenleyici ve denetleyici kurumlardan meydana gelen operasyonel yapıdan ayrı tutulmaması gerektiği gözlemlenmiştir (Tiryaki 2012: 23).





## İKİNCİ BÖLÜM

### PARA POLİTİKASI ARAÇLARI

Merkez bankaları, sahip oldukları politika araçlarını kullanarak enflasyon oranı, işsizlik düzeyi, büyüme oranı gibi nihai değişkenleri etkileyip para politikasını yürütmeyi amaçlamakta ve bu doğrultuda nihai hedef olarak fiyat istikrarını benimsemektedirler (Manap 2018: 18). Ancak enflasyon oranı gibi nihai değişkenler merkez bankaları tarafından doğrudan kontrol edilememektedir. Bu durum iki aşamalı bir politika sürecinin uygulanmasına neden olmuştur. İki aşamalı süreç, para politikası araçlarıyla nihai değişkenler arasındaki ilişkinin operasyonel ve ara hedef değişkenleri aracılığıyla yürütülmesine dayanmaktadır. Bu süreçte göre; ilk aşamada nihai amaç değişkeni için bir hedef belirlenmektedir. İkinci aşamada ise bir değişken ara hedef olarak seçilmektedir. Merkez bankaları bu belirlenen ara hedefi, artık nihai bir amaç değişkeniymiş gibi kabul etmekte ve bu doğrultuda uygun araçlar ile hedeflenen para politikasını yürütmektedirler. Böylece doğrudan kontrol altına alınabilen politika araçlarından nihai hedeflere doğru bir etki zinciri oluşturulmaktadır (Telatar 2002: 22-23). Bu sayede de para politikasının daha etkin çalışması sağlanmaktadır.

Ara hedefler, doğrudan merkez bankalarının kontrolünde olmayan değişkenler olup, para politikası araçları ile nihai hedefler arasında yer almaktadır (Aktan vd. 1998: 8). Ara hedef değişkenleri seçilirken bu değişkenlerden nihai hedef değişkeni etkileme gücü en yüksek olan değişkenin belirlenmesine özen gösterilmektedir. Bu yolla en güçlü şekilde enflasyonu etkileyecek değişkenin doğru bir biçimde seçilmesi sağlanacaktır (Manap 2018: 22). Dolayısıyla ara hedefler, bir politika aracı yada amaç değişkeni niteliğinde olmayıp, iki aşamalı bir politika sürecinde bir bakıma faaliyet rehberi olarak kullanılmaktadırlar. Ayrıca bir merkez bankası izlediği para politikasının, reel ekonomik faaliyetler üzerinde yarattığı etkileri rahatlıkla öngöremeyebilir (Telatar 2002: 22-25). Bu noktada ara hedefler ile merkez bankası, politika araçlarının makro ekonomik hedefler üzerinde istenmeyen etkiler oluşturup oluşturmadığı hakkında bilgi edinebilmektedir. (Aktan vd. 1998: 8).

Operasyonel hedefler ise merkez bankalarının politika araçlarını kullanarak doğrudan etkileyebildiği büyüklüklerdir. Merkez bankaları para politikası uygulama

sürecinde politika araçlarıyla ara hedefler arasında bulunan operasyonel hedefleri kullanarak, ara hedeflere ulaşmayı hedeflemektedirler (Aktan vd. 1998: 9).

Tablo 2.1’de para politikası uygulama sürecinde kullanılan ara hedefler ve operasyonel hedefler yer almaktadır. Buna göre merkez bankası tarafından belirlenen ara hedefler faiz oranları ve parasal büyüklüklerdir. Operasyonel hedef değişkenleri ise, tabloda yer verildiği üzere genellikle gecelik faiz oranları ve bankaların rezerv büyüklükleridir.

**Tablo 2.1. Ara Hedefler ve Operasyonel Hedefler**

<b>Politika Araçları</b>	<b>Operasyonel Hedefler</b>	<b>Ara Hedefler</b>
Açık Piyasa İşlemleri	İnterbank Faiz Oranı	Kısa ve Uzun Vadeli Faiz Oranları
Reeskont Politikası	Diğer Kısa Vadeli Faiz Oranları	Parasal Büyüklükler
Zorunlu Karşılıklar ve Diğer Araçlar	Rezerv Büyüklükleri	Kredi Büyüklükleri

Kaynak: Aktan vd. 1998: 10.

## **2.1. Geleneksel Para Politikası Araçları**

Merkez bankaları, geleneksel para politikası araçlarını kullanarak ekonomiyi parasal aktarım mekanizması vasıtasıyla etkilemektedirler. Ekonomik büyüme dönemlerinde oluşan enflasyon tehdidiyle karşı karşıya kalındığında merkez bankaları, para piyasası fonksiyonlarının etkinliğini sağlamak amacıyla geleneksel para politikası aracı olan faiz oranlarını arttırmakta, ekonomik büyüme oranlarında düşüşler yaşandığı ve resesyona ortaya çıktığı dönemlerde ise faiz oranlarını düşürerek ekonomiyi canlandırmayı amaçlamaktadırlar (Tunalı, Yalçınkaya 2016: 62). Bu kapsamda merkez bankaları para tabanını etkileyerek para arzını yada faiz oranını ekonominin ihtiyaçlarını karşılamak için değiştirmekte ve bu yönde dolaysız ve dolaylı geleneksel politika araçlarını kullanarak para politikasını yürütmektedirler

(Eroğlu 2004: 158). Geleneksel politika araçları dolaysız ve dolaylı olmak üzere iki başlık altında incelenecektir.

### **2.1.1. Dolaysız (Özel) Para Politikası Araçları**

Merkez bankalarının politika uygulamalarını piyasaların inisiyatifine göre değil de, yasal düzenlemeler aracılığıyla doğrudan müdahale ederek gerçekleştirdiği araçlardır (Akçay 1997: 13). Dolaysız araçların kullanımı eskiye dayanmakta olup, çoğu ekonomide bu araçlar yoğun bir şekilde kullanılmıştır. Fakat zamanla makro ekonomi politikasında para arzının denetiminin ön plana çıkması, finansal piyasaların gelişmesi ve sermaye hareketlerinin artması birçok ülkenin 1970’li yılların sonlarına doğru bu dolaysız politika araçlarını kullanmamasına, onların yerine dolaylı araçlara yönelmelerine neden olmuştur (Oktay 2006: 281; Önder 2005: 56).

#### **2.1.1.1. Kredi Tavanı Kontrolleri**

Merkez bankalarının özellikle banka kredilerine üst tavan getirerek uyguladığı politika aracıdır (Parasız 2011: 276). Eğer ekonomide kredi miktarı sınırlandırılmak isteniyorsa, bankaların belli bir seviyenin üzerinde kredi vermelerine yasak konabilir. Bu uygulama kaydı para arzını sınırlamaktadır (Unay 1999: 265). Bir sektör desteklenmek isteniyorsa da bu sektöre verilen kredi tavanları yüksek tutularak, kredilerin bu sektöre akışı sağlanabilmektedir. Bu politika aracıyla asıl hedeflenen de budur (Koçyiğit 2009: 12). Aynı zamanda bu araca merkez bankaları bir sektörü desteklemek yada sınırlamak dışında tüm parasal genişlemeyi frenlemek amacıyla da başvurabilirler (Güneş 1990: 23). Ayrıca kredi genişlemesinin sebep olduğu talep fazlası, kredi tavanı sınırlamasıyla bir miktar önlenabilir, böylece oluşan enflasyonist baskının da etkisi azaltılabilir. Bir yandan da bu aracın kredi olanağını azaltması, faizleri arttırarak kredi talebinin daha da düşmesine de yardımcı olmaktadır (Eğilmez, 2012).

#### **2.1.1.2. Faiz Oranı Kontrolleri**

Bankaların ve banka dışı mali kuruluşların mevduat ve kredi faiz oranlarına merkez bankaları tarafından sınırlamalar konulabilmektedir. Bu uygulama ile amaçlanan, desteklenen sektörlere verilecek kredilerin faiz oranlarının düşük

tutulması, istenilen sektörlere kaynakların aktarılması ve de farklı sektörler için farklı faiz oranları uygulanmasıdır (Akçay 1997: 13).

### **2.1.1.3. Farklılaştırılmış Reeskont Kotaları**

Bankalar merkez bankalarına iskonto ettirmek için senetler getirdiğinde, merkez bankaları bu senetlere farklı reeskont oranları uygulayabilirler. Bu uygulama senetlerin düzenleniş amaçlarına göre yapılmaktadır. Farklı reeskont oranlarının uygulanmasıyla, bazı sektörlerin kredilendirilmesini sağlamak ve kaynakların bu sektörlerle daha kolay aktarılmasının önü açılarak, desteklenmesi istenen sektörlerin büyümesi amaçlanmaktadır (Akdiş 1996: 86-87). Mesela, tarım sektörüne daha çok kaynak aktarılmak isteniyorsa, tarım kredisi açan bankaların reeskont oranları düşük tutularak bu amaca ulaşılabilir (Akçay 1997: 14).

### **2.1.1.4. Disponibilite Uygulaması**

Bankaların ve banka dışı mali kuruluşların hükümet yada para otoritesi tarafından ellerindeki fonların belirli bir miktarını nakit veya benzeri menkul kıymet olarak merkez bankalarında tutmaya zorlandığı dolaysız politika aracıdır (Koçyiğit 2009: 13). Bu bakımdan bu aracın, bankaların likiditesini düzenleyen zorunlu bir uygulama olduğu söylenebilir (Parasız 2011: 277). Disponibilite uygulaması ile hedeflenen, para arzının kontrol altına alınabilmesidir. Ayrıca bu araç, her iki para politikasına uygun bir araç olma özelliğine sahiptir. Şöyle ki, bu uygulama bankalarda tutulan pasiflerin tamamını kapsayacak bir biçimde uygulandığında dolaysız bir araç niteliğinde olurken, bankalarda tutulan pasiflerin bir kısmını kapsayacak bir biçimde uygulanması durumunda ise, dolaylı bir araç özelliği taşımaktadır (Koçyiğit 2009: 13).

### **2.1.1.5. Finansal Araçların Portföylerinin Yeniden Düzenlenmesi**

Merkez bankaları, banka ve banka dışı finans kurumlarının satın alacakları menkul kıymetlerin, faaliyet alanlarından hangilerine ait olacağına ya da miktarının ne oranda olacağına karar verebilirler (Parasız 1994: 306). Bu sayede merkez bankaları, bu finans kurumlarının portföylerindeki menkul kıymetlerin bileşimini etkileyerek bu kuruluşların fonlarını, iktisadi büyümeye katkı sağlayan sektörlerle aktarabilirler (Önder 2005: 64).

#### **2.1.1.6. Hisse Senedi ve Tahvil Alımına Yönelik Kredilerin Kontrolü**

Para otoriteleri hisse senedi veya tahvil alınması halinde, bu senetlerin asgari ödeme miktarlarını tespit ederek, tasarrufların yönelebileceği birtakım işlemleri yada faaliyet alanlarını sınırlayabilir yada destekleyebilirler (Akdiş 1996: 88).

#### **2.1.1.7. Merkez Bankalarının Moral Takviyesi**

Merkez bankaları, sebeplerini belirtmek suretiyle, bazen mevduat bankalarına kredilerini arttırması yada azaltması için telkinde bulunabilirler (Keyder 2003: 90). Böylece merkez bankaları ikna gücü ile eflasyon yada deflasyon dönemlerinde ödünç alma ve ödünç verme işlemlerini yönlendirebilirler. Öyle ki, eflasyon oranlarının yüksek olduğu bir zaman diliminde toplam talebin kontrol edilebilmesi amacıyla, ödünç verilebilir fonlarını kısımları için finans kuruluşları ikna edilebilir (Eroğlu 2004: 169).

#### **2.1.1.8. Tüketici Kredilerinin Kontrolü**

Merkez bankaları ya da hükümetlerin bazı kredileri yönlendirebilmelerine olanak veren bir uygulamadır (Unay 1999: 265). Merkez bankaları, başta konut olmak üzere dayanıklı tüketim mallarının talebini etkileyebilmek için bu alanda verilecek kredilerin miktar ve vadesinde değişiklikler yapabilir, teşvik edilecek sektörler için orta ve uzun vadeli kredi olanaklarını artırabilir. Bu uygulamayı banka kredilerinin miktar, vade ve faiz oranları bakımından kullanan merkez bankaları, bu sayede çeşitli sektörlerde ekonomik faaliyetleri özendirilmekte yada sınırlayabilmektedirler (Eroğlu 2004: 170).

#### **2.1.1.9. Asgari Ödeme Oranı**

Çoğunlukla sermaye piyasalarının gelişmiş olduğu ekonomilerde daha çok önemli olan bu araç, borçlanma ile alımlarda, toplam değer in asgari ödeme oranı ile çarpılmasıyla hesaplanan bölümünün menkul kıymet yatırımcılarının kendi imkanlarıyla ödenmesini istenen, geri kalan bölümünün de banka kredisiyle karşılanmasını kapsayan bir uygulamadır. Asgari ödeme oranındaki değişiklikler, menkul kıymetler borsasına yönelen kredi miktarını ve menkul kıymetler piyasa

fiyatlarını etkileyebilir (Keyder 2003: 92). Bu açıdan asgari ödeme oranında yapılacak değişiklikler, genişletici para politikası kapsamında bu oranın azaltılması, daraltıcı para politikası için de arttırılması şeklinde olmalıdır (Parasız 2009: 372).

#### **2.1.1.10. Özel Mevduatlar**

Bankalarca yatırılması zorunlu olan mevduatların, merkez bankasında tutulmasıyla para arzını kontrol etmeye olanak veren araçlardır. İthalat teminatlarının özel mevduatlara en iyi örnek olduğu söylenebilir. Para arzının giderek artması durumunda merkez bankası etkin bir politika aracı olarak ithalat teminatı uygulamasına yönelebilir; çünkü, ithalat oranlarının giderek yükseldiği bir ortamda kur ve vergi politikaları yeterli olamayabilir. İthalat teminatları kapsamında İngiltere Merkez Bankası (BOE) 1958 yılında birtakım mevduatların kendisinde toplanmasına karar vermiş, ardından da bu uygulamanın Londra ve İskoç takas bankaları ile beraber diğer finans kuruluşlarına yönelik yaygınlaştırılması için çalışmıştır. BOE’de özel bir mevduat olarak yer alacak olan bu hesaplar, bir önceki haftanın hazine tahvil faiz oranı kadar da getiri sağlayacaktır. Bu uygulama ile, merkez bankasının API’ye gerek kalmadan serbest karşılıklarını, aşağı yada yukarı yönde piyasa şartları uygun olmasa dahi ayarlayabilmesi hedeflenmiştir (Güneş 1990: 21).

#### **2.1.2. Dolaylı (Genel) Para Politikası Araçları**

Merkez bankalarının piyasalara aracı gibi girip işlem yapmalarına ve inisiyatifin piyasalarda olmasına imkan veren ve de etkileri ekonominin genelinde hissedilen para politikası araçlarıdır (Akçay 1997: 17; Eroğlu 2004: 158).

##### **2.1.2.1. Açık Piyasa İşlemleri**

Merkez bankalarının dolaşımdaki para miktarını kontrol edebilmek amacıyla hazine, bono ve tahviller ile, özel sektöre ait birtakım tahvil ve senetleri alma ve satma işlemlerine denmektedir (Parasız 2009: 353). Merkez bankaları açık piyasa işlemleriyle piyasadaki likiditeyi ve kısa dönem dalgalanmaları kontrol altına alarak piyasaya likidite sağlamak veya fazla likiditeyi çekebilmektedir. Merkez bankaları bu işlemi açık piyasada repo, ters repo, doğrudan alım ve satım işlemleri ile yapmaktadır (Erçel, 1996). Açık piyasa işlemleri (API) bakımından en çok kullanılan işlemler ise repo ve ters repodur.

Repo; piyasadaki likidite sıkışıklığını engellemek amacıyla, merkez bankalarının yöneldiği temel araçtır. Bu uygulamada öncelikli olarak, merkez bankaları geri satmak vaadiyle bankadan menkul kıymet almakta, banka da geri almak vaadiyle bu satışı yapmaktadır. Böylece merkez bankaları ilk aşamada, geçici olarak satın aldığı tahvil karşılığında o bankaya fon aktarmakta ve bu sayede de bankacılık sisteminin likiditesi artmaktadır. İkinci aşamada ise geri satın alma vaadiyle banka, satmış olduğu tahvili merkez bankalarından satın almakta ve böylece sisteme giden likidite yeniden merkez bankalarına gelmektedir. Bu işlem sonunda, sistemin likidite ihtiyacı giderilmektedir. Ters repo işleminde ise, sistemden geçici olarak likidite çekmek hedeflenmektedir. Bu sebeple ilk safhada merkez bankaları, geri alma vaadi ile bankalara tahvil satmakta, karşılığında bankalar merkez bankalarına fon aktarmakta, bu sayede sistemden likidite çekilmiş olmaktadır. Ters repo işleminin ikinci safhasında ise, merkez bankaları tahvilleri bankalardan geri satın almaktadır. Bu işlem ile ilk aşamada sistemden çekilmiş olan likidite yeniden sisteme dönmektedir. Dolayısıyla ters repo işleminin, reponun tam tersi bir işlem olduğu söylenebilir (Özatay 2011a: 431).

APİ defansif ve ofansif amaçlar ile yapılmaktadır (Parasız 1994: 297) :

- Defansif açık piyasa işlemi; parasal tabanda istenmeyen oranda değişiklikler yaşanır, bu duruma neden olan faktörlere karşı merkez bankalarının savunma yapmak için uyguladığı açık piyasa işlemidir.

- Ofansif veya dinamik açık piyasa işlemi; herhangi bir tehdit yokken, merkez bankalarının parasal tabanı değiştirmeye yönelik açık piyasa işlemlerini uygulamasıdır.

Açık piyasa işlemlerinin avantajları aşağıdaki gibi sayılabilir (Akçay 1997: 21, Doğru 2012: 57, Koçyiğit 2009: 22, Önder 2005: 72-73, Parasız 2009: 354, Paya 2013: 181-183).

- Açık piyasa işlemleri herkese açıktır ve bu yönü ile merkez bankaları tarafından uygulanan diğer politika araçlarından farklıdır.

- APİ bütünüyle merkez bankalarının kontrolündedir. Merkez bankaları APİ ile, piyasadaki işlem hacminin tamamını denetleme imkanına sahiptir. Bu açıdan bu politika aracı reeskont uygulamasından farklıdır.

- Merkez bankaları APİ ile parasal tabanının boyutunu belirlemeye yönelik olarak istediği oranda tahvil alım ve satımı yapabilir.

- APİ kapsamlı bürokrasi gerektirmez, uygulanması kolaydır.

- Açık piyasa işlemlerinde, hataların anında düzeltilebilme imkanı vardır. Örneğin, para arzının aşırı büyüdüğü bir dönemde, merkez bankaları bu duruma açık piyasa işlemlerinin çok yapılmasının neden olduğunu varsayıyorsa hemen satış işlemleri yapabilir, gereken düzeltme ve ayarlamaları gerçekleştirebilir. Bu bakımdan açık piyasa işlemlerinin esnek bir politika aracı olduğu söylenebilir. Öyle ki APİ, rahatlıkla ters çevrilebilmekte, parasal tabanda küçük oranlarda ayarlamalar yapabileceği imkanı vermektedir. Şöyle ki; saat 10'da tahvil satın alan bir merkez bankası, aynı tahvilin satışını saat 11'de yapabilir. APİ dışında başka bir araç bu derece hızlı ve rahatça tersine çevrilememektedir.

- APİ, ihtiyaç durumunda çok küçük de olsa alım ve satım yapmaya olanak vermektedir.

- Bu politika aracı ekonomik birimlerin beklentilerini etkileyebilmektedir. Ekonomik birimler, merkez bankaları tarafından büyük miktarda alımlar yapıldığında, bu büyük alımları parasal gevşeme olarak görüp, bu durumun süreceğini düşünerek geleceğe yönelik beklentiler oluştururlar. Daha çok yatırım kararlarını etkileyen bu durum, faiz oranlarının düşmesine yol açacak, düşük faizler ise yatırım faaliyetlerini olumlu yönde etkileyecektir.

- APİ, birçok araca kıyasla özellikle finans piyasalarında rekabetin oluşturulması ve arttırılması açısından oldukça uygun bir araçtır.

APİ işlemlerinin ilk etkisinin sermaye piyasasının yoğunlaştığı alanlarda gerçekleşmesi ise bu aracın en sakıncalı tarafıdır. Çünkü bu işlemin etkisinin ülkenin tamamına yayılması zaman alabilir (Parasız 2009: 354). Açık piyasa işlemlerinin kısa bir sürede etkili olabilmesi için gerekenler; piyasalarda yeterli finansal derinlik, devlete ait menkul kıymetlerin alınıp satıldığı gelişmiş bir piyasa ve ikincil piyasalardır. Öyle ki bir merkez bankasının piyasada bu ön şartlar olmadan alım ve satım işlemi yapması, fiyat istikrarsızlığı yaratabilmektedir (Doğru 2012: 57-58).



Merkez bankaları APİ'den önce piyasalardaki para miktarını daha çok reeskont politikalarıyla ayarlamaktaydılar. APİ, bir para politikası aracı olarak uygulanmaya, 1920'li yıllarda yalnızca fon sağlamak amacıyla özellikle İngiltere ve ABD kamu kesimine yapılan tahvil ve bono satışlarının, para miktarı üzerinde oldukça etkili olduğunun anlaşılmasıyla başlanmıştır (Paya 2013: 182). Türkiye'de ise APİ yapma yetkisi, TCMB Kanununun yürürlüğe konmasıyla merkez bankasına 1970 yılında tanınmıştır (TCMB 2012a: 3). Ancak TCMB açık piyasa işlemlerini aktif olarak kullanmaya 1987 yılında başlamıştır. APİ'nin yetki verildiği tarihten daha sonra kullanılmasının sebebi ise para ve sermaye piyasalarının yeterince gelişmemesidir (Parasız 2009: 354).

TCMB'nin hedeflenen kısa vadeli faiz oranlarına ulaşmak ve finansal piyasalardaki likiditeyi düzenlemek için kullandığı APİ, TCMB Kanunu'nun 52. ve 56. maddeleri ile belirlenmiştir (TCMB). Merkez bankası, bankaların likidite ihtiyacını uzun vadede karşılamak için haftalık repo işlemleri gerçekleştirmektedir. TCMB'den haftalık fon talep eden bankalar, ellerindeki tahvilleri TCMB'ye vermekte, karşılığında para alıp buna faiz ödemektedirler (Eğilmez, 2012).

#### **2.1.2.2. Reeskont Politikası**

Bankaların likidite sağlamak amacıyla iskonto ettikleri senetleri, yani vadesinden önce paraya dönüştürdükleri senetleri, merkez bankasında yeniden iskonto ettirmelerine reeskont işlemi denmektedir (Eroğlu 2004: 162-163). Bankalar ellerindeki ticari senetleri, iskonto ettirerek rezervlerini arttırabilir, merkez bankaları da reeskont oranlarında değişiklikler yaparak bankaların bu işlemlerini sınırlandırabilir veya destekleyebilir. Böylece reeskont politikası bankaların rezervlerini etkileyebilmekte, kaydi para yaratmasına imkân vermektedir (Parasız 2009: 355).

Merkez bankaları, reeskont faiziyle oynayarak ekonominin likiditesini ayarlayabilirler (Özatay 2011a: 434). Bu açıdan bir ekonomide likidite sıkıntısı olduğunda reeskont uygulamasının önemi artmaktadır. Likidite ihtiyacı olduğunda, merkez bankalarının reeskont oranlarını düşürmesi bankaların daha fazla kredi talep etmelerine, dolayısıyla iskonto oranlarının düşmesine ve faizin ucuzlaşmasına neden olmaktadır. Bu sayede para arzını genişleten bir etki yaratılabilir. Bu etki merkez bankası kaynaklarının piyasaya akışını hızlandırır. Likidite fazlasında

ise tam tersi bir işleyiş olacaktır (Serin 1987: 19-20). Yani; bir merkez bankası, ekonomik durumu canlandırmayı yada kısıtlamayı arzu ederse bu uygulamayı tercih edebilir (Paya 2013: 184).

Reeskont işlemlerinin iki ana çeşidi bulunmaktadır. İlki merkez bankaları tarafından bankacılık sistemine açılan krediler olarak adlandırılan reeskont kredileridir. Reeskont faiz oranı ise bu reeskont kredileri için merkez bankalarının uyguladığı faiz oranıdır. Merkez bankaları bankalara sağladığı reeskont kredisinin faizinde ayarlamalar yaparak, sistemin toplam parasal tabanını etkileyebilme imkanına sahiptir (Doğru 2012: 58). Ayrıca merkez bankalarının iskonto ettikleri senetlerin faiz oranı düzeyini değiştirmesi, kısa dönem faiz oranlarını etkileyebilmektedir. Bu açıdan reeskont politikasının fiyat ve miktar etkisinin olduğu söylenebilir (Koçyiğit 2009: 32) Reeskont işlemlerinin ikincisi ise avanslardır. Avanslarda bankalara senetler karşılığı iskonto yapılmadan belli bir faiz karşılığında kredi verilmektedir. Bu noktada avanslar maddi bir teminatın ipoteği karşılığında verilen kredilerdir (Paya 2013: 184).

Reeskont işlemleri geniş bir yelpazede ve farklı amaçlar ile uygulanmaktadır. Reeskont uygulamasının öncelikli amacı, bankaların nakit ihtiyaçlarını temin ederek, bankacılık sisteminde oluşabilecek nakit sıkışıklığının ciddi finansal krizlere dönüşmesine engel olmaktır (Paya 2013: 184). Diğer bir amacı ise merkez bankalarının finans sektörüne yönelik olarak son ödünç verme merci işlevini sağlamasıdır (Önder 2005: 80).

Reeskont politikasının olumsuz yanları aşağıdaki gibi sıralanabilir (Unay 1999: 264, Yalta 2011: 91-92, Parasız 1994: 300- 301, Parasız 2009: 355) :

- API kadar etkili bir araç değildir .
- Ayrıca Reeskont politikası API'e kıyasla hızlı bir politika aracı olmadığı gibi bütünüyle merkez bankalarının kontrolünde de değildir. Merkez bankaları reeskont oranını indirse dahi bankalar borçlanmayı tercih etmeyebilirler.
- Monetaristlere göre, merkez bankalarının piyasada, istedikleri doğrultuda banka rezervlerini kontrol edebilmesi için API'yi kullanmaları yeterli olacaktır. Bu sebeple reeskont işlemleri onlara göre gereksiz bir uygulamadır.

- Bekleyiş veya Beyan Etkisi: Merkez bankalarının reeskont oranında değişiklik yapması halkın bekleyişlerini farklı şekilde etkileyebilmektedir. Şöyle ki reeskont oranında yapılan değişiklikler ilan edildiğinde finansal kesimlerde bu durum merkez bankasının çok kısa bir zaman içinde daha güçlü farklı araçları kullanacağına ilişkin bir uyarı yapabilir. Böyle bir ortamda borç alanlar eğer faiz oranlarının yükseleceğini düşünürlerse, kendi yatırım planlarını tekrardan gözden geçirirken, borç verenler ise bu beklenti ile borç vermeyi azaltabilirler. Böylece kredi arzının ve kredi talebinin azalmasına neden olan reeskont oranındaki bir artış, bu durumda yatırımların azalmasına yol açmaktadır.

- Maliyet etkisi: Merkez bankaları reeskont oranında değişiklik yapabilirler. Bankaların merkez bankasından borçlanma maliyetini etkileyen bu durum piyasa faizi ile reeskont oranı arasındaki farkı değiştirmektedir. Bu değişim reeskont kredilerinin miktarının ve para arzının oynaklığının artmasına neden olmaktadır.

Reeskont politikası daha çok finans piyasalarının derinleşmediği ekonomilerde uygulanan bir araçtır (Koçyiğit 2009: 32). Aslında hem gelişmiş ekonomilerde hem de gelişmekte olan ekonomilerde reeskont haddi tek başına kullanıldığı zaman çoğunlukla verimli bir araç olmamıştır. Öyle ki gelişmiş ekonomilerde açık piyasa işlemleriyle beraber uygulandığında bu politikanın verimlilik açısından katkısı bulunmaktadır (Hiç 1994: 45). Ayrıca gelişmiş ülkelerde reeskont oranının psikolojik önemi vardır. Az gelişmiş ekonomilerdeyse para ve sermaye piyasalarındaki faiz hadleri, merkez bankalarının iskonto hadleri karşısında çok duyarlı değildir (Serin 1987: 20).

Reeskont uygulaması, para-menkul kıymet piyasalarının henüz gelişmediği 1980'li yıllardan önce birçok merkez bankasının önde gelen para politika araçlarındandı. Fakat daha sonra piyasaların gelişmesi, modern merkez bankacılığı anlayışı ve açık piyasa işlemlerinin daha çok kullanılabilir olması reeskont politikasının merkez bankalarınca çok fazla tercih edilmemesine sebep olmuştur (Önder 2005: 80). Finansal kriz döneminde ise merkez bankalarının birçoğu kredi piyasasının çalışmasını sağlamak için bu uygulamayı kullanmaya başlamıştır (Özatay 2011a: 434).

Türkiye’de ise, TCMB Kanunu’nun 45. maddesine göre düzenlenmiş olan reeskont ve avans işlemleri, uzun bir dönem TCMB tarafından önemli bir para politikası aracı olarak kullanılmıştır. 1980’li yılların ortalarından itibaren ise merkez bankasında piyasaların kurulması ve İMKB’de bankaların kendi aralarında işlem yapabildikleri piyasaların açılmasıyla, bankaların likidite sıkıntılarının önlenmesi açısından açık piyasa işlemlerine yönelim artmıştır (Özatay 2011a: 444). Dolayısıyla reeskont kredilerinin likidite ayarı ve parasal kontrolü sağlayamaması, reeskont faizlerinin ilanından sonra piyasaya sinyal verme özelliğinin artık kalmaması sebepleri ile 1989 yılında bir düzenleme yapılmış, reeskont kredilerinin orta vadeli kredi olarak verilmesinden vazgeçilip, bankaların likidite ihtiyacını temin edecek biçimde kısa vadeli olmasına yönelik adımlar atılmıştır. Bu düzenlemeyle fiyat istikrarı açısından etkili bir araç yaratılması hedeflenmiştir (Erçel, 1996). Reeskont kredisi, 1990’lı yılların ortalarından finansal krize kadar geçen dönemde bu nedenlerden dolayı verilmemiştir. Merkez bankası kriz döneminde ise Eximbank’a tanıdığı reeskont olanağını ihracatı desteklemek amacıyla yükseltmiştir (Özatay 2011a: 444).

### **2.1.2.3. Zorunlu Karşılıklar**

Bankaların ellerindeki mevduatın belirli bir kısmını, daha sonra yaşayabilecekleri zorluklarda kullanabilmek amacıyla merkez bankalarına vermek zorunda oldukları uygulamaya zorunlu karşılıklar, bu uygulamanın miktarını belirleyen orana ise zorunlu karşılık oranı denir. Merkez bankaları bu oranı artırıp azaltarak bankaların açabileceği kredi miktarını ve maliyetini etkileyebilir. Bu uygulama da zorunlu karşılık politikasıdır (Eğilmez, 2012). ZKO’da bir artış yapılması halinde para çarpanını küçülürken, azalış yapılması halinde para çarpanı artmaktadır (Özatay 2011a: 431-432). Dolayısıyla ekonomi enflasyon dönemlerine girdiğinde, bir merkez bankasının zorunlu karşılık oranını yükseltmesi para arzının düşmesini, resesyon sırasında ise karşılık oranını azaltması ekonomiye para enjekte etmesini sağlamaktadır (Doğru 2012: 65). Bu kapsamda para arzının kontrolüne olanak vermesi, zorunlu karşılık uygulamasının birincil ve en önemli işlevidir. Merkez bankaları, ZKO’yu değiştirerek bankaların ellerinde bulunan aşırı rezervleri ve banka sisteminin kaydı para olanağını etkileyebilmektedir (Parasız 2009: 357).

Zorunlu karşılıkların kullanılmasının avantajları aşağıdaki gibi sıralanabilir (Yalta 2011: 93, Doğru 2012: 65):

- Merkez bankalarının karşılık oranında yaptığı bir değişiklik bankaların tamamı için aynı oranda etki yaratabilir.

- APİ kadar olmasa da zorunlu karşılık uygulamasının etkili olduğu söylenebilir. Merkez bankalarının bu uygulaması mevduat çarpanını etkilerken, APİ ve reeskont uygulaması bankaların rezervlerini etkilemektedir.

Zorunlu karşılıkların kullanılmasının olumsuz yanları aşağıdaki gibi sıralanabilir (Parasız 2009: 357, Özatay 2011a: 432) :

- Zorunlu karşılık oranlarının yükseltilmesi durumunda bir maliyet etkisi oluşabilir. Bu yükseliş, bankaların portföylerinde gelir sağlamayan aktiflerin yada düşük gelirli varlıkların oranını arttırabilir. Bu durumda kredi işlemlerinin karlılığını azaltabilmektedir. Ayrıca ZKO'da yapılan yükselişle ellerinde aşırı rezerv olmayan bankalar, portföylerindeki değerli varlıklarını satmak zorunda kalabilirler.

- Zorunlu karşılık oranında yapılacak küçük bir değişiklik bile, para stoku üzerinde büyük bir etki yaratabilir. Öyle ki, karşılık oranında yapılan değişiklikler ile küçük boyutlu para ayarlamaları yapmak mümkün değildir. Bu açıdan zorunlu karşılıkların esnek bir araç olmadığı söylenebilir. Ayrıca bu uygulamanın esnek bir araç olmayışının bir nedeni de, likiditeyi etkilemesinin zaman alabilmesidir. Bir banka yatıracığı zorunlu karşılık miktarını kendisine verilecek süreden sonra merkez bankasında tutmaya başlamaktadır. Zorunlu karşılık tesis dönemi olarak adlandırılan bu dönem sebebiyle, ZKO'nın değiştirilmesi, ekonominin likiditesini hemen değiştirmeyecektir. Ekonominin likiditesinin özellikle de APİ ile daha kolay ayarlanma olanağı varken, esnek bir politika uygulaması olmamasına rağmen zorunlu karşılık aracının kullanılmasının nedeni ise, finansal istikrarı sağlamaya yönelik önemli bir araç olmasıdır. Finansal sistem çerçevesinden bakıldığında, zorunlu karşılıkların oldukça önemli bir politika aracı olduğu görülmüştür.

Zorunlu karşılık uygulaması ilk yönetmelik ve kanun açısından incelendiğinde, 1913 yılında ABD'de bankalarının likiditesini kontrol etmek amacıyla yürürlüğe girmiştir (Serin 1987: 20). 1945 yılından sonra yaygınlaşan bu araç, Almanya'da 1948, Japonya'da 1959 ve İngiltere'de 1960 yılında uygulamaya

konulmuştur. 1960'lı ve 1970'li yıllarda zorunlu karşılıklar, parasal kontrolü sağlamak veya bankalar arasındaki rekabeti etkileyebilmek için uygulanmıştır. 1980'li ve 1990'lı yıllarda ise merkez bankalarının birçoğu ZKO ve uygulamadaki eski karmaşıklıkları sınırlamaya çalışmışlardır (Koçyiğit 2009: 38-39). Türkiye gibi gelişmekte olan ülkelerdeyse, bir politika aracı olarak zorunlu karşılıklar yoğun bir şekilde kullanılmıştır. Çünkü para hacmini etkilemeye yönelik olarak APİ politika aracı olarak tam anlamıyla etkili bir şekilde kullanılmadığı ve reeskont politikası tek kullanıldığında yetersiz kaldığı için, karşılık politikası para arzını kısa vadede değiştirebilecek uygun bir araç olarak görülmüştür (Hiç 1994: 48).

Türkiye'de ilk kez 1936 yılında kullanılmaya başlayan zorunlu karşılıkların TCMB'de tutulmasının zorunlu olma uygulamasına 1961 yılında geçilmiştir (Koçyiğit 2009: 61). TCMB piyasadaki kredi hacmini kontrol edebilmek için ZKO değiştirerek, bu politika aracını çok sık kullanmıştır. ZKO, 1994 yılından önce yalnızca mevduata uygulanırken, zamanla zorunlu karşılığa tabi olan yükümlülüklerin kapsamı genişletilmiştir. Bunun sebebi; mevduatın bankaların bilançolarında öneminin azalması ve bankaların kredi yaratmada çoğunlukla mevduat dışı başka kaynakları tercih etmeleridir (Erçel, 1996).

## ÜÇÜNCÜ BÖLÜM

### KÜRESEL FİNANSAL KRİZ VE GELENEKSEL OLMAYAN PARA POLİTİKALARININ YÜKSELİŞİ

#### 3.1. Küresel Finansal Kriz

2008 finansal krizi, konut piyasasında yaşanan aksaklıklarla Amerika Birleşik Devletleri'nde başlamış, finans sektöründe önemli yer tutan bankacılık sektörünü olumsuz yönde etkilemiş ve diğer piyasaları da etkileyerek birçok ülkeye yayılmıştır (Bostan, Bölükbaş 2011: 2).

Finansal krizler, finansal piyasalarda meydana gelen aşırı fiyat oynaklıklarının yada bankacılık sisteminde bankalara geri dönmeyen kredilerin büyük oranda çoğalmasıyla önemli ekonomik problemlerin oluşmasıdır (Kibritçioğlu 2001: 2). Mishkin (1996: 17- 18) ise, finansal krizin tanımını şöyle yapmaktadır; finansal kriz, finansal piyasaların fonları en üretken yatırım fırsatlarına sahip olan kesimlere verimli bir şekilde aktaramaması sonucunda, ters seçim ve ahlaki tehlike sorunlarının gittikçe kötüleştiği finansal piyasalarda meydana gelen doğrusal olmayan bir bozukluktur. Finansal piyasaların etkin bir şekilde çalışmasına engel olan finansal kriz, ekonomik faaliyetlerde ciddi bir daralmaya yol açmaktadır.

Teknolojik gelişmeler, finansal piyasalarda işlem yapma maliyetini düşürerek ve araç menüsünü genişleterek finansal piyasalar üzerinde olumlu etkiler sağlamıştır (Reinhart, Rogoff 2008: 11). Ancak bu olumlu etki sermaye girişlerinin artmasını sağlarken bir yandan da krizlerin süratli bir şekilde yayılmasına yol açmıştır. Bu kapsamda, finansal piyasalarda meydana gelen şeffaflaşma ve küreselleşmenin ardından bilgi teknolojisindeki yenilikler ve bu yeniliklerin finansal araçlara kattığı gelişim, son yıllarda krizlerin kapsamını genişletmiştir (Öztürk, Gövdere 2010: 379). Öyle ki finans piyasalarında meydana gelen 2008 finansal krizi, dünya finans piyasalarının birbirlerine büyük ölçüde bağımlı olmasıyla hem gelişmiş hem de gelişmekte olan ülkeleri önemli oranlarda etkilemiştir (Yılmaz 2009: 4).

Her finansal kriz kuşkusuz aynı değildir. Fakat finansal krizler arasında varlık fiyatlarının yükselmesi, borç birikimi, büyüme kalıpları ve cari açık konularında büyük çapta benzerlikler bulunmaktadır (Reinhart, Rogoff 2008: 11). Bu açıdan son

küresel finansal krizin de, geçmişte yaşanan finansal krizlerle ortak özellikleri olduğu söylenebilir. Bu ortak özellikler ilk olarak finansal yeniliklerin yanlış yönetilmesi, ikinci olarak patlayan bir varlık fiyat balonu, üçüncü olarak da finansal kurum bilançolarının bozulmasıdır. Bu üç faktör aynı zamanda küresel finansal krizin üç belirleyici faktörüdür (Mishkin 2009: 5). Aynı şekilde küresel kriz, 1998'deki Asya finans krizine de benzemektedir. Ama küresel krizdeki sorunlar, Endonezya yada Arjantin'de yaşandığı gibi, ulusal paranın değerinde meydana gelen büyük düşüş nedeni ile yaşanmamış, riskli finansal aktiflerin değerindeki büyük oranlı düşüşler sebebiyle yaşanmıştır (Krugman 2010: 157).

Bu kapsamda küresel kriz, diğer krizlere büyük oranda benzemekle beraber bu krizlere göre daha büyük ölçekli olup, dünya finans sisteminde bir yıkıma yol açabilecek boyuttaydı (Krugman 2010: 164). Öyle ki 2008 krizi Büyük Buhran dahil olmak üzere, dünyada ortaya çıkan ilk gerçek küresel kriz olmuştur (Öztürk, Gövdere 2010: 378). Son finansal krizi klasik bankacılık krizlerinden farklı kılan en önemli husus ise, kapsamında karmaşık ve yüksek hacimli türev ürünlerin olması ve de bu ürünlere ilişkin problemlerin küreselleşme ile birlikte diğer finansal piyasalara süratle yayılmasıdır (Bocutoğlu, Ekinçi 2009: 67).

### **3.1.1. Krizin Nedenleri**

Küresel finansal kriz aslında birçok faktörün bir araya gelmesi ile oluşmuştur. Ancak öncelikli olarak finansal krizin ortaya çıkmasında, ABD'deki mortgage destekli menkul kıymet piyasalarında yaşanan çöküşün, varlık piyasasında ve finansal kurumlar üzerinde yarattığı geniş çaplı etkisinin en önemli faktör olduğu söylenebilir. Ayrıca 1980'lerin ortalarından beri ABD'de finansal olmayan sektörlerin net borçlanma artışının yarısından fazlasının yabancı krediler ile finanse edilmesi de bir başka faktör olmuştur (Perera 2010: 5). Bununla birlikte uygulanan gevşek para politikası, küresel dengesizlikler, yanlış ve eksik algılama, gevşek finansal düzenlemeler gibi karışık ve birbirine bağlı faktörler de krizin ortaya çıkmasındaki nedenlerdendir (Verick, Islam 2010: 2). Bu nedenler ayrıntılı bir şekilde aşağıda açıklanacaktır.



### 3.1.1.1. Konut Piyasasında Yaşanan Sorunlar ve Özensiz Verilen Krediler

ABD öncü olmak üzere çoğu gelişmiş ülke, dünya genelinde ekonomik yavaşlamanın başladığını görerek gevşek bir para politikası uygulamış, bu doğrultuda faiz oranlarını indirmişlerdir. 2000 yılının sonlarında gerçekleşen bu durum, varlık fiyatlarını şişirmiş, ayrıca bankaların kısa dönemli ve düşük faizle borç alarak, konut kredisi öncelikli olmak üzere uzun dönem kredi yatırımları yapmalarına yol açmıştır (Yılmaz 2008: 1). Ayrıca bu dönemde finansal piyasalarda yaşanan likidite bolluğu da bankaların konut kredilerine yönelmelerine sebep olmuştur (Alantar 2008: 2).

Subprime mortgage kredileri, genel mortgage piyasasının oldukça küçük bir alt kümesi olup, ABD'deki riskli kişilerin ev sahibi olabilmesini sağlamak üzere tasarlanmış finansal bir yeniliktir (Gorton 2008: 1; Weaver 2008: 23). Subprime mortgage'ın belirleyici özelliği; krediyi alanın ve verenin kısa vadede konut fiyatının değerlendirilmesinden yararlanabileceği fikridir. Borç verenin mağdur edilmemesi için bu süre kısa tutulur. Böylece krediyi veren yeniden finansmanını sağlayabilecektir. Ayrıca yeniden finansman konusunda mortgage oranı, ilk dönemin sonunda geçerli olmak üzere artmaktadır (Gorton 2008: 4-5).

Mortgage (ipotekli) konut kredisi üç temel gruba ayrılmıştır (Weaver 2008: 22) :

- Birinci veya A kalite; en kaliteli grup, üst gelir grubu
- Alt-A (Alternatif -A); tamamen birinci derecede kredi kalitesi olmayan, orta gelir grubu
- Subprime; en riskli grup, alt gelirli grup.

Amerika Birleşik Devletleri'nde mortgage kredileri, önceleri çoğunlukla birinci kalitedeki müşterilere kullandırılan kredilerken, zamanla daha düşük kaliteli müşterilere de verilen kredilere dönüşmüştür. Bu sebeple subprime mortgage kredilerinin kullanımı giderek artmıştır. 10 trilyon dolara ulaşan mortgage piyasası 2008 yılında dünyanın en büyük piyasası olmuştur (Eğilmez 2009: 66). Bu açıdan ABD'de mortgage destekli menkul kıymetler piyasası diğer sabit gelirli sektörlerden daha geniştir (Weaver 2008: 22).

Subprime grubuna verilen kredilere yönelik faiz uygulaması; genellikle ilk 2 yılı sabit faiz, geri kalan yıllar içinse piyasa faiz oranlarına göre değişen faiz ödenmesi şeklindeydi. ABD’de 2004-2006 yılları arasında %1,5 olan faiz oranlarının %5’e doğru yükselmesi, kredi alan subprime grubunu çok etkilememiştir. Fakat 2006 yılı sonlarından itibaren alınan kredilerin yapısında birtakım değişiklikler yapılarak, krediler için faiz uygulamasının sabitten değişkene çevrilmesi, kredi sahiplerini olumsuz etkilemiştir. Ayrıca bu zaman aralığında bu kredileri alan kişilerin gelirlerinin artmaması, kredilerin geri ödemelerinde zorluklar yaşamalarına neden olmuştur. Bu dönemde bir işi, geliri ya da varlığı olmayan kişilere dahi bankalar tarafından kredi verilmiştir (Korkmaz, Tay 2010: 7-8). Bankalar kredi koşullarını bu şekilde esnekleştirmenin dışında konut kredilerini teşvik etmek için kredi çeşitlendirmesi de yapmıştır. Bankaların yapmış olduğu bu uygulamalar geri ödeme ihtimali az olan bu kişilerin daha fazla kredi almalarına yol açmıştır (Yılmaz 2008: 1).

Daha çok dar gelirlilerin borçlusu olduğu, diğer kredilere kıyasla daha riskli ve belirli bir mortgage tasarımına sahip subprime kredilerinin verilmeye devam edilmesi, ev fiyatlarının değerlendirilmesine neden olmuştur (Gorton 2008: 1). Bu durum evlerinin değerlendirildiğini gören konut sahiplerinin daha fazla sayıda konut almalarına yol açmıştır. Bu sebeple de bankalardan yüksek tutarlarda kredi alımları artmıştır (Göçer 2012: 19). Öyle ki ABD’de 1994-2007 yılları arasında hane halklarının kredi piyasalarından ve finansal olmayan kuruluşlardan borçlanmalarının GSYİH’e oranı %118’den %173’e çıkmıştır. Özellikle 2000 yılından sonra hane halklarının kredi borçları büyük oranda artmıştır (Erdönmez 2009: 86). Aslında ABD’nin subprime mortgage kredilerini kullandırmasındaki hedefi, düşük gelirli kişilerin de ev sahibi olmasını sağlamaktı. Ancak ev fiyatlarındaki bu balon artışlar sonucunda kredi alanlar konut satın almayı bir yatırım aracı olarak görmüşlerdir (Demir vd. 2008: 4).

2006 yılında ise bu durum tersine dönmeye başlamış, konut fiyatlarında bir düşüş yaşanmıştır (Erdönmez 2009: 86). Konut ve ilgili varlık fiyatlarında yaşanan düşüş, ekonominin zayıflamasının da etkisiyle daha hızlı bir şekilde gerçekleşmiş, bu durum sonucunda finansal kurumların bilançoları giderek bozulmuştur (Mishkin 2009: 6). Ayrıca konut fiyatlarında yaşanan düşüş ile, birçok subprime kredi

kullanıcısının evlerinin değeri mortgage tutarının altına inmiş ve mortgage kredilerinin ödenmeme riski artmıştır. Mortgage kredisi kullanan çoğu kişi daha yüksek aylık ödemelerine mecbur kalmış, bu aylıkları ödeyemeyen kişilerin birçoğunun evleri de icra ile satışa çıkarılmıştır. Üstelik değişken faizli olan ipotek kredisinin faiz oranları daha da artmıştır (Erdönmez 2009: 86). Faiz oranlarındaki bu artış, faiz yükünü giderek arttırarak, faiz ve anapara geri ödemelerinin iyice zorlaşmasına neden olmuştur (Demir vd. 2008: 4). Daha sonra bu kredi geri ödemelerinin bankalardan diğer finans kuruluşlarınca satın alınmasıyla ortaya çıkan sorunlar, domino taşları gibi finans kuruluşlarını etkileyerek çoğalmış ve bu durum çok sayıda önemli kuruluşun iflasıyla sonlanmıştır (Alantar 2008: 2).

Sonuç olarak, konut piyasasında başlayan sorunların hızlı bir şekilde finansal sisteme yayıldığı ve bu durumun öncelikli sebebinin ABD ev fiyatlarında meydana gelen hava kabarcığının patlaması ve patlamanın ardından konut fiyatlarında yaşananlar olduğu söylenebilir (Özatay 2011b: 105). Öyle ki konut fiyatlarında oluşan bu kabarcık 2007 yılında patladığında finansal sistemdeki bozulma da başlamıştı (Mishkin 2009: 5). Bu kapsamda subprime mortgage kredilerinde riskler artmış, bu riskli kredileri alan müşteriler ödeme güçlüğü yaşamış, büyük boyutlarda el konulan konutlar olmuştur. Talebin azalması ve bu ipotekli konutların satılmaya çalışılması ise zaten düşmüş olan konut fiyatlarının daha da düşmesine yol açmıştır (Özatay 2011b: 123).

### **3.1.1.2. Menkul Kıymetleştirme**

Menkul kıymetleştirme, bir işletmenin bilançosundaki likit olmayan alacakların benzer niteliklere sahip olanlarını bir havuzda toplayarak, kredi veren bir kuruluş aracılığıyla sermaye piyasalarına menkul kıymet ihraç etmesi ve ödemelerin finansmanını da oluşan havuzdaki alacakların geri ödemeleri ile yapmasıdır (Erdönmez 2012: 62). Menkul kıymetleştirme kısacası, likit olmayan varlıkların pazarlanabilir menkul kıymetlere dönüştürülmesi işlemidir (Parasız 1994: 5). Menkul kıymetleştirme sayesinde bankalar risk paylaşımı, yüksek getiri iştahı, yasal sermaye yükümlülüklerine ilişkin kolaylıklar, risksiz bir biçimde veya daha fazla mevduata gerek duymadan farklı kredileri finanse edebilme imkânı elde etmişlerdir (Aslan 2008: 11). Bu sebeple milyarlarca dolar subprime mortgage kredileri menkul

kıymetleştirilmiş ve dünya çapında yayılmıştır (Weaver 2008: 31). ABD’de 2000 ve 2006 yılları arasında likidite bolluğu yaşandığı tarihlerde çoğu kişi menkul kıymetleştirme aracılığıyla normalden çok daha fazla kredi almıştır (Alantar 2008: 2). Artan bu krediler ile bankaların ellerinde bu kredi tutarlarını geçebilecek ölçüde değerler toplanmıştır. Bu durum kredi riski ve ipotek edilen malın piyasa fiyatı arasında değer farkını ortaya çıkarmış, bankalarda bu farkı ekonomiye kazandırmıştır (Sarpkaya 2009: 49).

Finansal sistemdeki bozulmanın bu kadar hızlı olmasındaki bir etken de menkul kıymetleştirmedir. Çünkü konut kredisi riski bu krediyi ilk açan bankada kalmamış, bu risk kurumlar tarafından çıkarılan menkul kıymetleri satın alanlara da ulaşmıştır (Özatyay 2011b: 117). Öyle ki, konut kredisi kullandıran bir banka, kredilerin geri ödemelerini menkul kıymetleştirerek bir bölümünü yada hepsini bir yatırım bankasına veya bir mortgage kurumuna satmıştır. Kriz sırasında konut kredisi alanlar, geri ödemelerinde güçlükler yaşayınca bu menkul kıymetleştirme süreci finansal sistemin olumsuz etkilenmesine sebep olmuştur (Alantar 2008: 3).

### **3.1.1.3. Derecelendirme Kuruluşları ve Denetleyici Kurumlar**

Küresel krizin ana nedenlerinden bir diğeri de, 1970’li yıllardan itibaren çoğu ülkenin finans piyasalarındaki yetersiz olan denetim ve düzenlemelerdir (Kibritçioğlu 2011: 5). Gelişmiş ekonomilerdeki düzenleyici ve denetleyici kurumların finansal piyasalarda ortaya çıkan riskleri yeterli düzeyde değerlendiremediği ve finansal yenilikleri yeterli düzeyde izlemediği G20 toplantısında da belirtilmiştir. Ayrıca toplantıda, bu denetim eksikliklerinin istikrarsız makroekonomik politikalar ve yeterli olmayan yapısal reformlarla birleşmesinin, piyasaları iyice kırılğan hale getirdiğine de değinilmiştir (Tiryaki 2012: 86).

Kredi derecelendirme kuruluşları, mortgage piyasalarındaki ürünlerin fiyatlandırılmasına yönelik en büyük organdı. Bu kuruluşların hazırladıkları kredi notları, tüm finansal aktörler için finans piyasalarındaki fiyatlandırmaya ilişkin risk-getiri seviyesinin tespit edilmesinde en önemli kaynaktı. Ancak ABD’deki derecelendirme kuruluşları, menkul kıymetleştirme havuzundaki ürünleri değil de bu ürünleri ihraç eden kurumları derecelendirmiş, bu durumda ihraç edilen menkul kıymetin gerçek risklilik seviyesi belirlenememiştir. Bu kapsamda ürün yerine

kurumsal bazda derecelendirme yapıldığı söylenebilir. Ek olarak menkul kıymetlerin sorunlu olmayan krediler gibi derecelendirilmesi de risklerin diğer piyasalara sıçramasına neden olmuştur (Demir vd. 2008: 9). Bu durum da krizin tüm dünyayı etkisi altına alıp hızlıca yayılmasında önemli bir faktör olmuştur.

Finans sektörünün denetlenmemesinin sebebi, denetimin finans kuruluşlarının kredi verme çalışmalarını yavaşlattığı ve saptırdığı iddiasıydı. Bu söylemin aşırı denetim için doğru ancak, denetimsizlik için yanlış bir iddia olduğu küresel krizle birlikte anlaşılmıştır. Küresel kriz öncesinde ABD'deki ticari bankalar kamusal ama özerk denetime sahiptiler, bu denetimi de Federal Mevduat Sigorta Kurumu (FDIC) sağlamaktaydı. Ancak FDIC'in denetimi, yeterli seviyede değildi (Hiç 2009: 2). Bu bağlamda, menkul kıymetleştirme işlemleri, ticari bankalar ile yatırım bankaları arasında bir bağ yaratan gölge bankacılık gibi türev piyasaların kapsamına geçmiştir (Doruk, 2014). Gölge bankacılık, finans sisteminin daha az düzenlenen ve kontrol edilen kısmıdır (Özatay 2011b: 105). Geleneksel bankacılık kesimi ile bağı olan ama doğrudan yasal anlamda denetlenmeyen gölge bankacılık sistemi, bilanço dışı işlemlere dayalı, kar odaklı ve daha çok finansal yeniliklerden faydalanan bir sistemdir (Doruk 2014: 25).

Gölge bankacılık, finansal kesimdeki riskin tek bir kurum yerine piyasanın tamamına yayılmasına olanak vermekte, ayrıca bu uygulama ile ticari bankalar daha fazla fon sağlamakta ve kredi kullanılabilmektedir (Doruk, 2014). Türev ürünler ise, şirketlerin farklı işlemlerden ortaya çıkan risklerinin alışverişe konu edebilmesine imkân veren sözleşmeler olup bu sözleşmeler, mortgage kredisini alanın geri ödenmemesi durumunda bu krediyi verenin riskini üçüncü kişilere devretmesini sağlamaktadır. Türev ürünler ilk başlarda riski devreden ve bu açıdan da piyasalara bir sigorta faaliyeti sağlarken, sonralarda bir risk faktörüne dönüşmüştür. Bu türev ürünlerinin kişiler ve finansal kurumlar arasında çok süratli bir şekilde el değiştirmesi ise sorunu başlatmıştır. Öyle ki kriz türev ürünlerinin Avrupa'ya satılması ile Avrupa'ya yayılmıştır (Göçer 2012: 20).

### **3.1.2. Kriz Süreci**

Lehman Brothers Yatırım Bankası'nın 15 Eylül 2008 tarihinde batması krizin tetikleyici olayıdır. Lehman'nın iflasından sonra güven ortamı bozulmuş ve bu

durum krizin şiddetlenmesine neden olmuştur. Kısa bir süre sonra ise dev sigorta şirketi AIG fiilen kamulaştırılmıştır. Ancak bu tedbir oluşan paniği engelleyememiş, finansal piyasalarda yaşanan korku ve belirsizlik giderek artarak küresel bir paniğe dönüşmüştür (Bocutoğlu, Ekinci 2009: 67; Krugman 2010: 163). Öyle ki ABD’de başlayan kriz, Lehman Brothers’ın iflasından sonra diğer ülkelere hızla yayılarak Euro borç krizine yol açmış ve büyüyerek Avrupa’ya yayılmıştır (Collignon vd. 2012: 5).

Küresel krizin piyasalarda aniden ortaya çıkmasıyla, tüm dünya 1980’lerin başlarından günümüze kadar en kötü durgunluğu deneyimlemiştir (Krugman 2010: 165). Özellikle ABD’de kriz ile beraber, risk dağılımı artışı ve kredi piyasasının işlevselliğinde bir bozulma başlamıştır (Reinhart, Rogoff 2008: 4). ABD’nin ardından krizin diğer ülkelere yayılmasıyla dünya ticaretinde yaşanan daralma, yatırım planlarındaki kesintiler ve stoklardaki azalmalar, reel sektör üzerindeki baskının giderek şiddetlenmesine neden olmuştur (Perera 2010: 7-8). Küresel krizin diğer ülkelere yönelik etkisi daha çok 2008 yılının son çeyreğinden sonra çok süratli ve etkili olmaya başlamıştır. Küresel krizin bu denli hızlı ve etkili olması bir belirsizlik ortamı yaratmış ve bu belirsizlikte kredi mekanizmasının işlevini azaltmıştır. Böyle bir ortamda reel kesimin borçlanma olanakları sınırlanmış, borçlanma maliyetleri de büyük oranda yükselmiştir. Aynı şekilde çoğu ülkede sanayi üretimi ve büyüme oranlarında büyük ölçüde azalış, işsizlik oranlarında ise artış gözlemlenmiştir (Yılmaz 2009: 3).

Sonuç olarak, kriz ile birlikte finansal piyasalarda başlayan problemler, kısa bir zamanda reel sektöre ulaşmış, çoğu ekonomide yaşanan ekonomik yavaşlama, ekonomik gerilemeye dönüşmüştür. Bazı ekonomiler finansal krizden çıkabilmek için ihracata yönelmiş, ancak ekonomik yavaşlamanın dünya genelinde gerçekleştiği bu ortamda bu iyileşme modeli de bir çıkış sağlamamıştır. Hatta çoğu ekonominin ihracat ve ithalat oranlarında büyük düşüşler yaşanmıştır (Bocutoğlu, Ekinci 2009: 67).

### **3.1.3. Krizin Sonuçları**

Krizle beraber küresel ekonomide önemli oranda daralma eğilimi yaşanmıştır. Öyle ki 2008 finansal kriz resesyona sebep olmuş, bu durum büyük ölçüde üretim

kaybı ve ek maliyetler yaratmıştır. Ayrıca kriz sonrasında büyüme oranlarının çok düşük olduğu, kamu bütçesinde önemli bozulmaların meydana geldiği görülmüştür (TCMB 2014a: 3). Üstelik krizin neden olduğu güven kaybı ve belirsizlik ortamı, yatırım ve tüketim harcamalarında bir azalışa yol açmıştır. Bu gelişmeler sonucunda ise iç talepte ciddi bir daralma başlamıştır (Öztürk, Gövdere 2010: 386).

Fed normalde faiz oranlarını kullanarak ve ihtiyaç gördüğü taktirde bankalara nakit sağlayarak para politikasını yürütmektedir. Finansal kriz başladığı sırada da politika araçlarını çokça kullanmıştır. Normal zamanlarda Fed'in bu uygulamaları piyasalar için yeterli olabilmekteydi. Ancak sıra dışı bir dönem yaşandığı için, bu uygulamaların yetersiz kaldığı görülmüştür. Dolayısıyla geleneksel para politikası, ABD ile birlikte birçok ülkede reel ekonomi üzerindeki etkinliğini kısmen kaybetmiştir (Krugman 2010: 159-160). Böylece krizin ardından finansal sistemdeki sorunların ekonominin genelini etki altına almasını engelleyecek politikaların kullanılması gerektiği ortaya çıkmıştır. Yaşanan bu gelişmelerin ardından merkez bankaları kullandıkları geleneksel araçlara ek olarak geleneksel olmayan politika araçlarını da kullanmaya başlamışlardır. Bu kapsamda küresel krizin para politikası üzerindeki en önemli etkisi merkez bankalarının bu araçları kullanmaları olmuştur.

Etkileri halen süren 2008 finansal krizinin, merkez bankacılığı için bir dönüm noktası olduğu söylenebilir. Çünkü krizin ardından, para politikasının yürütülmesi daha fazla karmaşıklaşmış, yaşanan zorluklar giderek artmıştır (Mishkin 2012: 38). Dolayısıyla krizin ardından finansal sistemde yaşanan gelişmeler, para politikasının kapsamını genişletmiştir. Aynı zamanda para politikasının ekonomiyi etkileme süreci, modern bankacılık faaliyetlerinin artması ve finansal araçların çeşitlenmesiyle daha da zorlaşmıştır (Orhan, Erdoğan 2007: 60).

Finansal krizden önce çoğu ekonomide enflasyon, ekonomik istikrarsızlığın en önemli nedenlerinden biri olarak sayılıyordu. Bu sebepten enflasyon hedeflemesi stratejisi çoğu ülkede yaygın bir şekilde benimsenmişti. Ancak yaşanan krizle birlikte gidişat farklılaşmış; gelişmiş ülkelerde enflasyon zamanla sorun olmaktan çıkmıştır. Küresel piyasalardaki bu durum ile merkez bankalarının rolünde de değişiklikler yaşanmıştır. Bazı gelişmiş ülkeler ve enflasyon oranlarının yüksek olduğu gelişmekte olan ülkelerde enflasyon hedeflemesi uygulaması devam ederken, enflasyon

sorununun yerini deflasyona bırakmaya başladığı gelişmiş ülkelerin bazılarında, enflasyon hedeflemesinden vazgeçilip parasal genişleme ve düşük faizle enflasyon oluşturma politikası uygulanmaya başlanmıştır. Krizin ardından enflasyon hedeflemesini, yüksek enflasyon oranlarına sahip ülke merkez bankalarının, enflasyon oranlarını indirmek amacıyla uyguladığı, deflasyon oranlarına sahip ülke merkez bankalarının ise enflasyon oluşturabilmek amacıyla uyguladığı görülmüştür (Eğilmez, 2015).

Ayrıca gelişmekte olan ülkeler açısından kriz şöyle de değerlendirilebilir; gelişmiş ekonomilerin krizin ardından çok sayıda genişleme paketi uygulamaları, gelişmekte olan ülkelere kısa vadeli sermaye girişlerinin yükselmesine neden olmuştur. Bu artan sermaye girişleri ise, Türkiye gibi birçok gelişmekte olan ülkede ulusal paranın aşırı değer kazanmasına ve yurt içi kredi kullanımının hızlanmasına yol açmıştır. Bu durumun ardından dış ticaret ve cari işlemler dengesinde önemli boyutlarda bozulmaların yaşandığı görülmüştür. Küresel kriz sonrasında yaşanan bu süreçte TCMB ise, küresel risk iştahında oluşan hızlı değişimleri önleyebilmek ve ekonominin dayanıklılığını artırmanın gerekliliği ile kırılganlıklara hızlı bir biçimde tepki verilebilmesini sağlayan esnek bir para politikası arayışına girmiştir. Merkez bankasının uygulamaya koyduğu yeni para politikasını şekillendiren krizin Türkiye ekonomisine olan etkisi, esas olarak bu şekilde değerlendirilmelidir (Kara 2012: 3-4).

Mishkin (2012: 3-6)'e göre de, küresel kriz, merkez bankalarının yürüttüğü para politikaları üzerinde bazı çıkarımlar yapılmasına neden olmuştur. Merkez bankacılığının gelecek seyri konusunda da önemli bilgiler veren bu çıkarımlar şöyledir:

- Finansal aksamalar makroekonominin doğrusallığını büyük ölçüde bozar. Öyle ki Lehman Brothers'ın iflasından sonraki süreç, makroekonominin ve finansal sistemin doğrusal olmadığını göstermiştir.

- Finansal sistemdeki bozulmalar uzun dönem iktisadi faaliyetler üzerinde oldukça olumsuz bir etki yaratır.

- Fiyat istikrarı finansal istikrarı garanti etmez. Öyle ki finansal krizden önce yaygın bir görüş olan fiyat ve ürün istikrarını sağlamanın finansal istikrar için de katkı sağlayacağı görüşü, ekonomiyi 2007 yılından sonra finansal istikrarsızlıktan



koruyamamıştır. Fiyat istikrarı tam anlamıyla yararlı olsa bile, küresel finansal kriz yalnızca bu hedeflere odaklanmış bir para politikasının olumlu ekonomik sonuçlar üretmek için yeterli olmayabileceğini göstermiştir.

### **3.2. Geleneksel Olmayan Para Politikaları**

Merkez bankaları genel olarak açık piyasa işlemleri aracılığıyla para arzını ayarlayarak belirledikleri hedeflere ulaşmaya çalışmaktadırlar. Dolayısıyla normal zamanlarda merkez bankaları, likidite sağlamak için özel sektöre veya hükümete doğrudan kredi vermemekte, devlet tahvilleri, şirket borcu yada herhangi borç aracını tamamen satın almamakta, daha çok faiz oranlarını kullanarak para piyasasındaki likiditeyi etkili bir şekilde kontrol etmeye çalışmaktadırlar (Smaghi 2009: 2). Ortaya çıkan küresel finansal krizle de, merkez bankaları ilk olarak kısa vadeli fon piyasasına likidite sağlamak ve politika faiz oranlarını düşürmeye yönelik adımlar atmışlardır. Bu amaçlara yönelik olarak, merkez bankalarının birçoğu daha önce görülmemiş şekillerde politika tepkileri vermişler, sıfıra yaklaşan kısa dönem faiz oranlarını sürdürmeleri sınırlı olsa da, krizin yoğunlaşması ve reel ekonomik faaliyetlerin aksamasıyla, politika faiz oranlarını daha da düşürmüşlerdir (Kozicki vd. 2011: 13). Bu kapsamda para politikasına ilişkin küresel krizden önceki geleneksel görüş hakkında, merkez bankalarının temel politika aracı olan faiz oranlarının para politikasının genel işleyişi için yeterli bir veri olduğu, merkez bankalarının daha çok enflasyon hedeflemesi rejimine yoğunlaştıkları için finansal istikrar ve makro ihtiyati hususları göz ardı ettikleri ve sistematik risklere daha az önem verdikleri söylenebilir (Cukierman 2013: 2).

Ancak bu geleneksel görüş, Lehman Brothers'ın iflası ile büyük oranda değişmiştir. Yaşanan küresel kriz ile birlikte, merkez bankalarının politika hedeflerini gerçekleştirebilmek için faiz oranlarını düşürmesinin yetersiz kaldığı, dolayısıyla merkez bankacılığının krizden önce kabul görmüş temel varsayımlarından bazılarının artık savunulabilir olmadığı ve merkez bankalarının rolünün yeniden düşünülmesi gerektiği ileri sürülmeye başlanmıştır (Mishkin 2012: 1). Smaghi (2009: 2) ise, geleneksel para politikası araçlarının normal olmayan zamanlarda, merkez bankalarının amacına ulaşmak için yetersiz kalmasının önemli bir nedeni olduğunu ileri sürmektedir. Yaşanabilecek bir kriz, nominal faiz oranının sıfır seviyesine kadar

indirilmesini gerektirecek kadar güçlü olabilmektedir. Böyle bir ortamda geleneksel politikalar ile, politika faiz oranlarının daha da düşürülmesi mümkün değildir. Bu durumda, sadece geleneksel olmayan para politikası araçlarına başvurularak ek bir parasal teşvik yaratılabilir.

Küresel finansal krizin derinleşmesinin ardından geleneksel araçların piyasalarda oluşan sorunları giderme konusunda yetersiz kaldığının anlaşılmasıyla, merkez bankalarının birçoğu operasyonel sistemlerinde değişiklikler yaparak, geleneksel politika araçlarına, alınan faiz oranı kararlarının iletimi ve etkinliğinin yeniden kullanışlı hale getirilmesini amaçlayan geleneksel olmayan politika araçlarını ilave etmişlerdir (Perera 2010: 10; Trichet 2013: 236).

Geleneksel olmayan politika araçları, özellikle küresel krizin ilk aşamasında finansal bozuklukları azaltmak, bankacılık sektöründeki likiditeyi yönetmek ve özellikle krizin ikinci aşamasında özel sektöre kredi imkanları sağlayabilmek için kullanılan araçlardır (Criste 2014: 8). Bu araçlar krizin yan etkilerinden reel ekonomiyi korumak, finansal sektörün işleyişini desteklemek ve fiyat istikrarını korumak için kullanılmaktadır (Trichet 2013: 231). Teorik olarak geleneksel olmayan araçlar merkez bankalarının politika faiz oranı minimum seviyedeyken kullandığı araçlardır. Ancak pratikte farklı uygulamalar da olmuştur. Örneğin faiz oranları sıfır düzeyinden daha yüksek olmasına rağmen, Polonya ve Macaristan'da bu araçlar büyük oranda uygulanmıştır. Dolayısıyla merkez bankaları geleneksel olmayan para politikası araçlarına politika faiz oranının seviyesine bakmaksızın başvurmuşlardır (Criste 2014: 9). Ayrıca birçok ekonomide, bu politika araçları küresel krizle beraber uygulanmaya başlanmış, krizden etkilenme faktörüne göre ise hem gelişmiş hem de gelişmekte olan ülkelerin merkez bankaları, hangi araçları tercih edeceklerini belirlemişlerdir. Bu bakımdan merkez bankaları geleneksel olmayan para politikası araçlarını genellikle uzun dönemde uygulamamışlar, daha çok bu politikaları kredi piyasasında meydana gelen gelişmelere bir tepki olarak kullanmışlardır. Ayrıca geleneksel olmayan para politikaları, bu araçların çoğunu birden kapsayan bir paket programı şeklinde uygulanmıştır (Atılğan 2016: 257-263).

Doğrudan merkez bankası bilançosunun boyut ve bileşimi ile ilgili olan, geleneksel olmayan para politikası önlemleri, büyüklük ve kapsam olarak sıra dışı

olarak tanımlanmaktadır (Kozicki vd. 2011: 13; Perera 2010: 17). Sıra dışı para politikaları olarak adlandırılan bu araçlar ülkeden ülkeye farklılaşabilmekte olup, merkez bankaları tarafından bizzat kendi yapıları ve ekonomilerine özgü olarak uygulanmıştır (Trichet 2013: 230). Sıra dışı bu politikaların etkinliğininse, bu araçları kullanan ülkeye özgü karakter yapısına bağlı olduğu söylenebilir. Öyle ki bir ülkeye uygun olan politika aracı diğer ülkelerde etkili ve uygun olmayabilir. Bu açıdan geleneksel olmayan politika araçlarının verimliliği ve etkinliği ülkeden ülkeye değişebilmektedir. Ayrıca öncelikli hedef olarak belirli bir sorunu gidermek veya azaltmak için tasarlanmış olan diğer politika girişimlerinin aksine, bu para politikası araçları tüm piyasaya yayılabilen daha geniş etkilere sahiptir (Kozicki vd. 2011: 17-20).

Finansal istikrara dair kaygıları canlandıran 2008 krizi, merkez bankalarının son borç verme merci işlevinin önemini vurgulamış, kullanılan politika araçlarının çeşitlenmesine sebep olmuş, merkez bankaları da bu doğrultuda geleneksel olmayan para politikalarını yoğun olarak uygulamışlardır (Cukierman 2013: 11; Kaya, Tokucu 2014: 10). Öyle ki küresel kriz ile birlikte, geleneksel olmayan politika araçlarını kullanan ülkelerin sayısı artmış ve bu ülkeler daha sık bu araçları kullanmaya başlamışlardır. Ayrıca gelişmekte olan ülkeler, geleneksel olmayan politika araçlarını gelişmiş ülkelere göre daha sık kullanmışlardır. Bununla birlikte gelişmekte olan ülkeler sistematik likidite riskleri ile daha çok ilgili olup, küresel krize karşı ilk olarak likidite ile ilgili önlemlere daha sık başvururken, çoğu gelişmiş ülke küresel krizden sonra likidite ile ilgili önlemler almaya başlasalar da, daha çok kredi ile ilgili önlemler almayı tercih etmişlerdir (Lim vd. 2011: 9-11). Gelişmiş ekonomilerdeki merkez bankaları, makroekonomik istikrarı garanti etmek amacıyla geleneksel olmayan para politikalarını kullanmaya başlamış, bu doğrultuda ilk olarak finansal piyasaların ve aracılık faaliyetlerin işleyişini onarmayı, daha sonra ise sıfır alt sınırındaki politika faiz oranıyla para politikasının daha uyumlu olmasını hedeflemişlerdir (IMF 2013: 99).

Uygulanan geleneksel olmayan politika araçlarının varlık fiyatları ve reel ekonomi üzerinde etkinlik sağlayabildiği düşünülüyorsa, geleneksel para politikası araçlarının ikamesi olduğu söylenebilir. Bu bakımdan uzun vadeli faizleri düşürme konusunda geleneksel olmayan politika araçlarının başarı sağladığı ancak toplam

talep üzerinde etkisinin sınırlı kaldığı, bunun sebebinin de krizin ardından yaşanan belirsizlik olduğu söylenebilir (Atılğan 2016: 263).

Sonuç olarak 2008 finansal krizi ile birlikte merkez bankaları, geleneksel olmayan para politikası araçlarını uygulamaya başlayacaklarını eş zamanlı olarak ilan etmişlerdir. Çoğunlukla yeni yada genişletilmiş kredi olanaklarını, miktarsal genişleme olarak adlandırılan büyük ölçekli devlet menkul kıymet alımlarını içeren bu para politikası araçları ek parasal gevşeme sağlamak için kullanılmıştır (Kozicki vd. 2011: 13-16). Ayrıca zorunlu karşılıklar, faiz koridoru, teminat çeşitlendirmesi ve faiz taahhüdü araçları da merkez bankaları tarafından küresel kriz sonrasında aktif olarak kullanılmıştır. Bu doğrultuda son dönemde uygulanan bu geleneksel olmayan para politikası araçlarına aşağıda yer verilmektedir.

### **3.2.1. Miktarsal Genişleme**

Merkez bankaları genellikle para politikalarını politika faiziyle yürütmektedirler. Ancak küresel finansal kriz sırasında ortaya çıkan ve giderek artan finansal istikrarsızlık nedeniyle birçok merkez bankası finansal ve parasal koşulları rahatlatmak amacıyla ek politika araçları kullanmışlardır (Kozicki vd. 2011: 14). Bu ek araçlardan ilki miktarsal genişleme (Quantitative Easing-QE) dir. Finansal sistemde likidite sıkıntısı yaşayan birçok gelişmiş ekonominin merkez bankaları, bilançolarını genişletmek amacıyla bu politika aracına yönelmiş, bu şekilde politika faizine ek olarak paranın miktarını da bir araç olarak kullanmaya başlamışlardır (Tunalı, Yalçınkaya 2016: 74).

Miktarsal genişleme uygulaması, politika faiz oranı sıfır sınırına yakın ya da sıfır seviyesindeyken, merkez bankalarının birçok kurumdan yaptığı büyük ölçekli doğrudan satın alımları kapsayan bir politika aracıdır (IMF 2013: 95). Merkez bankaları miktarsal genişleme politikası çerçevesinde piyasadan kısa vadeli finansal varlık alımı yapabildiği gibi, uzun vadeli devlet tahvil satın alımları da yapmışlardır (Tunalı, Yalçınkaya 2016: 75). Miktarsal genişleme politikası, merkez bankası bilançosunun varlık ve borç yani aktif ve pasif taraflarının her ikisine etki edebilen bir araç olup, ekonomiyi derinden etkileyen şokları önleyebilmek amacıyla kullanılmıştır (Perera 2010: 17). Ayrıca miktarsal genişleme politikasıyla, uzun vadeli faiz oranlarını düşürmek ve bu sayede ekonomik büyümeyi sağlamak

amaçlanmaktadır (Williams 2012: 3). Bu kapsamda ortaya çıkan küresel kriz döneminde miktarsal genişleme uygulaması, bazı ülkeler için vazgeçilmez bir para politikası aracı olarak kullanılmıştır (Collignon vd. 2012: 4).

Bir merkez bankası doğrudan miktarsal genişleme politikasında, paranın fiyatından ziyade paranın miktarına daha çok odaklanmaktadır. Dolayısıyla merkez bankasının doğrudan miktarsal genişleme politikasını, faiz oranı hedefiyle ilgilenmediğinde kullandığı söylenebilir. Yani merkez bankaları bu politika çerçevesinde, piyasadaki likiditeyi faiz oranlarıyla değil de, kendi doğrudan alımlarıyla kontrol altına alabilmektedir. Bir merkez bankasının geleneksel olmayan bir para politikası olarak uyguladığı miktarsal genişleme aracı, bu açıdan geleneksel para politikası araçlarından farklıdır. Öyle ki açık piyasa işlemleri merkez bankası bilançonun boyutunu sadece geçici olarak değiştirebilirken, miktarsal genişleme politikası bilançonun büyüklüğünü etkileyebilir, bu sayede merkez bankası miktarsal genişleme ile ekonomiye doğrudan para sürebilmektedir. Dolayısıyla merkez bankaları küresel krizle birlikte diğer parasal genişleme araçlarının tükenmesiyle, piyasaya likidite sağlayabilmek için son çare olarak miktarsal genişleme aracına başvurmuşlardır (Perera 2010: 18).

Merkez bankalarının uyguladığı miktarsal genişleme politikası, ekonomiyi çeşitli kanallar yoluyla etkilemektedir. Yapılan varlık alımları, yatırımcıların portföylerini yüksek getirili riskli varlıklar yönünde karşılmasını sağlamakta ve bu durum bu varlıkların fiyatlarının yukarı yönde hareket etmesi ve de uzun dönem faiz oranlarının daha da düşmesiyle sonuçlanmaktadır. Düşen faiz oranları da mali genişlemenin etkinliğini arttırmaktadır (Kozicki vd. 2011: 15). Ayrıca merkez bankalarının özel sektör varlıklarını satın alması da özel sektör harcamalarını hızlandırarak ekonomik faaliyetlerin ve piyasada oluşan likiditenin artmasına sebep olmaktadır. Dolayısıyla miktarsal genişleme politikası, özel sektör menkul kıymetleri ve devlet tahvillerinin talebini arttırmaktadır. Bu artış varlıkların getirilerini düşürürken, düşen faiz oranlarıyla birlikte uzun vadeli yatırım harcamalarını arttırmaktadır. Bu durum ise toplam talebi arttırmakta, fiyat istikrarının sağlanmasına ve bu sayede de ekonomide bir refah etkisi yaratılmasına yardımcı olmaktadır (Vural 2013: 22). Bu bakımdan miktarsal genişleme uygulamasının genel olarak piyasa işleyişini arttırarak ekonomik faaliyetlere katkı sağlaması ve faiz oranlarını

düşürmesi açısından kriz döneminde etkili bir politika aracı olduğu söylenebilir (Kozicki vd. 2011: 14).

Miktarsal genişleme politikası, faiz oranlarını düşürerek ekonomiyi olumlu yönde etkilerken, bir maliyet de yaratabilmektedir. Merkez bankalarının satın aldığı varlıklar çoğunlukla uzun dönemli menkul kıymetler olduğu için, merkez bankaları bir faiz riskiyle karşılaşabilmektedirler. Örneğin uzun dönemli devlet tahvil alımının, bu açıdan merkez bankalarına bir tehlike yaratabilme olasılığı vardır (Mishkin 2012: 22-23). Ayrıca miktarsal genişleme politikasının yan etkisi de olabilir; kamu müdahalesinin bir sonucu olarak bu politika, merkez bankası bilançosunun aşırı genişlemesine sebep olabilmekte, oluşan bu durum ise özel sektördeki teşvikleri ve kaynak tahsisini bozabilmektedir. Miktarsal genişleme uygulamasının bu tür yan etkilerinin daha fazla belirginleşmesi ise bu aracın uzun bir dönem kullanılma oranına bağlıdır (Perera 2010: 17-18).

Miktarsal genişleme politikasının etkili yada etkisiz olması söz konusudur. Bazı durumlarda merkez bankalarının özel sektöre yeni kredi akışı sağlaması gerekebilir, bu dönemlerde merkez bankaları bankalardan çoğunlukla tahvil satın almaktadır. Bu tür işlemlerin yarattığı ek likidite bankalar tarafından yeni krediler için kullanılacaktır. Dolayısıyla merkez bankalarının miktarsal genişleme aracını etkili bir şekilde uygulayabilmesi açısından bankaların önemli bir rolü bulunmaktadır. Fakat bazı dönemlerde bankalar, merkez bankasında bulunan tahvilleri karşılığında sahip oldukları likiditeyi tampon olarak tutmayı tercih edebilirler. Bankalar böyle bir tercihte bulunursa, bu durum merkez bankalarının sağladığı likiditenin reel ekonomiye ve finansal sisteme girmeden bankacılık sektöründe kalmasına neden olacaktır. Merkez bankalarının böyle bir riskin oluşumunu azaltabilmesi için bu tip bir işlemi sadece faiz oranı sıfır alt sınırında yani geleneksel faiz oranı kanalı tam anlamıyla kullanılmadığı bir dönemde gerçekleştirmesi gerekmektedir. Öyle ki miktarsal genişleme politikasının alt sınırın üzerinde olan bir politika faiz oranında kullanılması, merkez bankası bilançosunun genişlemesine ek olarak, merkez bankasının maruz kaldığı riski arttırmaktadır. Bu bakımdan miktarsal genişleme uygulamasının başarılı olması durumunda, bankaların kredi genişlemesi uygulamasının teşvik edilmesi ve likidite açığı riskinin azaltılması sağlanmaktadır

(Perera 2010: 18-19). Ancak bankalar kredi aracılığı görevlerini yerine getirmezlerse, miktarsal genişleme aracı etkisiz olmaktadır (Tunalı, Yalçınkaya 2016: 76).

### **3.2.2. Kredi Genişlemesi**

Küresel kriz döneminde merkez bankaları, kredi koşullarını kolaylaştırmak için işlevsizleşen piyasalarda, doğrudan bir aracı olarak hareket ederek, birtakım uygulamalarda bulunurlar (Kozicki vd. 2011: 14). Bu doğrultuda kredi genişleme politikası, merkez bankalarının politika faiz oranının sıfır alt sınırına yaklaştığı ve bu sebeple parasal aktarım mekanizmasının tam anlamıyla çalışmadığı dönemlerde, parasal duruşu rahatlatmak amacıyla kullandığı bir mekanizmadır (Cecchetti 2016: 1). Kredi genişlemesi doğrudan ve dolaylı kredi genişlemesi olarak iki alt grupta incelenebilir.

Doğrudan kredi genişleme politikası; merkez bankalarının finansman koşullarını kolaylaştırmak ve piyasa faiz oranlarını düşürmek amacıyla ticari varlık, şirket tahvilleri ve varlığa dayalı menkul kıymet satın alarak doğrudan kredi piyasasına müdahale ettiği politikalar (IMF 2013: 95). Bu politika aracı, bu varlıkların merkez bankaları tarafından para karşılığında doğrudan satın alınmasıyla likiditenin belirli piyasa segmentlerine yayılmasını sağlamıştır. Ayrıca bankaların sıkıntıya düştüğü dönemlerde bu politika, daha çok etkili olabilmektedir (Perera 2010: 19).

Dolaylı kredi genişleme politikası; merkez bankaları bilançolarında bir riske katlanarak doğrudan satın aldığı varlıkları, satılincaya veya vadesi gelene kadar elinde tutabilmektedir. Bu politika çerçevesinde merkez bankaları, bilanço büyüklüğünü arttırabilmek için bankalara bozulmuş piyasalardaki varlıkların teminatı karşılığında uzun vadede borç vermektedir (Perera 2010: 19). Böylece bu politika ile merkez bankaları bankalardan menkul kıymetler almakta, karşılığında piyasaya risksiz menkul kıymetler sürme yoluyla piyasadaki likidite düzeyini yükseltmektedir (Vural 2013: 24). Likidite sıkışıklığını gidermek dışında ayrıca bu uygulamayla hedeflenen, işlevini yitirmiş piyasaların tekrardan çalışmasını sağlamak ve risk primini sınırlandırmaktır. Bu yolla ekonomideki krizle birlikte aksayan finansal faaliyetlerin yeniden normal seyrine dönüş yapacağı öngörülmüştür (Arıcan, Okay 2014: 13). Bu bağlamda dolaylı kredi genişlemesi, merkez bankalarının bankalara

borç vermesini teşvik etmek ve bankalara uzun vadeli likidite sağlamak amacıyla kullandığı bir politika aracıdır (IMF 2013: 95).

Kredi genişleme politikası, mikarsal genişleme politikasına benzemektedir. Ancak en basit şekli ile kısa dönemli hazine bonolarının satılıp, yerine benzer vadede ticari varlıkların merkez bankaları tarafından satın alınmasının örnek gösterilebileceği kredi genişlemesi politikasında, varlıklar arasında yapılan bu değişim bilançonun boyutunu değiştirmedeği gibi merkez bankası varlıklarının ortalama vadesini de değiştirmemektedir. Bu değişim ile sadece riskli varlıklar yer değiştirir. Bu açıdan merkez bankası bilançosunun boyutunu etkileyebilen miktar genişleme politikasından farklı olarak, kredi genişlemesi politikasıyla merkez bankası bilançosunun kompozisyonu değiştirilebilmektedir (Cecchetti 2016: 1). Dolayısıyla kredi genişleme politikasını uygulayan bir merkez bankası, risk oranı yüksek ve likit olmayan yada düşük likiditeli varlıkları alıp, yerine riski çok az olan ve yüksek likiditeye sahip menkul kıymetleri satarak bilançosunun kompozisyonunu etkilemektedir (Kaya, Tokucu 2014: 6).

Ayrıca kredi genişlemesi miktarsal genişlemeden birkaç noktada da farklılık göstermektedir. Kredi genişlemesi politikasında doğrudan para yaratmak yerine merkez bankaları menkul kıymetler satın alarak piyasadaki likiditeyi arttırabilmektedir (Arıcan, Okay 2014: 13-14). Bu kapsamda kredi genişlemesi politikasından çıkış, muhtemelen miktarsal genişleme politikasına göre daha zor olabilmektedir. Çünkü merkez bankaları kredi genişlemesi politikası kapsamında riskli ve daha az likit varlıkları satın aldığı için bu varlıkların geri satışı genellikle zor olmaktadır. Bu varlıklardan merkez bankaları istediği zaman kurtulamayabilirler (Cecchetti 2016: 3). Ayrıca miktarsal genişleme uygulaması yalnızca faiz oranları sıfır alt sınırına çok yakın yada sıfır seviyesine kadar düştüğü dönemlerde kullanıldığında etkili olabilmekteyken, kredi genişlemesi aracı kısa vadeli nominal faizler sıfır alt sınırının üstünde olduğu dönemlerde de kullanılabilir. Bununla birlikte merkez bankaları bu iki para politikası aracını kullanarak finansal sistemin yeniden etkin ve verimli yapısına kavuşmasını hedeflemişler, bunun içinde parasal yükümlülüklerini arttırmışlardır. Bu da, bu iki politikanın kullanılmasında ortak amaçtır (Tunalı, Yalçınkaya 2016: 74).



Kredi genişlemesinin etkisinin büyüklüğünü genellikle merkez bankasının satın aldığı varlığın getirisi ile sattığı varlığın getirisi arasındaki fark belirlemektedir. Örnek verilmesi gerekirse; merkez bankasının aynı kredi derecelendirme oranına sahip 11 yıllık ipoteye dayalı menkul kıymet satın almak için 10 yıllık ipotekli menkul kıymet satması, bu varlıkların birbiriyle çok benzer risk özellikleri olduğu için ipoteye dayalı menkul kıymetlerin ortalama fiyatı üzerinde çok az etkiye sahiptir. Yakın ikameli olan bu iki tahvil, benzer risk ve kredi notuna sahiptir ve genelde benzer getiriye sahiptirler. Aksi bir örnek verilirse de; merkez bankasının varsayılan riskten arındırılmış hazine bonusu satın, karşılığında eşdeğer gelirli ipoteye dayalı menkul kıymet satın alması durumunda da bu iki varlık birbiriyle az ikameli olduğu için piyasa fiyatları üzerinde daha büyük bir etki yaratılabilir. Kredi genişleme politikasıyla özel yatırımcılara uygun olan bu varlıkların nispeten arzı değiştirilerek, bir ipotekli varlık elde etmek için daha az maliyeti olan hazinedeki ipotekli menkul kıymetlerin faiz oranı marjının daraltılması istenmektedir (Cecchetti 2016: 1-2).

Küresel krizden sonra daha çok gelişmiş ülkelerin merkez bankaları tarafından uygulanan kredi genişleme politikası, gelişmekte olan ülkeler de ise daha az kullanılmıştır (Perera 2010: 25). Bu politika aracının kullanıldığı belli başlı gelişmiş ülkelerde de genel olarak hedeflenen piyasalar için olumlu etkiler yarattığı ve bu piyasaların işlevini arttırdığı söylenebilir (Kozicki vd. 2011: 17-18).

### **3.2.3. Faiz Koridoru**

Küresel finansal krizle birlikte bankalar arasında ciddi bir güven kaybının yaşanmasının ardından, bankalararası piyasalardaki likidite ciddi oranda azalmıştı (Bindseil, Jablecki 2011: 12). Bu bakımdan finansal krizden sonra en yaygın likidite operasyonel çerçevesinin merkez bankalarının uyguladığı koridor sistemi olduğu söylenebilir (Bernhardsen, Kloster 2010: 1). Öyle ki bu dönemde makroekonomik istikrara katkı sağlayıcı bir para politikası olarak kullanılan faiz koridoru bu yönüyle iktisat literatüründe büyük oranda yer bulmuştur (Tufaner vd. 2016: 658).

Faiz koridoru sisteminde, ilk olarak merkez bankaları borç alma ve borç verme faiz oranlarını açıklamaktadırlar. Borç alma faiz oranı, faiz koridorunun alt sınırını belirleyen oran olup, geçici likidite fazlasına sahip bir bankanın elindeki fonu merkez bankasına mevduat biçiminde yatırması durumunda almayı kabul ettiği faiz

oranına denir (Özatay 2012: 9). Hiçbir banka elindeki fonu merkez bankasından elde edebileceğinden daha düşük bir faiz oranında mevduat olarak yatıramayacağı için mevduat oranı, gecelik faiz oranı için bir zemin oluşturmaktadır (Bernhardsen, Kloster 2010: 1).

Borç verme faiz oranı ise, bu koridorun üst sınırını belirleyen oran olup, geçici likidite sıkışıklığı yaşayan bir bankanın merkez bankasından kısa dönemli borçlanmak amacıyla merkez bankasına ödeme yapmayı kabul ettiği faiz oranıdır (Özatay 2012: 9). Öyle ki bir merkez bankası krediler için uygun ve yeterli teminat sağlayabildiği sürece hiçbir banka merkez bankası tarafından belirlenmiş olan faiz oranından daha yüksek bir oranda borçlanmayacaktır. Bu sebeple borç verme faiz oranı gecelik faiz oranı için bir tavan oluşturmaktadır (Bernhardsen, Kloster 2010: 1). Merkez bankalarının belirlediği bu alt ve üst sınırlar ile yani borç alma ve borç verme faiz oranlarıyla bankalara borç alma ve verme kolaylığı yaratılmakta ve bankalararası piyasadaki faiz oranlarının oynaklığı önlenmektedir. Böylece bu uygulama merkez bankalarının fiyat istikrarı ve finansal istikrar hedeflerine ulaşmalarına yardımcı olmaktadır (Kaya, Tokucu 2014: 9).

Faiz koridoru ise merkez bankalarının bu gecelik borç alma ve borç verme faiz oranları arasındaki banttır (Vural 2013: 31). Dolayısıyla büyük oranda likidite fazlasının yaşandığı bir finansal sistemde, denge faiz haddi merkez bankalarının borç alma faizine yakın bir yerde, aksine likidite açığının yaşandığı bir sistemde ise, denge faiz haddi merkez bankalarının borç verme faizine yakın bir yerde meydana gelecektir. Piyasada ki likidite fazlası veya açığının sürekli devam etmesi durumunda ise, denge faiz haddi faiz koridoru içerisinde çok dalgalanmayacaktır (Özatay 2011a: 427).

Gecelik piyasa faizleri, merkez bankaları tarafından belirlenen koridor içinde her yerde olabilmekle beraber, daha çok bu faizin politika faizine yakın bir yerde olması istenmektedir. Gecelik piyasa faizinin bu koridorun içinde nerede oluşacağını tespit eden en büyük etken ise merkez bankalarının likidite politikalarıdır (Ünalmiş 2015: 2). Aslında gecelik faiz oranını hedeflenen orana (politika faiz oranı) yakın tutmak amacıyla politika faiz oranı çoğunlukla faiz koridorunun ortasındadır. Bu şekilde merkez bankaları likidite arzını ayarlayabilecek ve bu sayede de politika faiz

oranı gecelik piyasada gerçekleşebilecektir (Bernhardsen, Kloster 2010: 1). Bu noktada faiz koridoruyla hedeflenen, piyasadaki kısa vadeli faizin belirlenen faiz koridorunun dışına çıkmasını önleyerek, politika faizindeki oluşabilecek oynaklıkları sınırlandırmaktır (Özataş 2011a: 430).

Faiz koridoru politikası, geleneksel para politikalarına göre piyasalara daha seri bir şekilde müdahale yapabilme olanağını merkez bankalarına sağlamaktadır. Bu açıdan yaşanacak beklenmedik bir kriz ortamında, piyasaların daha fazla bozulmasına izin verilmeden faiz koridoru ile bu bozulan piyasalara etkili ve seri bir biçimde müdahale yapılabilmektedir. Bu doğrultuda faiz koridoru uygulamasının etkinliğinin, yaşanan 2008 küresel krizi ile birlikte giderek arttığı görülmüştür (Duramaz, Dilber 2015: 36). Ayrıca faiz koridoru uygulaması, API'ye gerek duyulmadan yalnızca faiz koridorunun değiştirilmesi suretiyle, merkez bankalarına para politikalarında bir değişiklik yapabilme olanağı sunmaktadır (Berentsen, Monnet 2008: 3). Merkez bankaları da bu kapsamda bu politika aracıyla ilk olarak küresel krizin sebep olduğu belirsizlikleri önlemeyi ve faiz oranları konusunda konjonktüre göre değişen ve gelişen ekonomik şartlar dahilinde esnek bir şekilde hareket etmeyi amaçlamışlardır (Arıcan, Okay 2014: 16). Bu bakımdan faiz koridorunun tercih edilmesinde, merkez bankalarının piyasalardaki likiditenin artışı ile politika faiz oranlarını idare etmede güçlük çekmeleri ve bu politikanın yapısının esnek olma özelliği önemli bir etken olmuştur. Öyle ki merkez bankaları faiz koridorunun bu yönü ile, faiz oranlarını daha rahat kontrol edebilmişlerdir. Ayrıca faiz koridoru politikası, finans piyasalarının yanında makro dengeleri de büyük oranda etkileyebilir. Öyle ki faiz koridoru sistemi ile döviz kuru oynaklıkları kontrol edilebilmektedir. Bu açıdan faiz koridorunun yukarı doğru genişlemesi durumunda döviz kuru inmekte, faiz koridorunun aşağı yönde genişlemesi durumunda da, döviz kuru artmaktadır. Dolayısıyla döviz kurunu bu şekilde etkileyebilen faiz koridoru politikası, ekonomilerin ihracat ve ithalat eğilimlerini de belirleyebilen bir faktör olabilmektedir. Aynı zamanda faiz koridorunun aynı amaçlara sahip farklı politika araçları ile beraber kullanıldığında da, para politikasının verimliliğinin yükseldiği görülmektedir (Tufaner vd. 2016: 660-665).

Para politikası duruşlarında değişiklik yapmayı tercih eden merkez bankaları çoğunlukla borç alma ve borç verme faiz oranlarını beraber ve aynı yönde

değiştirmekte, yani faiz koridorunu koşullara göre aşağı veya yukarı yönünde hareket ettirmektedirler (Özatay 2011a: 427). Öyle ki ekonomide daralmaların yaşandığı sıralarda bankaların kredi arzında düşüşler oluşmakta, bu durumda merkez bankaları faiz koridorunu genişletmektedirler. Ekonomideki genişleme zamanlarında da, bankaların kredi arzında yükselişler yaşanmaktadır. Böyle bir ortamda ise merkez bankaları faiz koridorunu daraltmaktadır (Tufaner vd. 2016: 659). Böylece politika faizinde bir değişiklik yapmak yerine, farklılaşan finansal koşullara bir cevap olarak faiz koridorunun alt ve üst bandında değişiklikler yapılarak ekonomiye yön verilebilmektedir (Emirkadı 2017: 473). Ancak faiz koridorunun genişliğine karar vermek önemli bir konudur. Geniş bir koridor çoğu zaman tutarsız olabilir veya piyasalarda büyük bir etki yaratmayabilir. Bu konuda dar bir koridorun daha etkili olabileceği söylenebilir. Çünkü dar faiz koridoru, ince ayar işlemlerine olan ihtiyacı azaltmaya ve faiz oranlarındaki dalgalanmaları engellemeye yönelik otomatik bir araç görevi görebilir. Örneğin dar koridor sistemini benimseyen Kanada Merkez Bankası, bu uygulamayla gecelik faiz oranını düzenlemeye yönelik daha şeffaf bir araç alternatifi elde etmiştir. Bu kapsamda birçok ülke kriz döneminde faiz koridorunu daraltmış, bu sayede kısa vadeli faiz oranlarında meydana gelen dalgalanmaları kontrol edebilme açısından başarılı olmuştur (Bindseil, Jablecki 2011: 7-10).

Faiz koridoru aracını küresel kriz döneminde farklı şekillerde de olsa birçok merkez bankası uygulamıştır (Ünalmiş 2015: 2). Gelişmekte olan ekonomilerde enflasyon oranı dünya ortalamasının üzerinde olduğu için faiz koridoru politikasının kullanımı bu ekonomilerde sürmektedir. Fakat gelişmiş ekonomiler genellikle negatif faiz uygulamasına yöneldiği için, bu ekonomilerin merkez bankalarının bu politikadan vazgeçmeye başladıkları ifade edilebilir (Tufaner vd. 2016: 665).

#### **3.2.4. Zorunlu Karşılık Uygulaması**

Zorunlu karşılıklar, mevduat kurumlarının merkez bankasında mevduat, menkul kıymet yada nakit gibi kaynaklarına karşılık olarak tutması gereken kaynaklardır (Obrien 2007: 1). Merkez bankaları likidite ve aşırı kredi büyümesi ile ilgili oluşabilecek risklere karşı korunmak amacıyla bir makro ihtiyati araç olarak zorunlu karşılıkları kullanmışlardır (Lim vd. 2011: 67). Ayrıca merkez bankaları

bankaların verdiği kredilerin miktarını ayarlayabilmek ve kısa vadeli faiz oranlarında meydana gelen oynaklığı sınırlayabilmek için zorunlu karşılık aracına başvurmuşlardır (Demirhan 2013: 580).

Zorunlu karşılık uygulamasının merkez bankalarının likidite yönetiminde önemli bir role sahip olduğu söylenebilir. Öyle ki, merkez bankaları para piyasasında oluşan likidite fazlası veya likidite açığını önleyecek şekilde zorunlu karşılık oranlarıyla oynayarak, bu durumun faiz oranlarına veya döviz kurlarına yönelik bir baskı yaratmasını engelleyebilirler (Alper, Tiryaki 2011: 2). Bu bakımdan merkez bankaları küresel finansal kriz sırasında bu politika aracını önemli bir likidite sağlama aracı olarak görmüş ve likidite yönetimlerinde kullanmışlardır (Robitaille 2011: 4). Aslında merkez bankaları likiditeyi APİ aracılığı ile etkin bir biçimde yönetilebilmektedirler. Fakat zorunlu karşılık uygulaması özellikle kriz sonrasında oluşan yapısal boyuttaki çok daha kalıcı dengesizliklerin önlenmesi amacıyla tercih edilmiştir. Bu açıdan zorunlu karşılıklar, APİ'ye göre daha uygun bir seçenek olarak kullanılmıştır (Alper, Tiryaki 2011: 2). Öyle ki 2000'li yılların ortalarından itibaren bu aracın birçok ülkeye göre daha çok kullanıldığı Çin'de, kriz sırasında ve sonrasında zorunlu karşılıklar, kısmen APİ'nin yerini alarak, bankacılık sistemindeki likiditenin geri çekebilmesi için kullanılan en önemli sterilizasyon aracı olmuştur (Ma vd. 2011: 1).

Özellikle finansal sistemde aksaklıklar yaşandığı dönemlerde zorunlu karşılık politikasının faydalı olduğu söylenebilir. Örneğin bu dönemlerde zorunlu karşılık oranlarında yapılacak bir indirimle doğrudan kredi arz kesintisi dengelenebilmekte, bankalara likidite yardımı sağlanabilmektedir. Bu sayede zorunlu karşılıklar, bozulan parasal aktarım mekanizmasının yeniden işlevselliğini sağlayarak onarılmasına yardımcı olmaktadır. Ayrıca merkez bankaları zorunlu karşılıkları bir ek politika aracı olarak kullanarak, çelişen hedefleri çözüme kavuşturabilir. Öyle ki enflasyon oranının nispeten yüksek olması durumunda merkez bankaları ekonomik yavaşlamayı önlemek için politika faizini düşürme konusunda isteksiz olabilmektedir. Üstelik sıfıra yakın bir politika faiz oranı söz konusu olduğunda, merkez bankalarının doğrudan kredi temin etmedikçe politika faizini düşürmesi ise etkisiz bir işlem olmaktadır. Böyle bir ortamda zorunlu karşılıklar devreye sokulabilir. Çünkü finansal piyasalar bozulduğunda, zorunlu karşılık oranlarında yapılacak bir

değişikliğin etkisi politika faizinde yapılacak bir değişikliğin etkisinden çok daha büyük olabilir. Bu açıdan merkez bankaları parasal koşulları rahatlatmak için faiz oranlarında ayarlamalar yapmak yerine zorunlu karşılıkları düşürmeyi tercih edebilirler. Bu kapsamda, birçok merkez bankası da kriz döneminde zorunlu karşılık oranlarını düşürerek alternatif bir politika aracı yaratmış, böylece ekonomiyi canlandırmayı ve enflasyon oranlarındaki artışı kontrol edebilmeyi başarmıştır (Montoro, Moreno 2011: 58-59; Tunalı, Yalçınkaya 2016: 85). Ayrıca kriz sırasında zorunlu karşılıkların düşürülmesiyle merkez bankaları, finansal sistemde oluşan likidite dalgalanmalarını zamanla engelleyebilme olanağını elde ederken, zorunlu karşılık oranlarında yaptıkları artışlarla da, kredi büyümesini dizginleyerek finansal dengesizlikleri önleyebilmişlerdir. Bu doğrultuda bir finansal istikrar aracı olarak zorunlu karşılıklar bu şekilde kullanılmıştır (Montoro, Moreno 2011: 59).

Neredeyse son yirmi yıldır merkez bankaları para politikalarını faiz oranlarıyla yürütmüş ve politika aracı olarak daha çok faiz oranlarını kullanmışlardır. Bu nedenle 1980'lerin ortasından itibaren zorunlu karşılıkların uygulama alanı büyük oranda sınırlanmıştır (Vural 2013: 28-29). Ayrıca bu durumun başka bir nedeni de; zorunlu karşılık uygulamasının bankalara önemli maliyetler yüklemesiydi. Bütün bu sebepler merkez bankalarının yön değiştirerek rezervlerinin kontrolünde kendi usullerini kullanmalarına, kısa vadeli faiz oranları için parasal büyüklüklere odaklanmalarına ve dolayısıyla zorunlu karşılıkların kullanım oranını azaltmalarına sebep olmuştur (Montoro, Moreno 2011: 53). Ancak meydana gelen 2008 küresel krizin ardından makro ihtiyati bir politika aracı olarak zorunlu karşılıklar, merkez bankaları tarafından çoğunlukla kullanılmış, özellikle finansal dalgalanmaların yaşandığı sıralarda ise bu aracın kullanım oranı giderek yükselmiştir (Lim vd. 2011: 67). Öyle ki bu uygulama, çoğu merkez bankasının makroekonomik istikrara ulaşabilmek amacıyla finansal kriz sırasında ve sonrasında uyguladığı bir parasal kontrol aracı olmuş ve bu açıdan neredeyse eskisinden daha çok önemli hale gelmiştir (Alper, Tiryaki 2011: 3).

Küresel kriz sonrasında özellikle gelişmekte olan ülkelerin merkez bankaları ise finansal koşulları hizaya getirerek parasal ve finansal istikrarı sağlamak, kredi piyasasını yeniden canlandırmak ve azalan sermaye akımlarının neden olduğu kırılganlıkları önleyebilmek amacıyla zorunlu karşılık aracını yoğun bir şekilde

kullanmışlardır. Ayrıca bu ülkelerde zorunlu karşılıkların yoğun olarak kullanılmasının bir nedeni de; politika faizinde yapılan bir artışa göre zorunlu karşılık oranlarında yapılan bir artışın yabancı sermaye girişleri sırasında yaşanan dalgalanmaların azalmasına kısmen daha fazla yardımcı olabilmesidir. Bu noktada faiz koridoru ile zorunlu karşılıklar, birbirinin yerine kullanılmasından ziyade birbirlerini tamamlayıcı olarak kullanılmaktadır. Dolayısıyla uygulanan zorunlu karşılıkların faiz koridorunun etkinliğini arttırdığı gözlemlenmektedir. Ayrıca zorunlu karşılıkların, gelişmekte olan ülke merkez bankalarının finansal istikrar hedeflerine erişebilmek için uyguladığı makro ihtiyati politikaların etkinliğini daha da arttırmaya yardımcı olduğu söylenebilir (Tunalı, Yalçinkaya 2016: 83-84). Bu kapsamda gelişmekte olan çoğu ülke, küresel kriz sonrasında ZKO öncelerde düşürmüş, ancak gelişmiş ekonomilerin uyguladığı genişletici para politikaları sonucu oluşan sermaye girişlerinin yükselmesiyle ZKO'yu yükseltmişlerdir. Bu sayede finansal istikrara yönelik oluşabilecek olumsuzluklar önlenmeye çalışılmıştır (Böcüoğlu 2015: 14).

Sonuç olarak zorunlu karşılık uygulaması, kriz sırasında ve krizin ardından makro-finansal riskleri azaltıcı bir para politikası aracı olarak daha çok gelişmekte olan ülkeler tarafından kullanılmıştır (Çondur, Bölükbaş 2013: 182). Ayrıca bir politika aracı olarak zorunlu karşılıkları kullanan özellikle gelişmekte olan ülkelerin uygulamalarına bakılırsa; zorunlu karşılıklar interbank oranlarını stabilize etmeye yardımcı olabilmekte, sermaye akışlarını kontrol edebilme açısından piyasa oranlarını etkileyebilmekte ve ayrıca ekonomik genişleme dönemlerinde oluşan kredi büyümesinin kontrol edilebilmesi noktasında yardımcı bir rol üstlenmektedir (Montoro, Moreno 2011: 63).

### **3.2.5. Teminat Çeşitlendirmesi**

Teminatlar, merkez bankalarının kredi riskini sınırlandırabilmek amacıyla kullandığı en önemli enstürümanlarından birisidir. Para politikası bakımından da ayrı bir önemi bulunan teminatların, finans sektöründe kullanımını 1990'lı yıllardan itibaren yükselmiştir (Özdemir 2010: 3).

Merkez bankalarının bankacılık sektörüne teminat karşılığında kredi vermesinin sebepleri hakkında çeşitli yaklaşımlar vardır (Bulletin 2007: 85-86, Cheun vd. 2009: 9, Özdemir 2010: 15) :

- Merkez bankaları teminatlandırılmış krediyle ortaya çıkabilecek operasyonel karmaşıklık azaltabilirler. Ayrıca teminatlandırılmamış kredi merkez bankalarının şeffaflık ve hesap verilebilirlik ilkeleriyle uyumlu olmamaktadır.

- Teminatlı krediler, merkez bankalarının tüm karşılıklara aynı oranda kredi vermesini sağlayarak, para politikasının düzgün çalışmasına yardımcı olmaktadır.

- Teminatlı krediler merkez bankalarını olası finansal kayıplardan koruyabildiği için teminatsız kredilere göre tercih edilmektedir.

- Merkez bankaları teminat karşılığı bir işlem yaparak, para politikası uygulamalarında tarafsız bir tutum sergileyebilmektedirler.

Çıkaran türüne dayanarak teminat varlıkları şu şekilde sınıflandırılabilir (BIS 2013: 15) ;

- kamu sektör varlıkları tarafından çıkarılan menkul kıymetler,
- özel sektör finansal kuruluşlar tarafından çıkarılan menkul kıymetler,
- finansal olmayan özel sektör şirketleri tarafından çıkarılan menkul kıymetler,
- yukarıdaki seçeneklerin dışında çıkarılan diğer varlıklar.

Normal zamanlarda kamuoyunun dikkatini fazla çekmeyen teminat politikaları, yaşanan küresel krizin yoğunlaşmasıyla daha çok gündeme gelerek ön plana çıkmıştır (BIS 2013: 1). Öyle ki küresel kriz ile birlikte risk algılamalarında bozulmalar yaşanmış, bu durumun ardından risk primlerindeki yükseliş ve piyasalarda oluşan güven kaybı sebepleriyle likidite sıkışıklığı meydana gelmiştir (Özdemir 2010: 104). Ayrıca bankaların artan likidite ihtiyaçlarına ek olarak, bu bankaların varlıklarının kalitesinde de düşüşler yaşanmıştır (Karl 2011: 8). Yaşanan bu gelişmeler ile birlikte piyasalardaki gerginliğin artması ve finansal sistemin genişlemesiyle merkez bankaları değişen operasyonel ihtiyaçları karşılamak için teminat politikalarını yeniden inceleme gereksinimi duymuşlar, bu doğrultuda teminat politikalarına yeni özellikler dahil etmişlerdir. Özellikle kriz sırasında varlık türü, kredi kalitesi vb. bakımından teminatların daha geniş bir dizisi kabul edilmiştir (BIS 2013: 1-3). Böylece krizin ardından, birçok merkez bankası dar olan operasyonel yapısını genişletmiş, teminatların çeşidini arttırmıştır. Bu açıdan finansal



krizin teminat sisteminde bu şekilde değişiklikler yapılmasına neden olduğu söylenebilir (Karl 2011: 8).

Teminat sistemi üzerinde etkisi olan operasyonel sistemin en önemli noktası, merkez bankalarının banka sektörüne nasıl likidite sağlayacağı konusudur. Yani bir merkez bankasının bankacılık sektörüne likidite sağlamak için teminat olarak hangi varlıkları ve hangi operasyonel sistemi kullanacağı önemlidir. Aslında merkez bankalarının genellikle teminat ilkeleriyle en uyumlu, banka bilançolarında en kullanışlı ve en likit olan varlık sınıflarından biri devlet tahvilleridir. Devlet tahvilleri, piyasaların aksamadan yeterli bir düzeyde çalışmasını sağlar ve kolayca aktarılabilir, ayrıca fiyatlandırılması için gereken bilgi ve kredi risklerinin açıkça değerlendirilebilme olanağı vardır. Bu açıdan devlet tahvillerinin teminat olarak kabul edilmesi, merkez bankalarının şeffaflık ve hesap verilebilirlik hedefleri ile çatışmadığı gibi fiyat çarpıklıklarının oluşmasını da önlemeye yardımcı olmaktadır (Bulletin 2007: 88). Ancak merkez bankalarının teminat politikalarında finansal kriz sonrasında yaptıkları değişikliklerle, kendilerine getirilen teminatların profili değişmiştir. Çünkü finans kuruluşları piyasalardaki işlemlerde kullanmak amacıyla devlet tahvili gibi varlıkları saklama gereği duymuşlar, bu sebepten merkez bankalarına verilen devlet tahvili gibi likit olan teminatların sayısı azalırken, daha az likit olan örneğin varlığa ve ipoteğe dayalı menkul kıymetlerin merkez bankaları teminatlarındaki oranı yükselmiştir. Bu durum merkez bankalarının maruz kaldığı risk oranını yükseltmiş ve ayrıca bilançolarında kalitesi daha düşük varlıkların toplanmasına neden olmuştur. Fakat oluşan bu duruma rağmen küresel kriz teminatların çeşitlendirilmesini mecbur kılmıştır (Özdemir 2010: 125-127).

Küresel krizin en şiddetli aşaması olan 2008 ve 2009 yıllarından sonra teminat sistemlerine yönelik önlemlerin bir kısmı kalıcı olarak kalmış, ancak bir kısmı merkez bankaları tarafından artık kullanılmamaya başlamıştır. Son yıllarda ise merkez bankalarının çoğunlukla normal teminat sistemlerine geri döndüğü gözlemlenmiş, ama çoğunlukla krizin ardından yani tamamen eski ile değil bir krizi atlatarak ve krizden dersler alarak çeşitli varlık sınıflarının işleyişine dair yapılan değişikliklerle geri dönmüştür. Ayrıca genel olarak son yıllarda kullanılan teminat sistemleri, 2007 yılı ortalarındaki teminat sistemlerinden daha geniş olma eğilimini sürdürmektedir (BIS 2013: 1-9).

Sonuç olarak gelişmiş ve gelişmekte olan birçok ekonomide bir politika aracı olarak teminat çeşitlendirme politikasının kullanıldığı, bu doğrultuda merkez bankalarının çoğunun kriz ile beraber teminat politikalarında birtakım değişiklikler yaptıkları görülmüştür. Teminat sistemlerini genellikle genişleten merkez bankaları, ayrıca yeni programlar ilan ederek finans sisteminde farklı birçok teminat karşılığında likidite elde etmişlerdir. Bu kapsamda küresel krizin merkez bankalarının operasyonel çerçevelerini değiştirdiği söylenebilir (Özdemir 2010: 104-125). Öyle ki krizin ardından merkez bankalarının teminat sistemlerinde daha az likit ve daha düşük kaliteye sahip varlıkların sayısı, kriz öncesine göre daha yüksek seviyelere ulaşmıştır (BIS 2013: 7).

### **3.2.6. Faiz Taahhüdü**

Merkez bankaları belirlediği iletişim politikalarıyla piyasaları etkileyebilmektedirler. Geleneksel para politika araçlarının etkinliğinin azaldığı veya finansal sistemin zarar gördüğü dönemlerde dahi merkez bankaları sağlıklı bir iletişim aracılığıyla ekonominin gidişatını istedikleri doğrultuda belirleyebilmektedirler. Bu açıdan merkez bankalarının kurduğu iletişim özellikle kriz sırasında ve sonrasında önemli olmaktadır. Çünkü kriz ortamında kısa vadeli faiz oranlarının gidişatı konusunda bir belirsizlik durumu yaşanabilmekte, bu belirsizlik iktisadi birimlerin gelecek beklentilerini etkileyip, ileriye yönelik önemli finansal ve reel yatırım kararlarının alınmasını engellemektedir. Merkez bankaları da faiz oranlarının gidişatına yönelik önceden birtakım taahhütlerde bulunarak bu durumun oluşmasını önleyebilmekte, bu sayede piyasaları yönlendirebilip uzun dönemli faiz oranlarında bir istikrar sağlayabilmektedirler (Kaya, Tokucu 2014: 8). Bu kapsamda faiz taahhüdü politikası, merkez bankalarının gelecekteki politika tepkilerine ilişkin kamuoyuna bilgi vermesidir (Vinals vd. 2013: 13). Daha geniş anlamda faiz taahhüdü politikası; merkez bankalarının bir süre için kısa vadeli faiz oranını düşük bir seviyede tutacağını açık bir taahhüt yaparak piyasa beklentilerini etkileyebilmesidir (Perera 2010: 15). Ayrıca uzun vadeli faiz oranı, kısa vadeli faiz oranı beklentilerinin bir yansımasıdır. Bu açıdan merkez bankaları bu politika ile uzun vadeli faiz oranını da daha iyi etkileyebilmektedirler (Vural 2013: 28).

Normal zamanlarda zaten faiz taahhüdü politikası kullanılmaktaydı ve merkez bankaları bu politika ile uzun vadeli faiz oranını etkileyebilmekteydiler (Vinals vd. 2013: 13). Küresel krizle birlikte gecelik faiz oranı sıfır seviyesine yaklaştığında da, merkez bankaları bu politika ile para politikasının gelecekteki seyrine yönelik kamuoyunu bilgilendirerek, uzun dönem faiz oranlarını yönlendirebilmişlerdir. Öyle ki bir merkez bankası faiz taahhüdü politikası ile ekonomik koşullara göre özellikle bazı dönemlerde, kısa vadeli faiz oranını alışılmışın dışında düşük bir seviyede sürdüreceğini taahhüt ettiğinde, bu durum uzun vadeli faiz oranını düşürecektir. Böylece bu politika ile toplam talebi arttıran bir etki sağlanabilmektedir (Bernanke, 2009). Ancak merkez bankalarının yaptığı bu düşük faiz oranı taahhüdü, talebi uyarıcı yönde etkileyip enflasyonun beklenenden daha fazla yükselmesine neden olabilir. Böyle bir ortamda merkez bankalarının uyguladıkları bu düşük faiz taahhüdünden vazgeçip faiz oranını arttırmaları gerekebilir. Fakat bu durum merkez bankalarının güvenilirliğini olumsuz etkileyebilir. Bu açıdan faiz taahhüdü politikasını kullanan merkez bankalarının enflasyon oranını dikkate almaları gerekmektedir. Ayrıca faiz taahhüdü politikanın sağlıklı bir şekilde işleyebilmesi açısından yapılan taahhüdün güvenilir olması da önemlidir (Vural 2013: 27-28).

Faiz taahhüdü politikası, son küresel kriz döneminde bazı merkez bankaları tarafından kullanılırken, bazılarında yoğun olarak kullanılmamıştır. Öyle ki, merkez bankalarının bir kısmı belirgin bir şekilde para politikasının geleceğine ilişkin bir açık bir taahhüt yapmadan diğer geleneksel olmayan para politikalarına yönelmişlerdir (Perera 2010: 15). Faiz taahhüdü aracını kullanan merkez bankaları ise, genel olarak gelecek nominal ve reel faiz oranlarını düşürüp, kamuoyunda güçlü bir iyileşme beklentisi yaratmayı başarmışlardır. Bu açıdan bu politika aracının yaşanan küresel kriz döneminde kısmen etkili olduğu söylenebilir (Vinals vd. 2013: 8-13). Zaten faiz taahhüdü politikası bilhassa ekonomide belirsizliğin arttığı zamanlarda başarı sağlamaktadır. Çünkü merkez bankalarının düşük faiz oranı taahhüdü yerli ve yabancı yatırımcı sayısının uzun vadede artmasına neden olmaktadır (Vural 2013: 28).

Sonuç olarak bazı merkez bankaları, daha fazla parasal gevşeme etkisi yaratabilmek amacıyla neredeyse sıfır alt sınırında düşük bir politika faiz oranı

taahhüdünde bulunarak faiz taahhüdü politikasını kullanmışlardır (Perera 2010: 15). Fakat merkez bankaları bir süre sonra bu düşük faiz oranı taahhüdünden vazgeçebilmekte; piyasaların işleyişinde olumlu gelişmeler yaşandığında ve de enflasyon oranı hedeflenen oranda gerçekleşmeye başladığında, politika faiz oranını arttırmaya yönelebilmektedirler (Tunalı, Yalçınkaya 2016: 82).



## DÖRDÜNCÜ BÖLÜM

### TÜRKİYE’DE UYGULANAN GELENEKSEL OLMAYAN PARA POLİTİKASI VE ARAÇLARI

Küresel krizin ardından tüm dünya da olduğu gibi Türkiye’de de, krizin olumsuz etkilerinin azaltılabilmesi için önlemler alınmıştır. Bu süreçte birçok merkez bankasıyla beraber TCMB de harekete geçerek geleneksel olmayan para politikalarını uygulamıştır.

#### 4.1. Türkiye’de Uygulanan Geleneksel Olmayan Para Politikası

Merkez bankaları geleneksel enflasyon hedeflemesi rejiminde fiyat istikrarını sağlamak ve devam ettirmek ile görevlidir. Merkez bankalarının bu görevi yerine getirmek için kullandıkları temel araç ise politika faiz oranıdır (TCMB 2010a: 50). Küresel krizden sonra ise merkez bankalarının finansal istikrar konusunda üstlenmeleri gereken rolleri tartışılmış, finansal sistemde oluşan problemleri önleyebilmek amacıyla birçok tedbir alınmasının gerekliliği anlaşılmıştır (Doğan, Tunalı 2011: 77-78). Aslında faiz oranları fiyat istikrarı için olduğu kadar finansal istikrar bakımından da bir o kadar önem teşkil etmektedir. Fakat piyasalardaki faiz oranı, bir merkez bankasının fiyat ve finansal istikrar hedeflerinin her ikisini de sağlamayabilir. Örneğin ekonomik büyümenin hızlandığı zamanlarda uygulanan faiz politikası enflasyonu dizginleyebilirken, oluşabilecek finansal riskleri önleyemeyebilir. Ekonomik küçülmenin yaşandığı zamanlarda da, fiyat istikrarının sağlanabilmesi için gerekli olan faiz düzeyi, finansal istikrarın gerçekleştirilebilmesi için gerekli olan faiz düzeyinden farklı olabilir; biri diğerinden daha yüksek bir faiz oranı gerektirebilir. Bu kapsamda TCMB fiyat istikrarının ve finansal istikrarın her ikisine de ulaşabilmek için, faiz politikasının yanında başka araçlar da uygulamaya karar vermiştir (TCMB 2010a: 50). Bu kararda yaşanan 2001 ve 2008 krizlerinin etkisi olmuştur. Çünkü bu krizler sağlam bir bankacılık sisteminin önemini vurgulamış, TCMB’nin esas amacı olarak yalnızca fiyat istikrarını değil finansal istikrarı da sağlamasının gerekli olduğunu göstermiştir (Yakupoğlu 2010: 52). Bu gereklilik doğrultusunda TCMB küresel krizden önceki uygulamalarına göre daha karmaşık, neden-sonuç bağı doğrulamasının daha zor olduğu ve birden çok aracı uygulayabileceği yeni bir yaklaşım oluşturmuştur (Başçı, Kara 2011: 8). TCMB’nin

bu yeni politika yaklaşımının temeli, belirlenen çoğu hedefe varabilmek için birçok aracı uygulayabilmenin dışında, bu birçok aracın gerektiğinde farklı değişkenlerde farklı neticeler alabilmek amacıyla beraber kullanılabilmesine dayanmaktadır. Öyle ki finansal istikrarın mevzubahis olması durumunda, tek bir değişken dışında birden fazla değişken devreye girebilmektedir (Şimşek 2012: 6).

Aşağıda verilen tabloda TCMB'nin amaçları doğrultusunda eski yaklaşımı ile yeni yaklaşımı karşılaştırılarak, bu doğrultuda merkez bankasının kullandığı politika araçlarına yer verilmektedir. TCMB, 1211 sayılı Kanun'un 4. maddesi ile, destekleyici amaç olarak finansal istikrarı benimsemiş, yeni yaklaşımında fiyat istikrarı esas amacı olmakla birlikte, bu amaca uygun olarak finansal istikrara ilişkin makro riskleri de göz önüne almıştır (TCMB 2013a: 20). Bu doğrultuda TCMB, resmi internet sayfasında; finansal istikrara ilişkin sistematik bir risk faktörü sayılabilecek yapısal ve makroekonomik olayları belirlemenin, izlemenin ve ihtiyaç durumunda farklı kurumlar ile ortaklık içinde bu olaylara ilişkin önlemler almanın hayati önem taşıdığını vurgulamış ve bu noktadaki gelişmeleri izlediğini duyurmuştur (TCMB).

**Tablo 4.1. TCMB'nin Eski ve Yeni Yaklaşımı**

	<b>ESKİ YAKLAŞIM</b>	<b>YENİ YAKLAŞIM</b>
<b>AMAÇLAR</b>	<ul style="list-style-type: none"><li>• Fiyat İstikrarı</li></ul>	<ul style="list-style-type: none"><li>• Fiyat İstikrarı</li><li>• Finansal İstikrar</li></ul>
<b>ARAÇLAR</b>	<ul style="list-style-type: none"><li>• Politika Faizi</li></ul>	<ul style="list-style-type: none"><li>• Yapısal Araçlar</li><li>• Konjonktürel Araçlar</li></ul> (Politika Faizi, Likidite Yönetimi, Faiz Koridoru)

Kaynak: TCMB 2013a: 20.

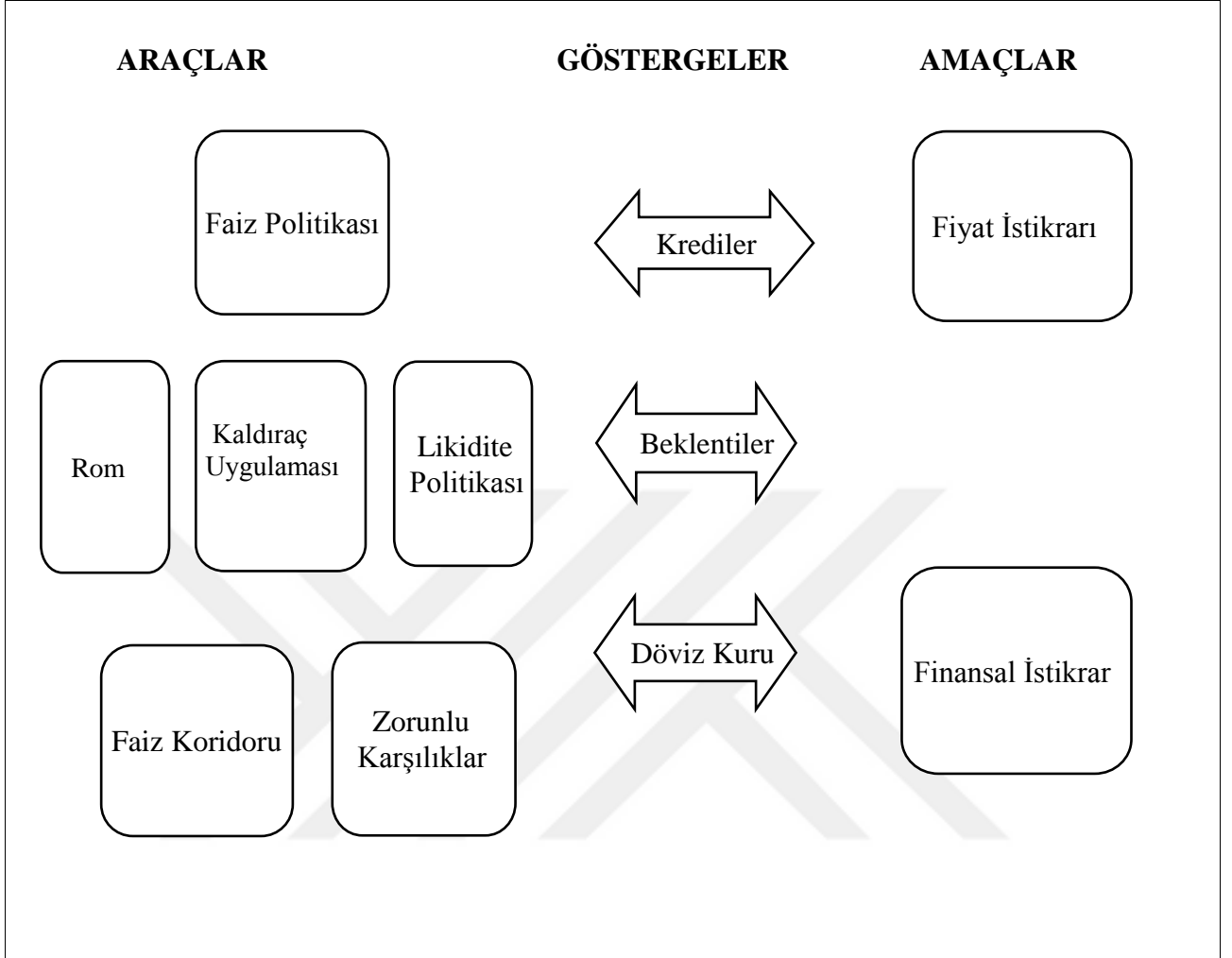
Çoğu ülke merkez bankası, küresel krizin ardından para politikasında farklı araç seçenekleri kullanmıştır. Bu bağlamda, TCMB'de kredi artışını ve kısa dönem sermaye akışlarını önleyebilmek için geleneksel olmayan para politikası araçlarına başvurmuştur (İçellioğlu 2017: 28). Başvurulan bu politika araçlarıyla merkez bankası, ekonomide oluşan istikrarsızlık sonrasında finansal istikrara ulaşmayı,

ekonomik büyümei sürdürülebilir kılmayı, piyasadaki risk algısını düşürerek yerli ve yabancı yatırımcılar için sağlam bir piyasa ortamı yaratmayı amaçlamıştır (Arıcan, Okay 2014: 45). Merkez bankasının finansal istikrarın öneminin daha çok artması sonucunda aşamalı bir şekilde uyguladığı bu geleneksel olmayan para politikası araçlarının amaçlarından biri de, küresel piyasalarda oluşan dengesizliklerin yarattığı olumsuz etkilerden Türkiye ekonomisini korumaktı (TCMB 2013b: 2). Ayrıca bu yeni politika araçları ile oluşabilecek şoklara karşı daha esnek bir sistem yaratmak amaçlanmış, bu sayede iç ve dış talebin dengeye gelmesine katkı sağlanmış ve makro finansal riskler büyük oranda sınırlandırılmıştır (TCMB 2013c: 37).

2008 finansal krizinin ardından gelişmiş ekonomilerin uyguladığı genişletici para ve maliye politikalarının olumsuz etkileri 2010 yılı sonlarında gelişmekte olan ekonomiler üzerinde fark edilmeye başlamıştır (TCMB 2013c: 37). Merkez bankası da bu doğrultuda 14 Nisan 2010 tarihinde, para politikasının normalleşmesi amacıyla çıkış stratejisini ilan etmiştir (Böcüoğlu 2015: 5). Bu stratejiye göre; ilk olarak doğrudan küresel kriz sırasında uygulanan önlemlerin geri alınması ve çıkış stratejisinin sağlam, zamana yayılan ve finansal istikrarı gözeten bir boyutta olması hedeflenmiştir (TCMB 2010b: 11). Bu kapsamda 2010 yılında tasarlanmış yeni politika karması, 2011 yılında büyük oranda biçimlenmiş, 2012 yılında da yeni politika araçları eklenerek desteklenmiştir (TCMB 2013c: 37). Ayrıca merkez bankası yeni politika anlayışını belirlerken, küresel kriz sonrasında değişen merkez bankacılığına ilişkin bakışı, ekonomi politikalarını ve olağanüstü küresel ekonomi konjonktürünü dikkate almıştır (Kara 2012: 2).

Özetle, TCMB yeni para politikası yaklaşımı oluşturarak iç ve dış dengenin her ikisine de ulaşmak için birden çok aracın kullanılmasını benimsemiş, bu bağlamda hem politika faiz oranını hem de diğer araçları aynı anda uygulamaya başlamıştır. Bu açıdan merkez bankası finansal istikrarın ve fiyat istikrarının her ikisini de sağlayabilmek amacıyla daha düşük politika faizi, daha geniş faiz koridoru ve daha yüksek zorunlu karşılık oranları biçimindeki yeni para politikası yaklaşımını küresel krizden sonra uygulanabilecek en uygun alternatif olarak benimsemiştir (TCMB 2011a: 4).

**Tablo 4.2. TCMB'nin Yeni Politika Çerçevesi**



Kaynak: Vural 2013: 63.

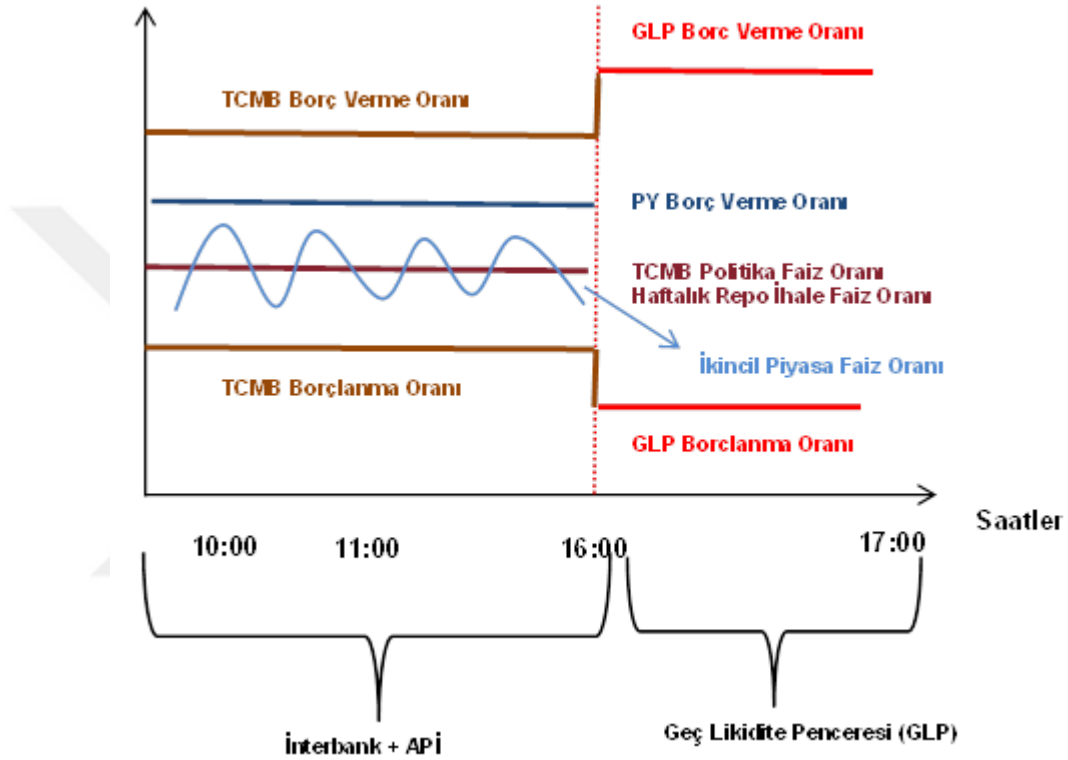
Yukarıda bulunan tabloda merkez bankamızın dizayn edilen yeni politika çerçevesi ve bu doğrultuda kullandığı araçlar ve benimsediği amaçlar yer almaktadır. Ayrıca tabloda görüldüğü gibi beklentiler, krediler ve döviz kuru kanalı merkez bankasının politika araçları ile fiyat istikrarı ve finansal istikrar amaçları arasında bir köprü görevi görmekte; TCMB bu kanallar aracılığıyla belirlediği bu hedeflere ulaşmaya çalışmaktadır. Bu kapsamda Türkiye’de uygulanan geleneksel olmayan para politikası araçları aşağıda 6 başlık altında toplanmıştır.

#### **4.1.1. Faiz Koridoru**

Merkez bankalarının öncelikle kısa vadeli piyasa faizini etkilediği enflasyon hedeflemesi uygulamasında, bu kısa vadeli piyasa faizi politika faizine yakın bir



yerde meydana gelmekte, TCMB de bunu koridor biçiminde bir faiz mekanizması kullanarak elde etmektedir (Özatay 2012: 9). Merkez bankası değişik araçlarla piyasaya kısa dönem likidite yaratabilmekte ya da likidite fazlası olanlardan borçlanabilmektedir. Faiz koridoru TCMB'nin bu şekilde bankalardan gecelik vadede borç alabildiği ve verebildiği faiz seviyelerinin arasındaki yerdir (Kara 2012: 8) (Şekil 4.1.).



**Şekil 4.1. TCMB Para Politikasının Operasyonel Yapısı**

Kaynak: Kara 2012: 8.

Yukarıdaki şekilde TCMB'nin borç alma ve borç verme faiz oranları görülmektedir. Bu iki oran arasındaki yer ise faiz koridorudur.

Asimetrik faiz koridorunu 2010 yılının sonlarından itibaren merkez bankamız para politikası enstrümanı olarak uygulamaya koymuştur (Binici vd. 2013: 4-5). Asimetrik faiz koridoru ile TCMB, yabancı sermaye girişlerinin yaratabileceği etkileri azaltmayı, aşırı kredi genişlemesini engellemeyi, zorunlu karşılık uygulamalarıyla beraber artan kredi hacmiyle daha aktif mücadele edebilmeyi ve

sıcak para belirsizliğine faiz belirsizliğiyle karşılık verip, hızlı para girişleri ve çıkışlarını sınırlandırmayı amaçlamıştır (Demirhan 2013: 587; Temuçin 2013: 2).

Merkez bankasının belirlediği politika faiz oranı (kısa vadeli faiz oranı) en önemli araçtır. Merkez bankası faiz politikasını hedeflerine yönelik olarak ayarlayarak, bu şekilde ekonomik birimlere duruşunu aktarabilmektedir (Özatay 2011a: 424). TCMB’de politika faizi olarak Mayıs 2010 tarihine kadar gecelik borçlanma faizi kullanılmaktaydı. Ancak politika faizi daha sonra, piyasadaki giderek değişen likidite koşullarının etkisiyle bir hafta vadeli repo faizi olarak değişmiştir. Bu değişiklik ile merkez bankası, faiz koridorunu etkin bir şekilde uygulayarak, birbirinden farklı hedefler ile borç verme, gecelik borçlanma ve haftalık repo faiz oranlarını kullanabilmiştir (Binici vd. 2013: 4). Bir hafta vadeli repo faizi sayesinde faiz koridorunun değişkenleri; yani koridorun alt ve üst bandı ile genişliğini, temel fonlama aracından bağımsız bir biçimde ayarlanabilmiştir (Ünalımış 2015: 2).

Aslında faiz koridoru ülkemizde 2002 yılından itibaren kullanılan bir uygulamadır (Ünalımış 2015: 2). Ancak TCMB’nin kriz sonrasında yöneldiği yapı ile eski yapı arasında ayrımlar vardır. Bu ayrımlar: İlk olarak, geleneksel yapıda kısa vadeli ortalama fonlama faizi ve piyasada oluşması hedeflenen faiz arasında bir ayrımın olmadığı varsayılmaktadır. Yeni uygulanan yapıda ise likidite operasyonları aracılığıyla bahsedilen bu iki faiz birbirinden farklılaştırılabilmektedir. Bu ayrıştırma ile, merkez bankası zaman zaman kredi ve döviz kuru kanallarını ayrı ayrı etkileyebilmektedir (Kara 2012: 8-9). Ayrıca yeni sistemin geleneksel enflasyon hedeflemesi uygulamasına göre bir ayrımı da, Türkiye’ye özgü bir araç olarak tasarlanmış olan asimetrik faiz koridorunun, kredi-mevduat faiz farkını etkileyerek ihtiyaca göre makro ihtiyati bir politika aracı olarak uygulanabilmesidir. Bu bakımdan TCMB faiz farkını ve kredi arzını farklı bir kanaldan etkileyebilecek bir aracı edinerek, fiyat istikrarı ile birlikte finansal istikrara ulaşabilecektir (Binici vd. 2013: 15).

İkinci olarak, geleneksel sistemde faiz koridoru çoğunlukla kendi başına bir politika aracı değildi. Daha çok piyasa faizlerinin politika faizinden açık bir biçimde sapmasını önlemek için uygulanmakta olan faiz koridoru bu açıdan pasif bir role sahipti. Öyle ki bu uygulama, politika faizi çevresinde simetrik ve dar bir bant olarak

ifade edilmekteydi. Yeni yapıda uygulanan faiz koridoru ise eski pasif yapının aksine aktif bir politika aracına bürünmüştür. Merkez bankası ihtiyaç durumuna göre faiz koridorunun genişliğini ayarlayabilip, koridoru asimetrik bir şekilde politika faizi etrafında yaratabilmektedir. Uygulanan bu yeni politika TCMB'nin kısa vadeli sermaye hareketlerindeki oynaklığı, daha hızlı ve esnek bir şekilde gidermesine ve kredi genişlemesi alanında etkili olmasına yardımcı olmuştur (TCMB 2012b: 4-5).

Üçüncü olarak, eski yapıda ortalama kısa vadeli fonlama faizinin seviyesi aylık frekanslarda ayarlanıyorken, yeni yapıda bu faiz, ihtiyaç durumunda günlük frekansta ayarlanabilmektedir. Bu değişiklik ile, küresel piyasalardaki oynaklıklara anında cevap verebilmek ve koridorda likidite operasyonları yoluyla kısa vadeli piyasa faizinin istenen düzeylerde meydana gelmesi hedeflenmiştir. Faiz koridorunun bu tasarımı, günlük ve haftalık frekanslarda parasal duruşa ince ayar yapma imkanı vermiş ve bu uygulama ile TCMB, faiz koridoruna esnek bir politika aracı olma özelliği de kazandırmıştır (Kara 2012: 8-9).

Ayrıca geleneksel faiz koridorunda, bir kez politika faizi belirlendikten sonra merkez bankası, API'yi bütün kısa dönemli faizlerin bu düzeye yakın oluşabileceği bir biçimde ayarlamaktaydı. Yani geleneksel sistemde merkez bankasının yönettiği para politikasında, fonlama kompozisyonu pasif bir yapıdaydı. 2011 yılından sonra oluşturulan yeni düzende ise fonlama kompozisyonu aktif bir şekilde uygulanmış ve para politikası duruşunda önemli etkiye sahip olmuştur. Fonlama kompozisyonu, arz ve talep eğrisinin hangi düzeyde kesişeceğini ve ortalama fonlama faizini tespit etmektedir (Kara 2015: 5).

Kısa dönemli faizler ve fonlama kompozisyonu beraber incelenirse merkez bankasının para politikası duruşu bakımından esas olarak iki faizden bahsedilebilir:

1. TCMB ortalama fonlama faizi; TCMB'nin birçok kanaldan piyasaya ulaştırdığı kısa vadeli likiditenin ağırlıklı ortalama faizini ifade etmektedir. Merkez bankasının yaptığı fonlama, bankaların elde ettiği kısa vadeli fonlamanın büyük bir kısmını oluşturması nedeniyle, bu faiz bankalar için mevduat, kredi ve öteki finansal araçların fiyatlandırılmasında büyük bir rol üstlenmektedir (Kara 2015: 6).

2. Bankalararası piyasa gecelik faizi; merkez bankasının politika faizi, likidite yönetimi ve diğer politika araçlarının etkilediği en derin para piyasası olan BIST

Repo-Ters Repo Pazarı'nda meydana gelen gecelik faizlerdir. İşlem hacmi bakımından öneme sahip bir başka para piyasası da bankaların kısa dönemli kur takası işlemleri yaptığı gecelik kur takası piyasasıdır. Bankalar likidite yönetimleri için gecelik kur takası ve BIST gecelik repo piyasalarını aktif olarak kullanmışlardır (Küçükşarac, Özel 2013: 2-9). Dolayısıyla parasal aktarım mekanizması bakımından önemli sayılan tüm esaslı kısa vadeli faizler, bahsedilen bu iki faizle ifade edilebilmektedir. Merkez bankasının faiz koridoru ve likidite politikasının ana hatlarını oluşturan bu iki faizin değişmemesi durumunda para politikasının sıklığı da değişmemektedir (Kara 2015: 6).

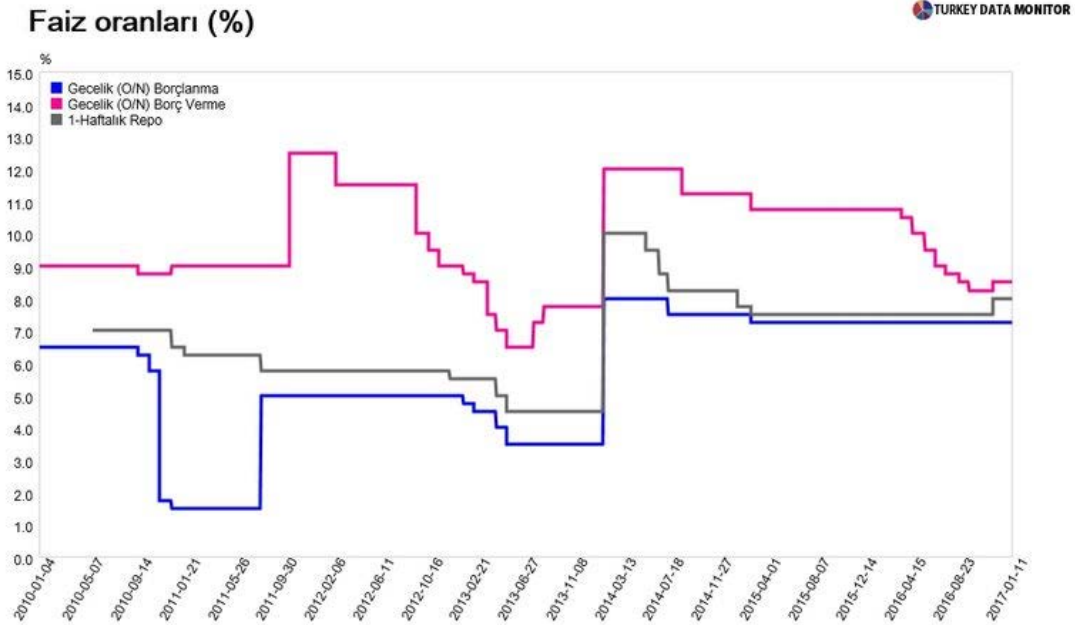
TCMB faiz koridoru aracılığıyla, bankalarla beraber yabancı yatırımcılar üzerinde de bir atak ile etkili olabilmektedir. Şöyle ki sıcak para girişinin fazla olduğu zamanlarda, cari açığı olumsuz etkileyen kur değerlenmesinin ve yaşanabilecek bir kriz sırasında sıcak paranın aniden çıkma olasılığının, ekonomiyi daha kırılgan yapması sebebiyle, bu dönemlerde faiz koridoru oranları aşağı indirilerek oluşabilecek faiz gelirinin az olacağı algısı sağlanabilmektedir. Krizin derinleştiği zamanlarda ise ani sıcak para çıkışını önlemek amacıyla koridor bandı yukarı doğru genişletilebilmektedir. TCMB faiz koridorunu bu şekilde kullanarak ani sıcak para giriş ve çıkışlarını önleyebilmekte, ayrıca Türk Lirası talebindeki aşırı oynaklıklar nedeniyle yaşanabilecek kur riskini sınırlandırabilmektedir (Temuçin 2013: 3). Ayrıca faiz koridorunun yukarı yönlü genişletilmesi ve likidite operasyonları ile ek sıkılaştırma yapılmasıyla krediler kapsamında etki sağlanabilmektedir. Öyle ki bankalar bu zamanlarda faiz riskini fiyatlarken çoğunlukla faiz koridorunun üst sınırını dikkate almaktadırlar. Bu sayede merkez bankası, net borç verici olarak konumlandığı bir piyasada, kredi faizleri ve kredi büyümesine yönelik kuvvetli bir etkiye sahip olabilmektedir (Kara 2012: 10).

Faiz koridorunun kredi aktarım mekanizması ve etkin likidite yönetimi bakımından ayrı ayrı fonksiyonları vardır. Faiz koridoru kredi mevduat faiz farkı üzerinde etkili olmaktadır. Bu sebeple doğrudan Türk Lirası kredi koşullarında etkili bir araç olma özelliği de taşımaktadır. Faiz koridoru bu açıdan rezerv opsiyon mekanizmasından farklı olduğu gibi merkez bankasına pozisyonunu yüksek frekansta ayarlayabileceği bir esneklik katabilmesi açısından da farklıdır. Ayrıca faiz koridoru kredi kanalını kontrol edebilmek için uygulanabilecek güçlü bir araçtır.

Çünkü TCMB'nin likidite politikalarına göre bankaların kredi fiyatlamalarında faiz koridorunun üst bandı büyük bir ağırlığa sahiptir (Alper vd. 2012: 12).

Merkez bankası finansal kriz sırasında, krizin piyasalarda yarattığı olumsuz koşulları azaltmak için gelişmekte olan ekonomiler arasında faiz indirimlerini en önce uygulayan merkez bankalarından biridir. Bu kapsamda TCMB politika faizlerinde büyük oranlarda indirimler uygulamış ve likidite tedbirleri almıştır. Ayrıca beklenmedik bu faiz indirimlerinin, kriz sırasında görece uzun dönemli getirilere ilişkin etki sağladığı söylenebilir (Gürçihan, Özel 2010: 6).

Faiz koridoru zaman zaman genişletilerek, daraltılarak yada sabit tutularak TCMB tarafından bir para politikası aracı olarak kullanılmaktadır (Demirhan 2013: 583). Öyle ki merkez bankası faiz koridorunu bu şekilde kullanarak kredi arzını etkileyebilmektedir. Geniş bir faiz koridorunda fonlama miktarı ve maliyetine ilişkin belirsizlikler çoğalır, merkez bankası ortaya çıkan bu belirsizlikten faydalanarak kredi arzında bir daralma, dar bir faiz koridorunda ise tam tersi bir şekilde bu belirsizliği sınırlandırıp kredi arzında bir genişleme (rahatlama) elde edebilmektedir (TCMB 2014a: 4). Bu kapsamda PPK tarafından politika faiz oranı ve faiz koridoru her ay belirlenerek duyurulmaktadır (TCMB 2012b: 4).



**Grafik 4.1. Faizlerin Gelişimi (2010- 2017)**

Kaynak: Businessht, 2017.

Grafik 4.1.'de TCMB'nin gecelik borç alma ve gecelik borç verme faiz oranlarının yıllara göre değişimleri ve de bu iki faiz arasında kalan faiz koridoru yer almaktadır. Grafikte merkez bankasının zaman zaman faiz koridorunu genişlettiği ve daralttığı görülmektedir. Bu doğrultuda 2010 ile 2017 yılları arasında TCMB'nin uygulamaları ve faiz oranlarında yapmış olduğu değişiklikler aşağıda sıralanmıştır.

- 14 Ocak 2010 PPK toplantısında % 6,50 seviyesinde olan gecelik borçlanma faiz oranı ve % 9 seviyesinde olan borç verme faiz oranı, 16 Şubat, 18 Mart, 13 Nisan ve 18 Mayıs tarihlerinde yapılan PPK toplantılarında değişiklik yapılmayarak sabit tutulmuştur. 18 Mayıs 2010 PPK toplantısında bir hafta vadeli repo ihale faiz oranının politika faiz oranı niteliği taşıdığı ilan edilmiş ve bu oranın % 7 olmasına karar verilmiştir. 20 Mayıs 2010 tarihinde ise bir hafta vadeli repo ihalelerinin yöntemine yönelik düzenlemeler açıklanmıştır. Bu kapsamda ihaleler PPK'nın belirlediği sabit faiz oranından miktar ihalesi yöntemine göre yapılmaya başlanmıştır. 16 Eylül 2010 tarihinde bir hafta vadeli repo ihale faiz oranında bir değişiklik yapılmazken, gecelik borçlanma faiz oranı ve borç verme faiz oranında indirimler yapılarak sırasıyla %6,25 ve %8,75 olarak belirlenmiştir. 14 Ekim 2010 tarihinde ise gecelik borçlanma faiz oranında tekrar değişiklik yapılarak %6,25'ten %5,75 düzeyine düşürülmüştür. %5,75 olarak belirlenen bu oran 11 Kasım PPK toplantısında da %1,75'e indirilmiştir. Son olarak 16 Aralık tarihinde %7 seviyesindeki bir hafta vadeli repo ihale faiz oranı %6,50'ye, %1,75 seviyesindeki gecelik borçlanma faiz oranı %1,5'e indirilirken, %8,75 olan borç verme faiz oranı %9'a yükseltilmiştir (TCMB, 2011b). 2010 yılının sonlarına doğru Türk Lirası aşırı değerlenmiş, bu durum finansal istikrarı olumsuz etkilemiştir. Bu sebeple faiz koridoru, grafikte görüldüğü üzere bu zaman aralığında aşağı doğru genişletilmiştir (Binici vd. 2013: 5). Dolayısıyla politika faiz oranının piyasada meydana gelen faiz oranlarından daha yüksek düzeyde olmasına zemin hazırlanarak gecelik piyasa faizlerinde aşağı yönlü oynaklığın artırılması ve kısa dönem sermaye akımlarının sınırlandırılması amaçlanmıştır (Böcüoğlu 2015: 7).

- 2011 yılının ilk PPK toplantısı 20 Ocak'ta yapılmıştır. Bu toplantıda 16 Aralık 2010 tarihinde %6,50 seviyesinde belirlenen bir hafta vadeli repo ihale faiz oranının %6,25'e düşürülmesine karar verilmiştir. Aynı toplantıda gecelik borçlanma faiz oranı ve gecelik borç verme faiz oranı değiştirilmeyerek sırasıyla %1,5 ve %9

seviyelerinde sabit bırakılmıştır. Daha sonra yapılan 15 Şubat, 23 Mart, 21 Nisan, 25 Mayıs, 23 Haziran ve 21 Temmuz tarihlerindeki PPK toplantılarında da bu üç faiz oranı sabit tutulmuştur. 4 Ağustos'ta ise gecelik borç verme faiz oranı %9 düzeyinde sabit tutulurken, politika faiz oranı olan bir hafta vadeli repo ihale faiz oranı %5,75'e düşürülmüş, gecelik borçlanma faiz oranı ise %5 seviyesine yükseltilmiştir. 9 Ağustos'ta TCMB taraflı işlemlerde borç verme faiz oranı ABD doları için %4,5, Euro için %5,5 olarak belirlenmiştir. 20 Ekim'de ise gecelik borç verme faiz oranı %9'dan %12,5'e arttırılarak faiz koridoru yukarı doğru genişletmiştir. 30 Aralık tarihinde ise günlük olarak düzenlenen bir hafta vadeli repo ihaleleri ile birlikte her haftanın cuma gününde bir ay vadeli repo ihalesi düzenleneceği ilan edilmiştir (TCMB, 2012c). Merkez bankasının faiz koridoru aracı ile, sıkı para politikasına yöneldiği 2011 yılı itibariyle döviz kurundaki oynaklıkları ve enflasyondaki hareketliliği engellediği söylenebilir (Yücel, Serbest 2012: 14).

- 21 Şubat 2012 tarihinde yapılan PPK toplantısında bir hafta vadeli repo ihale faiz oranı ve gecelik borçlanma faiz oranı sabit tutulurken, daha önce % 12,5 olarak belirlenmiş olan gecelik borç verme faiz oranı % 11,5'e indirilmiştir. PPK'nın yapmış olduğu 27 Mart, 18 Nisan, 29 Mayıs, 21 Haziran, 19 Temmuz ve 16 Ağustos tarihlerindeki toplantılarda bu üç faiz oranının sabit kalmasına karar verilmiştir. Gecelik borç verme faiz oranının ilk olarak 18 Eylül'de % 10'a, 18 Ekim'de % 9,5'e, 20 Kasım tarihinde ise % 9'a indirilmesine karar verilmiştir. 2012 yılının son PPK toplantısı olan 18 Aralık tarihinde de % 5,75 seviyesinde olan bir hafta vadeli repo ihale faiz oranı % 5,5'e indirilirken, gecelik borçlanma ve borç verme faiz oranlarında bir değişiklik yapılmamıştır (TCMB, 2013c). Bu kapsamda 2012 yılının ilk çeyreğinden itibaren, daha önce bozulmuş olan küresel risk iştahının iyileşmeye başlamasına bağlı olarak 2012 yılı ortasından itibaren piyasaya verilen likidite miktarının yükseltilmesinin, kısa dönem faizlerin koridorun alt sınırına yakın bir yerde oluşmasına olanak verdiği söylenebilir (Böcüoğlu 2015: 5-10).

- %5 seviyesindeki TCMB gecelik borçlanma faiz oranı 22 Ocak 2013'de %4,75'e, ardından 19 Şubat 2013 tarihinde %4,50'e düşürülmüştür. %9 seviyesindeki TCMB borç verme faiz oranı ise 22 Ocak'ta %8,75'e, 19 Şubat'ta da %8,50'ye düşürülmüştür. 26 Mart tarihinde borç verme faiz oranı %8,5'ten %7,5'e indirilmiştir. 16 Nisan'da yapılan PPK toplantısında bir hafta

vadeli repo ihale faiz oranı %5'e, gecelik borçlanma faiz oranı %4'e, borç verme faiz oranı ise %7'ye düşürülürken, 16 Mayıs tarihinde ise bu oranlar sırasıyla %5'ten %4,5'e, %4'ten %3,5'e, %7'den %6,5'e indirilmiştir. Bu indirimlerin ardından borç verme faiz oranı yükseltılarak 23 Temmuz'da %7,25, 20 Ağustos'ta %7,75 olarak belirlenmiştir. 19 Kasım tarihinde faizlerin öngörülebilirliğinin sağlanması amacıyla 1 ay vadeli repo ihalelerine son verilmesi kararı alınmıştır. 17 Aralık tarihinde yapılan son toplantıda ise bir hafta vadeli repo ihale faiz oranının, gecelik borçlanma faiz oranının ve borç verme faiz oranının sırasıyla %4,5, %3,5 ve %7,75 olarak sabit tutulmasına karar verilmiştir (TCMB, 2014b).

-2014 yılı Ocak ayında % 4,5 olan bir hafta vadeli repo ihale faiz oranı %10'a, %3,5 olan TCMB gecelik borçlanma faiz oranı %8'e, %7,75 olan marjinal fonlama oranı ise %12'ye arttırılmıştır. Aynı yıl içinde 18 Şubat, 18 Mart ve 24 Nisan tarihlerinde yapılan PPK toplantılarında bu oranlar sabit tutulurken, sadece 24 Nisan tarihinde yapılan PPK toplantısında geç likidite borç verme faiz oranında bir değişiklik yapılmış, bu oran %15'ten %13,5'e düşürülmüştür. 2014 yılı ortalarına doğru da bir hafta vadeli repo ihale faiz oranında art arda indirimler yapılmıştır. Bu kararın alınmasında ise risk primlerinin azalması, küresel likidite koşullarının düzelmesi ve döviz kurunun enflasyon üzerinde oluşturduğu birikimli etkilerinin azalışı etkili olmuştur. İlk olarak, 22 Mayıs'ta %9,5'e, 24 Haziran'da %8,75'e, 17 Temmuz'da da %8,25'e indirilmiştir. Ayrıca 17 Temmuz 2014 PPK toplantısında gecelik borçlanma faiz oranı %8'den %7,5'e indirilmiştir. 27 Ağustos'ta yapılan değişiklik ise, marjinal fonlama oranının %12'den %11,25 seviyesine indirilmesidir. 2014 yılının son toplantısı olan 24 Aralık PPK toplantısında da, bir hafta vadeli repo ihale faiz oranı, TCMB gecelik borçlanma faiz oranı ve marjinal fonlama oranında bir değişiklik yapılmayarak sırasıyla %8,25, %7,5 ve %11,25 seviyelerinde sabit tutulmuştur (TCMB, 2015a).

-2015 yılının ilk ayında bir hafta vadeli repo ihale faiz oranı %7,75'e, Şubat ayında ise %7,5'e indirilmiştir. Ocak ayında sabit tutulan TCMB gecelik borçlanma faiz oranı ve marjinal fonlama oranı ise 24 Şubat tarihinde sırasıyla %7,25'e ve %10,75'e düşürülmüştür. Mart ayından Aralık 2015 tarihine kadar yapılan tüm



PPK toplantılarında bu oranlara ilişkin bir değişiklik yapılmamasına karar verilmiştir (TCMB, 2016b).

-2016 yılının ilk çeyreğinde geniş faiz koridoruna olan gereksinimde bir azalış meydana gelmiştir. Bu durumun sebebi, küresel piyasalardaki dalgalanmalarda yaşanan azalış, politika araçlarının etkin bir şekilde kullanılması ve sıkı likidite politikasının uygulanmasıdır. Mart ve Eylül ayları arasındaki dönemdeyse, merkez bankası enflasyonist baskılardaki azalış, finansal koşullardaki sıkılık ve küresel finans piyasalarının ılımlı oluşu gibi nedenler ile faiz koridoru politikasında sadeleşme yoluna giderek bu dönemde gecelik borç verme faizini toplamda 250 baz puan indirmiştir. Böylece gecelik borç verme faizinin Mart ayında %10,75 düzeyindeyken, Eylül ayında %8,25 düzeyine düşürülmesiyle Mart ayında 350 baz puan olan koridor genişliği, Eylül ayında 100 baz puana kadar daraltılmıştır. Gecelik borçlanma faizi ve haftalık repo faizi ise aynı dönemde sırasıyla % 7,25 ve % 7,50 düzeyinde sabit kalmıştır. TCMB finansal piyasalar ve döviz kurunda yaşanan oynaklıkların enflasyon beklentileri ve fiyatlama davranışlarına yönelik oluşan etkilerini azaltabilmek için Kasım ayında bir miktar parasal sıkılaştırma yaparak haftalık repo faizini 50 baz puan yükseltmiş ve %8 olarak belirlemiştir. Bu dönemde gecelik borç verme faizi ise 25 baz puan yükseltilerek %8,5 oranına taşınmıştır. Aralık ayında ise faiz oranlarında herhangi bir değişiklik yapılmamıştır (TCMB 2017a: 32).

- 2017 yılında enflasyon oranında önemli oranda artış yaşanması, TCMB'nin sıkı para politikasını devam ettirmesine neden olmuştur. Bu doğrultuda merkez bankası, Ocak 2017 tarihinde başlattığı parasal sıkılaşmayı Mart ve Nisan aylarında kademeli bir şekilde artırmıştır. Haziran ve Temmuz aylarında bu sıkı duruşunu koruyan merkez bankası enflasyon riskine karşı Kasım ayında TCMB bünyesinde faaliyette bulunan Bankalararası Para Piyasasında bankaların borç alabilme limitlerini gecelik vadede yapılan işlemler için sıfıra indirmiş, bu sayede de TCMB ortalama fonlama maliyeti yaklaşık 25 baz puan arttırarak %12,25 düzeyinde belirlemiştir (TCMB 2017b: 3-4). Fonlama maliyeti Aralık ayında ise %12,75 düzeyine yükseltilmiştir. Ayrıca % 8,5 olan gecelik borç verme faiz oranı da Ocak ayında % 9,25'e yükseltilmiştir (TCMB 2018: 17).

Faiz koridoru uygulaması en başlarda çok anlaşılmasa da hedeflenen neticelere ulaşmıştır. Döviz rezervlerinin azaldığı dönemlerde faiz koridoru, kurdaki spekülasyon atakları önlemeye yönelik daha sağlam ve aktif bir politika aracı olarak kullanılmıştır. Fakat daha sonra piyasalardaki risk algısının normal düzeylere gelmesi, gelişmiş ekonomi merkez bankalarının parasal gevşemeye yönelmeleri, yavaşlayan ekonomik büyümeyi teşvik etmek nedenleri ile koridorun üst bandı kullanılamayacak bir duruma gelmiştir. Bu durum TCMB'nin döviz piyasasında faiz koridoru ile sağladığı esnekliğin azalmasına yol açmıştır. Bu azalan esnekliği yeniden sağlayabilmek için TCMB rezerv opsiyon mekanizmasını tasarlamıştır (Yücel, Serbest 2012: 15).

Sonuç olarak, faiz koridorunun TCMB tarafından aktif bir şekilde uygulanması, kredi büyümesinin finansal istikrar ile uyumlu olarak uygun düzeylere çekilmesinde büyük bir role sahiptir. Ayrıca kredi arzı üzerinde TCMB'nin faiz koridorunu, makro ihtiyati bir araç olarak da kullanabileceği görülmüştür (Binici vd. 2013: 5). Aynı zamanda klasik para politikalarına kıyasla aktif faiz koridoru politikası ile piyasalara daha süratli müdahale edilebilmiştir. Bu sayede kriz sırasında ve sonrasında oluşan belirsiz ve hızlı gelişen ortamda ekonominin daha da kötüleşmesine izin verilmeden çoğu merkez bankası gibi TCMB de etkili bir koridor uygulaması ile piyasalara seri biçimde etki edebilmiştir (Duramaz, Dilber 2015: 36). Bu kapsamda faiz koridoru aracı TCMB'nin halen kullandığı önemli araçlarından biri olmayı sürdürmektedir.

#### **4.1.2. Zorunlu Karşılık Uygulaması**

Merkez bankası, cari işlemler açığını genişleten güçlü sermaye akımlarını kontrol altına alabilmek için politika faizini arttırabilir. Fakat bu işlem, sermaye akımlarının şiddetlenmesine sebep olabilmektedir. Aksine TCMB sermaye akımlarını azaltmak için bir faiz indirimi de uygulayabilir. Fakat bu durum da ekonomide ısınmanın ve enflasyonist baskıların artmasına neden olabilmektedir. Zorunlu karşılık uygulaması ise bu konuda bir avantaj yaratabilmektedir (Alper, Tiryaki 2011: 7). Öyle ki politika faiz oranını yükseltmek yerine zorunlu karşılık oranları yükseltmek kısa vadeli yabancı sermaye akışı yaratmadan toplam talep kontrol altına alınabilmektedir. Bu doğrultuda merkez bankası, cari işlemler açığında yaşanan

yükseliş sebebiyle 2010 yılı Kasım ayından itibaren politika faizinde bir artış yapmamış, zorunlu karşılık oranlarını yükseltmiştir (Talaslı 2012: 6). Zorunlu karşılıklar bu kapsamda küresel krizin ardından merkez bankası tarafından kullanılan aktif bir politika aracı olmuş, sermaye girişlerini hızlandırmadan merkez bankasının sıkılaştırıcı bir para politikası yürütebilmesini sağlamıştır (Alper, Tiryaki 2011: 7).

Zorunlu karşılıklar geleneksel para politikası aracı olarak kullanıldığında yalnızca para arzını etkilemekteydi. Ancak 2008 finansal krizinden sonra zorunlu karşılık uygulamasının TCMB'nin uyguladığı yeni politika bileşiminde kullanım amaçları artmıştır. Örneğin, zorunlu karşılıklar rezerv opsiyon mekanizması ile beraber kullanıldığında, otomatik dengeleyici niteliği kazanmakta ve döviz piyasasını da etkileyebilmektedir (Yücel, Serbest 2012: 16). Ayrıca TCMB bu politika aracı ile fiyat ve finansal istikrarın her ikisini de destekleyebilmiş, ekonominin gidişatına göre zorunlu karşılık oranlarını, TL ve YP'ye uygulayarak piyasalardaki likiditeyi kontrol edebilme olanağı elde etmiştir (Çondur, Bölükbaş 2013: 180).

Zorunlu karşılıklar likidite kanalı yoluyla kredileri de etkileyebilir. Ayrıca likidite kanalı faiz koridoru ve etkin likidite yönetimi ile de etkileşim içindedir. Dolayısıyla zorunlu karşılıklar faiz koridoru uygulaması ile aktif bir ilişki içindeyken kredi arzı üzerinde tam anlamıyla etkili olabilmektedir. Ayrıca yüksek zorunlu karşılık oranları, faiz koridoru politikasının daha etkin kullanılmasını sağlamaktadır. TCMB'nin zorunlu karşılıklar ile birlikte faiz koridoru ve diğer likidite yönetimi araçlarını etkin bir şekilde uygulaması, kredi ve döviz kuru kanallarını ayrı ayrı etkilemesini sağlamıştır. Öyle ki merkez bankası bu etkiye geleneksel politika araçları ile ulaşamamaktadır (Kara 2012: 13). Ayrıca politika faizi bütün faiz oranlarını aynı doğrultuda değiştirmekte, zorunlu karşılıklar ise sadece belli başlı faiz oranlarının etkilemektedir. Bu açıdan zorunlu karşılıklar politika faizini tamamlayıcı bir politika olarak uygulanmıştır (Alper, Tiryaki 2011: 7).

Zorunlu karşılık uygulamasında yapılan değişiklikler aşağıdaki şekilde sıralanmıştır.

- TCMB Kanunu'nun 40'inci maddesindeki 2005/1 sayılı tebliğle belirlenmiş zorunlu karşılıklara ilişkin esaslarda; vadesiz, ihbarlı mevduatlar, özel cari hesaplar, vadeli mevduatlar/katılma hesapları ve mevduat/katılım fonu dışında kalan diğer

yükümlülükler zorunlu karşılık kapsamındadır. 2010 yılı 17 Aralık tarihinde ise bir değişiklik uygulanmış, bu değişiklik ile bankaların kendi aralarında ve merkez bankası ile yaptıkları repo işlemlerinden elde edilen fonlar dışındaki yurt içi ve dışı tüm repo işlemlerinden elde ettikleri fonlar da zorunlu karşılık kapsamına alınmıştır (Alper, Tiryaki 2011: 1-2). Böylece zorunlu karşılığa tabi yükümlülüklerin kapsamı büyütülmüştür (Başçı, Kara 2011: 6).

- Bankacılık kesiminin varlık ve yükümlülükleri arasındaki vade uyumsuzluğunu engellemek için küresel krizden sonra zorunlu karşılık oranlarında, defalarca değişiklik yapılmış, zorunlu karşılıklar vade ve türüne göre çeşitlendirilmiştir (Yavuzarslan 2011: 119-120). Bu vade uyumsuzluğunu sınırlandırmak amacıyla TCMB, vade bazında farklılaştırma yani bazı kararlarda farklı vadelere farklı zorunlu karşılık oranlarının uygulanması kapsamında zorunlu karşılıkları farklı dönemlerde aşağıdaki Tablo 4.3.'de görüldüğü üzere vadesiz, 1 ay ve 3 aylık vb. mevduata uygulamıştır (Demirhan 2013: 581).

Aşağıda verilen Tablo 4.3 ve Tablo 4.4'de 2010 yılından itibaren resmi gazetede yayınlanan tebliğlerden derlenen Türk Lirası ve yabancı para zorunlu karşılık oranları yer almaktadır. Vadeye göre farklı zorunlu karşılık oranlarının uygulanması kapsamında tablolarda hem TL hem de YP cinsinden zorunlu karşılıklara tabi yükümlüklerin farklı dönemlerde farklı oranlar olarak değiştiği görülmektedir.

**Tablo 4.3. TL Zorunlu Karşılık Oranlarının Vadelerine Göre Farklaştırılması**

<b>Türk Lirası Zorunlu Karşılık Oranlarında Yapılan Değişiklikler %</b>										
<b>Tebliğ No</b>	2010/ 13	2011/ 2	2011/ 5	2011/ 6	2011/ 12	2011/ 12	2013/ 2	2013/ 3	2016/ 3	2016/ 4
Vadesiz, İhbarlı Mevduat, Özel Cari Hesaplar	8	12	15	16	16	11	11,25	11,5	11	10,5
1 Aya Kadar Vadeli Mevduat/ Katılım Fonu	8	10	15	16	16	11	11,25	11,5	11	10,5
3 Aya Kadar Vadeli Mevduat/ Katılım Fonu	7	9	13	13	12,5	11	11,25	11,5	11	10,5
6 Aya Kadar Vadeli Mevduat/ Katılım Fonu	7	7	9	9	9	8	8,25	8,5	8	7,5
1 Yıla Kadar Vadeli Mevduat/ Katılım Fonu	6	6	6	6	6	6	6,25	6,5	6	5,5
1 Yıl ve 1 Yıldan Uzun Vadeli Mevduat/ Katılım Fonu	5	5	5	5	5	5	5	5	4,5	4
1 Yıla Kadar (1 yıl dâhil) Vadeli Diğer Yükümlülükler	8	9	13	13	11	11	11,25	11,5	11	10,5
3 Yıla Kadar (3 yıl dâhil) Vadeli Diğer Yükümlülükler	8	9	13	13	8	8	8	8	7,5	7
3 Yıldan Uzun Vadeli Diğer Yükümlülükler	8	9	13	13	5	5	5	5	4,5	4

Kaynak: TCMB

**Tablo 4.4. YP Zorunlu Karşılık Oranlarının Vadelerine Göre Farklaştırılması**

Yabancı Para Zorunlu Karşılık Oranlarında Yapılan Değişiklikler %													
Tebliğ No	2011 / 16	2011 / 7	2011 / 9	2011 / 11	2012 / 15	2013 / 2	2013 / 3	2013 / 7	2014 / 7	2015 / 2	2015 / 5	2016 / 10	2017 / 2
Vadesiz ve İhbarlı Mevduat, Özel Cari Hesaplar ile 1 Aya Kadar, 3 Aya Kadar, 6 Aya Kadar ve 1 Yıla Kadar Vadeli Mevduat/ Katılım Fonu	12	12	11,5	11	11,5	12	12,5	13	13	13	13	12,5	12
1 Yıl ve 1 Yıldan Uzun Vadeli Mevduat/ Katılım Fonu	11	10	9,5	9	9	9	9	9	9	9	9	8,5	8
1 Yıla Kadar (1 yıl dâhil) Vadeli Diğer Yükümlülükler	12	12	11,5	11	11,5	12	12,5	13	18	20	25	24,5	24
2 Yıla Kadar (2 yıl dâhil) Vadeli Diğer Yükümlülükler									13	14	20	19,5	19
3 Yıla Kadar (3 yıl dâhil) Vadeli Diğer Yükümlülükler	11,5	10	9,5	9	9,5	10	10,5	11	8	8	15	14,5	14
3 Yıldan Uzun Vadeli Diğer Yükümlülükler	11	9	8,5	6	6	6	6	6					
5 Yıla Kadar (5 yıl dâhil) Vadeli Diğer Yükümlülükler									7	7	7	6,5	6
5 Yıldan Uzun Vadeli Diğer Yükümlülükler									6	6	5	4,5	4

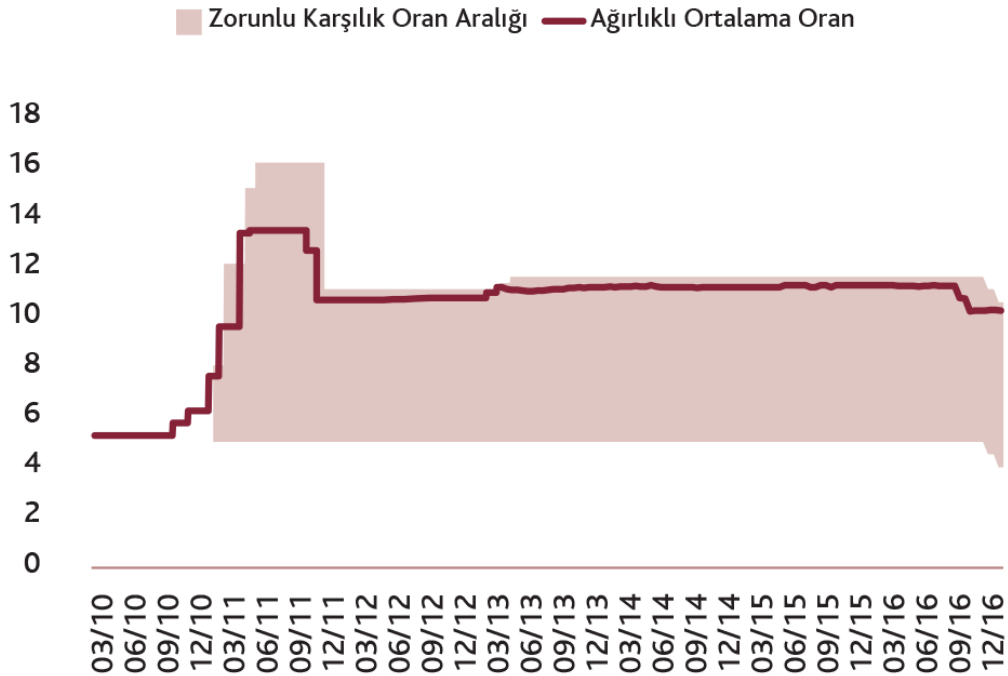
Kaynak: TCMB.

Ayrıca merkez bankasının belirlediği TL ve YP yükümlülüklerine bakılırsa; vade uzadığında ZKO'da bir azalışın olduğu görülmüştür. Merkez bankası bu işlem ile kaynakların vadesini uzatmayı amaçlamıştır. Bu kapsamda vade farklılaştırılması, bankacılık kesiminin pasif yapısının vadesinin uzatılması ve kısa vadeli kaynaklarla uzun vadeli fonlama sorununu yani vade uyumsuzluğunu gidermek için uygulanmıştır (Sözer 2013: 81). Ayrıca TL ve YP yükümlülükleri incelendiğinde merkez bankasının zorunlu karşılık uygulamaları çerçevesinde, döviz mevduatlarına karşı daha az toleranslı olunduğu, çoğunlukla döviz cinsi mevduatların zorunlu karşılık oranlarının daha yüksek oranlarda tutulduğu, ayrıca daha düşük faiz ödendiği söylenebilir (Özatyay 2011a: 443-444). Yabancı para yükümlülüklerine yönelik daha yüksek karşılık oranı belirlenmesindeki amaç uluslararası döviz rezervlerini yükseltmek ve TL tasarruflarını özendirme (Yavuzarslan 2011: 68).

-Türkiye'de 2001 krizinden önce zorunlu karşılıklara bankalar tarafından faiz ödenmemekteydi. 8 Ağustos 2001 tarihinden sonra ise zorunlu karşılıklara faiz ödenmeye başlanmıştır. Burada hedef zorunlu karşılıklara yönelik kaynak maliyetinin azaltmaktır. Merkez bankasının borç alma oranına göre, zorunlu karşılıklara ödenmesi gereken faiz oranı belirlenmiştir (Talışlı 2012: 25). Fakat TCMB daha sonra bir değişiklik uygulayarak 2008 yılında Türk Lirası mevduat ve kredilerini desteklemek için yabancı para zorunlu karşılıklara, 23 Eylül 2010 yılında ise zorunlu karşılıkları daha etkin bir enstrüman olarak uygulayabilmek için Türk Lirası zorunlu karşılıklara faiz ödenmesini kaldırmıştır (TCMB 2010c :77; Sözer 2013: 65). Bu uygulama ile bankalar adına mevduat toplamanın maliyetli olması sağlanarak, artan kredi hacmi sınırlandırmak istenmiştir (Temuçin 2013: 2).

Özetle, TCMB'nin uyguladığı olağandışı para politikası kapsamında, zorunlu karşılık uygulaması birçok değişikliğe uğramıştır. Bunlar temelde; zorunlu karşılıklara faiz ödenme uygulamasının kaldırılması, ZKO'nun mevduatların vade bazında çeşitlendirilmesi, finansman kuruluşlarının zorunlu karşılık uygulama alanına alınması ve ayrıca zorunlu karşılıkların kapsamından, para politikası çerçevesinde doğrudan etkisi olmayan ve operasyonel süreçlerin çalışmasını sınırlayan genellikle küçük miktarda çoğu kalemin atılmasıdır (TCMB 2014a: 4).

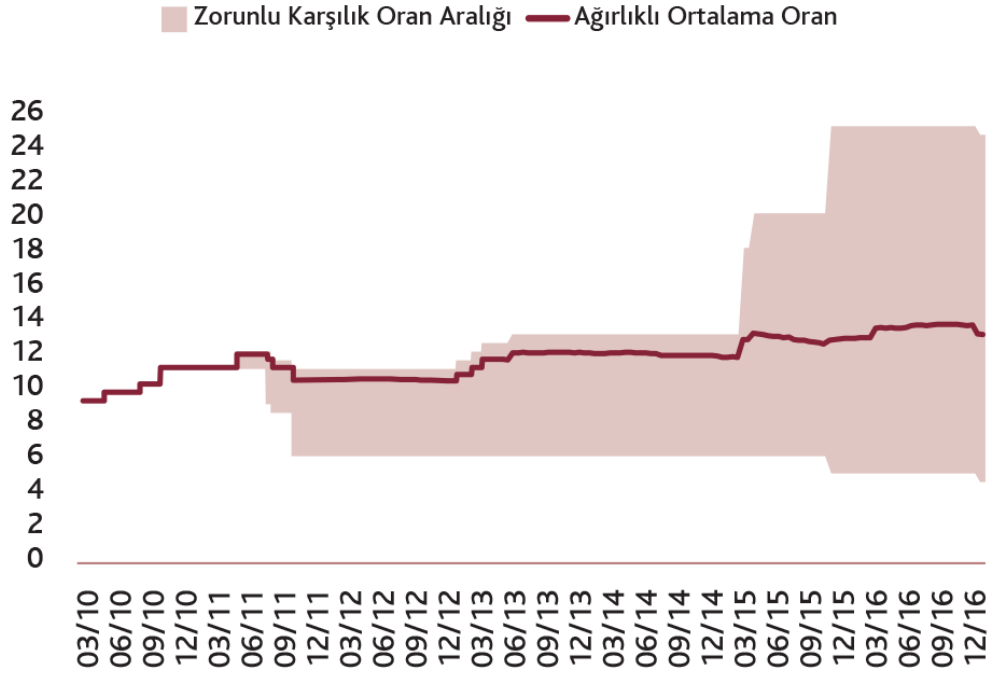
TCMB belirlediği amaçları ve ekonomik şartları dikkate alarak zorunlu karşılık oranlarında değişiklikler yapmıştır (Böcüoğlu 2015:13). Öyle ki sermaye akımlarının yükseldiği sıralarda, kredi büyümesinin sebep olduğu makro finansal riskler artmaktadır. Bu zamanlarda TCMB zorunlu karşılık oranlarını yükselterek kredi arzını, sermaye akımlarının hızlıca düştüğü sıralarda ise zorunlu karşılıkları indirerek kredilerdeki ani duruş riskini sınırlandırmayı amaçlamıştır (Kara 2012: 12). Bu noktada aşağıdaki Grafik 4.2 ve Grafik 4.3’de merkez bankasının TL ve YP zorunlu karşılık oranlarında 2010 yılından itibaren yapmış olduğu değişiklikler ifade edilmiştir. TCMB dönem dönem zorunlu karşılık oranlarını arttırmakta ve azaltmaktadır. Grafik 4.2’de 2010 yılının sonlarından itibaren TL zorunlu karşılık oranının arttığı, 2011 yılının başlarına kadar bu artışın devam ettiği ve 2011 yılı sonrasında bu oranın düştüğü görülmektedir. Grafik 4.3’de ise YP zorunlu karşılık oranının 2010 yılının başlarından 2011 yılının başlarına kadar sürekli arttığı, 2011 yılının sonlarından 2012 yılının sonuna kadar geçen sürede sabit kalarak değişmediği ve bu tarihten sonra da sürekli yükseldiği görülmektedir. ZKO’da yaşanan bu değişiklikler, zorunlu karşılıklar kapsamında getirilen yenilikler ve düzenlemeler aşağıda sıralanarak ayrıntılı bir şekilde ifade edilmeye çalışılmıştır.



**Grafik 4.2. Türk Lirası Zorunlu Karşılık Oranları (%)**

Kaynak: TCMB 2017a: 42.





**Grafik 4.3. Yabancı Para Zorunlu Karşılık Oranları (%)**

Kaynak: TCMB 2017a: 42.

- 2010 yılında merkez bankası makro ihtiyati bir politika aracı olarak zorunlu karşılık oranlarını, kredi arzı ve Türk Lirası likiditesini kontrol edebilmek ve finansal istikrarsızlığın neden olduğu olumsuz etkileri sınırlamak için art arda kademeli bir şekilde yükseltmiştir (Böcüoğlu 2015: 5; Özatay 2012: 10). Bu kapsamda 26 Nisan 2010 tarihinde YP zorunlu karşılık oranı 0,5 puan yükseltilerek %9,5 seviyesinde, 29 Temmuz'da ise %10 seviyesinde belirlenmiştir. 23 Eylül tarihinde TL ZKO 0,5 puan arttırılarak %5,5'e, YP ZKO ise %10'dan %11'e yükseltilmiştir. Aynı zamanda 23 Eylül'de TCMB TL zorunlu karşılıklara faiz ödenmesi uygulamasını sonlandırmaya karar vermiştir. 12 Kasım'da TL zorunlu karşılık oranı %5,5'ten %6 seviyesine arttırılmıştır. 17 Aralık tarihinde ise TL ZKO, mevduatın vade yapısına göre farklılaştırılarak tekrardan belirlenmiştir (TCMB, 2011b). 2010 yılındaki artan bu zorunlu karşılık oranlarının bankaların merkez bankasından borç alma oranını yükselttiği, bu yükselişin de para politikasının kredi davranışına yönelik kontrolünün likidite kanalı yoluyla artmasına katkıda bulunduğu söylenebilir (Kara 2012: 16).

- 7 Ocak 2011 tarihinde merkez bankası tarafından TL ZKO vadeye göre farklılaştırılmış ve repo işlemlerinden elde edilen fonlar zorunlu karşılıklara tabi

tutulmaya başlanmıştır. YP ZKO ise 29 Nisan'da vadeye göre farklılaştırılarak TL ZKO kısa vadeli yükümlülükler için yükseltilmiştir. 22 Temmuz tarihinde YP ZKO'nun uzun vadeli yükümlülükler için düşürülmesine, bir yıldan kısa vadeli yükümlülükler için sabit kalmasına, 5 Ağustos tarihinde de bütün vadeler için düşürülmesine karar verilmiştir (TCMB, 2012c). 2011 Ağustos'ta ZKO indirilerek, zorunlu karşılık uygulamasına rezerv opsiyon mekanizmasıyla makro-ihtiyati bir nitelik kazandırılmıştır. 6 Ekim 2011 tarihinde % 13 olan 1-3 ay vadeli TL mevduat/katılım hesapları ZKO % 12,5 düzeyine, % 13 olan TL ZKO'lar 1 yıla kadar, 3 yıla kadar ve 3 yıldan uzun vadeler için sırasıyla 11, 8 ve 5 düzeylerine indirilmiştir. Bu dönemlerde yapılan indirimlerin sebebi, piyasadaki faiz oranlarındaki yükselişin yaratabileceği muhtemel bir likidite sıkışıklığını engelleyebilmektir. Ayrıca mevduat/katılım hesapları için TL zorunlu karşılıklar 27 Ekim 2011 tarihinde de daha etkin bir biçimde düşürülmüştür (Böcüoğlu 2015: 5-8).

- 2012 yılında ZKO tekrardan yükseltilmiş, ama bu yükselişler çok daha sınırlı olmuştur. Bu bağlamda 18 Aralık 2012 tarihinde YP ZKO 1 yıl ve daha uzun vadeli mevduat ile 3 yıldan uzun vadeli diğer yükümlülükler dışındaki vadeler için 0,5 puan yükseltilmiştir. Bu düzenleme ile YP ZKO % 10,6 düzeyine yükselmiştir (TCMB 2013c: 40).

- 2013 yılı içinde bankacılık sisteminin yükümlülüklerinin vadesinin uzamasını desteklemek hedefi ile TCMB, TL zorunlu karşılık oranlarını 1 yıla kadar olan vadelerdeki yükümlülükler için 0,5 puan yükseltmiştir. Merkez bankası aynı şekilde YP ZKO'da da değişiklik yaparak 1 yıla kadar vadelerdeki mevduat ile 1 ve 3 yıla kadar uzun vadeli diğer yükümlülükler için 0,5 puan yükseliş uygulamıştır. Bu değişiklikler sonucunda TL ZKO % 11, YP ZKO % 11,9 olarak belirlenmiştir (TCMB 2014b: 38).

-2014 yılından itibaren zorunlu karşılıkların daha sade bir yapıda olması için TCMB, zorunlu karşılığa tabi yükümlülüklerin hesaplanmasında yurt içi pasif toplamından belirli kalemlerin düşürülmesi uygulamasından vazgeçerek, doğrudan zorunlu karşılığa tabi kalemlerin dikkate alınmasına karar vermiştir. 17 Ocak 2014 tarihinden itibaren geçerlilik kazanan bu karar ile, para politikası üzerinde doğrudan etkisi olmayan ve operasyonel süreçlerin etkinliğini sınırlayan birçok küçük tutarlı

kalem zorunlu karşılık kapsamının dışında bırakılmıştır. Merkez bankası 1 Ağustos 2014 tarihinde ise, küresel piyasalarda yaşanan gelişmeleri ve zorunlu karşılıklara yönelik operasyonel süreçleri göz önüne alarak, TL zorunlu karşılıklar için tesis edilebilecek döviz cinsini, ABD dolarıyla sınırlandırmıştır. 2014 yılı sonunda bankaların ve finansman şirketlerinin YP cinsinden ZKO'da, çekirdek dışı yükümlülüklerle yönelik vadelerin uzamasını destekleyici yönde değişiklik yapılmıştır. Merkez bankası tarafından yapılan bu değişikliğin amacı finansal istikrarı desteklemektir. Bu doğrultuda 2014 yılı sonu itibarıyla ağırlıklı ortalama ZKO TL için % 11, YP için % 11,7 olarak belirlenmiştir (TCMB 2015a: 30-38).

-2015 yılının ilk yarısında YP cinsinden çekirdek dışı yükümlülüklerle ilişkin ZKO'da finansal istikrarı destekleyici yönde değişikliklerin yapıldığı görülmektedir. Merkez bankası, finans kuruluşlarının 28 Ağustos 2015 tarihinden sonra gerçekleşecek yeni yabancı para çekirdek dışı yükümlülüklerle ilişkin ZKO'da 3 yıldan uzun vadeyi destekleyici şekilde değişiklik yapmıştır. Üstelik küresel ve yerel finans piyasaları koşulları dikkate alınarak, 5 Mayıs 2015 tarihinden itibaren ABD doları cinsinden tesis edilen zorunlu karşılıklara faiz ödenmeye başlanmıştır. Ayrıca 2015 yılı içerisinde bankacılık sektörünün maliyetlerini azaltmak amacıyla TL cinsinden tesis edilen zorunlu karşılıklara ödenen faizler kademeli bir şekilde yükseltilmiştir. Bu doğrultuda 22 Nisan'da TCMB bankacılık sisteminin geçici döviz likiditesine olan gereksinimini gidermek ve Türk Lirası cinsi aracılık maliyetlerini azaltabilmek için TL cinsinden zorunlu karşılıklara ödenen faiz oranlarını 50 baz puan yükseltmiştir. Merkez bankası 2015 yılının sonlarında da bu yönde adımlar atarak zorunlu karşılıklara ödenen söz konusu faizleri Eylül, Ekim ve Aralık aylarında 50 baz puan yükseltmiştir. Böylece yıl sonu itibarıyla TL ZK'ya ödenen faiz oranları toplamda 150 baz puan arttırılmıştır. 2015 yılının geneline bakıldığında TCMB'nin sıkı para politikası duruşunu devam ettirdiği gözlemlenmiştir. Bu doğrultuda 2015 yılı sonu itibarıyla TL ağırlıklı ortalama ZKO % 11,1, YP ağırlıklı ortalama ZKO ise % 12,8 olarak belirlenmiştir (TCMB 2016b: 27-42).

-2016 yılının ilk yarısında merkez bankası, kalkınma ve yatırım bankaları nezdindeki müstakriz fonların zorunlu karşılığa tabi tutulmasına karar vermiştir. 2016 yılının ikinci yarısında ise finansal istikrarın teşvik edilmesi için TL yükümlülüklerle ilişkin ZKO tüm vade dilimleri için toplamda 100 baz puan

düşürülmüştür. YP yükümlülüklerine ilişkin ZKO da 50 baz puan düşürülmüştür. Ekim 2016 tarihinde bankaların YP likidite yönetimine esneklik sağlanması amacıyla, YP yükümlülüklerine ilişkin zorunlu karşılıkların ortalama olarak tesis edilebilecek kısmının 3 puan olan üst sınırı 4 puan olarak arttırılmıştır. 2016 yılı sonu itibarıyla TL ve YP ZKO sırasıyla % 10,1 ve % 13 olarak belirlenmiştir (TCMB 2017a: 42-44).

-2017 yılında YP ZKO tüm vade dilimleri için 50 baz puan düşürülmüştür. Böylece piyasaya yaklaşık olarak 1,5 milyar ABD doları döviz likiditesi yaratılmıştır (TCMB 2017b: 11). TL ve YP ZKO 2017 yılı sonunda sırasıyla % 10 ve % 12,5 seviyesinde gerçekleşmiştir (TCMB 2018: 24).

Sonuç olarak, finansal krizin ardından Türkiye gibi birçok ülkede, zorunlu karşılık uygulamasının kullanım oranı yükselmiştir. Bu uygulamanın enflasyon hedeflemesi rejimine sahip ekonomilerdeki kullanımı daha çok zorunlu karşılık oranlarının arttırılıp azaltılması biçimindedir. Ancak TCMB'nin farkı, zorunlu karşılıkları çeşitlendirerek uygulamış olmasıdır. Dünyada çok az merkez bankası zorunlu karşılıkları bu şekilde kullanmıştır. Bu açıdan TCMB'nin eşi benzeri görülmemiş bir uygulama yarattığı söylenebilir (Vural 2013: 69).

#### **4.1.3. Rezerv Opsiyon Mekanizması**

Küresel finansal krizin ardından gelişmiş ekonomiler daha çok genişletici para politikası yürütürken, gelişmekte olan ekonomiler daha çok finansal istikrara ulaşabilmek amacıyla yeni para politikası araçları geliştirmeye çalışmışlardır. Finansal istikrara ilişkin TCMB, rezerv opsiyon mekanizması (ROM)'nı tam da bu amaçla geliştirmiş ve yeni bir para politikası aracı olarak uygulamaya koymuştur. Rezerv opsiyon mekanizması, finansal kuruluşların ve bankaların, TL zorunlu karşılıklarının belirli bir oranını döviz ve altın cinsinden yatırmasına olanak veren bir politika aracıdır (Ergin, Aydın 2017: 73). 2011 Eylül ayında yürürlüğe konan ROM ile amaçlanan esasında, sermaye hareketlerinde yaşanabilecek aşırı oynaklığın makroekonomik ve finansal istikrara yönelik olumsuz yansımalarını sınırlandırmaktır (Böcüoğlu 2015: 24; Ermişoğlu vd. 2013: 6).

Rezerv opsiyon mekanizması ayrıca kurlarda oluşan oynaklıkları sınırlandırabilmekte ve gelinen bir kriz aşamasında daha güçlü ve sağlam bir finansal sistemin oluşmasına imkan vermektedir. Üstelik ekonomiye yastık altı birikimleri

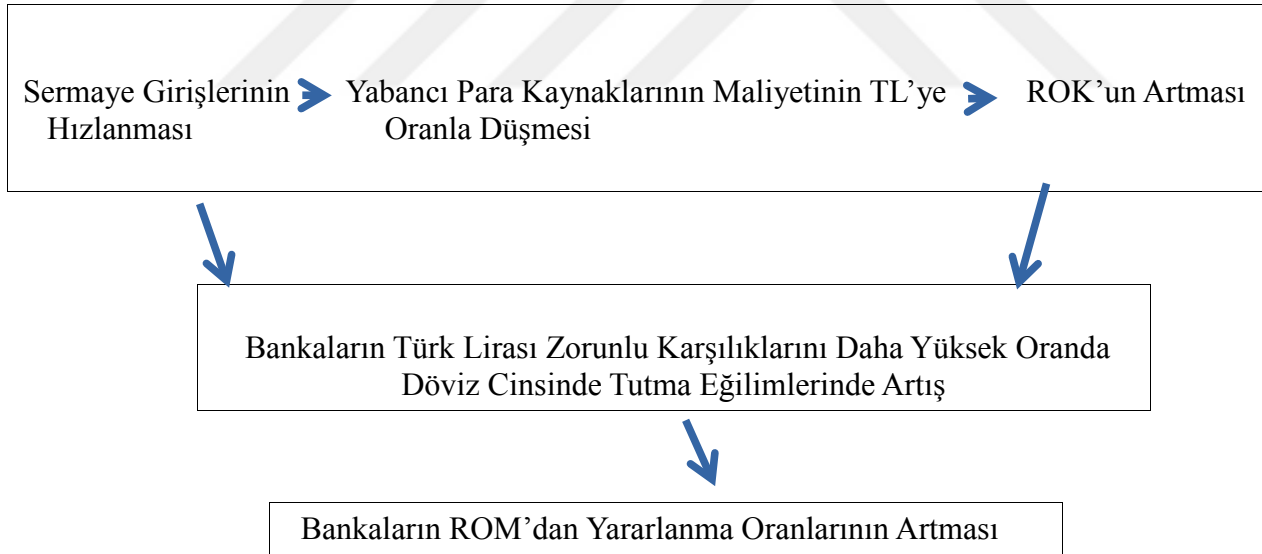
sağlayarak tasarrufların artmasını ve yatırımlara dönüşmesini de sağlamaktadır (Ergin, Aydın 2017: 73). Aynı zamanda kredi genişlemesi üzerinde etkili olan ROM'un, kredi büyümesi ve döviz kuru politikası açısından ithal mallara yönelik oluşan talebi azaltması, cari denge sağlayan bir rolünün de bulunduğunu göstermektedir (Küçüksaraç, Özel 2012: 28; Serel, Özkurt 2014: 66). Ayrıca ROM bankalara kalıcı olarak TL cinsinden likidite sağlayarak bankaların likidite yönetimini rahatlatmakta, maliyetlerinin azalmasına katkı sağlamakta ve faiz koridoru ile likidite sağlama zorunluluğunu azaltmaktadır (Ermişoğlu vd. 2013: 3; Oktar vd. 2013: 17). Öyle ki zorunlu karşılık oranlarının yüksek olmasının bankalara yarattığı ek maliyet yükü rezerv opsiyon mekanizmasıyla giderilebilir, fakat bankalar yine de efektif yabancı para ZKO artışı kanalıyla bu yükün belirli bir miktarını ödemeye mecburdurlar (Böcüoğlu 2015: 31).

Rezerv Opsiyon Mekanizmasının bankacılık sistemindeki başka bir faydası da kısa vadeli TL Swap işlemlerini azaltmasıdır. Kısa vadeli kur takası işlemleri aracılığıyla bankalar, Türk Lirası ihtiyaçlarını sağlayabilmektedirler. ROM ile ise, bu tür takas işlemlerine olan gereksinim sınırlanabilmektedir. TL Swap işlemlerine olan gereksinimin azalmasına ek olarak elde edilen yabancı kaynakların ROM için kullanılması yabancı para kredi büyümesini de sınırlandırmaktadır (Serel, Özkurt 2014: 65).

Dış etkenlere karşı bankaların rezerv opsiyon oranlarını içsel olarak ayarlamalar yapabileceği biçimde yani; otomatik dengeleyici olarak kullanılması için tasarlanan Rezerv Opsiyon Mekanizmasının bu özelliği ile her bir bankaya, kendi yapılarına en uygun tercihleri yapması için bir imkan verilmiştir. Bu durumda ekonomik açıdan bu uygulamanın döviz likiditesi yönetiminde yararlanılan farklı politika enstrümanlarına göre daha faydalı olduğu söylenebilir (TCMB 2012b: 5). ROM'un otomatik dengeleyici özelliğinin aktif olabilmesi için gereken ise; ROK (Rezerv Opsiyon Katsayısı)'un gerekli bir büyüklükte ve kullanım seviyesine göre artan bir çerçevede ayarlanmasıdır. Fakat ROK'da ani bir artış sisteme ilave bir şok etkisi yaratabilir. Bu sebeple merkez bankası Rezerv Opsiyon Mekanizmasını tasarlarırken ROM'un kademeli bir yapıda olmasına dikkat etmiştir (TCMB 2013d: 83).

Bahsi geçen ROK, belirlenen aralıklarda 1 birim TL ZK için bankaların koyması gereken YP ve ya altının birimini belirten katsayıdır. ROD (Rezerv Opsiyon Dilimi) ise döviz getirebilme üst sınırının dilimlere ayrılmasıyla oluşan aralıklardır. Haziran 2012 tarihinde ROD'lar ve ROK'lar uygulamaya konmuş, ardından ise piyasa şartlarına ve rezerv opsiyon mekanizmasının kullanımına yönelik olarak devamlı değiştirilmiştir (Böcüoğlu 2015: 19-20). TCMB rezerv opsiyon katsayısında ve Türk Lirası rezerv oranlarında yaptığı bu değişimler ile, döviz piyasasına direkt müdahale etmeden bu piyasayı etkileyebilme olanağı sağlamıştır (Yücel, Serbest 2012: 15). Ayrıca eğer bir banka rezerv opsiyon mekanizmasından daha çok faydalanmayı tercih ederse, yeni bir ROD'a geçer ve bu durum bankanın 1 br TL zorunlu karşılık için koyması gereken YP ve altın tutarını yükseltmektedir (Böcüoğlu 2015: 19).

Bu aracın kullanımı sermaye girişlerinin artması veya azalması durumuna göre değişebilmektedir. Bu değişim Şekil 4.2.'de aşamalı bir mekanizma ile gösterilmiştir.



#### Şekil 4.2. Sermaye Girişleri ve ROK Çalışma Mekanizması

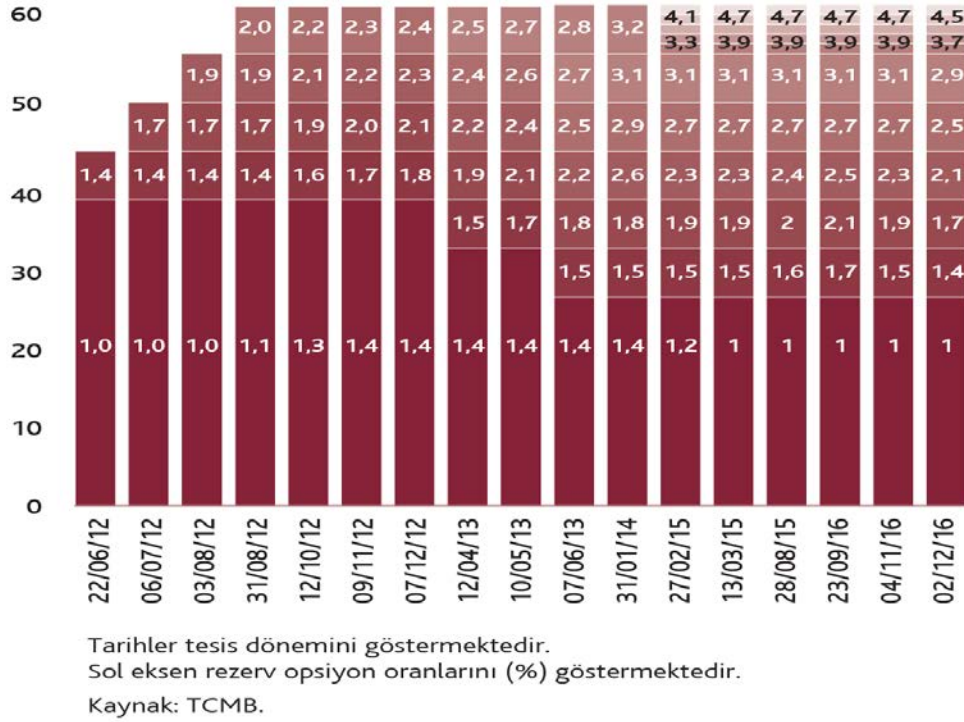
Kaynak: Ergin, Aydın 2017: 70.

Yukardaki şekilde görüldüğü üzere ROM'u bankalar hızlı sermaye girişleri sırasında, daha çok kullanmayı isteyebilirler. Çünkü yabancı para kaynaklarının maliyeti sermaye akımlarının arttığı zamanlarda düşük olur ve ayrıca bankalar bu

döviz kaynaklarını çok daha kolay elde edebilirler. Böylece sermaye girişleri sonucunda oluşabilecek Türk Lirasının aşırı değerlenmesi ve hızlı kredi genişlemesi, rezerv opsiyonu mekanizmasının kullanılması ile önlenmektedir. Bu noktada sterilize olmamış döviz alım ihalelerine benzetilmekte olan ROM aslında birkaç faktör ile farklıdır. Öncelikle ROM ile piyasadan daha çok döviz likiditesi çekilebilir, bu amaçla TCMB, ROM'un tam anlamıyla uygulandığı sırada mevcut katsayıları yükseltebilir veya yeni bir dilim ilave edebilir. ROM'a yeni bir dilim ilavesi ile piyasada Türk lirası likidite yaratabilir ve bu olanak sadece merkez bankasının bu yeni dilim ek uygulamasıyla mümkündür. Mevcut katsayıların yükseltilmesi ise Türk lirası likidite miktarında herhangi bir değişikliğe yol açmamaktadır (Küçüksaraç, Özel 2012: 3). Ayrıca rezerv opsiyon mekanizmasının, piyasadaki doğrudan döviz alımı ya da müdahalelere göre bir farkı ve önemli bir yararı daha vardır. Bazı zamanlarda aktif müdahale araçları iletişimi güçleştirebilir, döviz kuru rejiminde pek istenmeyen algılara yol açabilir. Örneğin, kur oynaklığını sınırlandırmayı amaçlayan bir döviz müdahalesi varsa, bu müdahalenin kurların seviyesi ile ilgili bir işaret olduğu düşünülebilir. Rezerv opsiyon mekanizmasında ise, döviz kuru düzeyi yada para politikasının tutumu hakkında oluşabilecek yanlış anlama riski daha azdır. Çünkü bu rezerv uygulamasının ne oranda kullanılacağı bütünüyle bankaların optimizasyon hükümlerine bağlıdır. Bu durumda dövizde oluşacak hareketlerde sınırlı olmaktadır (Alper vd. 2012: 10-11).

Bu kapsamda sermaye akımlarının arttığı zamanlarda, ROK ve rezerv opsiyonu oranları kademeli bir şekilde artırılmıştır. Bu artışlar ile sermaye girişlerinin sebep olduğu aşırı kredi genişlemesi önlenmiş, ayrıca bu dönemlerde bankalar daha çok döviz rezervi elde etmişlerdir (TCMB 2013d: 83). Hızlı sermaye çıkışlarının olduğu dönemde yada sermaye akışlarının yavaşladığı zamanlarda ise, bankalar rezerv opsiyon mekanizmasını daha az kullanmak isteyebilirler. Çünkü bankalar için yabancı para kaynaklarının fonlama maliyetleri yüksektir. Ayrıca bankalar bu dönemlerde yabancı para kaynaklarını hızlı sermaye girişlerinin aksine çok kolay elde edemeyebilirler. Aslında bankalar TCMB'de biriktirdikleri rezervlerini çekerek döviz likiditesi elde edebilirler. Fakat bankaların bu hareketleri, TL likidite gereksinimini artırır. ROM bu açıdan da sterilize edilmemiş döviz satım ihalesine benzetilebilir. Ama ROM'un farkı piyasaya daha çok döviz likiditesi

sunmasıdır. TCMB piyasada aşırı döviz likiditesi ihtiyacı varsa, ROK'u düşürebilir ya da mevcut bir dilimi sonlandırabilir, böylece döviz likiditesi tedarik ederek likidite ihtiyacını giderebilir. Ayrıca ROK'un düşük düzeyde olması, bankaları rezerv opsiyon mekanizmasına yönlendirmekte, bankaların başka fon kaynaklarına olan yönelimini azaltabilmekte ve bu durumda TCMB piyasada oluşan faizleri etki altına alabilmektedir. Böylelikle merkez bankası ROK ile oynayarak fonlama kaynaklarının maliyetlerini azaltıp arttırabilmektedir. Dolayısıyla TCMB'nin kriz sonrası inşa ettiği rezerv uygulaması ile hem sermaye girişinin hem de sermaye çıkışının yaşandığı sıralarda piyasada oluşan döviz likiditesini kontrol altına almak mümkündür (Küçüksaraç, Özel 2012: 3-5).



**Grafik 4.4. Döviz Tesis İmkânına İlişkin ROK'lar %**

Kaynak: TCMB 2017a: 43.

Grafik 4.4 de 2012 yılının ortalarından 2017 yılına kadar geçen dönemdeki döviz rezerv opsiyon dilimleri ve bu dilimlere denk gelen rezerv opsiyon katsayıları bulunmaktadır. TCMB tarafından yapılan düzenlemeler ile ROK'ta birçok değişiklik yapılmıştır. Grafikte TL zorunlu karşılıkların döviz olarak tutulmasına yönelik değişen rezerv opsiyon katsayıları yıllara göre gösterilmektedir.



Merkez bankasının ROM kapsamında yaptığı düzenlemelerle ilk olarak, TL zorunlu karşılıkların Eylül 2011’de döviz olarak, Ekim 2011’de de altın şeklinde tutulabilmesi olanağı getirilmiştir. Bu getirilen olanakların üst sınırı, başlangıç aşamasında hem altın hem de döviz için %10 olarak kararlaştırılmış, piyasa şartları dikkate alınarak kademeli bir şekilde arttırılmıştır. Bu oran döviz için 30 Eylül 2011’de %20, 28 Ekim 2011’de %40, 21 Haziran 2012’de %50, 19 Temmuz 2012’de %55, 16 Ağustos 2012’de ise %60 olarak, altın için ise 27 Mart 2012’de %20, 16 Ağustos 2012’de %30 seviyesinde olması kararlaştırılmıştır (TCMB 2012b: 12 ; TCMB, 2013c).

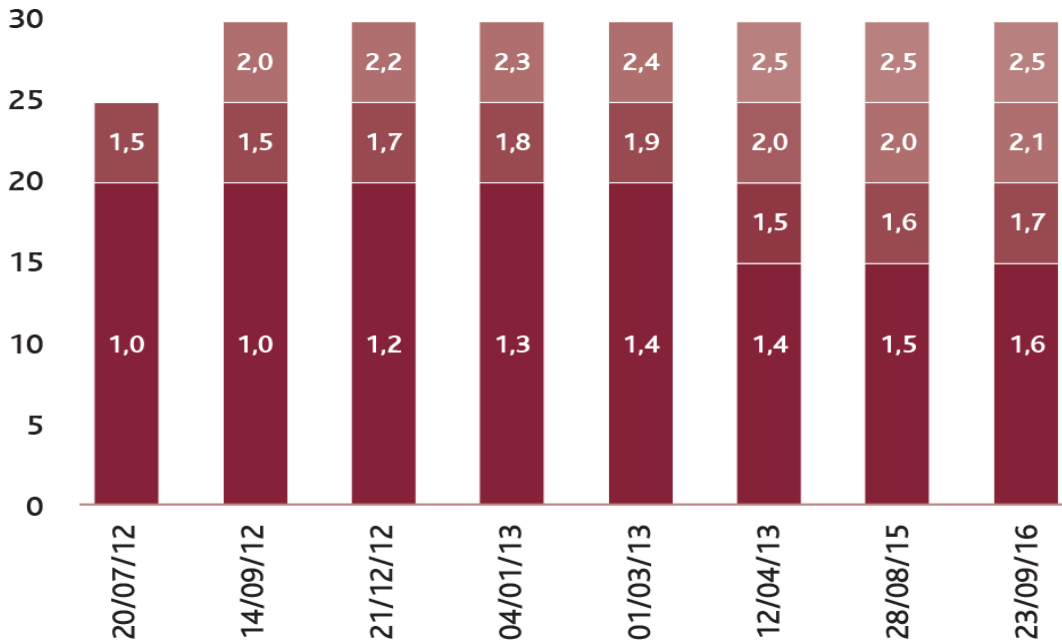
TCMB’nin tasarladığı ROM’da belirli bir düzeyin üzerinde olan rezerv opsiyon oranında uygulanan ROK değişmektedir. Bu seviye 2011 yılında % 40 iken 2013 yılında %30 düzeyine indirilmiştir. Bu düzeyin üzerinde rezerv opsiyonun kullanılması durumunda ise, daha yüksek bir ROK uygulanmaktadır (İçellioğlu 2017: 31). Ayrıca 27 Şubat 2015 yükümlülük tarihinden itibaren geçerli olarak, bankalara döviz likiditesi sağlayacak biçimde ROK’lar tekrardan uyarlanarak en alt dilimin katsayısı indirilmiştir. Aynı zamanda bu dönem itibariyle % 1’lik en üst 5 dilimde katsayılar yükseltilmiştir (TCMB 2015b: 15). 2016 yılında ise TCMB rezerv opsiyon mekanizmasının otomatik dengeleyici yönünü güçlendirebilmek ve gereksinim duyulan döviz likiditesini karşılayabilmek için, ROK’larda ayarlamalara devam etmiştir. Bu doğrultuda 2016 yılı sonu itibarıyla merkez bankası döviz rezerv opsiyonunun son dilimine denk gelen azami katsayısını Grafik 4.4.’de görüldüğü üzere 4,5 düzeyinde belirlemiştir (TCMB 2017a: 43).

Aşağıdaki tabloda 6 Kasım 2017 tarihindeki döviz imkânına ilişkin üst sınıra ve dilim aralıklarında gerçekleştirilen değişikliklere yer verilmiştir. Buna göre, % 60 olan döviz imkân oranı üst sınırının % 55’e indirildiği, tüm dilim aralıklarının ise 5’er puan aşağı çekildiği görülmektedir. Ayrıca tabloda bu döneme ait olan ROK ayrıntılı olarak gösterilmiştir.

Tablo 4.5. Döviz Tesis İmkânına İlişkin Değişiklikler

Önceki Döviz Tesis İmkânı Dilimleri (%)	Yeni Döviz Tesis İmkânı Dilimleri (2017) (%)	ROK (Kasım 2017)
0-30	0-25	1,0
30-35	25-30	1,4
35-40	30-35	1,7
40-45	35-40	2,1
45-50	40-45	2,5
50-55	45-50	2,9
55-56	50-51	3,7
56-57	51-52	3,9
57-58	52-53	4,1
58-59	53-54	4,3
59-60	54-55	4,5

Kaynak: TCMB, 2017.



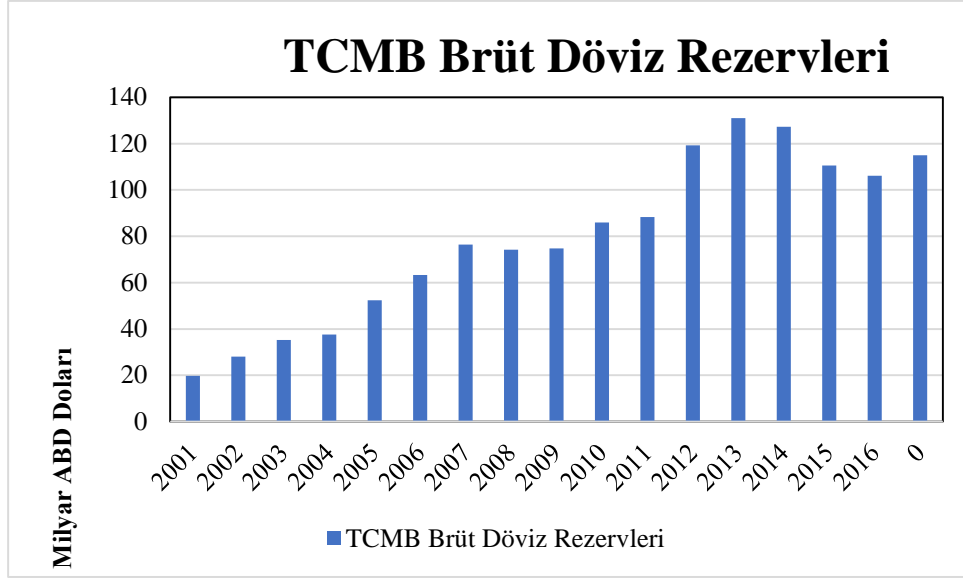
Grafik 4.5. Altın Tesis İmkânına İlişkin ROK'lar

Kaynak: TCMB 2017a: 43.

Grafik 4.5.'de 2012 ve 2016 yılları arasındaki döneme ait zorunlu karşılıkların altın olarak tutulabilmesine ilişkin ROK ifade edilmeye çalışılmıştır. Grafikte de görüldüğü üzere 2016 yılı sonu itibarıyla altına yönelik son ROD'da ki azami katsayı 2,5 seviyesinde belirlenmiştir.

TCMB'nin altın rezervlerini desteklemeye yönelik olarak uygulamaya başladığı, TL yükümlülüklerinde tesis edilecek zorunlu karşılıkların altın cinsinden tutulabilme olanağının, bankaların likidite yönetimlerinde daha çok esneklik yarattığı söylenebilir (TCMB 2011c: 22). Kasım 2016 tarihi itibarıyla merkez bankası mevcut ROM dilimlerine ilave olarak %5'lik yeni bir dilim ilave etmiş ve bu dilime yurt içinden 2016 yılı 3 Ekim tarihinden itibaren toplanacak işlenmiş yada hurda altının kabul edilmesine karar vermiştir. Bu değişiklikle amaçlanan altın cinsinden tasarrufların ekonomiye kazandırılması ve rezervlerin artırılmasını sağlamaktır (TCMB 2017a: 43). 2017 yılında da bu hurda altın imkânının kabulüne devam edilmiş ve yıl içerisinde bu imkanın kullanımı giderek artmıştır (TCMB 2018: 25).

Merkez bankasının rezerv opsiyon mekanizması dahilinde tutulan döviz ve altını satın almaması ve bunlara bankalarında sahip olmaması nedeniyle rezerv opsiyon uygulaması merkez bankasının net döviz rezervlerini etkilememiştir (Küçüksaraç, Özel 2012: 5). Ancak bankaların ROM'dan yoğun bir şekilde yararlanması, merkez bankasının brüt rezervlerini yükselmiştir. Çünkü döviz ve altın türünden borçlanma maliyeti, TL olarak borçlanmaya göre daha aşağı seviyededir (TCMB 2012d: 62). Bu sebeple bankaların Türk Lirası zorunlu karşılık için tuttıkları TL miktarı ROM ile beraber düşerken, döviz ve altın olarak tutulan miktarlar ise yükselmiştir (Böcüoğlu 2015: 30). Öyle ki 2011 yılı sonlarından itibaren TL zorunlu karşılıklar kapsamında YP olarak tutulan miktar 10,3 milyar ABD dolaryken 21 Aralık 2012 tarihi itibarıyla 27,2 milyar ABD dolara ulaşmış, aynı dönemdeki altın şeklinde tutulan tutar ise, 2,3 milyar ABD dolaryken 12,5 milyar ABD doları olmuştur. Merkez bankası brüt rezervleri bu sayede, 2012 yılı sonu itibarıyla yaklaşık olarak 119,2 milyar ABD dolarına yükselmiştir (TCMB 2012b: 16) (Grafik 4.6.).



**Grafik 4.6. TCMB Döviz Rezervleri (Altın Dahil)**

\*30 Kasım 2017 itibarıyla  
Kaynak: TCMB 2015b: 17.

Grafik 4.6.'da 2001 ve 2017 yılları aralığındaki TCMB'nin altın ve döviz rezervleri yer almaktadır. Grafikte görüldüğü üzere rezerv opsiyon mekanizmasının da dahil olduğu birçok aracın uygulanmasıyla, 2001 yılı ve 2017 yılı arasında TCMB döviz ve altın rezervlerinde 95 milyar ABD doları civarında yükseliş yaratılmıştır.

Ayrıca daha önce rezerv opsiyon mekanizmasının, döviz kurunda meydana gelen dalgalanmaları azaltmaya da yardımcı olabildiğinden bahsedilmişti. Öyle ki TCMB'nin uyguladığı geleneksel olmayan para politikası araçlarından faiz koridoru ve likidite yönetimi de nispeten bu amaçla uygulanabilmektedir. Ancak her iki politika aracı da döviz kurundaki oynaklıkları azaltabilme etkisine sahip olsa da işleyiş sistemleri bakımından ayrışır. Döviz kurunda meydana gelen dalgalanmayı, faiz koridoru doğrudan portföy davranışları kanalıyla, rezerv opsiyonu mekanizması ise sermaye girişlerinin yönetimini değiştirerek kontrol altına alır. Bu açıdan ROM, piyasalardaki bu dalgalanmaların sınırlandırılması açısından koridor uygulamasına olan ihtiyacı nispeten hafifletmektedir (Alper vd. 2012: 11-12). Esasen rezerv opsiyonu mekanizması zorunlu karşılıklar üzerinden kullanılan bir politika enstrümanı olduğu için zorunlu karşılık uygulaması içinde de değerlendirilebilir (Oktar vd. 2013: 17).

Sonuç olarak, bu araç 2011 yılında kademeli olarak uygulanmaya başlanmış ve bankaların bilançoları üzerinde mühim etkiler yaratmıştır. ROM sayesinde hem sermaye hareketlerindeki dalgalanmalar hem de döviz alım ve satımı için merkez bankasının piyasaya müdahale ihtiyacı azalmaktadır (TCMB 2012d: 36-64). Ayrıca ROK'u TCMB'nin yükseltip indirmesi, finansal istikrar açısından olumlu etkiler sağlamaktadır.

#### **4.1.4. Likidite Yönetimi**

Merkez bankaları kısa vadeli faiz oranlarıyla ekonomi ve likidite yönetimi arasındaki iletişimi sağlamaktadır (Güler 2009: 6). Kısa vadeli faiz oranları çağdaş merkez bankalarının, en önemli politika aracıdır ve para politikalarının temelini oluşturur. Likidite yönetimi ise merkez bankalarının piyasada belirlenen kısa vadeli faiz haddinin merkez bankalarının açıkladıkları faizlere çok yakın bir yerde oluşması için verdiği çabalarıdır. Bu kapsamda TCMB likidite yönetiminin temel amacı da, piyasada belirlenen kısa vadeli faizlerin TCMB'nin belirlediği hedeflere ulaşmak için saptadığı kısa vadeli politika faizine uyumlu bir düzeyde oluşmasını sağlamaktır. Bu doğrultuda TCMB likidite yönetimini; likidite talebini ve likidite arzında yaşanan değişiklikleri göz önüne alarak yürütür ve likidite araçlarıyla likidite arzı kontrolünü sağlar (Özatay 2011a: 424- 430).

Merkez bankasının likidite yönetiminin operasyonel çerçevesi, kısa dönem faiz oranları aracıyla merkez bankası politika kararlarının bankacılık sistemindeki uygulamalarıdır (Güler 2009: 9). Merkez Bankası likidite yönetimi operasyonel çerçevesini para politikasının işlevini ve esnekliğini artırmak için aktif olarak kullanmıştır. Öyle ki TCMB, likidite yönetimi stratejisini, para politikasının destekleyici bir aracı olarak küresel krizin başlangıcından beri etkili şekilde uygulamıştır (TCMB 2010d: 18). Bu açıdan likidite yönetimi stratejisinin daha etkin olarak uygulanabilmesi amacıyla operasyonel çerçevede birkaç değişiklik yapılmış; bir hafta repo faiz oranları politika faizi olarak belirlenmiş, likidite yönetiminde faiz koridoru uygulaması korunup merkez bankası tarafından aktif bir politika aracı olarak yürütülmüştür (Başçı, Kara 2011: 5). Ayrıca TCMB, likidite yönetimi genel çerçevesini; kesintisiz çalışan ödeme sistemleri yaratmayı, kullandığı politika araçlarının para politikasının etkinliğine yardımcı olmasını, likidite yönetimi

stratejisi uygularken, bu stratejiye uygun bir biçimde, para piyasalarının aktif ve istikrarlı işlemlerini hedefleyerek belirlemiştir (TCMB 2012b: 21).

Likidite yönetiminde kullanılacak araçlarının türleri ve vadeleri piyasada oluşan likidite düzeyine ve ekonomik konjoktüre göre tespit edilmektedir. Eğer piyasada likidite fazlası ve ya açığı yeterli seviyelerdeyse, likidite yönetiminin APİ aracıyla yürütülmesi etkili olmaktadır. Fakat eğer tam tersi durum söz konusuysa, likidite fazlası veya açığı yüksek seviyelerde ise, para politikası aktarım mekanizması olumsuz etkilenir. Aşırı seviyedeki likidite fazlasında bankacılık sistemi, kredi koşullarını gevşetmekte ve bu durum sonucunda krediler çok hızlı artmakta, likidite açığında ise bankacılık sistemi aşırı temkinli davranmakta ve bu durumda kredi koşullarının sıkılaşmasına sebep olmaktadır. Bu açıdan likidite yönetiminin etkinliğini arttıran unsurlar, kullanılan araçlar aynı zamanda bu araçların vadelerinin likiditesine göre çeşitlendirilmesidir (TCMB 2012b: 21-22).

2001 yılında kamu ve TMSF bünyesindeki bankalardan TCMB tarafından satın alınan DİBS'leri ve daha sonraki döviz alışlarının artması, 2008 Mayıs'a kadar süren likidite artışına sebep olmuştur. Bu tarihten sonra ise likidite açığı yaşanmış, daha sonraki dönemde de giderek artış göstermiştir. TCMB Mayıs 2008 tarihinden önce oluşan likidite fazlasını, bazen vadeli Türk Lirası depo işlemleri ve likidite senetleri aracıyla, ama daha çok gecelik vadede Bankalararası Para Piyasası'ndaki TL depo işlemleri ve İstanbul Menkul Kıymetler Borsası (İMKB) Repo-Ters Repo Pazarı'ndaki ters repo işlemleri aracılığıyla çekmiştir. Böylece fazla likiditenin olduğu 2001 krizi sonrasında, TCMB tarafından gecelik vadede ilan edilen borçlanma faiz oranı, gösterge faiz oranı vasfı edinmiştir. Bu kapsamda TCMB, 4-5 milyar TL'nin altına düşen net likidite fazlasının yaşandığı Mayıs 2008'den sonra, düzenli bir şekilde bir hafta vadeli repo ihaleleri gerçekleştirmiş ve gün sonunda en az 4-5 milyar TL fazla likidite oluşacak biçimde ihtiyacının üzerinde fonlamaya başlamıştır. Merkez bankası gün sonunda ise piyasada kalan likidite fazlasını gecelik işlemler yoluyla çekmiştir. Bu sayede gecelik faiz oranlarının merkez bankası borçlanma faiz oranının bariz bir şekilde üstünde olması engellenmiştir. Böylece merkez bankası borçlanma faiz oranının piyasalarda gösterge olma özelliği devam etmiştir (TCMB 2009: 21- 22).

Geleneksel olmayan para politikası uygulamaları kapsamında 2010 yılı sonu itibari ile gündeme gelen likidite yönetimi geniş faiz koridoru ile beraber BIST gecelik faizi ile TCMB ortalama fonlama faizi arasındaki farkı (BIST faiz farkı) genişletmiş ve daha dalgalı olmasına sebep olmuştur. Çünkü merkez bankası döviz kuru ve kredi kanallarını ayrı ayrı etkileyebilmek için geleneksel olmayan para politikası araçlarını farklı doğrultuda kullanmıştır. Bu açıdan faiz farkı ve kısa dönem faizler için politika faizi dışında likidite yönetimi gibi başka araçların da etkili olabileceği görülmüştür. Ayrıca merkez bankasının gerçekleştirdiği analiz neticesinde, BIST faiz farkının 2010 yılının ikinci yarısından itibaren arttığı ortaya çıkmıştır. Bu artışta yeni ve çok araçlı para politikası araçlarından biri olan likidite yönetiminin doğal bir neticesi olduğu belirlenmiştir. Dolayısıyla, fiyat istikrarına ek olarak finansal istikrarı da önemseyen TCMB'nin yeni para politikası oluşumunda etkin likidite yönetimi önemli bir araç olarak görülmüştür (Küçük vd. 2013: 2- 12).

#### **4.1.5. Kaldıraç Uygulaması**

Bir bankanın öz kaynakların risk ağırlıklı kalemlerine göre varlıkların oranı olan sermaye yeterlilik oranının yüksek olması, bankanın oluşabilecek risklere karşı yüksek bir sermayesinin olduğunu göstermektedir. Bu durum bankanın güçlü bir yapıya sahip olduğunu belirtmektedir ve genellikle bu şekil yapıya sahip bankalar, risklere karşı daha başarılı olabilmektedir (Mermod, Ceran 2011: 36). Ancak krizle birlikte yüksek risk ağırlıklı sermaye yeterlilik oranlarına sahip olan bankalarda bile, yüksek oranda bilanço içi ve dışı borçluluğun olduğu görülmüştür. Dolayısıyla krizin ardından sermaye yeterlilik oranlarının yüksek olmasının çoğu ülkenin bankacılık sisteminde yeterli sağlamlık göstergesi olmayabileceği ortaya çıkmıştır (TCMB 2010a: 59). Bu durum kaldıraç oranının önemini arttırmıştır. Bu açıdan TCMB, bankacılık sisteminin daha sonra yaşanabilecek krizlere karşı sağlamlığını arttırmak ve son finansal krizin sebep olduğu olumsuz etkileri yok etmek için, finansal sistem üzerinde yeni düzenlemeler yapmıştır (TCMB 2013b: 5). Kaldıraç oranı da bu düzenlemelerde gündeme gelmiştir.

Bir işletmenin finansal yapısı, kısa ve uzun vadeli borçlar ve öz kaynaklardan oluşmakta ve bu yapı, işletmenin varlıklarını hangi kaynaklardan finanse ettiğini göstermektedir. Mesela işletme eğer yabancı kaynak kullanıyorsa, finansal kaldıraç

etkisi söz konusudur. Bu açıdan finansal kaldıraç; bir işletmenin borçlanması durumunda, borçların firma karlılığını ne ölçüde etkilediğine ilişkin bilgi sağlayan analizdir (Uluyol vd. 2014: 71). Ayrıca kaldıraç uygulaması, yatırımcılara yatırdıkları teminatın belirli bir katına kadar işlem yapma imkanı sağlayan bir mekanizma olarak da tanımlanabilir (TCMB 2014a: 2). İşletmelerin aktiflerinin öz kaynaklara oranı olan kaldıraç oranı, ana sermayenin toplam pasif ve belirli dikkate alınma oranlarıyla bilanço dışı kalemler toplamına oranı biçiminde ( $\text{Ana Sermaye} / (\text{Pasif Toplamı} + \text{Bilanço Dışı Kalemler})$ ) hesaplanmaktadır (TCMB 2013b: 5; TCMB 2012b: 29). Ayrıca 05.11.2013 tarih ve 28812 sayılı Resmi Gazete’de yayımlanan Bankaların Kaldıraç Düzeyinin Ölçülmesine ve Değerlendirilmesine İlişkin Yönetmelik ile bankalara daha etkili ve istikrarlı bir faaliyet alanı oluşturmak ve bankaların sisteminde ve banka borçluluğunda yaşanabilecek olası risklerin azaltılması hedeflenmiştir (TCMB 2013d: 78).

Kaldıraç oranı, uygun düzeylerde olması ve şirketin karlılığını sürdürmesi şartıyla faydalı olabilir (Uluyol vd. 2014: 71). Örneğin, kaldıraç oranının düşük olması, aktifine oranla diğer yüksek kaldıraç oranına sahip bankalara göre daha dayanıklı bir sermayeyi sağladığını göstermekte, ayrıca bankaların öz kaynak yapısının da dirençli olduğu hakkında bilgi vermektedir (Mermod, Ceran 2011: 36). Aksine, firmanın kaldıraç oranının yüksek olması ise yaşanabilecek olumsuz bir durumda firmanın borcunu çevirebilmesini zorlaştırmakta ve bu durum finansal araçların da borçlanma faizi için daha yüksek oranda prim istemelerine neden olmaktadır. Firmanın bilançosunu zor durumda bırakan yüksek bir prim ise yatırım talebini ve varlık fiyatlarını baskılamakta, bu koşullar da kaldıraç oranını giderek yükseltmektedir (TCMB 2014c: 18). Kaldıraç oranının daha da artması ise bir risk yaratabilir, özellikle ekonomilerin büyüme hızlarının yavaşladığı küçülme dönemlerinde çok daha risklidir. Öyle ki zamanla şişerek bir balon oluşturan varlık fiyatları patladığında, yüksek kaldıraç oranlı finansal kurumlar büyük zarar görmektedirler (Özatay 2011a: 14). Bu açıdan finansal sistemin yüksek kaldıraçla çalışmasının orta ve uzun dönemde ekonomik yıkıma neden olacağı hususunun finansal krizden alınan en önemli çıkarımlardan biri olduğu ifade edilebilir (TCMB 2012b: 28).



TCMB bu doğrultuda küresel krizden sonra, finansal istikrarı sağlamak için kaldıraç dayalı zorunlu karşılık uygulamasını yeni düzenlemelerinden biri olarak kullanmıştır. Bu uygulama ile merkez bankasının amacı bankaların borçluluk düzeyini sınırlamaktır (Tuna vd. 2015: 223). Kaldıraç dayalı zorunlu karşılık uygulaması, yüksek seviyelerde kaldıraç oranları olan bankalara, ek zorunlu karşılık uygulanmasına dayanır. Bu sayede yüksek kaldıraçla çalışmaktan meydana gelebilecek riskler oluşmadan engellenebilir. Bu doğrultuda kaldıraç oranına dayalı bir uygulama, makro riskleri azaltıcı bir politika olarak kademeli bir biçimde yürütülmüştür (TCMB 2012b: 28-29). Kaldıraç dayalı zorunlu karşılık düzenlemesi, Aralık 2013 yılı itibari ile tamamen uygulamaya konmuş ve 2013 yılı izleme dönemi olarak geçmiştir. Uygulamada esas alınan ilk üç aylık dönem olan Ekim-Aralık 2013 verilerine göre bankacılık sektörü kaldıraç oranı, Basel III düzenlemesinde belirlenmiş asgari oran olan %3'ün, TCMB'de ise ilk yıl için belirlenen % 3,5'in fazlaca üzerinde ve istikrarlı bir şekilde gerçekleşmiştir (TCMB 2014c: 18).

Uluslararası Ödemeleri Bankası'na bağlı olan Basel Komiteleri tarafından yapılan değerlendirmelere son yıllarda daha fazla gereksinim duyulmuştur. Çünkü bankacılık sektöründeki risk faktörünün giderek büyümesi, bu değerlendirmelerin önemini arttırmıştır. Basel Komitesi'nin yaptığı değerlendirmeler, bankaların barındırdığı riskleri tespit etmek ve bankaların bünyesinde sahip olması gereken sermaye yeterlilik oranını risklere karşı belirlemek üzerinedir (Mermod, Ceran 2011: 35). Ancak Basel II sermaye yeterliliği oranı, risk ağırlıklarının hesaplanma tekniği nedeniyle bazı zamanlarda makro finansal riskleri değerlendirmekte verimsiz olabilmektedir. Bu açıdan, yüksek borçlanmadan kaynaklı risklerin birikmesinin önlemek için Basel II sermaye yeterlilik oranıyla beraber Basel III kapsamında risk bazlı olmayan kaldıraç oranı da yardımcı bir araç olarak uygulanmaya başlanmıştır (TCMB 2013b: 5). Basel III olarak bilinen düzenleme değişiklikleri ile daha çok küresel kriz sonrası ortaya çıkan eksikliklerin yok edilmesi hedeflenmiştir. Ayrıca bu değişiklikler ile; mikro düzeyde gerekli çalışmalar ile bankaların, makro düzeyde ise finansal sistemin şoklara karşı dayanıklılığının sağlanması, bankaların şeffaflığının ve kamuya bilgi aktarması düzeyinin artırılması ve kurumsal yönetim ve risk yönetimi faaliyetlerinin ilerletilmesi amaçlanmıştır (BDDK 2010: 1).

#### 4.1.6. İstisnai Gün Uygulaması

İstisnai gün, merkez bankasının haftalık repo ihalesi açmadığı günlere denmektedir (Vural 2013: 73). Belirlenen bu günlerde döviz ihalelerindeki miktarlarda değişiklikler yapılmasına imkan sağlayan bu uygulama esasen merkez bankasının her zaman yapmış olduğu API'de metot değişikliği yapmasına dayanmaktadır. Haftalık ve aylık repo ihaleleriyle piyasaya para veren TCMB, normalde bu işlemi yaparken klasik ihale metodunu kullanmamakta, sabit bir oranla ve bankaların para talep miktarına bağlı olarak hesapladığı bir tutarla parayı vermektedir. İstisnai gün uygulamasında ise bu yöntemin dışında klasik ihale metodu kullanılmaktadır. Bu bakımdan ihalenin normal metotla yapıldığı takdirde piyasaya TCMB parayı o zamanki mevcut politika faizinden sağlarken, istisnai günde bu oran merkez bankasınca değil, ihale metodu ile belirlenmektedir. Bu şekilde istisnai gün uygulaması bankalara piyasada oluşan sıkışıklığa göre taleplerini arttırabilme olanağı vermekte ve bu sayede de ihaledeki oran, faiz koridorunun üst bandına doğru yaklaşmaktadır. Merkez bankası böylece dolaylı yoldan faizleri yükselterek döviz kurunda bir baskının yaşanmasını ve Türk Lirasının değerlenmesini amaçlamaktadır. Ayrıca bu uygulama TCMB'nin politika faizini değiştirmesine gerek kalmadan geçici olarak faizlerin artmasını da sağlamaktadır. TCMB'nin amaçlarına erişmesi hususunda bu aracın teknik etkilerine ek olarak psikolojik etkisi de katkı sağlamıştır. İsmine istisnai dense de bazen Merkez bankası tarafından günlerce art arda da uygulanabilen istisnai gün uygulaması 2012 yılında kullanılmaya başlanmıştır (İş Yatırım, 2012).

Sonuç olarak istisnai gün uygulaması döviz kurunda meydana gelen dalgalanmaları azaltarak finansal istikrarsızlığın önüne geçmekte, enflasyon tahminlerinin bozulmamasına yardımcı olmaktadır (Vural 2013: 73).

## BEŞİNCİ BÖLÜM

# TÜRKİYE’DE UYGULANAN GELENEKSEL OLMAYAN PARA POLİTİKASI ARAÇLARININ MAKROEKONOMİK DEĞİŞKENLER ÜZERİNDEKİ ETKİLERİNE YÖNELİK BİR UYGULAMA

Bu bölümde Türkiye ekonomisinde finansal istikrara yönelik uygulanan geleneksel olmayan para politikası araçlarının finansal istikrar değişkeninin de olduğu makro ekonomik değişkenler üzerindeki etkilerine bakılmaktadır. Bu amaçla öncelikli olarak analizde kullanılan ekonometrik yöntemler hakkında metodolojik bilgiler verilecektir.

Sonrasında birim kök ve vektör otoregresif etki tepki analizinden elde edilen uygulama sonuçları tablolar yardımı ile anlatılacak ve yorumlanacaktır. Bu bölümün son kısmında ise elde edilen sonuçlar teorik bilgiler yardımı ile yorumlanarak politika önerileri verilmeye çalışılacaktır.

### LİTERATÜR TARAMASI

Küresel finansal krizin ardından merkez bankalarının finansal istikrarı daha fazla göz önüne aldıkları ve para politikası hedeflerinden biri olarak benimsedikleri görülmektedir. Kriz sonrasında meydana gelen bu ortamda bir çok ülke geleneksel olmayan para politikası araçlarına başvurma gereği duymuştur. Merkez bankaları tarafından başvuru bu araçların etkinliğinin analiz edildiği çalışmalar ise finansal krizin etkisi ile artmıştır. Bu nedenle bu konu üzerine literatürde çok sayıda çalışmanın yer aldığı söylenebilir. Uygulanan geleneksel olmayan para politikası araçlarının makro ekonomik değişkenler üzerindeki etkilerine yönelik literatürde yapılan çalışmalar aşağıda incelenmektedir.

Eroğlu ve Kara (2017)’nin yapmış olduğu çalışmada, Türkiye’deki makro ihtiyati para politikası araçlarının makroekonomik değişkenler üzerindeki etkisi analiz edilmiştir. VAR yöntemini kullanan yazarlar, 2010:01-2016:06 dönemlerine ait aylık verileri test ettikleri çalışmalarında borç alma faiz oranı, borç verme faiz oranı, faiz koridoru, politika faizi, TL ZKO, YP ZKO, aylık repo faizi, TÜFE, I endeksi, toplam kredi hacmi, dış ticaret dengesi, sermaye hareketleri dengesi ve kapasite

kullanım oranı değişkenlerini kullanmışlardır. Yapılan analiz sonunda merkez bankasının fiyat istikrarına yönelik TÜFE enflasyonu kalemiyle finansal istikrara yönelik toplam kredi hacmi ve sermaye hareketleri kalemlerinin modelde yer alan politika araçlarına karşı tepkisinin zayıf olduğu sonucuna varılmıştır. Enflasyon üzerinde ise modeldeki araçlardan yalnızca zorunlu karşılıklardaki değişimlerin, kısmen anlamlı bir etkiye sahip olduğu tespit edilmiştir.

Tüzün ve Kahyaoğlu (2015)'na ait analizde, son krizin ardından TCMB'nin uyguladığı makro ihtiyati politika araçlarının belirlenen hedeflere ulaşmadaki etkinliği incelenmiştir. Bayesian VAR (B-VAR) yönteminin kullanıldığı çalışmada 2008:01-2013:12 tarihleri arasındaki veriler ışığında net sermaye hareketleri, toplam tüketici kredileri, TÜFE, haftalık repo faiz oranı, faiz koridoru, ZKO değişkenleri kullanılmıştır. Uygulama sonuçları, merkez bankasının finansal istikrar göstergesi olarak sermaye hareketliliği ve kredi genişlemesini tercih etme kararının doğru olduğuna işaret etmiştir. Ayrıca elde edilen bulgular, dışsal şokların merkez bankası tarafından finansal istikrar göstergesi olarak varsayılan değişkenleri etkilendiğini, bu açıdan para politikası araçlarının etki-tepki mekanizması kapsamında etkin olarak uygulanması gerektiğini ortaya çıkarmıştır.

Yücememiş vd. (2015) faiz koridoru uygulamasıyla enflasyon arasındaki ilişki üzerine bir çalışma yürütmüşlerdir. Yazarlar bu çalışmada çoklu yapısal kırılmalı birim kök testi ve çoklu yapısal kırılmalı eşbütünleşme analizini kullanmış, 2003 (Ocak)-2014 (Aralık) dönemlerine ait aylık veriler ışığında fiyat endeksi, gecelik borç alma faiz oranı, gecelik borç verme faiz oranı ve bankalararası gerçekleşen basit faiz oranı değişkenlerini baz almışlardır. Analiz sonuçlarına göre, kriz dönemlerinde enflasyon oranının yükseldiği ve enflasyonla borç alma faiz oranı, borç verme faiz oranı ve bankalararası gecelik faiz oranı arasında negatif ve anlamlı bir ilişki tespit edilmiştir. Ayrıca çalışmada faiz koridorunun makro ekonomik ve finansal riskleri engelleyebilme hususunda diğer para politikası araçlarına kıyasla daha etkili bir araç olduğu sonucuna varılmıştır.

Binici vd. (2013) faiz koridoru aracının Türkiye'de kredi-mevduat faiz farkını ve dolayısıyla kredi arzını etkileyebilecek makro ihtiyati bir politika aracı olarak da kullanılabilmesi üzerine yaptıkları çalışmada VAR analizini kullanmışlardır.

Yazarların 2005-2010 ve 2010-2012 olmak üzere iki alt dönem için verileri test ettikleri analizlerinde, ticari kredi faizi ve mevduat faizi değişkenleri yer almıştır. Elde edilen ampirik sonuçlar ise, faiz koridorunun, kredi-mevduat faiz farkını etkileyerek ihtiyaç durumunda makro ihtiyati bir araç olarak kullanılabilceğini göstermiştir. Ayrıca faiz koridoru uygulamasının merkez bankasının fiyat istikrarıyla birlikte finansal istikrara ulaşabilmesine imkân verdiği tespit edilmiştir.

Gürçihan ve Özel (2010) çalışmalarında son finansal kriz döneminde PPK kararlarının piyasa getirileri üzerindeki etkisini incelemişler, 2008:11-2009:11 yılları arasındaki veriler ile beklenen faiz indirimini, gerçekleşen faiz indirimini, İMKB tahvili ve bono piyasası getirilerini değişken olarak kullanmışlardır. Yazarlar kriz döneminde beklentilerin dışında meydana gelen faiz indirimlerinin görece uzun dönemli getiriler üzerinde etkili olduğu sonucuna yapmış oldukları çalışmayla ulaşmışlardır.

Spulbăr vd. (2011) Bayesian VAR (B-VAR) yöntemine dayanarak Romanya'da son yıllarda yaşanan şoklara karşı verilen ekonomik tepkilere yönelik analiz yaptıkları çalışmalarında, 2001-2010 yılları arasındaki aylık verileri baz alarak endüstriyel üretimin gelişimi, döviz kuru, enflasyon, emlak fiyatları, parasal toplam ve faiz oranı değişkenlerini kullanmışlardır. Analizden elde edilen bulgulara göre, döviz kuru reel ekonominin değişkenlerini büyük oranda etkileyen önemli bir mekanizma olmaya devam etmekle birlikte, son zamanlarda faiz oranlarının gittikçe istikrar sağlayan bir araç olduğu sonucuna ulaşılmıştır.

Sözer (2013) TCMB'nin fiyat istikrarıyla beraber finansal istikrarı da göz önüne alarak kullandığı zorunlu karşılık aracının banka bilançolarına olan etkisini analiz etmiştir. Yazar çalışmasında 2007:01-2012:09 yılları arasında çeyrek dönemlik veriler ışığında doğrusal regresyon yöntemiyle ZKO, mevduat, alınan krediler, repo, para piyasasına borçlar ve kredi değişkenlerini kullanmıştır. Çalışmada zorunlu karşılıkların bilanço kalemlerindeki değişimlerden en çok para piyasasına borçlar kalemindeki değişimi açıkladığı tespit edilmiş, zorunlu karşılık aracının kredi hacmini daraltması dışında, piyasa faktörlerinin etkisiyle kredileri sınırlı olsa da etkilediği sonucuna varılmıştır. Ayrıca alınan krediler değişkeninde TL YP ayrışması

büyük oranda görülürken, alınan kredilerdeki YP ağırlığı ile zorunlu karşılıklar ve TL alınan krediler değişkenleri arasında bir ilişki bulunamamıştır.

Yavuzarslan (2011) tarafından yapılan çalışma ise, merkez bankalarının kredi genişlemesi ve daralması dönemlerinde, bankalarda ve başka finans kurumlarındaki kredi verilebilir fon miktarının kontrolü aracılığıyla zorunlu karşılıklar aracının kullanılabilirliğine ve etkilerine yöneliktir. VAR yöntemini kullanan yazar, 2002:05-2010:10 yılları arası aylık verileri test ettiği analizinde toplam mevduat, toplam alınan krediler, toplam menkul değer cüzdanı, döviz alış kuru, sanayi üretim endeksi, bankalararası gecelik faiz oranı, TÜFE ve ZKO değişkenlerini kullanmıştır. Yapılan analize göre ise TL toplam kredilere uygulanan faiz oranı, YP toplam ve ticari kredilere yönelik faiz oranları ile zorunlu karşılık oranları arasında uzun vadede anlamlı ilişkiler görülmüş, kısa vadede ise anlamlı bir etkiye rastlanmamıştır. Ek olarak analizde ZKO'nun finansal istikrar hedefi doğrultusunda uygulanabilmesine rağmen uygulamada bu aracın yalnız başına yetersiz kaldığı sonucuna ulaşılmıştır.

Bindseil ve Jablecki (2011)'nin yürüttükleri çalışmalarında, faiz koridoru genişliğinin bankaların günlük likidite yönetimini ve kısa vadeli faiz oranındaki dalgalanmayı nasıl etkilediği üzerine analiz yaptıkları görülmektedir. Küresel finansal krizin etkilediği Euro bölgesi ve Macaristan'ın günlük verilerine dayalı olarak test edilen çalışmadan elde edilen bulgulara göre, faiz koridorunun genişliğinin arttıkça, bankalararası cironun daha büyük, merkez bankasının bilançosunun daha zayıf ve kısa vadeli faiz oranı oynaklığının daha çok olduğu sonucuna ulaşılmıştır.

Cicioğlu vd. (2013) tarafından yapılan analiz ise politika faiz oranındaki değişmelerin cari açık üzerindeki etkileri üzerinedir. SVAR yönteminin kullanıldığı analizde, yazarlar 2003:1- 2013:6 tarih aralığındaki aylık veriler ışığında, cari işlemler açığını, döviz kurlarını, politika faiz oranını, API'yi, banka kredilerini ve reeskont işlemleri serilerinin logaritmik değerlerini değişken olarak kullanmışlardır. Yapılan çalışma sonucunda faiz oranları ile cari işlemler açığı arasında ters yönlü bir ilişki olduğu ortaya çıkmıştır. Ayrıca API ve cari işlemler açığı değişkenleri arasında nedensellik ilişkisine rastlanmamış, cari işlemler açığından reeskont işlemlerine doğru ve banka kredilerinden cari işlemler açığına doğru ise tek yönlü bir nedensellik

ilişkisi bulunmuştur. Bu açıdan analizde, geleneksel para politikası araçlarına kıyasla cari işlemler dengesi üzerinde, GOPP araçlarının daha etkili olduğu belirlenmiş, ek olarak Türkiye’de kur kanalının kredi kanalından daha az baskın olduğu sonucuna ulaşılmıştır.

Kara vd. (2015)’nin finansal koşulların dış koşullarca ne oranda belirlendiği üzerine olan çalışmalarında VAR yöntemiyle 2006-2014 yılları arasında analiz yaptıkları görülmektedir. Ele alınan dönemde borsa getirisinin, reel efektif kurun, sermaye girişinin, gösterge faizinin, kredi faizinin, kredi standartlarının ve getiri eğrisinin eğiminin değişken olarak yer aldığı çalışmada, finansal koşullardaki hareketlerin önemli ölçüde dış koşullar tarafından açıklanabildiği sonucuna varılmıştır. Üstelik analiz sonucunda, kredi büyümesi bakımından finansal koşullar endeksinin (FKE) en başta gelen mühim bir gösterge olduğu tespit edilmiştir. Ayrıca yapılan analizde FKE’nin TCMB’ye önemli bilgiler sağlayabileceği görülmüştür. FKE’nin hem kredileri tahmin etme başarısının yüksek oluşu hem de bileşenlerinin Türkiye ekonomisinin yakın dönemine ait bilgiler vermesi yazarlar tarafından bu durumun sebebi olarak ifade edilmiştir.

Ermişoğlu vd. (2013) GOPP araçlarından bir diğeri olan ROM’un döviz kuru oynaklığı üzerindeki etkisini GARCH yöntemiyle incelemişlerdir. Veri seti 2010:10-2012:10 tarihleri arasını kapsayan çalışmada, kur sepetinin değişiminin ve döviz miktarının değişken olarak belirlendiği görülmektedir. Yapılan analizde ROM’un döviz kurunda meydana gelen dalgalanmaları önemli ölçüde azaltma yönünde bir etkisinin var olduğu sonucuna ulaşılmıştır.

ROM üzerine bir çalışmada Alper vd. (2012) tarafından yapılmıştır. Çalışmada ROM’un diğer politika araçları ile kıyası yapılarak, olası etkileri incelenmiştir. Yazarların tespitleri, TCMB’nin makroekonomik ve finansal istikrar hedeflerine uygun bir politika aracı olarak ROM’a başvurabileceği doğrultusundadır. Çalışmada TCMB’nin krizin ardından tasarladığı rezerv opsiyon mekanizmasının sermaye akışı, döviz kuru ve yabancı para cinsinden krediler üzerinde yarattığı olumsuz etkilerinin, TL faizleri çok az oranda ya da hiç etkilemeden sınırlayabilme imkanının bulunduğu tespit edilmiştir. Bu açıdan diğer politika araçları ile

karşılaştırıldığında ROM'un daha faydalı bir araç olarak ön plana çıktığı sonucuna ulaşılmıştır.

### 5.1. Model

Tezin uygulama kısmında, 2011 yılı sonrasında finansal istikrara yönelik uygulanan para politikalarının ve bu politikaların aksiyoma geçirilmesinde kullanılan para politikası araçlarının temel makro ekonomik değişkenler üzerindeki etkilerini incelemek amacı ile zaman serisi ekonometrisi yöntemleri kullanılmaktadır.

Türkiye ekonomisinde küresel finans krizi sonrasında finansal istikrarı sağlamaya ve devamına yönelik bir dizi tedbir alınmıştır. Bunlardan en önemlisi Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası tarafından alınan fiyat istikrarı hedefine ek olarak finansal istikrarı sağlamaya yönelik bir program uygulanmaya başlanmasıdır. Bu program çerçevesinde rezerv opsiyon mekanizması, faiz koridoru ve normal şartlar altında konvansiyonel para politikası aracı olan zorunlu karşılıklar oranı finansal istikrarın sağlanması için bir araç olarak kullanılmaya başlanmıştır. Bu politikaların finansal istikrar üzerindeki etkilerini görmek amacı ile de finansal istikrar endeksi geliştirilmiştir. Bu endeksin oluşturulma şekli aşağıdaki gibidir.

**Tablo 5.1. Finansal İstikrar Endeksi**

Gösterge	Kısaltma	Tanım / Oran	Katsayı
<b>Varlık kalite oranı</b>	aqrate	Sabit varlıklar / Toplam varlıklar	0.33
		Net takipte olan krediler / Toplam krediler	0.33
		Brüt Takipte olan krediler / Brüt Krediler	0.33
<b>Likidite oranı</b>	lrate	Likit varlıklar / Toplam varlıklar	1.00
<b>Kur riski</b>	errate	Bilanço açığı pozisyonu / Özkaynaklar	0.50
		Yabancı para net genel pozisyonu / Özkaynakları	0.50
<b>Faiz oranı riski</b>	irrisk	Aylık likidite yeterlilik oranı	1.00
<b>Karlılık oranı</b>	prate	Net Kar / Toplam varlıklar	0.50
		Net Kar / Özkaynaklar	0.50
<b>Sermaye Yeterlilik</b>	csrate	Serbest rezervler / Toplam varlıklar	0.50
		Sermaye yeterlilik oranı	0.50
<b>Finansal İstikrar Endeksi</b>	FIE	Altı alt göstergelerin Ortalaması	



Bu politika araçlarının finansal istikrarı sağlarken diğer makro ekonomik değişkenleri de etkileyeceği muhtemeldir. Bu değişkenler arasında ekonomik büyüme, fiyat istikrarı ve işsizlik bulunmaktadır. İlgili politika araçlarının bu değişkenler üzerindeki etkilerini görebilmek amacı ile GSYİH, işsizlik oranı ve tüketici fiyat endeksindeki değişimleri dikkate alan enflasyon oranı hesaplaması modele dahil edilmektedir.

Finansal istikrarı sağlamaya yönelik politika araçlarından zorunlu karşılıklar oranı ağırlıklı ortalaması alınarak dahil edilirken, faiz koridoru aracı borç verme ve borç alma faiz oranları arasındaki fark olarak modele dahil edilmiştir. Rezerv opsiyon mekanizması ise ölçülebilirlik probleminden dolayı modele dahil edilmemiştir.

Tüm bu açıklamalar ışığında oluşturulan modelde yer alan değişkenler, kısaltmaları ve değişkenlere ait serilerin kaynakları aşağıdaki tabloda verilmektedir.

**Tablo 5.2. Değişkenler Tablosu**

<b>Değişken Adı</b>	<b>Kaynak</b>	<b>Kısaltma</b>
Finansal İstikrar Endeksi	TBB (Endeks yazar tarafından hazırlanmıştır.)	FIE
Enflasyon	TCMB	ENF
Faiz Koridoru	TCMB	FAİZ
Zorunlu Karşılık Oranı	TCMB	ZOR
Milli Gelir	TCMB	GSYH
İşsizlik Oranı	TCMB	İŞSİZLİK

Yazar tarafından hazırlanmıştır.

Değişkenlere ait serilerin kapsadığı zaman aralığı ise 2011 – 2016 yıllarını kapsamaktadır. Seriler aylık frekansta olup herhangi eksik veri bulunmamaktadır.

Çalışmada her bir politika aracının değişkenler üzerindeki etkisini görmek amacı ile her bir araç için bir denklem oluşturulacaktır. Bu bağlamda ilk denklem faiz koridoru değişkeni için ikinci denklem ise zorunlu karşılık oranı için oluşturulacaktır.

## **5.2. Metodoloji**

Metodolojik açıklamalar kısmının başında birim kök testlerine yer verilmektedir. Zira serilerin istatistiki sağlamlıklarının analiz edilmesi, ampirik

uygulamaların kalitesi açısından da büyük önem arz etmektedir. Bu nedenle ilk olarak serilerin birim kök taşıyıp taşımadığı incelenmelidir. İkinci aşamada ise değişkenler arasındaki istatistiki ilişkiyi incelemek amacı ile vektör otoregresif analiz yöntemi hakkında bilgi verilecektir.

### **5.2.1. Ekonometri Literatüründe Geleneksel Olarak Kullanılan Birim Kök Testleri**

Ampirik analizde kullanılacak olan zaman serisi yönteminde iktisadi şokların test edilmesine yönelik bir çok birim kök testi bulunmaktadır. Bu araştırmada geleneksel birim kök testleri içerisinde en sık kullanılan Augmented (Genişletilmiş) Dickey-Fuller (ADF) ve Phillips-Perron birim kök testleri kullanılmıştır.

Buna göre öncelikle kullanılan birim kök testlerinin metodolojik çerçevesinin çizilmesi ile metodoloji kısmına başlanacaktır.

#### **5.2.1.1. Augmented (Genişletilmiş) Dickey-Fuller (1979, ADF) Birim Kök Testi**

Dickey-Fuller (1979) tarafından geliştirilen bu birim kök testinde değişkenler birinci dereceden otoregresif süreç olarak ele alınmıştır. Ancak, eğer otoregresif süreç daha yüksek dereceden ise Dickey-Fuller (1979) tarafından geliştirilen birim kök testini uygulamak mümkün değildir (Sevüktekin, Nargeleçekenler 2007: 321).

3.1. no'lu denklem gecikme uzunluğu p. dereceden bir otoregresif AR(p) sürecini;

$$Y_t = \phi_1 Y_{t-1} + \phi_2 Y_{t-2} + \phi_3 Y_{t-3} + \dots + \phi_p Y_{t-p} + \varepsilon_t \quad (3.1)$$

göstermektedir. 3.1. no'lu denklemde  $Y_t$  değişkeni AR (p) süreci, AR (1) olarak düşünüldüğünde hata terimi beyaz gürültü olmamaktadır. Dolayısıyla hata terimi geçmişinden etkilenecek ve otokorelasyon sorunu yaşanacaktır. Böylece hata teriminin beyaz gürültü olduğu varsayımını kabul eden Dickey-Fuller testini geçersiz kılacaktır (Harris 1995: 32). Bu nedenle  $Y_t$  değişkeni AR (1) sürecini takip ederken hata terimi;

$$\varepsilon_t = \phi_2 Y_{t-2} + \dots + \phi_p Y_{t-p} + v_t \quad (3.2)$$

olacaktır. Bu nedenle hata terimindeki otokorelasyon sorunun kaldırılması gerekmektedir. Modele zaman serisinin gecikmeli değerleri eklenir veya 2 no'lu denklemde olduğu gibi hata terimindeki otokorelasyon kaldırılmaya çalışılır. 2 no'lu denklem AR(1) sürecini takip eden  $Y_t$  değişkeni olan  $Y_t$  yerine yazılırsa denklem 1'e eşit hale gelecektir. Hata terimi  $\varepsilon_t$ 'nin otokorelasyonlu olması durumunda Augmented (Genişletilmiş) Dickey-Fuller (1979) test sınaması için 3 farklı regresyon elde edilir (Sevüktekin, Nargeleçekenler 2007: 321).

$$\Delta Y_t = \delta Y_{t-1} + \sum_{r=1}^f \delta r \Delta Y_{t-r} + \varepsilon_t \quad (3.3)$$

$$\Delta Y_t = \mu + \delta Y_{t-1} + \sum_{r=1}^f \delta r \Delta Y_{t-r} + \varepsilon_t \quad (3.4)$$

$$\Delta Y_t = \mu + \beta_t + \delta Y_{t-1} + \sum_{r=1}^f \delta r \Delta Y_{t-r} + \varepsilon_t \quad (3.5)$$

3 no'lu regresyon sabit terimin ve trendin olmadığı modeli, 4 nolu regresyon sabit terimin olduğu ve fakat trend değişkenin olmadığı modeli ve 5 nolu regresyon ise hem sabit terimin hem de trend değişkenin olduğu modeli göstermektedir. Karşılaştırma yaparken Augmented (Genişletilmiş) Dickey-Fuller (1979) test istatistiğinde  $\tau$  istatistikleri kritik değerler ile karşılaştırılır. Eğer mutlak değer içerisinde  $\tau$  istatistiği, MacKinnon kritik değerinden büyük olursa değişken durağan, tam tersi olarak mutlak değer içerisinde  $\tau$  istatistiği MacKinnon kritik değerinden küçük olursa değişkenin birim köke sahip olduğu sonucuna varılır. Eğer değişkende birim kök varsa değişkene birinci farkı alınıp durağan yani şoksuz hale getirilir.

### 5.2.1.2. Phillips-Perron (1988) Birim Kök Testi

Dickey-Fuller (1979) tarafından geliştirilen birim kök testi iktisadi şokların ekonometrik açıdan bağımsız ve değişmeyen varyansa sahip olduğu varsayımı üzerine kurulur. İktisadi krizlerin otokorelasyon yaşatmadığı ve hata teriminin  $\varepsilon_t$  bağımsız ve özdeş dağılıma sahip olarak sıfır ortalama ve sigma kare varyansla dağıldığı varsayımına dayanmaktadır (Sevüktekin, Nargeleçekenler 2010: 363).

Phillips-Perron (1988) söz konusu varsayımları elimine eden ve otokorelasyonu engellemek için parametrik süreçlere dayanmayan alternatif birim kök testi tasarlamışlardır (Phillips, Perron 1988: 335).

Phillips-Perron (1988) doğrusal birim kök testinde üç tane en küçük kareler yöntemine dayalı regresyon modeli ele alınmıştır;

$$Y_t = \varphi Y_{t-1} + \varepsilon_t \quad (3.6)$$

$$Y_t = \mu + \varphi Y_{t-1} + \varepsilon_t \quad (3.7)$$

$$Y_t = \mu + \beta \left(t - \frac{1}{2}T\right) + \varphi Y_{t-1} + \varepsilon_t \quad (3.8)$$

denklem 6, 7 ve 8'de T zaman boyutu olmak üzere (t=1,2,...), modelde birim kök hipotezi  $\frac{1}{\varphi}$  olarak test edilir. Eğer  $\varphi = 1$  ise değişkenin durağan olmadığı şeklindeki hipotez kabul edilir. Bu nedenle  $T(\hat{\varphi}^{-1})$  şeklindeki dağılım Phillips Perron (1988) birim kök testinde temel olmaktadır. Phillips Perron (1988) tarafından geliştirilen testin istatistiği limit dağılımı açısından Dickey Fuller benzediği için Dickey Fuller birim kök testinde kullanılan test istatistikleri aynı şekilde Phillips Perron içinde geçerli olduğunu göstermektedir. Farklı bir şekilde sadece Phillips Perron testinde kullanılan test istatistiği Z harfi ile gösterilmektedir.

Hata teriminin beyaz gürültü yaşamadığını iddia eden ve hata terimlerinin düşük bağımlı ve heterojen bir yapıya sahip olduğunu öne süren Phillips-Perron (1988);

$$Z_{\bar{\varphi}} = T(\bar{\varphi} - 1) - \frac{1}{2}(\bar{\sigma}_{T\ell}^2 - \bar{\sigma}^2) \left[ T^{-2} \sum_2^T y_{t-1}^2 \right]^{-1} \quad (3.9)$$

$$Z(t_{\bar{\varphi}}) = (\bar{\sigma} / \bar{\sigma}_{\varepsilon}) t_{\bar{\varphi}} - \frac{1}{2}(\bar{\sigma}_{T\ell}^2 - \bar{\sigma}^2) \left[ (T^{-2} \sum_{t=1}^T \varepsilon_{t-1}^2)^{1/2} \right]^{-1} \quad (3.10)$$

Phillips-Perron (1988) birim kök testinin Dickey Fuller (1979) birim kök testindeki hata terimlerinin davranışlarına yönelik varsayımları yumuşatmasının asıl nedeni hata terimlerinin geçmiş değerlerinin MA süreci (hareketli ortalama) olarak ele almalarıdır. Bu nedenle Dickey Fuller (1979) birim kök testindeki otoregresif AR sürecinin Philips-Perron (1988) birim kök testinde olduğu gibi ARMA (otoregresif hareketli ortalama) sürecine evrildiğini işaret etmektedir. MA (hareketli ortalama) sürecinin dikkate alınmasıyla trend durağanlık olayı birim kök testinin daha iyi sonuçlar vermesini sağlamaktadır (Aksu 2014: 391).

### 5.2.2. Vektör Otoregresif Model

Vektör otoregresif (VAR) metodu Sims (1980) tarafından geliştirilmiş olup makroekonomik değişkenlere ait serilerin incelenmesinde sıkça kullanılmaktadır. VAR modelini aşağıdaki gibi yazmak mümkündür:

$$A(L)Y_t = u_t \quad (3.11)$$

$Y_t$ , 4x1 değişken vektörü iken aşağıdaki değişkenleri içermektedir.

$$Y_t = (ENF, FIE, FAIZ, GSYH, İŞSİZLİK, ZOR) \quad (3.12)$$

$A(L) = \sum_{j=0}^{\infty} A_j L^j$ ,  $A_0 = I$  hata terimi normal dağılmaktadır. Bu veriler ışığında indirgenmiş VAR modeli olan  $A(L)$ , (MA) görünümünde yazılabilir (Bjornland, Halversen: 2008: 9).  $B(L) = A(L)^{-1}$  iken,

$$Y_t = B(L)u_t \quad (3.13)$$

$u_t$ 'nin  $\varepsilon_t = (\varepsilon_t^{enf}, \varepsilon_t^{fte}, \varepsilon_t^{faiz}, \varepsilon_t^{gsyh}, \varepsilon_t^{issizlik}, \varepsilon_t^{zor})$  şeklinde özelleştirilmiş altı bağımsız yapısal şok ile doğrusal olarak ilişkili olduğu varsayılmaktadır.  $\varepsilon_t^{fte}$  finansal istikrar şoku olarak,  $\varepsilon_t^{enf}$  enflasyon oranı şoku olarak,  $\varepsilon_t^{faiz}$  faiz koridoru şoku olarak,  $\varepsilon_t^{gsyh}$  GSYH şoku olarak,  $\varepsilon_t^{issizlik}$  işsizlik şoku olarak ve  $\varepsilon_t^{zor}$  zorunlu karşılıklar oranı şoku olarak tanımlanmaktadır. Eğer yapısal şokların birim varyansı olduğu şeklinde normalleştirilebilir ise, hata terimleri ve yapısal şoklar arasındaki ilişki aşağıdaki gibi yazılabilir,

$$u_t = A\varepsilon_t, \text{ ile } I_5 = E(\varepsilon_t \varepsilon_t'). \quad (3.14)$$

denklem 4 içerisine 5 no'lu denklemi yerleştirecek olur isek, model yapısal MA gösterimi formatında aşağıdaki gibi yazılabilir,

$$X_t = C(L)\varepsilon_t, \quad (3.15)$$

burada  $C(L) = B(L)A$ . Etki – tepki ve varyans ayrıştırma analizlerini türetebilmek için A matrisi tanımlanmalıdır. Böylece 5 numaralı denklemden gelen sınırlama olan A aşağıdaki denklemi ifade edecektir,

$$\Sigma_u = E(u_t u_t') = \square\square(\varepsilon_t \varepsilon_t')A' = AA'. \quad (3.16)$$

$AA' = \Sigma_e$  ifadesini sağlayan çok fazla sayıda ayrıştırma bulunmaktadır, bundan yapısal şoklar bağlamında dolayı tek bir MA gösterimi bulunmamaktadır. Bu nedenle yapısal şoklar açısından tek bir MA sunumu da yoktur. İki farklı ayrıştırma için,  $\Sigma_e = AA'$  ve  $\Sigma_e = \sim A \sim A'$ ,  $A = \sim A Q$  olmalı ve  $Q$  ise ortogonal matris formatında olmalıdır,  $QQ' = I_5$ . Bu tip bir matrisin bir özelliği ise kolonların ortonormal olmalarıdır ki  $Q = (q_1, \dots, q_4)$  bu durum bize vektörlerinin karşılıklı olarak dik olduğunu göstermektedir, i.e.  $\langle q_i, q_j \rangle = 0$  için  $i \neq j$ , ve birim uzunluk, i.e.  $(q_i) = 1$ .

Matris  $\Sigma_e$  'de, sistemi tanımlamak için  $(n^2 - n)/2$  adet sınırlama tanımlanmalıdır. Geleneksel VAR metodu Cholesky ayrıştırma olarak bilinen yinelemeli yapı temelli sınırlamaların tanımlanmasını amaçlamaktadır (Ioannidis 1995: 256). Cholesky ayrışması, değişkenlerin rastgele sıralanması esasına dayanan kısıtlamalarla artıkları ortogonal şoklara ayırmaktadır ve ilk değişkenin sadece kendi dışsal şoklarına tepki verdiğini, ikincinin de birinci değişkene ve kendi dışsal şoklarına tepki verdiğini ima etmektedir. Dolayısıyla matrisin yapısı, üçgenin üstündeki tüm elemanların sıfır olduğu üçgen şeklindedir (McCoy 1997: 5).

Sınırlamaların tanımlanmasından sonra etki tepki fonksiyonu, her bir dışsal değişkenin diğer değişkenlerden gelen bireysel etkilere göstermiş olduğu tepki hesaplanmaktadır. Etki – tepki fonksiyonu hata terimlerindeki şokların zaman içerisinde cari ve gecikmeli etkilerini göstermektedir (Liu 2008: 243).

Varyans ayrıştırma VAR analizindeki diğer bir testtir. Varyans ayrıştırma sistemin dinamik yapısı hakkında bilgi vermektedir. Varyans ayrıştırmanın temel

amacı gelecek dönemler için her bir rassal şokun hata varyansının tahmini üzerindeki etkilerini tanımlamaktır (Özgen, Güloğlu: 2004: 9).

### 5.3. Uygulama Sonuçları

Bu çalışmada Türkiye ekonomisinde 2011-2016 döneminde finansal istikrar politikalarının makroekonomik değişkenler üzerindeki etkileri incelenmektedir. Bu amaç ile zorunlu karşılık oranı ile faiz koridoru değişkenleri kullanılmaktadır. Bu araçların ekonomik büyüme, işsizlik oranı, enflasyon gibi değişkenler üzerindeki etkilerini incelemektedir. Bu bölümde öncelikle birim kök testleri uygulanacaktır. Durağanlığın sağlanmasının ardından VAR analizi uygulanacaktır.

Ekonometri literatüründe iktisadi krizlerin değişkenler üzerindeki etkisini birim kök olarak adlandırmak mümkündür. Zira krizler serilerde kırılmalara neden olacaktır. İktisadi krizlerin etkisinde kalmış bir değişkenden güvenilir sonuçlar elde edilemeyeceği için söz konusu bu krizlerin etkisinin değişkenden arındırmak gerekmektedir. Çünkü birim kök taşıyan serilerin ekonometrik analizde kullanılması yalancı regresyon (spurious regression) problemine yol açacaktır. Bu nedenle birim kök testleri yapılmaktadır. Bu kısımda ekonometri teorisinde Dickey-Fuller (1981, ADF) ve Phillips-Perron (1988, PP) tarafından geliştirilen doğrusal birim kök testleri yapılacaktır.

**Tablo 5.3. Birim Kök Test Sonuçları**

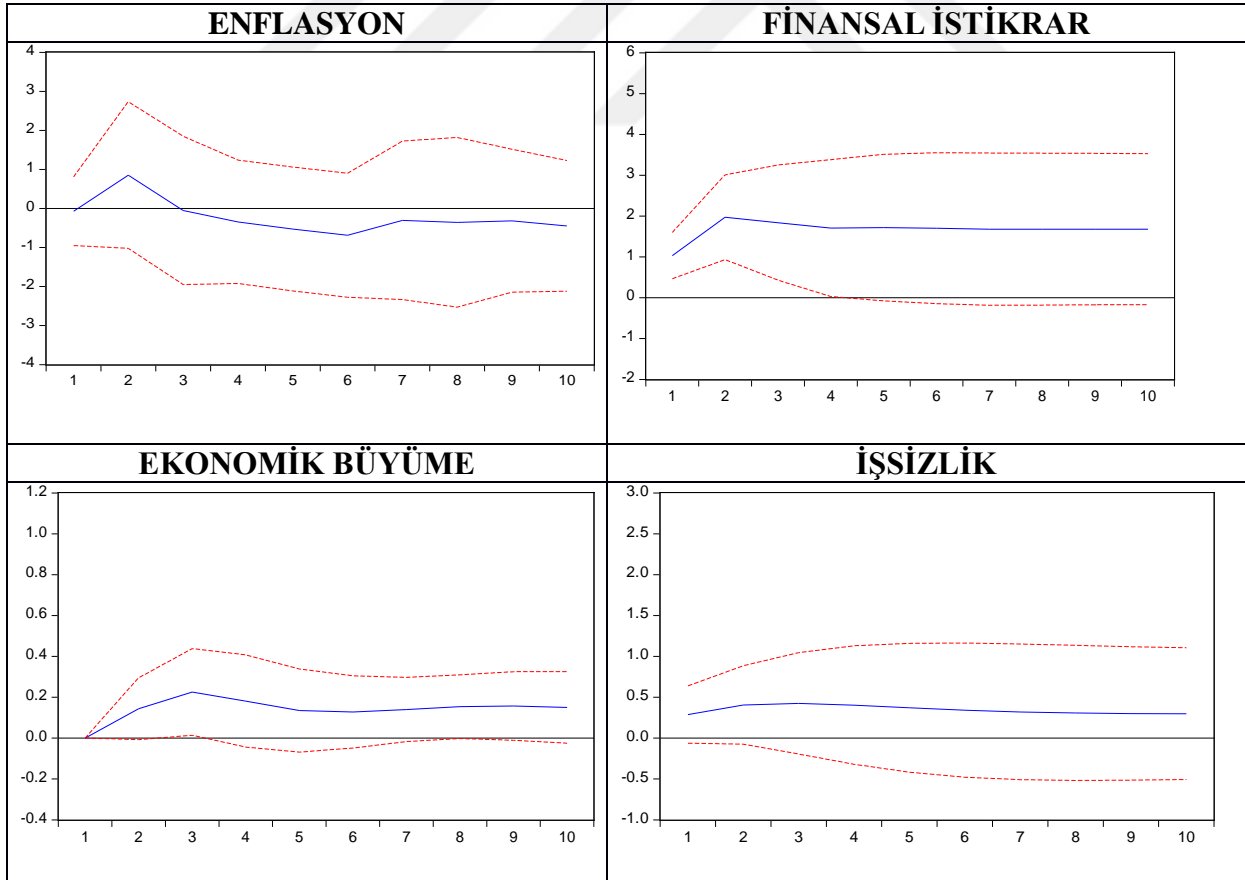
Seviye	Değişken	ADF	PP	Birinci Fark	Değişken	ADF	PP
Kesişim	<b>FİE</b>	-4.568 (0) [0.00]***	-4.651 (3) [0.00]***	Sabit + Kesişim	<b>FİE</b>	-11.142 (0) [0.00]***	-41.401 (42) [0.00]***
	<b>ENF</b>	-1.790 (1) [0.380]	-0.984 (3) [0.750]		<b>ENF</b>	-4.025 (0) [0.00]***	-4.072 (2) [0.00]***
	<b>GSYH</b>	-1.472 (3) [0.537]	-3.007 (10) [0.041]**		<b>GSYH</b>	-9.285 (2) [0.00]***	-20.063 (12) [0.00]***
	<b>İŞSİZLİK</b>	-1.870 (1) [0.342]	-1.503 (3) [0.522]		<b>İŞSİZLİK</b>	-3.241 (0) [0.024]**	-3.317 (3) [0.020]**
	<b>ZOR</b>	0.600 (2) [0.984]	-0.598 (9) [0.846]		<b>ZOR</b>	-4.333 (1) [0.00]***	-5.093 (15) [0.00]***
	<b>FAİZ</b>	-2.045 (0) [0.266]	-2.045 (0) [0.266]		<b>FAİZ</b>	-4.092 (3) [0.00]***	-3.650 (1) [0.016]**

Birim kök test sonuçlarına göre değişkenlerin tamamı seviye değerlerinde durağan olmayıp birim kök taşımaktadırlar. Bu halleri ile modele dâhil edilmesi mümkün değildir. Ancak serilerin birinci farkları alındığında birim kökler ortadan

kalkarak durağanlaşmaktadır. Bu nedenle analizin geri kalanında serilerin birinci farkları üzerinden analiz yapılacaktır.

Analizde iki model kullanılmaktadır. Bunlardan ilkinde kullanılan değişkenler FİE, ENF, GSYH, İŞSİZLİK ve ZOR'dur. İkinci modelde kullanılan değişkenler FİE, ENF, GSYH, İŞSİZLİK ve FAİZ'dir. Analizin iki safhada yapılmasındaki temel mantık her bir politika aracının makroekonomik değişkenler üzerindeki etkilerini görebilmektir.

İlk olarak zorunlu karşılık oranındaki değişimin makroekonomik değişkenler üzerindeki etkisini ölçmek amacı ile kurulan model incelenmiştir. Değişkenlere ait serilerin birinci farklarının dâhil edildiği modelde gecikme sayısı kontrol edilmiş ve Schwartz bilgi kriterine göre üç gecikme tespit edilmiştir. Üç gecikmeli modelde Cholesky ayrıştırmasına göre dizilen değişkenlerin her bir değişkendeki şoka vermiş olduğu tepki grafiksel olarak elde edilmiş ve Grafik 5.1'de sunulmuştur.





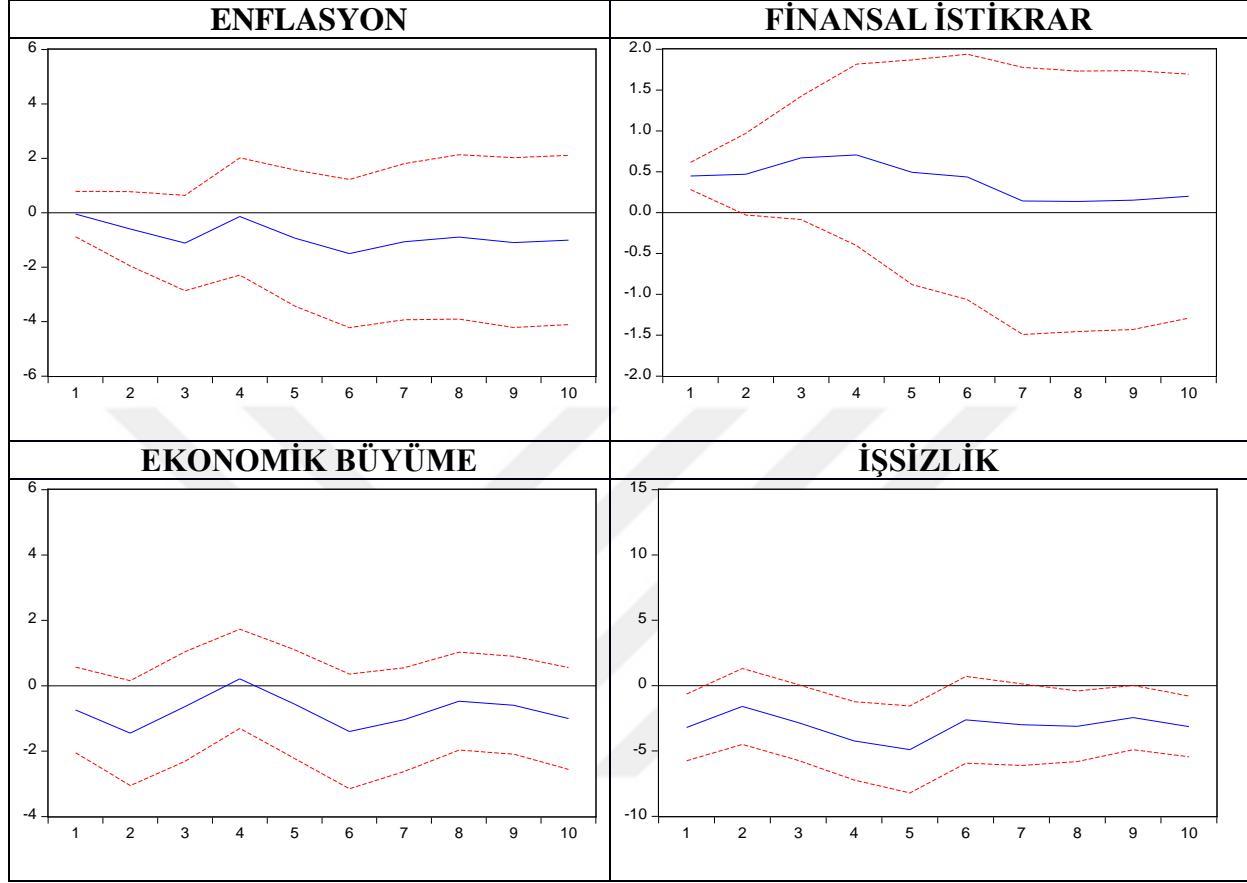
### **Grafik 5.1. Zorunlu Karşılık Oranındaki Şoka Değişkenlerin Vermiş Olduğu Tepki**

Grafik 5.1'e göre zorunlu karşılık oranında yaşanan % 1'lik pozitif bir şoka finansal istikrar endeksinin vermiş olduğu tepki pozitif olup istatistiki olarak olumludur. Elde edilen sonuç istatistiki olarak dört dönem boyunca anlamlılığını sürdürmektedir. İktisadi açıdan da değerlendirildiğinde sonucun anlamlı olduğu görülmektedir. Zorunlu karşılık oranındaki artış finansal istikrarı olumlu etkileyeceğinden finansal istikrar endeksi de artacaktır.

Yine Grafik 5.1'de zorunlu karşılık oranında yaşanan % 1'lik pozitif şokun enflasyon oranı üzerindeki etkileri sunulmaktadır. Buna göre politika aracındaki % 1'lik şoka enflasyon pozitif tepki vermektedir. Bununla birlikte verilen tepki istatistiki olarak anlamsızdır. Sonuç iktisadi açıdan değerlendirildiğinde zorunlu karşılık oranındaki artışın kredi olanaklarını daralttığından toplam talebi daraltmak suretiyle enflasyon oranını da düşürmesi beklenmektedir.

Zorunlu karşılık oranında yaşanan % 1'lik pozitif şokun ekonomik büyüme üzerindeki etkisi incelendiğinde istatistiki açıdan üç dönem boyunca istatistiki açıdan anlamlı bir tepki verdiği görülmektedir. Bu sonuç iktisadi açıdan değerlendirildiğinde ise zorunlu karşılık oranındaki değişimin kredi kanalı üzerinden ekonomik büyüme üzerinde olumsuz etki yapması beklenirken sonuç tersinedir.

Son olarak zorunlu karşılık oranı şokunun işsizlik oranı üzerindeki etkisi pozitif olmakla birlikte istatistiki açıdan değerlendirildiğinde bu sonucun istatistiki olarak anlamsız olduğunu, bu nedenle zorunlu karşılık oranı değişkeninin işsizlik oranı üzerinde anlamlı bir etkisinin olmadığını söylemek mümkündür.



**Grafik 5.2. Faiz Koridoru Aracındaki Şoka Değişkenlerin Vermiş Olduğu Tepki**

Faiz koridoru aracındaki bir şokun makro ekonomik değişken üzerindeki etkileri Grafik 5.2’de gösterilmektedir. İlk olarak faiz koridorundaki %1’lik pozitif bir şoka finansal istikrar endeksinin vermiş olduğu tepkinin pozitif ve iki dönem boyunca istatistiki olarak anlamlı olduğu görülmektedir. Bu durum iktisadi olarak da anlamlıdır. Zira faiz koridorundaki açılmanın temel amacı finansal istikrarın sağlanmasıdır.

İkinci olarak faiz koridorundaki %1’lik bir pozitif şokun enflasyon üzerindeki etkisi negatiftir. Sonuç iktisadi olarak anlamlı olsa da, bu etki istatistiki olarak anlamsızdır. İktisadi olarak beklenti, finansal sistemde bir daralma oluşturarak kredi hacmini azaltarak toplam talebi ve dolayısıyla enflasyon oranını düşürecektir.

Üçüncü olarak, pozitif faiz koridoru şokunun ekonomik büyüme üzerindeki etkisi negatif olup sonuç istatistiki olarak anlamsızdır. Esasen negatif tepki iktisadi olarak beklenendir. Şöyle ki, koridordaki açılma finansal sistemi daraltarak kredi olanakları ve ekonomik faaliyet hacmini daraltmıştır.

Son olarak, faiz koridorundaki açılmanın işsizlik oranı üzerindeki etkisi negatif olup sonuç istatistiki olarak anlamlıdır. Anlamlılık sadece bir dönem geçerlidir. Bu sonuca göre koridordaki açılma işsizlik oranını azaltacaktır. Bu sonuç iktisadi beklentinin aksine görülmektedir. Şöyle ki, ekonomik büyümeyi olumsuz etkileyecek bu durum ekonominin istihdam oluşturma kabiliyetini azaltacağından işsizlik oranını da düşürmeyecektir.





## SONUÇ VE DEĞERLENDİRME

Mortgage destekli menkul kıymet piyasasında meydana gelen çöküş ile ABD’de başlayan finansal kriz, sonrasında diğer ülkelere de yayılarak küresel bir krize dönüşmüştür. Bu durum dünya ticaretinde ve yatırım planlarında bir daralmaya yol açarken, reel sektör üzerinde yaşanan baskıyı da büyük oranda arttırmıştır. Tüm bunlar finansal piyasalardaki korku ve belirsizliği giderek çoğaltmış ve küresel bir panik yaratmıştır. Bu açıdan finansal krizin gelişmiş ve gelişmekte olan ülkelerde önemli etkileri olmuştur.

Son finansal krizden önce fiyat istikrarının finansal istikrarı desteklediği görüşü yaygındı. Ancak yaşanan küresel kriz fiyat istikrarının finansal istikrarı garanti etmeyeceğini göstermiştir. Fiyat istikrarı hedefi merkez bankaları tarafından artık kabul görmüş ve temel politika amacı olarak benimsenmiş olsa da, finansal krizin ardından yalnızca fiyat istikrarı hedefine odaklanmış bir merkez bankasının iyi ekonomik sonuçlar üretme konusunda yetersiz kalabileceği görülmüştür. Ayrıca merkez bankaları ve para otoriteleri küreselleşmeyi özellikle de finansal küreselleşmeyi dikkate almamışlar, artan finansal yenilikleri ve finans piyasalarında meydana gelen gelişmeleri yeterince takip etmemişlerdir. Dolayısıyla 2007 yılına kadar iyi giden ekonomik ortamın ekonomiyi finansal istikrarsızlıktan koruyamadığı da görülmüştür.

Bu doğrultuda finansal krizle birlikte finansal istikrarın önemi daha çok anlaşılmış, merkez bankaları fiyat istikrarı ile finansal istikrarın birbirlerinden ayrılamayacağı fikrini ortaya koymuşlardır. Bu noktada merkez bankaları krizin ardından finansal istikrarı fiyat istikrarıyla birlikte para politikasının temel amacı olarak benimsemişlerdir.

Küresel piyasalarda yaşanan gelişmeler merkez bankalarının uyguladıkları para politikalarına yön vermiştir. Krize karşı alınan önlemlerde ilk olarak gelişmiş ülke merkez bankaları tarafından genişletici para politikası izlenmiş ama böyle bir ortamda genişletici para politikası etkisiz kalmıştır. Ayrıca merkez bankaları faiz oranlarını düşürmeye yönelik adımlar atmışlardır. Normal zamanlarda işe yarayabilecek olan bu yaklaşım kriz döneminde, merkez bankalarının politika hedeflerini gerçekleştirebilmek için yetersiz kalmıştır. Bu durumda yaşanan krizin

ardından geleneksel araçların piyasalarda oluşan sorunları giderme konusunda yeterli olmadığına ortaya çıkmasıyla merkez bankaları geleneksel olmayan politika araçlarına başvurma gereksinimi duymuşlardır. Bu politikalar hem gelişmiş hem de gelişmekte olan ülkeler tarafından kullanılmaktadır. Fakat geleneksel olmayan para politikalarına gelişmiş ülkelerin çoğunlukla ekonomiyi canlandırabilmek için yöneldiği, gelişmekte olan ülkelerin ise gelişmiş ülkelere giriş yapan yabancı sermayenin olumsuz yansımalarını sınırlayabilmek için yöneldiği görülmektedir. Küresel krizin ardından başvuru bu araçlar her ülkenin kendi yapısı ve ekonomisine özgü olarak ve her ülkede farklı bir şekilde uygulanmaktadır. Bu politikalarının etkinliği ise uygulayan ülkeye özgü karakter yapısına bağlı olarak değişmektedir. Genel olarak bakıldığında geleneksel olmayan politika araçlarının, uzun vadeli faizleri düşürmede, finansal piyasaların işleyişine katkı sağlamada ve finansal koşulların daha da kolaylaştırılması hususlarında başarı sağladığı görülmektedir. Ayrıca GOPP'nin özellikle kriz döneminde etkili olduğu görülmüştür. Bu durumun sebebi, bu politika araçlarının kriz döneminde yaşanan belirsizliği azaltması ve belli bir seviyede güven sağlamasıdır.

TCMB'de birçok merkez bankasıyla birlikte krizin olumsuz etkilerini sınırlayabilmek amacıyla 2010 yılından itibaren geleneksel olmayan para politikalarına yönelmiştir. TCMB'nin diğer birçok gelişmekte olan ülke merkez bankaları gibi çoğunlukla faiz koridoru, zorunlu karşılık politikalarına başvurduğu görülmektedir. Ayrıca merkez bankası, diğer gelişmekte olan ülkelere farklı olarak rezerv opsiyon mekanizmasını finansal istikrara ulaşabilmek amacıyla geliştirmiş ve yeni bir para politikası aracı olarak uygulamaya koymuştur. ROM sayesinde hem sermaye hareketlerindeki dalgalanmalar hem de döviz alım ve satımı için merkez bankasının piyasaya müdahale ihtiyacı azalmaktadır. Aynı zamanda TCMB'nin diğer ülkelere farklı bir nokta da, zorunlu karşılıkları vade bazında çeşitlendirerek uygulamasıdır. Bu bakımdan TCMB yeni politika bileşimi ile eş benzeri görülmemiş bir uygulama ortaya koymuştur. Böylece TCMB kendine özgü şekilde tasarladığı bu araçları, küresel krizin ardından makro ihtiyati araçlar olarak aktif bir şekilde kullanmaktadır. 2015 yılında ise para politikalarında normalleşme süreci başlatılarak sadeleşme adımları atılmıştır. Bu kapsamda TCMB'nin kullandığı geleneksel para politikası araçlarının genel olarak başarı sağladığı ifade edilebilir.

Bu çalışmada Türkiye ekonomisinde 2011 yılı ile 2016 yılı arasında dönemde kullanılan geleneksel olmayan para politikası araçlarının makro ekonomik değişkenler üzerindeki etkileri zaman serisi ekonometrisi yöntemleri ile incelenmiştir. Analizde finansal istikrar politikalarından zorunlu karşılık oranı ile faiz koridoru değişkenleri kullanılmış olup bu politika araçlarından her birinin finansal istikrar endeksi, enflasyon, ekonomik büyüme, milli gelir, işsizlik oranı gibi değişkenler üzerindeki etkileri değerlendirilmiştir.

Analiz iki safhada yapılmıştır. Bunun nedeni her bir politika aracının makroekonomik değişkenler üzerindeki etkilerini görebilmektir. Çalışmada öncelikle zorunlu karşılık oranındaki değişimin makroekonomik değişkenler üzerindeki etkisini ölçmek için kurulan model incelenmiştir. Analiz sonuçlarına göre zorunlu karşılık oranında yaşanan % 1'lik pozitif bir şokun, finansal istikrar endeksi üzerindeki etkisi pozitif ve istatistiki açıdan anlamlıdır.

Çalışmada ikinci olarak da faiz koridorundaki değişimin makroekonomik değişkenler üzerindeki etkisini ölçmeye yönelik kurulan model incelenmiştir. Analiz sonuçlarına göre faiz koridorunda yaşanan % 1'lik pozitif bir şokun, finansal istikrar endeksinin üzerindeki etkisi pozitifdir. İki dönem boyunca istatistiki olarak anlamlı olan bu durum iktisadi olarak da anlamlıdır. Aynı zamanda faiz koridorunda meydana gelen açılmanın bir başka değişken olan işsizlik oranı üzerindeki etkisi negatif olsa da sonuç istatistiki olarak anlamlıdır. Ancak analiz sonucunda anlamlılığın yalnızca bir dönem için geçerli olduğu görülmektedir.

Çalışma neticesinde ulaşılan sonuçlara göre, TCMB'nin uyguladığı geleneksel olmayan para politikası araçlarından ikisi olan zorunlu karşılıklar ve faiz koridoru politikalarının ekonomik istikrarı sağlamada pozitif katkı yaptığı sonucuna ulaşmak mümkündür. Nitekim 2011 yılı itibariyle Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası politika önceliklerini değiştirmiş, daha önce sadece fiyat istikrarını temel hedef olarak belirleyen banka, bu tarihten itibaren ikincil amaç olarak finansal istikrarın sağlanmasını belirlemiştir. Uygulanan bu politikaların gerek fiyat istikrarı gerekse reel ekonomi üzerinde doğrudan etkisinin olmadığı görülmektedir. Bu durum finansal istikrara yönelik kullanılan politika araçları ile fiyat istikrarına yönelik kullanılan araçlar arasında bir etkileşimin olmadığı sonucunu ortaya çıkarmaktadır.

Bu durum merkez bankasının politika hedeflerinde de bir trade-off olmadığını göstermektedir. Yani fiyat istikrarının sağlanmasının finansal istikrarı sağlamayacağı ya da finansal istikrarın sağlanmasının fiyat istikrarını otomatik olarak sağlamayacağı sonucunu göstermektedir. Benzer şekilde reel sektörün büyümesine yönelik uygulanan politikalar ve araçları için de benzer bir çıkarsama yapmak mümkündür.

Son olarak ülke ekonomisinin kriz ortamından çıkması, ekonomik dalgalanmaların minimuma indirilerek tüketici ve yatırımcıların önlerini görerek tüketim ve yatırım yapmasını sağlamak açısından uygulanan politikaların başarılı olduğu söylenebilir.





## KAYNAKÇA

Akçay, Memduh Aslan (1997). *Para Politikası Araçları Türkiye ve Çeşitli Ülkelerdeki Uygulamalar*. Devlet Planlama Teşkilatı Yıllık Programlar ve Konjonktür Değerlendirme Genel Müdürlüğü Mali Piyasalar Dairesi Başkanlığı, Uzmanlık Tezi, Ankara, Yayın No: DPT 2483.

Akdiş, Muhammet (1996). *Para Politikalarının Ekonomik İstikrar Üzerindeki Etkinliği ve Türkiye*. Afyon: Afyon Kocatepe Üniversitesi Yayınları, No: 2, İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Yayınları, No: 2.

Aksu Hayati ve Başar Selim (2005). "İkiz Açıklar Hipotezi'nin Türkiye Açısından Araştırılması". *İktisat İşletme ve Finans Dergisi*. 20 (234): 95-113.

Aktan Coşkun Can ve Utkulu Utku ve Togay Selahattin (1998). *Nasıl Bir Para Sistemi? Parasal Disiplin ve Parasal İstikrar İçin Alternatif Öneriler*. İstanbul: İstanbul Menkul Kıymetler Borsası.

Akyol Servet ve Varlık Serdar (2010). "Bir Küresel Kamu Malı Olarak Finansal İstikrar: Eleştirel Değerlendirmeler". *Ekonomik Yaklaşım Dergisi*. 21(75): 141-162.

Alantar, Doğan (2008). "Küresel Finansal Kriz: Nedenleri ve Sonuçları Üzerine Bir Değerlendirme". *Dergi Park Akademi Maliye Finans Yazıları*. 1(81).

Alper Koray ve Tiryaki Tolga (2011). Zorunlu Karşılıkların Para Politikasındaki Yeri. TCMB Ekonomi Notları. S: 2011-08.

Alper Koray ve Kara Hakan ve Yörükoğlu Mehmet (2012). Rezerv Opsiyonu Mekanizması. TCMB Ekonomi Notları. S: 2012- 28.

Arıcan Erişah ve Okay Güçlü (2014). "Ekonomik İstikrarsızlık Ortamında Merkez Bankalarının Uyguladığı Para Politikaları ve Türkiye Örneği". *İktisat Politikası Araştırmaları Dergisi*. 1(1): 1-50.

Aslan, Hadiye (2008). İpotekli Konut Finansman Sisteminde Kriz. BDDK 8. Kuruluş Yıldönümü Konferansı. Küresel ve Ulusal Finansal Sistemde Yeni Mimari Arayışları.

Atılğan, Mustafa Harun (2016). "Yeni Para Politikası Anlayışı ve Finansal İstikrar". *Çankırı Karatekin Üniversitesi İktisadi İdari Bilimler Fakültesi Dergisi*. 6(2): 249-268.

Bank For International Settlements (BIS) (2013). Central bank collateral frameworks and practices. Markets Committee.

Bankacılık Düzenleme ve Denetleme Kurumu (BDDK) (2010). Sorularla Basel III. Risk Yönetimi Dairesi.

Başçı Erdem ve Hakan Kara (2011). Finansal İstikrar ve Para Politikası. TCMB Çalışma Tebliği. No:11/08.

Berentsen Aleksander ve Monnet Cyril (2008). Monetary Policy in a Channel System. Federal Reserve Bank Of Philadelphia, Research Department Working Paper. No: 08- 7.

Bernanke, Ben Shalom (13 Ocak 2009). The Crisis and the Policy Response. At the Stamp Lecture London School of Economics.

Bernhardsen Tom ve Kloster Arne (2010). Liquidity management system: Floor or corridor? Norges Bank, No: 4.

Bindseil Ulrich ve Jablecki Juliusz (2011). The Optimal Width Of The Central Bank Standing Facilities Corridor And Banks' Day- To- Day Liquidity Management. ECB Working Paper Series. No: 1350.

Binici Mahir ve Erol Hasan ve Kara Hakan ve Özlü Pınar ve Ünalmiş Deren (2013). Faiz Koridoru bir Makro İhtiyati Araç Olabilir mi? TCMB Ekonomi Notları. No: 2013- 20.

Bocutoğlu Ersan ve Ekinci Aykut (2009). "Genel Teori, Küresel Krizler ve Yeniden Maliye Politikası". *Maliye Dergisi*. 156: 66- 82.

Borio, Claudio (2011). Central Banking Post-Crisis: What Compass For Uncharted Waters? BIS Monetary and Economic Department Working. No: 353.

Bostan Aziz ve Bölükbaş Mehmet (2011). "Küresel Finansal Kriz ve Bankacılık Sektörüne Etkileri; Türkiye Örneği". *Finans Politik & Ekonomik Yorumlar Dergisi*. 48(562).

Böcüoğlu, Mehmet Emin (2015). *Rezerv Opsiyon Mekanizmasının Banka Davranışlarına Etkisi*, TCMB Piyasalar Genel Müdürlüğü, Uzmanlık Yeterlik Tezi, Ankara.

Bulletin, Monthly (2007). The collateral frameworks of the Federal Reserve System, the Bank of Japan and the Eurosystem. ECB, 85- 100.

Cecchetti (2016). Unconventional Policy 3 – Credit Easing. [http://www.mhhe.com/economics/cecchetti/Cecchetti2\\_Ch18\\_UP3-CE.pdf](http://www.mhhe.com/economics/cecchetti/Cecchetti2_Ch18_UP3-CE.pdf). (Erişim Tarihi 12.11.2017).

Cheun Samuel ve Köppen-Mertes Isabel ve Weller Benedict (2009). The collateral frameworks of the Eurosystem, The Federal Reserve System and The Bank of England And The Financial Market Turmoil. ECB Occasional Paper. No: 107.

Cicioğlu Şükrü ve Ağuş Ayfer ve Torun Pınar (2013). "Para Politikası Araçlarının Cari Açık Üzerindeki Etkinliği: Türkiye Ekonomisi Üzerine Bir Uygulama". *Global Journal of Economics and Business Studies/ Küresel İktisat ve İşletme Çalışmaları Dergisi*. 2(4): 14-26.

Collignon Stefan ve Esposito Piero ve Cui Yuming (2012). Unconventional Monetary Policy Measures: A Comparison of the ECB, FED and BoE. Directorate General For Internal Policies Policy Department a: Economic and Scientific Policies. 2012-04, 475.116.

Criste, Adina (2014). "Monetary Policy Adjustment At The Global Financial Crisis Constraints". *Hyperion Economic Journal*. Y: 2, No: 4(2).

Crockett, Andrew (1997). "Why Is Financial Stability a Goal of Public Policy?". *Economic Review*. Federal Reserve Bank of Kansas City. 4: 5-22.

Cukierman, Alex (2013). "Monetary Policy and Institutions Before, During and After the Global Financial Crisis". *Journal of Financial Stability*. 230, 9(3): 1-12.

Çetin, Müzeyyen Özlem (2016). "Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası (TCMB) Para Politikası Uygulamalarının Gelişimi". *Finansal Araştırmalar ve Çalışmalar Dergisi*. 8(14): 67-101.

Çondur Funda ve Bölükbaş Mehmet (2013). "TCMB'nin Finansal İstikrar Araçları ve Çıkış Stratejisi Olarak Uygulamaları". *Gümüşhane Üniversitesi Sosyal Bilimler Elektronik Dergisi*. 7: 175-193.

Demir Faruk ve Karabıyık Ayşegül ve Ermişoğlu Emine ve Küçük Ayhan (2008). ABD Mortgage Krizi. BDDK Strateji Geliştirme Daire Başkanlığı, Çalışma Tebliği. S: 3 Ağustos 2008.

Demirhan, Banu (2013). "Türkiye'de Yeni Yaklaşım Çerçevesinde Para Politikalarının Finansal İstikrarı Sağlama Yönünde Uygulaması". *Afyon Kocatepe Üniversitesi İİBF Dergisi*. 15(2): 567-589.

Dickey David .A.ve Wayne A. Fuller (1979). "Distribution of the Estimators for Autoregressive Time Series with a Unit Root". *Journal of the American Statistical Association*. 74(366): 427-431.

Dickey David .A. ve Wayne A. Fuller (1981). "Likelihood Ratio Statistics for Autoregressive Time Series with a Unit Root". *Econometrica* 49. 1057-72.

Doğan Seyhun ve Tunalı Çiğdem (2011). "Küreselleşme Sürecinde Finansal İstikrar-Para Politikası İlişkisi: Türkiye İçin Bir Değerlendirme (2001 Krizi Sonrası)". *İstanbul Üniversitesi İktisat Fakültesi Mecmuası*. 61(2): 51-81.

Doğru, Bülent (2012). *Merkez Bankası Politikalarının Fiyat İstikrarı ve Diğer İktisadi Olgular Açısından Değerlendirilmesi ve Türkiye'de Eflasyon Hedeflemesi Örneği*, İstanbul Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Doktora Tezi, İstanbul.

Doğru Bülent ve Çelik Orkun ve Doğan Kadir Caner (2012). Fiyat İstikrarından Finansal İstikrara: Merkez Bankası Macroprudential Politika Çerçevesi. Atatürk Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi 16. Finans Sempozyumu. 10-13 Ekim 2012. 379-398.

Doruk, Ömer Tuğsal (2014). *Gölge Bankacılık ve Türkiye*. İstanbul: Türkiye Bankalar Birliği. Yayın No: 300.

Duramaz Selim ve Dilber İlkay (2015). "Küresel Kriz Sürecinde Para Politikasında Yeni Bir Araç Olarak Faiz Koridoruna Genel Bir Bakış". *Maliye Araştırmaları Dergisi*. 1(1): 29- 38.

Eğilmez, Mahfi (2009). *Küresel Finans Krizi Piyasa Sisteminin Eleştirisi*. İstanbul: Remzi Kitabevi. 5.Baskı.

Eğilmez, Mahfi (29 Eylül 2012). Güncellenmiş Para Politikası Uygulamaları. <http://www.mahfiegilmez.com/2012/09/guncel-para-politikas.html> (Erişim Tarihi: 20 Mart 2018).

Eğilmez, Mahfi (4 Mart 2015). Enflasyon Hedeflemesi ve Türkiye. <http://www.mahfiegilmez.com/2015/03/enflasyon-hedeflemesi-ve-turkiye.html> (Erişim Tarihi: 20 Mart 2018).

Emirkadı, Ömer (2017). "2008 Küresel Krizi ve Değişen Para Politikaları: Dünyada ve Türkiye’de Faiz Koridoru Uygulaması". *Karadeniz Sosyal Bilimler Dergisi*. 9(2): 465-486.

Erçel, Gazi (1996). Türkiye’de Para Politikası Uygulamaları ve Etkileri. Ankara Üniversitesi Siyasal Bilgiler Fakültesi Konuşması.

Erdönmez, Pelin Ataman (2009). "Küresel Kriz ve Ülkeler Tarafından Alınan Önlemler Kronolojisi". *Bankacılar Dergisi*. 68: 85-101.

Erdönmez, Pelin Ataman (2012). "İpotekli Konut Finansmanı Sisteminde Menkul Kıymetleştirme Yöntemleri: Seçilmiş Ülke Uygulamaları". *Bankacılar Dergisi*. 81: 61-80.

Ergin Ayşe ve Aydın Halil İbrahim (2017). "Finansal İstikrarı Sağlamaya Yönelik Bir Araç: Rezerv Opsiyon Mekanizması". *Batman Üniversitesi Yaşam Bilimleri Dergisi*. 7(1): 63-75.

Ermifoğlu Ergun ve Oduncu Arif ve Akçelik Yasin (2013). Rezerv Opsiyonu Mekanizması ve Kur Oynaklığı. TCMB Ekonomi Notları. S: 2013-04.

Eroğlu Nadir ve Kara Funda (2017). "Türkiye’de Makro İhtiyati Para Politikası Araçlarının Makroekonomik Değişkenlere Etkisinin VAR Analizi ile İncelenmesi". *Istanbul Journal of Economics/ İstanbul İktisat Dergisi*. 67(2): 59-88.

Eroğlu, Ömer (2004). *Para Teorisi ve Politikası Ders Notları*. Isparta: Süleyman Demirel Üniversitesi Basımevi. Yayın No: 50.

European Central Bank (ECB) (2009). Eurosystem, Price Stability: Why Is It Important For You?

Fischer, Stanley (1996). "Maintaining Price Stability". *Finance & Development*. 34-37.

Gorton, Gary (2008). The Subprime Panic. NBER Working Paper. No: 14398.

Göçer, İsmet (2012). "2008 Küresel Ekonomik Krizin Nedenleri ve Seçilmiş Ülke Ekonomilerine Etkileri: Ekonometrik Bir Analiz". *Yönetim ve Ekonomi Araştırmaları Dergisi*. 17: 18-37.

Greenspan, Alan (11 Ekim 2001). Transparency in monetary policy. At the Federal Reserve Bank of St. Louis, Economic Policy Conference.

Güler, Halil (2009). *Likidite Yönetimi Çerçevesinde Dolaşımdaki Para Hacminin Modellenmesi ve Likidite Tahmini*, TCMB Piyasalar Genel Müdürlüğü Uzmanlık Yeterlilik Tezi, Ankara.

Güneş, Hürşit (1990). *Türkiye’de Para Arzını Kontrol Araçlarının Etkinliği*. İstanbul: İstanbul Ticaret Odası. Yayın No: 9.

Gürçihan Burcu ve Özel Özgür (2010). Küresel Finansal Kriz Döneminde Para Politikası Kurulu Kararlarının Piyasa Getirileri Üzerindeki Etkisi. TCMB Ekonomi Notları. S: 2010-10.

Harris, Richard (1995). *Using Cointegration Analysis in Econometric Modelling*. Harlow, London: Prentice Hall.

Hiç, Mükerrerem (1994). *Para Teorisi ve Politikası* (9.Baskı). İstanbul: Filiz Kitabevi.

Hiç, Mükerrerem (2009). *Küresel Ekonomik Kriz ve Türkiye; Küresel Finansal Kriz, Küresel Resesyon, İleriki Yıllarda Muhtemel Gelişmeler ve Krizin Türkiye Ekonomisine Etkileri* (1.Baskı). İstanbul: Beykent Üniversitesi Yayınları. No.62.

International Monetary Fund (IMF) (2013). *Global Financial Stability Report Old Risks, New Challenges*. World Economic and Financial Surveys.

Ioannidis C. ve Laws J. ve Matthews K. ve Morgan B. (1995). "Business Cycle Analysis and Forecasting with a Structural Vector Autoregression Model for Wales". *Journal of Forecasting*. 14(3): 251-265.

İçellioğlu, Cansu (2017). "Finansal İstikrar ve Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası'nın Para Politikası Stratejisi". *Mehmet Akif Ersoy Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi*. 9(20): 20-38.

Kara Hakan ve Özlü Pınar ve Ünalmiş Deren (2015). Türkiye için Finansal Koşullar Endeksi. *Central Bank Review*. 15(3): 41–73.

Kara, Hakan (2012). "Küresel Kriz Sonrası Para Politikası". *İktisat İşletme ve Finans Dergisi*. 27(315): 1-25.

Kara, Hakan (2015). Faiz Koridoru ve Para Politikası Duruşu. TCMB Ekonomi Notları. S: 2015-13.

Karl, Marlane (2011). *Central Bank Collateral Frameworks Before and During The Crisis, The Case of the Federal Reserve*. Central Banking, Liquidity Crises and Financial Stability Lecture.

Kaya Zekayi ve Tokucu Erkan (2014). Son Finansal Kriz Öncesi ve Sonrası Para Politikalarında Gelişmeler ve Merkez Bankalarının Değişen Rolü. *International Conference On Eurasian Economie*.

Keyder, Nur (2003). *Para Teori, Politika, Uygulama* (9.Baskı). Ankara: Seçkin Yayınevi.

Kibritçioğlu, Aykut (2001). "Türkiye’de Ekonomik Krizler ve Hükümetler, 1969-2001". *Yeni Türkiye Dergisi*. 1(41).

Kibritçioğlu, Aykut (2011). Effects of Global Financial Crisis on Turkey. Ankara Üniversitesi. Interdisciplinary International Conference on the Social Market Economy and its Perception in Islam, organized jointly by the Konrad Adenauer Foundation (KAF, Ankara) and the Faculty of Divinity.

Koçyiğit, Dilek (2009). *Olağan ve Olağan Dışı Durumlarda Kullanılan Para Politikası Araçları ve Likidite Yönetim Stratejileri*, TCMB Piyasalar Genel Müdürlüğü Uzmanlık Tezi, Ankara.

Korkmaz Esfender ve Tay Arzu (2010). *Küresel Kriz, Türkiye’ye Etkileri ve Çözüm Önerileri*.

Kozicki Sharon ve Santor Eric ve Suchanek Lena (2011). Unconventional Monetary Policy: The International Experience with Central Bank Asset Purchases. Bank Of Canada Review Spring 2011. s. 13- 25.

Krugman, Paul (2010). *Bunalım Ekonomisinin Geri Dönüşü ve Küresel Kriz* (6. Baskı). (Çev: Neşenur Domaniç). İstanbul: Literatür Yayıncılık.

Küçük Hande ve Özlü Pınar ve Talaslı Anıl ve Ünalınış Deren ve Yüksel Canan (2013). Likidite Yönetimi ve BIST Faiz Farkı. TCMB Ekonomi Notları. S: 2013-25.

Küçüksaraç Doruk ve Özel Özgür (2013). Gecelik Vadede Kur Takası ve BIST Repo Faizleri Arasındaki İlişki. TCMB Ekonomi Notları. No: 2013-15.

Küçüksaraç Doruk ve Özel Özgür (2012). Rezerv Opsiyonu Mekanizması ve Optimal Rezerv Opsiyonu Katsayılarının Hesaplanması. TCMB Çalışma Tebliği. No: 12/32.

Lim C. ve Columba F. ve Costa A. ve Kongsamut P. ve Otani A. ve Saiyid M. ve Wezel T. ve Wu X. (2011). Macroprudential Policy: What Instruments and How to Use Them? Lessons from Country Experiences. IMF Monetary and Capital Markets Department, Working Paper 11/ 238.



Liu Chunlu ve Luo Zhen Qiang ve Ma Le ve Picken David (2008). "Identifying House Price Diffusion Patterns Among Australian State Capital Cities". *International Journal of Strategic Property Management*. 12: 237-250.

Ma Guonan ve Xiandong Yan ve Xi Liu (2011). China's Evolving Reserve Requirements. BIS Monetary and Economic Department Working Papers. No: 360.

Manap, Özgür (2018). "Merkez Bankası Para Politikası Operasyonel Hedef Değişken Seçimi: 2008 Krizi Dönemi Örnek Bir Analiz". *Istanbul Journal of Social Sciences/İstanbul Sosyal Bilimler Dergisi*. 20: 17-29.

McCoy, Daniel (1997). "How Useful is Structural VAR Analysis for Irish Economics". *Economics and Finance Research, IDEAS*. Central Bank of Ireland.

Mermud Yüksel Aslı ve Ceran Mustafa (2011). "Basel III Doğrultusunda Bankacılık Riskleri ve Sermaye Yeterliliği; Türk Bankacılık Sektörü Üzerine Karşılaştırmalı Bir Analiz". *Finansal Araştırmalar ve Çalışmalar Dergisi*. 2(4): 29- 38.

Mishkin, Frederic Stanley (1996). "Understanding Financial Crises: A Developing Country Perspective". *NBER- National Bureau of Economic Research*. No: 5600, Mayıs.

Mishkin, Frederic Stanley (2000). "Inflation Targeting in Emerging Market Countries". *NBER- National Bureau of Economic Research*. No: 7618, Mart.

Mishkin, Frederic Stanley (2009). "Is Monetary Policy Effective During Financial Crises?" *NBER- National Bureau of Economic Research*. No: 14678, Ocak.

Mishkin, Frederic Stanley (2011). "Monetary Policy Strategy: Lessons from the Crisis". *NBER- National Bureau of Economic Research*. No: 16755, Şubat.

Mishkin, Frederic Stanley (2012). "Central Banking After The Crisis. Graduate School of Business". *Columbia University and National Bureau of Economic Research*. Kasım.

Montoro Carlos ve Moreno Ramon (2011). The Use Of Reserve Requirements As a Policy Instrument in Latin America. BIS Quarterly Review. 53- 65.

O'brien, Yueh-Yun C. (2007). Reserve Requirement Systems in OECD Countries. Finance and Economics Discussion Series Divisions of Research & Statistics and Monetary Affairs Federal Reserve Board. 2007-54.

Oktar Suat ve Eroğlu Nadir ve Eroğlu İlhan (2013). "2008 Global Finans Krizi, Parasal Aktarım Kanalları ve Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası'nın (TCMB) Deneysel Politika Çabaları". *Marmara Üniversitesi İ.İ.B. Dergisi*. 35(2): 1-28.

Oktay, Ertan (1993). "Para Politikası ve Merkez Bankası". *Ekonomik Yaklaşım Dergisi*. 4(11): 69-75.

Oktay, Ertan (2006). *Makro İktisat Teorisi ve Politikası* (4.Baskı). İstanbul: T.C. Maltepe Üniversitesi Yayınları. No: 29.

Orhan Z. Osman ve Erdoğan Seyfettin (2007). *Para Politikası*. Ankara: Yazıt Yayın-Dağıtım.

Önder, Timur (2005). *Para Politikası: Araçları, Amaçları ve Türkiye Uygulaması*, TCMB Piyasalar Genel Müdürlüğü Uzmanlık Yeterlilik Tezi, Ankara.

Özatay, Fatih (2011a). *Parasal İktisat Kuram ve Politika* (2.Baskı). Efil Yayınevi.

Özatay, Fatih (2011b). *Finansal Krizler ve Türkiye* (3.Baskı). Doğan Egmont Yayıncılık.

Özatay, Fatih (2012). Para Politikasında Yeni Arayışlar TCMB. Türkiye Ekonomi Politikaları Araştırma Vakfı.

Özdemir, İpek (2010). *Merkez Bankacılığında Teminat Sistemleri*, TCMB Piyasalar Genel Müdürlüğü, Uzmanlık Yeterlik Tezi, Ankara.

Özgen Ferhat Başkan ve Güloğlu Bülent. (2004). "Analysis of Economic Effects of Domestic Debt in Turkey Using VAR Technique". *METU Studies in Development*. 31: 93-114.

Öztürk Serdar ve Gövdere Bekir (2010). "Küresel Finansal Kriz ve Türkiye Ekonomisine Etkileri". *Süleyman Demirel Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi*. 15(1): 377-397.

Öztürk, Serdar (2003). "Makro İktisattaki Son Gelişmeler Işığında Enflasyon Hedeflemesine Bir Bakış". *Afyonkarahisar: Afyon Kocatepe Üniversitesi İ.İ.B.F.*

Parasız, Mustafa İlker (1994). *Para Banka ve Finansal Piyasalar* (5. Baskı). Bursa: Ezgi Kitapevi.

Parasız, Mustafa İlker (2009). *Para Banka ve Finansal Piyasalar* (9. Baskı). Bursa: Ezgi Kitapevi.

Parasız, Mustafa İlker (2011). *Keynesyen ve Keynes Sonrası Makro Ekonomi*. Bursa: Ezgi Kitapevi.

Paya, M. Merih (2013). *Para Teorisi ve Para Politikası* (6. Baskı). İstanbul: Türkmen Kitapevi.

Perera, Anil (2010). Monetary Policy in Turbulent Times: Impact of Unconventional Monetary Policies. Central Bank of Sri Lanka International Research Conference.

Reinhart Carmen M. ve Rogoff Kenneth S. (2008). "Is The 2007 U.S Sup-prime Financial Crisis So Different? An International Historical Comparison". *NBER Working Paper Series*. 13761.

Robitaille, Patrice (2011). Liquidity and Reserve Requirements in Brazil. Board of Governors of the Federal Reserve System International Finance Discussion Papers No: 1021.

Sarpkaya, Suna Simla (2009). *Finansal Krizler ve Kriz Dönemlerinde Uygulanan Para Politikası Araçları*, Ankara Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Yüksek Lisans Tezi, Ankara.

Schinasi, Garry (2004). Defining Financial Stability. IMF Working Paper 4/187.

Serel Alpaslan ve Özkurt İsmail Cem (2014). "Geleneksel Olmayan Para Politikası Araçları ve Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası". *Yönetim ve Ekonomi Araştırmaları Dergisi*. (22): 56- 71.

Serin, Vildan (1987). *Para Politikası (Tarihi- Teorik Gelişmeler ve Türkiye Uygulaması)*. İstanbul: Marmara Üniversitesi Yayın No: 440, Hukuk Fakültesi Yayın No: 4.

Sevüktekin Mustafa ve Mehmet Nargeleçekenler (2010). *Ekonometrik Zaman Serileri Analizi* (3. Baskı). Ankara: Nobel Yayınevi.

Sezgin Orhan ve Darıcı Burak (2009). "Para Politikasının Finansal İstikrarı Sağlama-Sürdüme Sorumluluğu: Finansal İstikrara Yönelik Geleneksel- Spesifik Para Politikası Uygulamaları". *Yönetim ve Ekonomi Araştırmaları Dergisi*. 7(11): 15-28.

Smaghi, Lorenzo Bini (2009). Conventional and unconventional monetary policy. BIS Review 52.

Sözer, Çağıl (2013). *Türkiye Cumhuriyeti Merkez Bankası Para Politikalarının Banka Bilançolarına Etkisi*, Başkent Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Yüksek Lisans Tezi, Ankara.

Spulbăr Cristi ve Nițoi Mihai ve Stanciu Cristian (2011). "Monetary policy analysis in Romania: A Bayesian VAR Approach". *African Journal of Business Management*. 6(36): 9957-9968.

Şimşek, Lütfü (2012). "TCMB'nin Finansal İstikrarla İmtihanı". *Tekirdağ S.M.M.M. Odası Sosyal Bilimler Dergisi*. S: 1, Eylül.

Talası, İsmail Anıl (2012). *Türkiye'de Bankacılık Sistemi Zorunlu Karşılık Yönetimi*, TCMB Piyasalar Genel Müdürlüğü, Uzmanlık Yeterlilik Tezi, Ankara.

TCMB (2009). 2010 Yılında Para ve Kur Politikası. Ankara.

TCMB (2010a). Finansal İstikrar Raporu, S: 11. Ankara.

TCMB (2010b). Para Politikası Çıkış Stratejisi. Ankara.

TCMB (2010c). Enflasyon Raporu 2010- IV. Ankara.

TCMB (2010d). 2011 Yılında Para ve Kur Politikası. Ankara.

TCMB (2011a). Enflasyon Raporu 2011-I. Ankara.

- TCMB (2011b). 2010 Yılı Yıllık Rapor. Ankara.
- TCMB (2011c). 2012 Yılında Para ve Kur Politikası. Ankara.
- TCMB (2012a). Bülten, S: 26. Ankara.
- TCMB (2012b). 2013 Yılında Para ve Kur Politikası. Ankara.
- TCMB (2012c). 2011 Yılı Yıllık Rapor. Ankara.
- TCMB (2012d). Finansal İstikrar Raporu. S: 15. Ankara.
- TCMB (2013a). Enflasyon ve Fiyat İstikrarı. Ankara.
- TCMB (2013b). Bülten, S: 29. Ankara.
- TCMB (2013c). 2012 Yılı Yıllık Rapor. Ankara.
- TCMB (2013d). Finansal İstikrar Raporu. S: 17. Ankara.
- TCMB (2014a). Bülten, S: 35. Ankara.
- TCMB (2014b). 2013 Yılı Yıllık Rapor. Ankara.
- TCMB (2014c). Finansal İstikrar Raporu. S: 18. Ankara.
- TCMB (2015a). 2014 Yılı Yıllık Rapor. Ankara.
- TCMB (2015b). 2016 Yılında Para ve Kur Politikası. Ankara.
- TCMB (2016a). Finansal İstikrar Raporu S: 22. Ankara.
- TCMB (2016b). 2015 Yılı Yıllık Rapor. Ankara.
- TCMB (2017). Zorunlu Karşılıklara İlişkin Basın Duyurusu. S: 2017-44.
- TCMB (2017a). 2016 Yılı Yıllık Rapor. Ankara.
- TCMB (2017b). 2018 Yılında Para ve Kur Politikası. Ankara.
- TCMB (2018). 2017 Yıllık Faaliyet Raporu. Ankara.
- Telatar, Erdinç (2002). *Fiyat İstikrarı Ne? Nasıl? Kimin İçin?* Ankara: İmaj Yayınevi.

Temuçin, Teoman Samet (2013). Küçük Buhran Sonrası Merkez Bankası Politikaları. [http://www.politik-ekonomi.com/10.07\\_Teoman\\_TCMB%20Uzerine.pdf](http://www.politik-ekonomi.com/10.07_Teoman_TCMB%20Uzerine.pdf)

Tiryaki, Göksel (2012). *Finansal İstikrar ve Bankacılık Düzenlemeleri (1990-2010 Türkiye Tecrübesi Işığında)*. İstanbul: Türkiye Bankalar Birliği. Yayın No: 289.

Trichet, Jean-Claude (2013). "Unconventional Monetary Policy Measures: Principles- Conditions- Raison d'être". *International Journal of Central Banking*. 9(1): 229-250.

Tufaner Mustafa Batuhan ve Uslu Kamil ve Sözen İlyas (2016). "Faiz Koridoru Uygulamasının Merkez Bankası Politikalarına Etkisi". *International Conference On Eurasiane Economies*. Session 3D: Finans III, 658-666.

Tuna Abdulkadir ve Öner Selma ve Öner Hakan (2015). "Rezerv Opsiyonu Mekanizmasının Optimal Kullanımı ve Türk Bankacılık Sektörü Açısından Maliyet Analizi". *Atatürk Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Dergisi*. 29(2): 219-232.

Tunalı Halil ve Yalçınkaya Yusuf (2016). "Geleneksel Olmayan Para Politikası Uygulamasında Enflasyon İle Döviz Kuru Arasındaki Nedensellik İlişkisinin Analizi". *İktisat Fakültesi Mecmuası*. 66(2): 61-111.

Tüzün Osman ve Kahyaoğlu Hakan (2015). "Makro İhtiyati Para Politikası Amacı Olarak Finansal İstikrar: Türkiye Üzerine Bir Uygulama". *Finans Politik & Ekonomik Yorumlar*. 52(603): 25-45.

Uluyol Osman ve Lebe Fuat ve Akbaş Yusuf Ekrem (2014). "Firmaların Finansal Kaldıraç Oranları ile Öz Sermaye Karlılığı Arasındaki İlişki: Hisseleri Borsa İstanbul (BİST)'da İşlem Gören Şirketler Üzerinde Sektörler Bazında Bir Araştırma". *İşletme Araştırmaları Dergisi*. 6(1): 70- 89.

Unay, Cafer (1999). *Makro Ekonomi* (7.Baskı). Bursa: Vipaş Aş.

Ünalmiş, Deren (2015). Faiz Koridoru, Likidite Yönetimi ve Para Piyasalarında Efektif Fonlama Faizi. TCMB Ekonomi Notları. S: 2015-20.

Verick Sher ve Islam Iyanatul (2010). "The Great Recession of 2008-2009: Causes, Consequences and Policy Responses". *IZA Discussion Paper* No. 4934.

Vinals Jose ve Blanchard Olivier ve Bayoumi Tamim (2013). *Unconventional Monetary Policies- Recent Experience and Prospects*. IMF.

Vural, Umut (2013). *Geleneksel Olmayan Para Politikalarının Yükselişi*, TCMB İletişim ve Dış İlişkiler Genel Müdürlüğü, Uzmanlık Yeterlilik Tezi, Ankara.

Weaver, Karen (2008). *The sub-prime mortgage crisis: a synopsis*. Deutsche Bank, Global Securitisation and Structured Finance.

White, William (2006). *Is Price Stability Enough?* BIS Monetary and Economic Department, Working Papers No: 205.

Williams, John (2012). *The Federal Reserve's Unconventional Policies*. Federal Reserve Bank of San Francisco (FRBSF) Economic Letter. 2012-34.

Yakupoğlu, Alper (2010). "Merkez Bankasının 2002- 2009 Yılları Arasında Uyguladığı Para Politikası ve Kur Rejiminin Genel Bir Analizi". *Maliye Finans Yazıları*. 24(88): 35-54.

Yalta, Yasemin (2011). *Para Teorisi ve Politikası Ders Notları*. Ankara: Hacettepe Üniversitesi İktisat Bölümü.

Yavuzarslan, Nursel (2011). *Finansal İstikrar ve Zorunlu Karşılıklar*, TCMB Bankacılık ve Finansal Kuruluşlar Genel Müdürlüğü, Uzmanlık Yeterlilik Tezi, Ankara.

Yılmaz, Durmuş (2008). *Küresel Mali Kriz ve Türkiye Ekonomisine Etkileri: Nasıl Başladı, Hangi Aşamadayız?* Ankara. TCMB.

Yılmaz, Durmuş (2009). *Küresel Kriz, Etkileri ve Para Politikası Uygulamaları*. İstanbul. TCMB.

Yücel Tülay ve Serbest Emrah (2012). "Yeni Dönem Para Politikası Araçları". *İzmir SMMMO*. 116: 8- 17.

Yücememiş Başak ve Alkan Ufuk ve Dağdır Canan (2015). "Yeni Bir Para Politikası Aracı Olarak Faiz Koridoru: Türkiye’de Para Politikası Kurulu Faiz Kararlarının Enflasyon Üzerindeki Etkisi". *Finansal Araştırmalar ve Çalışmalar Dergisi*. 7(13): 449-478.

Businesses. <http://www.businessht.com.tr/piyasalar/haber/1347710-merkezin-cephanesinde-hangi-silahlar-var>. (Erişim Tarihi: 19 Nisan 2018).

İş Yatırım. <http://blog.isyatirim.com.tr/days-of-thunder-istisnai-gunler>. (Erişim Tarihi: 19 Nisan 2018).

TCMB. <http://www.tcmb.gov.tr>. (Erişim Tarihi: 20 Mart 2018).





## ÖZ GEÇMİŞ

### KİŞİSEL BİLGİLER

Adı Soyadı : Özge NERGİZ  
Uyruğu : T.C.  
Doğum Tarihi ve Yeri : 06.09.1990 - Kayseri  
e- posta : ozge\_nergiz\_@outlook.com

### EĞİTİM

Lisans	Cumhuriyet Üniversitesi İ.İ.B.F. - İktisat	2013
Yüksek Lisans	Cumhuriyet Üniversitesi - İktisat	2018

### YABANCI DİL BİLGİSİ

İngilizce	YDS (58)	YÖK DİL (74)
-----------	----------	--------------