

**T.C.**  
**MANİSA CELAL BAYAR ÜNİVERSİTESİ**  
**SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ**


**YÜKSEK LİSANS TEZİ**  
**İKTİSAT ANABİLİM DALI**  
**İKTİSAT TEORİSİ PROGRAMI**

**TÜRKİYE EKONOMİSİNDE GELENEKSEL OLMAYAN PARA**  
**POLİTİKALARININ ETKİNLİĞİ**

**ŞULE BAKIRCI AYDIN**

**DANIŞMAN**  
**DOÇ. DR. TUNCER ÖZDİL**

**MANİSA – 2019**

	<p style="text-align: center;">T.C. MANİSA CELAL BAYAR ÜNİVERSİTESİ SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ</p> <p style="text-align: center;">YÜKSEK LİSANS EĞİTİMİ FORMLARI</p> <p style="text-align: center;">Tez Savunma Sınavı Tutanağı</p>	Doküman Kodu	FRYL-031
		Yayınlanma Tarihi	26/03/2018
		Revizyon No/Tarih	2/23/03/2018
		Sayfa	1/1


### TEZ SAVUNMA SINAV TUTANAĞI

Manisa Celal Bayar Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü 26/02/2019 tarih ve 6/11 sayılı toplantısında oluşturulan jürimiz tarafından Manisa Celal Bayar Üniversitesi Lisansüstü Eğitim ve Öğretim Yönetmeliği'nin 9. Maddesi gereğince Enstitümüz İktisat Anabilim Dalı İktisat Teorisi Yüksek Lisans Programı öğrencisi Şule BAKIRCI'nın "*Türkiye Ekonomisinde Geleneksel Olmayan Para Politikalarının Etkinliği*" Konulu tezi incelenmiş ve aday 12/04/2019 tarihinde saat 10.00'da jüri önünde tez savunmasına alınmıştır.

Adayın kişisel çalışmaya dayanan tezini savunmasından sonra **75** dakikalık süre içinde gerek tez konusu, gerekse tezin dayanağı olan anabilim dallarından jüri üyelerine sorulan sorulara verdiği cevaplar değerlendirilerek tezin,

BAŞARILI olduğuna  OY BİRLİĞİ   
DÜZELTME yapılmasına \*  OY ÇOKLUĞU   
RED edilmesine \*\*  ile karar verilmiştir.

ÜYE

Doç. Dr. Vahit Akpınar  


BASKAN

Doç. Dr. Tuncer Özül

ÜYE

Dr. Öğr. Üyesi:  
Hayriye BAŞCI NUC

Evet

Hayır

Tez, burs, ödül veya Teşvik programına (Tüba, Fullbright vb.) aday olabilir.

Tez, mutlaka basılmalıdır.

Tez, mevcut haliyle basılmalıdır.

Tez, gözden geçirildikten sonra basılmalıdır.

Tez, basımı gereksizdir.

\* Bu halde adaya 3 ay süre verilir. İkinci tez savunma sınavında da başarısız olan öğrencinin Enstitü ile ilişkisi kesilir.

\*\* Bu halde adayın Enstitü ile ilişkisi kesilir.

Hazırlayan  
Enstitü Sekreteri

Onaylayan  
Enstitü Müdürü

## YEMİN METNİ

Yüksek Lisans tezi olarak sunduğum “ **TÜRKİYE EKONOMİSİNDE GELENEKSEL OLMAYAN PARA POLİTİKALARININ ETKİNLİĞİ**” çalışmanın, tarafımdan bilimsel ahlak ve geleneklere aykırı düşecek bir yardıma başvurmaksızın yazıldığını ve yararlandığım eserlerin bibliyografyada gösterilen eserlerden oluştuğunu, bunlara atıf yapılarak yararlanılmış olduğunu belirtir ve bunu onurumla doğrularım.

21/02/2019

ŞULE BAKIRCI AYDIN

## ÖZET

### TÜRKİYE EKONOMİSİNDE GELENEKSEL OLMAYAN PARA POLİTİKALARININ ETKİNLİĞİ

Bir ekonomide para politikaları, istikrarın sağlanması için en önemli araçlardır. Bu politikalar sayesinde ekonomide istikrar sağlanarak, refah düzeyi arttırılmaya çalışılır. Son zamanlarda ekonomilerdeki değişimler politikaların da değişmesine neden olmuştur. Bu yeni politikalar Geleneksel Olmayan Para Politikaları olarak adlandırılmaktadır. Böylece kamuoyu ile daha etkili iletişim kurulmak hedeflenmektedir. Türkiye’de de bu politikalar son yıllarda ağırlıklı olarak kullanılmaktadır.

Bu tezin amacı, Türkiye’de kullanılan geleneksel olmayan para politikalarının hedeflenen amaçlara ulaşmada etkin olarak kullanılıp kullanılmadığının araştırılmasıdır. Bu amaçla kukla değişkenli zaman serisi modellerinden GARCH(garch(1,1), Tgarch ve Egarch) modelleri kullanılarak en iyi model tahmin edilmiştir. Analizde Türkiye ekonomisi için 02.01.2017-28.12.2018 dönemi verileri kullanılmıştır. Bunun için uluslararası piyasa iki yıllık tahvil faiz oranı, ABD doları cinsinden döviz kuru ve rezerv opsiyon katsayısındaki değişiklikler ve geleneksel olmayan para politikası araçları olarak sözlü döviz müdahaleleri kapsamında, Cumhurbaşkanı ve TCMB Başkanı’nın yaptığı basın duyuruları, konferansları ve toplantıları kullanılmıştır. Söz konusu sözlü müdahaleler MB açıklamaları ve Cumhurbaşkanlığı açıklamaları olmak üzere iki farklı kukla değişkene dönüştürülerek modele dahil edilmiştir. Araştırma sonuçlarına göre, geleneksel olmayan para politikası araçlarından sözlü müdahalelerin ve rezerv opsiyon mekanizmasının, para politikası amaçlarını gerçekleştirmede istatistiksel olarak etkili olduğu, bu politika araçlarının etkin olarak kullanıldığı sonucuna ulaşılmıştır.

## **ABSTRACT**

### **THE EFFECTIVENESS OF UNCONVENTIONAL MONETARY POLICY ON THE ECONOMY OF TURKEY**

Monetary policies are the most important tools for ensuring stability on the economies. Through these policies are aimed at increasing the level of welfare by ensuring stability in the economy. Recently, changes in the economies have changed their policies. These new policy are called Unconventional Monetary Policy. Thus, it is aimed to establish more effective communication with the public. The policies are heavily used on the economy of Turkey in recent years.

The purpose of this thesis, for achieving the intended purpose of unconventional monetary policy used in Turkey is investigated of whether it is used effectively or not. For this purpose, Garch(garch(1,1), Tgarch and Egarch) models which is dummy variable time series models are used to estimate the best model. In the analyses, 02.01.2017-28.12.2018 period for Turkey's economy data is used. For this, are used two-year bond interest rate in international market, exchange rate in US dollar and changes in reserve option coefficient and in the context of forward interventions as unconventional monetary policy instruments, meetings, conferences and press announcements President of the Republic of Turkey and the Chariman of the CBRT. These forward guidance were transformed into two different dummy variables including Central Bank and Presidency and included in the model. According to the research results, the conclusion that this policy tool was given effectiely.reserve option mechanism and forward intervets of unconventional monetary policy instruments were statistically effectived in achieving the intended the targets.

## TEŐEKKÖRLER

Çalışmanın her aşamasında bana destek olan, bilgi ve deneyimleri ile yol gösteren danışman hocam Sayın Doç. Dr Tuncer Özdil 'e, tezin özellikle uygulama aőamasındaki yol gösterici ve destekleyici katkıları nedeniyle Sayın Arő. Grv. Mehmet Dinç'e ve ayrıca yine uygulamaya katkıda bulunan Sayın Arő. Grv. Tuna Can Güleç'e, öğrenim hayatım boyunca beni maddi ve manevi olarak destekleyen ve hep yanımda olan aileme yürekten teőekkür ederim.

ŞULE BAKIRCI AYDIN  
MANISA, 2019

## İÇİNDEKİLER

TÜRKÇE ÖZET.....	vi
İNGİLİZCE ÖZET.....	vii
TEŞEKKÜRLER.....	viii
İÇİNDEKİLER.....	ix
KISALTMALAR LİSTESİ.....	xiii
TABLolar LİSTESİ.....	xv
ŞEKİLLER LİSTESİ.....	xvi
EKLER LİSTESİ.....	xvii
GİRİŞ.....	1

### BİRİNCİ BÖLÜM

#### GELENEKSEL PARA POLİTİKALARINDAN GELENEKSEL OLMAYAN PARA POLİTİKALARINA

1.1. PARANIN TANIMI VE İŞLEVİ.....	3
1.2. PARA POLİTİKASI.....	4
1.3. PARA POLİTİKASININ AMACI.....	5
1.4. GELENEKSEL PARA POLİTİKASI ARAÇLARI.....	6
1.4.1. Açık Piyasa İşlemleri.....	7
1.4.2. Reeskont Politikası .....	9
1.4.3. Selektif Kredi Politikası.....	9
1.4.4. Yasal Karşılıklar Politikası.....	10
1.4.5. Döviz Efektif Alım Ve Satımları.....	11

<b>1.5.</b>	<b>GELENEKSEL OLMAYAN PARA POLİTİKASI.....</b>	<b>11</b>
<b>1.5.1.</b>	<b>Geleneksel Olmayan Para Politikalarının Tarihsel Gelişimi.....</b>	<b>12</b>
<b>1.5.2.</b>	<b>Geleneksel Olmayan Para Politikası Araçları.....</b>	<b>14</b>
<b>1.5.2.1.</b>	<b>Likidite Ve Kredi İmkanları.....</b>	<b>15</b>
<b>1.5.2.2.</b>	<b>Büyük Ölçekli Varlık Alımları.....</b>	<b>15</b>
<b>1.5.2.3.</b>	<b>Zorunlu Karşılık Oranı Uygulaması.....</b>	<b>17</b>
<b>1.5.2.4.</b>	<b>Faiz Koridoru Uygulaması.....</b>	<b>19</b>
<b>1.5.2.5.</b>	<b>Sözle Yönlendirme- Faiz Taahhüdü Uygulaması...20</b>	
<b>1.6.</b>	<b>GELENEKSEL PARA POLİTİKALARI İLE GELENEKSEL OLMAYAN PARA POLİTİKALARININ KARŞILAŞTIRILMASI.....</b>	<b>23</b>

**İKİNCİ BÖLÜM**  
**DÜNYA EKONOMİSİNDE GELENEKSEL OLMAYAN PARA**  
**POLİTİKASI UYGULAMALARI**

<b>2.1.</b>	<b>2008 KÜRESEL FİNANS KRİZİ.....</b>	<b>25</b>
<b>2.1.1.</b>	<b>Kriz Öncesi Amerikan Ekonomisi.....</b>	<b>25</b>
<b>2.1.2.</b>	<b>Mortgage Krizi Dönemi.....</b>	<b>28</b>
<b>2.1.2.1.</b>	<b>Krizin Amerika'ya Etkisi.....</b>	<b>28</b>
<b>2.1.2.2.</b>	<b>Krizin Avrupa Bölgesine Etkisi.....</b>	<b>36</b>
<b>2.1.3.</b>	<b>Kriz Dönemi Para Politikası Uygulamaları.....</b>	<b>41</b>



**2.2. AMERİKA (FED) VE AVRUPA (ECB) MERKEZ BANKALARININ  
KULLANDIĞI GELENEKSEL OLMAYAN PARA POLİTİKALARI.....45**

**2.1.1.Sözle Yönlendirme- Faiz Taahhüdü ve Miktersal Genişleme.....45**

**2.1.2.Kredi Genişlemesi-Vade Uzatımı-Teminat Çeşitlendirmesi.....51**

**ÜÇÜNCÜ BÖLÜM**

**TÜRKİYE EKONOMİSİNDE GELENEKSEL OLMAYAN PARA  
POLİTİKALARI**

**3.1. MORTGAGE KRİZİNİN TÜRKİYE EKONOMİSİNE ETKİSİ.....55**

**3.2. TÜRKİYE'DE UYGULANAN GELENEKSEL OLMAYAN PARA  
POLİTİKALARI.....60**

**3.2.1.Faiz Koridoru.....61**

**3.2.2.Bankacılık Sisteminde Likidite Kontrolü.....61**

**3.2.3.Rezerv Opsiyon Mekanizması.....64**

**3.2.4.İletişim Politikası.....67**

**3.3. GELENEKSEL OLMAYAN PARA POLİTİKALARININ  
EKONOMETRİK ANALİZİ.....69**

**3.3.1. Tahmin Yöntemi.....69**

**3.3.2. GARCH Modelleri.....71**

**3.3.3. Model ve Verilerin Düzenlenmesi.....72**

<b>3.3.4. Tahmin Sonuçları.....</b>	<b>75</b>
<b>SONUÇ.....</b>	<b>82</b>
<b>KAYNAKÇA.....</b>	<b>84</b>

## **EKLER**

**EK 1:** Araştırmada Kullanılan Veriler

**EK 2:** Modelde Kullanılan Değişkenlerin Birinci Farkları

**EK 3:** TÜFE EGARCH ve ÜFE GARCH (1,1) Model Çıktıları



## KISALTMALAR LİSTESİ

**AB:** Avrupa Birliği

**ABD:** Amerika Birleşik Devletleri

**AC:** Autocorrelation

**AIC:** Akaike info Criterion

**AIG:** Amerikan International Group

**API:** Açık Piyasa İşlemleri

**APP:** Asset Purchase Program

**ARCH:** Autoregressive Conditionally Heteroscedastic

**BIST:** Borsa İstanbul

**BOE:** Bank of England

**BOJ:** Bank of Japan

**CDO:** Collateralized Debt Obligation

**CMO:** Collateralized Mortgage Obligation

**DİBS:** Devlet İç Borçlanma Senetleri

**ECB:** European Central Bank

**EGARCH:** Exponential Generalized Autoregressive Conditional Heteroscedastic

**FED:** Federal Rezerv Bank

**FOMC:** Fedederal Open Market Committee

**GARCH:** Generalized Autoregressive Conditional Heteroscedasticity

**GDP:** Gross Domestic Product

**GLP:** Geç Likidite Penceresi

**GSMH:** Gayri Safi Milli Hasıla

**GSYİH:** Gayri Safi Yurtiçi Hasıla

**IMF:** International Monetary Fund

**KİDMK:** Konut İpoteğine Dayalı Menkul Kıymetler

**LIBOR:** London Interbank Offered Rate

**Log:** Logaritmik

**LS:** Least Squares

**LSAP:** Large-scale Asset Purchases

**LTRO:** Long-term Refinancing Operation

**MB:** Merkez Bankası

**OMO:** Open Market Operation

**PAC:** Partial Correlation  
**PDCF:** Primary Dealer Credit Facility  
**ROK:** Rezerv Opsiyon Katsayısı  
**ROM:** Rezerv Opsiyon Mekanizması  
**ROO:** Rezerv Opsiyon Oranı  
**SIC:** Schwarz Criterion  
**TBMM:** Türkiye Büyük Millet Meclisi  
**TCMB:** Türkiye Cumhuriyeti Merkez Bankası  
**TGARCH:** Threshold Autoregressive Conditionally Heteroscedastic  
**TL:** Türk Lirası  
**TLTRO:** Targeted Longer-Term Refinancing Operations  
**TMSF:** Tasarruf Mevduatı Sigorta Fonu  
**TÜFE:** Tüketici Fiyatları Endeksi  
**TSLF:** Term Securitties Lending Facility  
**YP:** Yabancı Para  
**VDMK:** Varlığa Dayalı Menkul Kıymetler  
**QE:** Quantitative Easing  
**WEO:** World Economic Outlook

## **TABLolar LİSTESİ**

**TABLO 1:** OMO ve QE Arasındaki Farkları

**TABLO 2:** Son Zamanlarda Merkez Bankalarının Genişleyen Rolü

**TABLO 3:** IMF'nin Ükelere Göre Büyüme Tahminleri

**TABLO 4:** Enflasyon Oranları

**TABLO 5:** FED'in Likidite Desteği Programlarının Özellikleri

**TABLO 6:** TLTRO'lara Katılan Bankaların Bilançolarındaki Değişiklikler

**TABLO 7:** ARCH Test

**TABLO 8:** AIC ve SIC Değerleri

**TABLO 9:** TÜFE EGARCH Modeli

**TABLO 10:** TÜFE ARCH- LM Test

**TABLO 11:** Kalıntıların Dağılımı

**TABLO 12:** ÜFE ARCH Test

**TABLO 13:** ÜFE için AIC ve SIC Değerleri

**TABLO 14:** ÜFE GARCH(1,1) Modeli

**TABLO 15:** ÜFE Korelasyon

**TABLO 16:** ARCH-LM Test

**TABLO 17:** ÜFE Histogram

## ŞEKİLLER LİSTESİ

**ŞEKİL 1:** Federal Fon Oranları

**ŞEKİL 2:** ABD'de GSYİH Büyüme (yıllık %)

**ŞEKİL 3:** ABD İşsizlik Oranı

**ŞEKİL 4:** FED Faizi

**ŞEKİL 5:** ABD Enflasyon Oranı (yıllık %)

**ŞEKİL 6:** ABD Konut Satışı

**ŞEKİL 7:** ABD Büyüme Oranı (yıllık %)

**ŞEKİL 8:** FED Faiz Oranı

**ŞEKİL 9:** Yıllık GSYİH Büyüme Oranları (%)

**ŞEKİL 10:** İşsizlik Oranı

**ŞEKİL 11:** Kısa ve Uzun Dönem Faiz Oranları

**ŞEKİL 12:** GSMH Oranları

**ŞEKİL 13:** Enflasyon, Toplam Yıllık Büyüme (%)

**ŞEKİL 14:** ABD Enflasyon Oranı

**ŞEKİL 15:** FED Bilançosunun Aktif Tarafı 2007-2015

**ŞEKİL 16:** Türkiye Enflasyon (Tüketici Fiyatları Endeksi) Oranı

**ŞEKİL 17:** Türkiye'de Yıllara Göre İşsizlik Oranları

**ŞEKİL 18:** İhracat Sipariş Beklentisi ve İhracat Miktarına Endeksi

**ŞEKİL 19:** Enflasyon Hedeflemesi Yapan Gelişmekte Olan Ülkelerin Politika Faiz Oranı

**ŞEKİL 20:** Türkiye'ye Yabancı Sermaye Girişi

**ŞEKİL 21:** TCMB Likidite Duruşu

**ŞEKİL 22:** TCMB ROM ve Döviz Rezervi

**ŞEKİL 23:** TCMB Döviz Rezervleri

**ŞEKİL 24:** Araştırma Verilerinin Grafiği (ÜFE/ TÜFE/ Faiz Oranı, ROK ve Dolar Kuru)

## **EKLER LİSTESİ**

**EK 1:** Araştırmada Kullanılan Veriler

**EK 2:** Modelde Kullanılan Değişkenlerin Birinci Farkları

**EK 3:** TÜFE EGARCH ve ÜFE GARCH (1,1) Model Çıktıları



## GİRİŞ

Ülkeler, ekonomi politikalarını Merkez Bankaları ile yönetmektedir. Merkez bankaları ilk ve en önemli görevleri olarak kabul edilen fiyat istikrarını sağlamakla yükümlüdürler. Ancak 2008 yılında konut kredisi kaynaklı olarak ABD’de ortaya çıkan Mortgage krizi nedeniyle, finansal istikrarın da en az fiyat istikrarı kadar önemli olduğu sonucuna ulaşılmıştır. Böylelikle, geleneksel para politikalarının yetersizliği anlaşılmıştır. Bu sayede, ülke ekonomileri tarafından bazı düzenlemeler ve yenilikler yapılmıştır. Bu yeni politikalara geleneksel olmayan/ alışılmadık para politikaları denilmektedir.<sup>1</sup>

Geleneksel olmayan para politikaları hem gelişmiş ülkeler hem de gelişmekte olan ülkelerde yoğun olarak kullanılmıştır. Bu yeni politikalar söz konusu ülkenin içinde bulunduğu ekonomik şartlara ve gerek duyduğu ihtiyaçlara göre şekillendirilmiştir.

Bu çalışmanın amacı, politika yapımcılar tarafından son yıllarda daha aktif ve şeffaf olarak kullanılan geleneksel olmayan para politikalarının etkinliğinin GARCH modelleri kullanılarak ölçülmesidir.

Çalışma üç bölümden oluşmaktadır. Birinci Bölümde kısaca paranın tanımı yapılacak, ardından para politikalarının ne olduğu ve amacı anlatılacaktır. Daha sonra, 2008 krizine kadar aktif bir şekilde kullanılan geleneksel para politikaları hakkında bilgi verilecektir. ABD’de krizden çıkış politikaları olarak başlayan ve küresel ölçekte uygulanmaya başlayan geleneksel olmayan para politikalarının tarihsel gelişimi araştırılacak ve bu politika araçlarının neler olduğu anlatılacaktır. Birinci bölümün son konusu olarak, geleneksel para politikaları ile geleneksel olmayan para politikaları karşılaştırılacaktır.

İkinci Bölümde ABD’de başlayan ve hızlıca Euro Bölgesine ardından tüm dünyaya yayılan 2008 mortgage finansal krizin doğuşu, oluşumuna sebep olan ekonomik ortam araştırılacaktır. Daha sonra krizin yaşandığı dönemlerde ABD ve Euro Bölgesine etkileri incelemek, bu bölgelerin krizden çıkmak için uyguladığı politikalara değinilecektir. Bölümün son konusu olarak, bu bölgelerde uygulamaya konan geleneksel olmayan para politikaları ve etkinliği üzerinde durulacaktır.

---

<sup>1</sup> R. A. Anil Perera, Monetary Policy in Türbülans Times: Impact of Unconventional Monetary Policies, Central Bank of Sri Lanka, 2010, [https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=1669948](https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1669948), (04.10.2016) , s.1.



Üçüncü Bölümde, ilk olarak krizin Türkiye'deki etkileri ele alınacaktır. Krizin Türkiye ekonomisinde sebep olduğu olumsuz ekonomik ortam gelişmiş ülkelerdekine kıyasla daha azdır, ancak Gelişmiş ülkelerde uygulanan ekonomi politikaları da Türkiye ekonomisi üzerinde olumsuz etkilere sebep olmuştur. Bu yeni tip ekonomi politikalarının etkisini de en aza indirmek için kendi tarzına uygun şekilde politikalar geliştiren Türkiye Cumhuriyeti Merkez Bankasının uygulamaya başladığı yeni tip politikalar incelenecektir. Türkiye ekonomisinde enflasyonla mücadele her zaman en önemli konular arasında olmuştur. Enflasyonla mücadelede uygulanan para politikası araçlarından geleneksel olmayan para politikaları, Dünya'daki genel gidişata bağlı olarak ülkemizde de sıklıkla kullanılır hale gelmiştir. Bu çalışmada, yukarıda bahsettiğimiz geleneksel olmayan para politikalarının, Merkez Bankalarının amaçlarından fiyat istikrarını sağlamadaki etkisi GARCH modelleriyle araştırılmaktadır.

## BİRİNCİ BÖLÜM

### GELENEKSEL PARA POLİTİKALARINDAN GELENEKSEL OLMAYAN PARA POLİTİKALARINA

#### 1.1. PARANIN TANIMI VE İŞLEVİ

Para, makroekonomik açıdan çok özel bir önemi olan bir varlık türüdür. Genel olarak para, mal ve hizmet alım satımında kullanılan bir araç olarak tanımlanır.<sup>2</sup> Daha kuramsal bir ifade ile para, nakit olarak ve çek hesapları gibi ödeme aracı olarak kullanılabilen bir varlıktır.<sup>3</sup> Tanımlanan bu ilgili fonksiyonların yerine getirebilmesi için paranın bazı özelliklere sahip olması gerekmektedir. Bunları aşağıdaki şekilde sıralamamız mümkündür<sup>4</sup> ;

- Taşınabilirlik
- Genel kabul görme
- Bölünebilirlik
- Standart olma
- Dayanıklılık
- Taklit edilememe
- Homojenlik
- Zaman içinde değerini koruyabilme

Ayrıca, paranın temel fonksiyonları da bulunmaktadır. Bunlar<sup>5</sup> :

- Değişim aracı fonksiyonu
- Değer koruma ve hesap birimi olma fonksiyonu
- Tasarruf aracı olma fonksiyonu
- Borç ödeme fonksiyonudur.

---

<sup>2</sup> Andrew B. Abel ve diğerleri, **Makro Ekonomi Dokuzuncu Baskı**, (ÇEV. Cemal Balcı), Elif Yayınevi, 2017, s.271.

<sup>3</sup> Erdal M. Ünsal, **Makro İktisat**, 9. Baskı, İmaj Yayınevi, Ankara, 2011, s.505.

<sup>4</sup> Mehmet Mucuk, **Makro İktisat Ders Notları**, Dizgi Ofset Matbacılık ve Cilt Sanayi, Konya, 2011, s.71.

<sup>5</sup> İbrahim Erol ve Ece Demiray Erol, **Para Banka Teori ve Politika**, Orion Kitapevi, Manisa, 2013, s. 49.

Bilindiği gibi para, iktisat politikasının önemli bir aracıdır<sup>6</sup>. Para arzını kontrol yoluyla politika yapıcıları özellikle makroekonomik parametrelerin etkilenmesinde para arzını sıkça kullanırlar. Mesela para arzındaki değişikliklerin fiyat seviyesi, talep, nominal gelir, istihdam, ücretler gibi parametrelerin etkilenmesinde önemli rolü vardır.<sup>7</sup>

## 1.2. PARA POLİTİKASI

Para politikası, belirli amaçlara ulaşmak amacıyla paraya ilişkin önlemlerin tümü olarak tanımlanabilmektedir. Belirlenen politikalarla uyumlu olarak ulusal ekonomide reel ve parasal akımların arasında bir denge sağlamak ya da mevcut dengeyi korumak para politikasının görevlerini oluşturmaktadır.<sup>8</sup>

Para politikası, belli ekonomik amaçlara ulaşmak için uygulanan bir politikadır.<sup>9</sup> Bu amaçlar genel olarak makro amaçlardır. Bu nedenle makroekonomik hedeflere ulaşmak için yoğun olarak para politikası araçlarından yararlanılır. Özellikle fiyat istikrarını sağlamak, refahı artırmak ve istihdam düzeyini arttırmak için para politikası araçları kullanılır.<sup>10</sup>

İlgili amaçlara ulaşmak için para politikasını devreye sokmak, modern ekonomilerin kullandığı neredeyse evrensel bir politikadır. Bu politikaya en fazla müracaat eden Amerika Federal Reserve Bank (FED) ve Avrupa Merkez Bankası (ECB) gibi kurumlardır. Buna göre, mesela; Birleşik Devletler’de FED’e para politikasını işgücü miktarını arttırmak, fiyat istikrarını sağlamak ve uzun dönem faiz oranlarını makul düzeyde tutmak gibi görevler verilmiştir. Benzer görevler ECB için de söz konusudur. FED kısa dönem faiz oranları seviyesini yöneterek ve ekonomide kredi maliyetini ve genel kullanılabilirliğini etkileyerek ulusal para politikasını yönetmektedir. FED’in politikalarıyla genel olarak hane halkı harcamalarını, özel sektör yatırımlarını, üretimi, işgücünü ve enflasyonu etkiler.<sup>11</sup>

---

<sup>6</sup> Erol, 2013, s.50.

<sup>7</sup> Abel ve diğerleri, s. 579.

<sup>8</sup> Erol, 2013, s.54

<sup>9</sup> Zeynep Karaçor, **Ekonomi Politikası ve Türkiye**, Çizgi Kitapevi, 2012, s.71.

<sup>10</sup> Onur Ceylan, **Genişletici Para Politikası**, 2016. <http://piyasarehberi.org/ekonomi/205-daraltici-ve-genisletici-para-politikasi> , (16.04.2018).

<sup>11</sup> FED, Monetary Policy, <https://www.federalreserve.gov/monetarypolicy.htm> , (16.04.2018).

### 1.3. PARA POLİTİKASININ AMACI

Merkez bankaları tarafından uygulanan para politikalarının amacı, kısaca yukarıda ifade edildiği gibi şu şekilde sıralanabilmektedir.<sup>12</sup>

- Tam istihdam
- Ekonomik büyüme
- Fiyat istikrarı
- Finansal istikrar

Bu amaçlar arasında tam istihdam, ekonomik büyüme ve fiyat istikrarı temel makroekonomik değişkenlerden milli gelir, istihdam ve işsizlik düzeyi ve fiyatlar genel düzeyi ile doğrudan ilişkiliyken; finansal istikrar bunlar üzerinde dolaylı olarak ilişkilidir.

Bilindiği gibi, Merkez Bankası'nın uyguladığı para politikasının en önemli amacı fiyat istikrarını sağlamaktır. Bunun yanında, MB'nin büyüme ve tam istihdam politikalarının sağlanması konusunda hükümetin politikalarını desteklemesi gerekmektedir. Burada dikkat edilmesi gereken şey, ilgili politikaların birbirinin etkisini yok edecek şekilde birbiriyle çelişmemesi gerekmektedir. Hatırlanacağı gibi, fiyat istikrarı, enflasyon ve deflasyona yol açmayacak bir fiyatlar genel seviyesinin sürdürülmesidir<sup>13</sup> Çünkü fiyatlardaki aşırı yükselmeler ya da aşırı düşüşler, adaletli gelir dağılımını bozmakta, istihdamı, ödemeler dengesini olumsuz etkilemekte ve serbest piyasanın işleyişini engellemektedir.<sup>14</sup>

Bu amaçların gerçekleşmesi için para politikası tek başına yeterli olmamakta, bunun finans politikasıyla da desteklenmesi gerekmektedir.<sup>15</sup> Finans politikası ise finansal sistemdeki kurumlarda ve ödeme sistemlerinde ortaya çıkabilecek şoklara karşı dayanıklılığı güçlendiren bir politikadır.<sup>16</sup> Finansal istikrar çok geniş kapsamlı durumları tanımlamak için kullanılmaktadır.<sup>17</sup>

<sup>12</sup> Vedat Kaya, **Para 12. Ünite**, Erzurum, [http://erzurum.edu.tr/Content/Yuklemeler/Personel/Vedat\\_KAYA/PARA\\_12.UNITE10788.pdf](http://erzurum.edu.tr/Content/Yuklemeler/Personel/Vedat_KAYA/PARA_12.UNITE10788.pdf), (16.04.2018), s.3.

<sup>13</sup> Mahfi Eğilmez, **Para Politikası Ne Kadar Başarılı?**, Kendime Yazılar,2017, <http://www.mahfiegilmez.com/2017/03/para-politikas-ne-kadar-basarli.html>, (16.04.2018).

<sup>14</sup> Para Politikası Nihai Amaçları, abs.cu.edu.tr/Dokumanlar/2015/PF%20409/934608806\_parapol.ppt, (16.04.2018).

<sup>15</sup> Erol, 2013, s.68.

<sup>16</sup> Kaya, s.5.

<sup>17</sup> John christensson ve diğerleri, **What Can Financial Stability Reports Tell Us About Macroprudential Supervision?**, The Federal Reserve Bank of Kansas City Economic Research

Finans politikasıyla ilgili tedbirlerin zamanında uygulamaya konulmaması beklenmeyen krizlerin ortaya çıkmasına neden olmuştur. Mesela 2007’de yaşanan krizde böyle bir ihmal söz konusudur. Çünkü bu yıla kadar finansal istikrar karamı üzerinde durulmamış ve önemi geniş ölçüde gözden kaçırılmıştır. Bunun sonucu ise yıkıcı 2008 finans krizi olmuştur. Gerçekten de 1980’lerin sonlarından itibaren krize kadarki sürede fiyat istikrarını sağlamak asıl konu olmuştur. Çünkü genel kaniye göre fiyat istikrarı sağlandığında finansal istikrarın da sağlanacağı düşünülmüştür.<sup>18</sup> Oysa gelişmeler tam tersi yönde olmuştur. Bu durum politika yapıcılarına önemi bir tecrübe olmuştur. Bu tecrübeden yararlanarak politika yapıcıları finansal tedbirleri daha fazla önem vermeye başlamıştır. Bu çerçevede, finansal araçlar çeşitlendirilmiş ve yapısında köklü değişikliklere gidilmiştir.<sup>19</sup>

Krizin derinleşmesiyle yetersiz kalan geleneksel para politikası araçlarına ek olarak yeni politikalar geliştirilmiş ve bunlar da geleneksel olmayan para politikası araçları olarak tanımlanmıştır.

#### 1.4. GELENEKSEL PARA POLİTİKASI ARAÇLARI

Merkez bankalarının en önemli aracı para arzını kontrol etmektir. Bu politikayla piyasadaki dalgalanmaları kontrol etmeye çalışır. Piyasada aşırı genişleme durumunda para arzını daraltarak; durgunluk durumunda para arzını genişleterek piyasaya müdahale eder.<sup>20</sup> Merkez bankaları yukarıda anlatılan bu amaçlarını gerçekleştirmek için para arzının alt politikalarını kullanmaktadır. Bunları şöyle sıralanabilir.<sup>21</sup>

- Açık Piyasa İşlemleri
- Reeskont Politikası
- Selektif Kredi Politikası
- Yasal Karşılıklar Politikası

---

Department, 2011, <https://www.kansascityfed.org/publicat/reswkpap/pdf/rwp11-15.pdf>, (17.04.2018), s.4.

<sup>18</sup> Fatih Özatay, **Parasal İktisat Kuram ve Politika, Genişletilmiş 3. Baskı**, Elif Yayınevi, Ankara, 2013, s.301.

<sup>19</sup> Orhan Sezgin ve Burak Darıcı, **Para Politikasını Finansal İstikrarı Sağlama- Sürdürme Sorumluluğu: Finansal İstikrara Yönelik Geleneksel Spesifik Para Politikası Uygulamaları**, DergiPark, Cilt:7, Sayı:11, Ocak 2009, <http://dergipark.gov.tr/download/article-file/203487>, (17.04.2018), s.16.

<sup>20</sup> Ceylan, 2016.

<sup>21</sup> Erol, 2013, s.54.

- Döviz Efektif Alım ve Satımları

Bu politikalar, 2008 küresel krizinin likidite krizi olarak başlayıp kısa sürede finansal krize dönüşmesine kadarki sürede dünya ekonomileri tarafından kullanılan geleneksel politikalarlardır.

#### 1.4.1. Açık Piyasa İşlemleri

Açık piyasa işlemleri, MB'lerin devlet tahvili alım-satımı olarak adlandırılmaktadır. Bu araçla MB'ler, kısa vadeli faiz oranlarına ve piyasa likiditesine müdahale ederler. Bu politika üç şekilde gerçekleştirilir. Birincisi; kesin alım ve satım işlemleri, kalıcı likidite fazlası/ açığı olduğu durumlarda menkul kıymetlerin piyasaya direk olarak satılması ya da direk olarak alınması şeklinde uygulanmaktadır. İkincisi; repo ve ters repo işlemleri, menkul kıymetlerin sırasıyla geri satılmak üzere alınması ve geri alınmak üzere satılması işlemidir. Üçüncüsü; depo imkanı, MB gün içinde ilan ettiği faiz oranlarından TL borç almak/vermek isteyen bankalara teminatları ve limitleri içeren bir imkandır. Açık Piyasa İşlemleri kullanılarak MB piyasadan tahvil olarak genişletici para politikası uygulayabilmektedir. Ya da piyasa tahvil satarak sıkılaştırıcı bir para politikası uygulayabilir.<sup>22</sup>

API ile MB'ları finansal hazine bonosu, devlet tahvili, merkez bankası ve birinci derece özel sektör senetlerini açık piyasada alıp satarak bankacılık sistemindeki toplam rezervleri daraltır ya da genişletir. Bu yolla MB'ları piyasadaki para arzı belirlemeye çalışılmaktadır.<sup>23</sup>

Gelişmiş ülkelerde temel araç olan API, çok esnek bir politika aracıdır. İstenilen sıklıkta kullanılabilme ve bu şekilde kısa vadeli faizlerde ve parasal tabanda istikrarı sağlama niteliği vardır. Finansal serbestleşmenin ilk aşamalarında ikincil piyasalar gelişmediği için bu politika görece çok kullanılmıştır. Ancak, merkez bankaları para politikasını uygulaması için yeterli kredibiliteye sahip olması gerekmektedir. Aksi takdirde, ister gelişmiş isterse gelişmekte olan ülke olsun,

<sup>22</sup>Onur Ceylan, **Para Politikası ve Para Politikası Araçları**, 2014, <http://piyasarehberi.org/ekonomi/84-para-politikasi-ve-para-politikasi-araclari>, (19.04.2018).

<sup>23</sup> Timur Önder, **Para Politikası, Araçları, Amaçları ve Türkiye Uygulaması**, TCMB Genel Müdürlüğü, Ankara, 2005, <http://sanalmuze.tcmb.gov.tr/kutuphane/TURKCE/tezler/timuronde r.pdf>,

ekonomide finansal istikrarı sağlayamayabilir. Bu sebeple merkez bankalarını portföyü mümkün olduğu kadar likit ve risksiz olması gerekmektedir.<sup>24</sup>

API, gelişmekte ve geçiş ekonomilerinde uygulanmakta olan, bankacılık sisteminin yapısına, finansal sistemin serbestleşme derecesine, merkez bankasının eğitimli personeline, yeterli istatistiksel verilere, finansal yapıya ve devlet iç borçlanma senetleri (DİBS) veya özel para piyasası enstrümanlarının kullanması gibi piyasa koşullarına göre oldukça çeşitli bir politika aracıdır. Ünelere sermaye giriş ve çıkışlarının yoğun olduğu dönemlerde sıklıkla başvuru olan bir politika aracıdır. Bu, ekonomilerin büyümesi ve piyasaların olgunlaşması, ülkelere ikincil piyasada açık piyasa işlemlerinden ağırlıklı olarak repo-terse repo ve interbank piyasası işlemlerinin kullanılmasını sağlamaktadır. Açık piyasa işlemleri aktif ve pasif olarak iki şekilde uygulanmaktadır. Bu kullanım ülkenin piyasalarının ve ekonomisinin yapısına bağlı olmaktadır. Gelişmekte olan ülkelerin aktif yaklaşımı seçmeleri likidite ihtiyacını karşılayacak yeterli etkinlikte ikincil ya da interbank piyasalarına sahip olmaması nedeniyledir. Bir ülkenin döviz kuru ya da ödemeler dengesi istikrarı, IMF destekli programları ile likidite yaratılmasından ziyade merkez bankasının net iç varlıkları yoluyla gerçekleştirilmektedir.<sup>25</sup>

API, para politikasının esnek ve efektif bir aracı olduğu için 1980'lerden itibaren gelişmekte olan ülkelerde yoğun şekilde kullanılmaya başlanmıştır. Bu politika ile piyasadaki yerli para likiditesi ve para piyasası faiz oranları belirlenerek para tabanı kontrol edilmeye çalışılmıştır. Bununla birlikte, API'lerinin bazı dezavantajları bulunmaktadır. Mesela, açık piyasa işlemlerini etkin bir şekilde kullanmak için etkin bir ödeme sistemi ve menkul kıymetlerin kullanıldığı aktif bir ikincil piyasa gerekmektedir. İkincil piyasanın olmadığı durumlarda ise hazine bonusu, merkez bankası senetleri veya depoları gibi likidite çekme işlemleri ya da likidite verme işlemleri birincil piyasada yapılmaktadır. Merkez bankaları bunun için ya bir likidite miktarı ya da bir faiz oranı belirlemektedir. Ancak, uygulamada, Merkez bankaları, bankalar sistemine likidite sağlayacaksa bunu fiyat belirleyerek yapmaktadır. Gelişmiş ekonomilerde çoğunlukla merkez bankası borçlanan taraf olması sebebiyle, merkez bankasının ödünç verme oranı bu oranlar için bir alt sınır oluşturmaktadır.<sup>26</sup>

---

<sup>24</sup> Önder, s.72-73.

<sup>25</sup> Önder, s.74-75.

<sup>26</sup> Önder, s.75-79.

### 1.4.2. Reeskont Politikası

Reeskont, bankalar tarafından daha önce iskonto edilmiş bir senedin Merkez Bankası tarafından tekrar iskonto edilmesi işlemidir. Bu yolla, bankaların kredi talebi karşılanmaya çalışılır.<sup>27</sup>

Reeskont politikası uygulaması, para/menkul kıymet piyasalarının gelişmediği 1980'ler öncesi dönemde ülkelerin merkez bankaları tarafından en çok kullanılan bir araç olmuştur.<sup>28</sup>

Merkez bankası, ticari bankalara gereksinim duydukları parayı, senet ya da tahvil karşılığı sağlar, bunun için bir reeskont oranı uygular. Merkez bankası reeskont oranını yükseltip düşürerek bankaların kredi talebini belirler. Bankaların ödünç aldıkları paralar yüksek miktarda olduğundan parasal taban üzerinde belli bir etkisi vardır.<sup>29</sup>

Merkez Bankasının para arzını reeskont politikası ile kontrol etmesi sanıldığı gibi kolay değildir. Çünkü merkez bankası reeskont oranını düşürdüğünde, bankaları kendisinden daha fazla borçlanmaya teşvik eder. Merkez bankası bu uygulamayla para arzının artacağını amaçlar; şayet bankalar, reeskont oranının düşmesine rağmen yeterli ilgiyi göstermezlerse, para arzında herhangi bir artış söz konusu olmaz. Bu da MB'nin etkinliğini azaltır. Bir diğer zorlaştıran neden, bankaların merkez bankalarından borçlanma kararları, söz konusu reeskont oranı ile bankaların müşterilerine uyguladıkları faiz haddi arasındaki farka bağlı olmakta ve bundan dolayı merkez bankasındaki reeskont oranındaki değişikliği bankaların müşterilerine uygulayamamasıdır.<sup>30</sup>

### 1.4.3. Selektif Kredi Politikası

Selektif kredi politikaları, ekonomik gelişme hedefleriyle direk olarak örtüşen, kredi kullanımı ve kontrol mekanizması açısından sektörlere göre öncelikli tercihlerini

---

<sup>27</sup> Erol, 2013, s.54.

<sup>28</sup> Önder, s.80.

<sup>29</sup> İlker Parasız, **Makro Ekonomi Teori ve Politika**, Ezgi Kitabevi, Bursa, 2013, s.146.

<sup>30</sup> Ünsal, 2011, s.561.



uyguladığı, aynı zamanda konjonktürün genel yapısıyla da uyumlu finansal kaynak akışını ifade eden politikaları oluşturmaktadır.<sup>31</sup>

Bilindiği gibi, ekonominin içinde bulunduğu duruma göre kredi önceliği ilk olarak geliştirilmesi gereken kesimlere verilmekte, diğer kesimlere sınırlı olarak verilmekte ya da hiç verilmemektedir. Yani Selektif Kredi Politikasında krediler öncelik sırasına göre dağıtılmaktadır.<sup>32</sup> Sektörler arasında dağılımda kamusal alanda ya da özel finans kurumları finansal bilgilerin denetimi ve yönlendirmesiyle faiz oranlarındaki değişikliği daha iyi tahmin edebilmektedir. Bu durumda yüksek faizli bir kredi uygulanması, ekonomik güçlüklerin olduğu zamanlarda ödünç verenleri, ödünç alanlardan daha az bir riske sokmaktadır. Bu sebeple sektörlerin selektif kredi kullanımını olumsuz etkilemektedir. Aynı zamanda fon maliyetini de etkileyerek kredi kullanımını sınırlandırmaktadır.<sup>33</sup>

#### 1.4.4. Yasal Karşılık Politikası

Karşılık politikası, bankaların ve düzenleyici kurumların mevduat ve benzeri yükümlülüklerinin belirlenen bir orandaki kısmının merkez bankasında tutulması ile gerçekleştirilen bir para politikası aracıdır.<sup>34</sup> Bir başka ifadeyle, finansal kuruluşların yükümlülüklerinin belirli bir oranını merkez bankasında tutmaya zorlanmalarıdır. Zorunlu karşılık oranının değiştirilerek bankaların ödünç verebilecekleri fonların miktarı etkilenmeye çalışılmaktadır. Aynı zamanda bu politika fazla likiditenin giderilmesi için kullanılmaktadır. Merkez bankaları tarafından bu oran yükseltilerek, bankaların kredi verme olanağı daraltılmaya çalışılmakta ve böylece merkez bankası kendi bünyesinde daha fazla miktarda karşılık tutmaya yönelmektedir. Bu şekilde MB, bankacılık sistemindeki riski azaltmaya ve para arzını ayarlamaya çalışmaktadır.<sup>35</sup>

Bankalar karşılığını ayırdıktan sonra, elindeki atıl fonlarla gelir getirici işlemler yapmaktadırlar. Doğal olarak bankanın kredi olarak banka dışı alana verdiği

---

<sup>31</sup> A. Niyazi Özker, **Gelişmekte Olan Ülkelerde Selektif (tercihli) Kredi Politikalarında Yapısal Uyum ve Sektörel Gelişme**, Yönetim ve Ekonomi Araştırmaları Dergisi, cilt 6, Sayı 10,2008, <http://dergipark.gov.tr/yead/issue/21821/234561> , (20.04.2018), s.124.

<sup>32</sup> Erol, 2013, s.57.

<sup>33</sup> Özker, s.136.

<sup>34</sup> Adalet Hazar ve Sedat Yenice, **Zorunlu Karşılık Uygulamasının Bankaların Bilançolarına Etkisi- Türkiye Örneği**, Anadolu Üniversitesi Sosyal Bilimler Dergisi, Cilt 15, Sayı 4, Aralık 2015, [https://www.researchgate.net/publication/292190517\\_Zorunlu\\_Karsilik\\_Uygulamasinin\\_Bankalarin\\_Bilanclarina\\_Etkisi\\_-\\_Türkiye\\_Ornegi](https://www.researchgate.net/publication/292190517_Zorunlu_Karsilik_Uygulamasinin_Bankalarin_Bilanclarina_Etkisi_-_Türkiye_Ornegi) , (20.04.2018), s.144.

<sup>35</sup> Önder, s.86.

miktarın bir kısmı mevduat olarak bankaya geri dönmekte, bu fonlar ya banka içinde kalarak mevduatı artırmakta ya da banka dışına sızarak diğer sektörler tarafında kullanılmaktadır.<sup>36</sup>

Zorunlu karşılıklar gelişmiş ve gelişmekte olan ülkelerde 1985'lere kadar yoğun şekilde uygulanırken izleyen yıllarda etkisini kaybetmiştir.<sup>37</sup>

#### **1.4.5. Döviz Efektif Alım ve Satımları**

Merkez bankası dalgalı kur uygulamasında değilse, kur politikasını döviz ve efektif alım satımı ile ayarlamaktadır. Döviz alım satımı ile hem döviz kurlarına edilirken hem de yerli para likiditesini doğrudan etkilemektedir. Merkez bankası satım işlemi yaptığında yerli para likiditesini azaltmaktadır.<sup>38</sup>

Merkez bankaları döviz ve efektif alım-satım politikasını piyasadaki likidite kontrolünü sağlamak için kullanmadıkları için standart para politikası araçları arasında sayılmamaktadırlar.<sup>39</sup>

1990'lı yıllardan beri para politikası, para miktarındaki büyüme stratejisine temellendirilmiştir. Bu sebeple önemli olan kısa vadeli üretim dalgalanmalarına para miktarındaki büyümenin etkinliğinin nasıl olacağıdır.<sup>40</sup>

### **1.5. GELENEKSEL OLMAYAN PARA POLİTİKALARI**

Geleneksel olmayan para politikaları, 2008 Mortgage krizinden sonra gelişmiş ve gelişmekte olan ülkeler tarafından yoğun şekilde kullanılarak, krizin olumsuz etkilerini azaltmaya, fiyat istikrarı ve finansal istikrar sağlamaya çalışan politikalar. Krizin ortaya çıkması nedeniyle birlikte baha fazla bahsedilir hale gelen bu politikalar, aslında ekonomi tarihinde belli dönemlerde bazı ülkeler tarafından kullanılmışlardır.

Ülkeden ülkeye farklılık göstererek zamanla değişime uğrayan bu politikaların tarihsel gelişimi alt başlıkta incelenecektir.

---

<sup>36</sup> Erol, 2013, s.61-62.

<sup>37</sup> Önder, s.92.

<sup>38</sup> Erol, 2013, s.65

<sup>39</sup> Önder, s.80.

<sup>40</sup> Erol, 2013, s.86.

### 1.5.1. Geleneksel Olmayan Para Politikalarının Tarihsel Gelişimi

Geleneksel olmayan politikalardan olan miktarsal genişleme politikası, 1930-1940'lı yıllarda FED ve BOJ tarafından kullanılmıştır. FED büyük ölçekli alımlar yapmış ve böylelikle bir ay içinde kurumsal tahvil getirileri düşmeye başlamıştır.<sup>41</sup> BOJ daha sonra 2000'li yıllarda bu politikayı tekrar uygulamıştır. Yaklaşık son 10 yıldır ekonominin içinde bulunduğu durgunluk, düşük büyüme oranları son olarak da küresel IT balonunun patlamasıyla resesyona tetiklenmesi sonucunda BOJ tarafından 2001 yılında niceliksel genişleme (QE) politikası uygulanmıştır.<sup>42</sup> BOJ'nin bir sonraki uygulaması Mortgage Krizinin etkisiyle 2010 ve 2012 yıllarında gerçekleşmiştir.<sup>43</sup> 2009 yılından itibaren, FED niceliksel genişleme politikası kullanmaya başlamıştır. Daha sonraki yıllarda da bu uygulamaya devam edilmiştir.<sup>44</sup>

Diğer politikalardan biri olan kredi genişlemesi politikasında, FED tarafından teminat olarak kabul edilen varlık türleri çeşitlendirilmiş ve birçok sektöre uzun vadeli likidite sağlanmıştır. ECB de buna benzer bir uygulama olan Geliştirilmiş Kredi Desteği Programı'nı kullanmıştır. Daha sonra FED, ECB ve İsveç Merkez Bankası ile döviz swap kanalını kullanarak, kendi ülke ekonomileri için kredi piyasalarında dolar arzı gerçekleştirmişlerdir. Mortgage Kriziyle birlikte swap kanalı daha fazla kullanılmış ve İngiltere, Kanada ve Japonya Merkez Bankaları da dahil olmuştur. Bu aracın ikinci uygulanması olarak, FED, Vade Uzatma Programı'nı geliştirmiştir. İngiltere Merkez Bankası ise 2008'de Özel Likidite Planı'nı başlatarak uzun vadeli menkul kıymetleri kısa vadeli senetlere ile değiştirmiştir. Ayrıca bankacılık sektörüne de fon akışı sağlamak ve riski azaltmak amacıyla Ulusal Kredi Garanti Programı uygulanmaya başlamıştır.<sup>45</sup>

Faiz Taahhüdü ya da sözlü yönlendirme olarak bilinen bir diğer politika, ilk olarak 1999 yılında Japonya Merkez Bankası tarafından uygulanmıştır. BOJ, bu

<sup>41</sup> R. A. Anil Perera, **Monetary Policy in Türbülans Times: Impact of Unconventional Monetary Policies**, Central Bank of Sri Lanka, 2010, [https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=1669948](https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1669948), (04.10.2016), s.25.

<sup>42</sup> Hiroshi Ugai, **Effects of the Quantitative Easing Policy: A Survey of Empirical Analyses**, **Monetary Affairs Department**, Bank of Japan, March 2007, [https://www.boj.or.jp/en/research/wps\\_rev/wps\\_2006/wp06e10.htm/](https://www.boj.or.jp/en/research/wps_rev/wps_2006/wp06e10.htm/), (26.10.2018), s.1.

<sup>43</sup> Halil Tunali ve Yusuf Yalçınkaya, **Geleneksel Olmayan Para Politikası Uygulamasında Enflasyon ve Döviz Kuru Arasındaki Nedensellik İlişkisi Analizi**, İktisat Fakültesi Mecmuası, Cilt:66, Sayı:2, 2016, <http://dergipark.gov.tr/download/article-file/329996>, (26.10.2018), s.89.

<sup>44</sup> Tunali, s. 86.

<sup>45</sup> Tunali, s.89-91.

politikayı sık sık kullanmaktadır.<sup>46</sup> 2013 yılında da niteliksel ve niceliksel parasal genişleme politikası ile destekleyerek %2 fiyat istikrarı hedefini gerçekleştirmiştir.<sup>47</sup>

FED ise 2012 yılında, en az 2015 yılının ortalarına kadar hedef faiz oranının düşük kalacağı duyurusu ile bu politikayı kullanmıştır. BOE ve ECB' de aynı şekilde duyurularını yapmışlardır.<sup>48</sup> Faiz taahhüdü politikası son on yıllık zaman içinde evrim geçirerek adını almıştır. Günümüzde birçok ülke tarafından ülkelerin içinde bulunduğu ekonomik duruma göre farklı şekillerde kullanılmaktadır.

Zorunlu karşılıklar politikası uygulamasında, Mortgage krizi nedeniyle gelişmekte olan ülkeler finansal etkinliği sağlamak adına bu oranı düşürmüşlerdir. BOE kendine has bir şekilde uygulamıştır. ECB, Euro kullanmaya başladığı zamandan beri mevduatlara karşılık oranı uygulamıştır.<sup>49</sup> Kriz sonrası dönemde bu uygulamayı arttırıp azaltarak kullanan ülkeleri Polonya, Romanya, Filipinler, Peru, Güney Kore, Kolombiya, Brezilya ve ECB'dir. Zorunlu karşılıklarında farklılığa giden ülkeleri Macaristan, İsrail, Çin, Türkiye ve Endonezya Merkez Bankaları'dır.<sup>50</sup>

Son olarak Faiz koridoru politikası, kriz öncesinde Kanada, İngiltere, ECB, Norveç, Avustralya, İsveç ve Yeni Zelanda tarafından kullanırken, krizden sonra; Endonezya, Polonya, Romanya, Macaristan, Sırbistan, Türkiye ve İzlanda da kullanmaya başlamışlardır. Merkez Bankaları tarafından farklı şekillerde kullanılmaktadır.<sup>51</sup>

Yukarıda da bahsedildiği gibi geleneksel olmayan politikaları zaman içinde gelişerek, ülkeden ülkeye değişerek, ekonomilerin içinde bulunduğu şartlara göre uyarlanarak Merkez Bankaları'nın kontrolü ile uygulanmaktadır.

---

<sup>46</sup> Canan B. Yılmaz ve Dr. Eyüp Kahveci, **Merkez Bankası İletişiminde Yeni Bir Araç: Sözle Yönlendirme(Forward Guidance) Ülke Örnekleri ve Türkiye Uygulamaları**, Bankacılar Dergisi, Say:88, 2014,

[http://uvf.ulakbim.gov.tr/uvf/index.php?cwid=9&vtadi=TSOS&c=ebSCO&ano=168697\\_7493596febf0faaca466d10b778481e6&](http://uvf.ulakbim.gov.tr/uvf/index.php?cwid=9&vtadi=TSOS&c=ebSCO&ano=168697_7493596febf0faaca466d10b778481e6&), (26.09.2016), s.12.

<sup>47</sup>Sayuri Shirai, The Bank of Japan's Current Monetary Easing and Forward Guidance, (Ed. Haan), 2013, <https://voxeu.org/content/forward-guidance-perspectives-central-bankers-scholars-and-market-participants>, s.49.

<sup>48</sup> Hans Gersbach ve Volker Hahn, **Effective Forward Guidance: Scrupulous Central Bankers and Forecast Contracts**, Ed: Haan, 2013, s.133.

<sup>49</sup> Tunalı, s.93.

<sup>50</sup> Umut Vural, **Geleneksel Olmayan Para Politikaları Yükselişi, (Uzmanlık Yeterlilik Tezi)**,Türkiye Cumhuriyeti Merkez Bankası, Ankara, 2013,

<http://www3.tcmb.gov.tr/kutuphane/TURKCE/tezler/umutvural.pdf>, (26.09.2016), s.45-46.

<sup>51</sup> Vural, s.44.

### 1.5.2. Geleneksel Olmayan Para Politikası Araçları

Normal zamanlarda, merkez bankaları işlem hedefi olarak parasal nicelikten ziyade faiz oranlarını kullanmayı tercih etmektedirler. Çünkü faiz oranlarının gözlemlenmesi ve kontrol edilmesi daha kolay olmaktadır. Ancak, kriz zamanlarında geleneksel para politikası araçları iki sebep nedeniyle bankaların hedeflerini başarısında yetersiz olabilmektedir. Birinci, ekonomik şoklar, faiz oranlarının sıfır düzeyine altına inmesi ihtiyacını gerektirmektedir. Ancak bu mümkün olmamaktadır. İkincisi, eğer parasal aktarım mekanizması ciddi oranda bozulursa, politika faiz oranı sıfır düzeyinde olsa bile geleneksel olmayan para politikaları garanti verebilmektedir.<sup>52</sup>

Finansal ve ekonomik kriz boyunca, merkez bankalarının bilançolarının hem varlık tarafı hem de borç tarafı finansal sistem üzerinde ters etkilerde önemli rol oynamaktadır. Bu sebeple, geleneksel olmayan para politikaları önlemleri merkez bankalarının bilançolarında özellikle büyüklüğü ve kompozisyonu ile direk olarak alakalıdır.<sup>53</sup>

2008 finans ve ekonomi krizinde, merkez bankaları eşi benzeri görülmemiş politikalar ile krize tepki vermişlerdir. Çoğu gözlem, geleneksel olmayan uygulamaların başarılı olduğuna katılmaktadır.<sup>54</sup>

Geleneksel olmayan para politikaları ülkelerin kendi ihtiyaçlarına göre tasarlanmış ve uygulanmıştır. Gelişmiş ülkeler ekonomilerini canlandırmak amaçlı kullanılırken, gelişmekte olan ülkeler ise sermaye girişinin olumsuz etkilerini azaltmak amacıyla kullanmışlardır.

Bu politikalar şu şekilde sıralanabilir.<sup>55</sup>

- Likidite ve kredi imkanları
- Büyük ölçekli varlık alımları- Miktaral kolaylık
- Faiz taahhüdü- sözlü yönlendirme
- Zorunlu karşılık uygulaması
- Faiz koridoru

---

<sup>52</sup> Perera, s.15.

<sup>53</sup> Perera, s.17.

<sup>54</sup> Eric Santor and Lena Suchanek, **Unconventional Monetary Policies: Evolving Practices, Their Effects and Potential** Costs, Bank Of Canada, 2013, <https://www.bankofcanada.ca/wp-content/uploads/2013/05/boc-review-spring13-santor.pdf>, (04.10.2016), s. 1.

<sup>55</sup> Vural, s.21.

### 1.5.2.1. Likidite ve Kredi İmkanları

Likit imkanları hedeflenen fon piyasasında hareketliliği canlandırmak ve azalan verimler oldukça önemli gibi görünmektedir. Maliyetleri düştüğünde ve teminat gerekliliği esnek olduğunda, bu girişimler en çok etkiye sahiptir. Mesela, FED'in uzun vadeli açık arttırma imkanı bankalar arası piyasa yayımları bu sayede fon piyasasında hafifletici farklılıklarda bir azalmayı tetiklemiştir. Kredi imkanları hedeflenen piyasa fonksiyonlarına olumlu bir katkı yapmış ve herhangi bir zamanda gerekli müdahale için Merkez Bankalarının istekliliği sinyalinde etkileri önemli güvene sahipmiş gibi görünmektedir.<sup>56</sup>

Kredi genişlemesi; Ticari senetler, şirket bonoları ve ABS'lerin alımı yolu ile belirli piyasa dilimlerinde yayımlar ve likidite kıtlığı direkt olarak vurgulanmaktadır. Tüm finansal piyasada amaçlanan bu tür önlemlerin etkililiği hanehalkı ve firmaların finansmanındaki öneme bağlı olmaktadır. Aşırı banka sıkıntısı zamanlarında daha etkili bir strateji olarak düşünülmüştür. Özel menkul kıymet ihracı alımı, merkez bankaları özel sektör ile direk olarak birbirini etkilediğini belirtmektedir. Yine de, menkul kıymet ihracı alımı parasal taban ya da para arzı üzerinde etkisinin sözleşme şartlarında devlet tahvili alımından temel farkları olmamaktadır. Aynı zamanda özel menkul kıymet ihracı açık alımı merkez bankalarının bilançolarının risk görünümünü etkilemektedir.<sup>57</sup>

Kredi genişlemesi politikası ile merkez bankalarının bilançoları genişletilmektedir. Merkez bankası tarafından piyasadaki likidite, ticari menkul kıymetler satın alınarak risksiz menkul kıymetleri piyasaya sürerek arttırılmaktadır. Bu işlemi yaparken bilançonun büyüklüğü ve vadesi değiştirilmemekte, yalnızca bilançonun kompozisyonu değiştirilmektedir. Kısaca, riskin yeri değiştirilmektedir.<sup>58</sup>

### 1.5.2.2. Büyük Ölçekli Varlık Alımları- Miktersal Kolaylık

Büyük ölçekli varlık alımları tüm ekonomiye uyarıcı olduğu ve olumlu olarak finans piyasasını etkilediği konusunda fikir birliği sağlanmıştır. Birleşik Devletlerde ipotek tahvilleri getirileri ipotek destekli varlık alımlarına tepkide düşmüştür. Benzer

---

<sup>56</sup> Santor, s. 5.

<sup>57</sup> Perera, s.19.

<sup>58</sup> Vural, s.24.

bir şekilde 10 yıllık tahvillerin getirileri Birleşik Devletlerde ilk üç programın toplam etkisinin tahmini 65 baz puandan 120 ye olmuştur. Hedef piyasasının büyüklüğüyle alakalı toplam stok alımı büyük olduğundan ve koşulları ve hedefleri şeffaf olarak ve açıkça iletildiğinde LSAP etkiliymiş gibi görünmektedir.<sup>59</sup>

Miktarsal kolaylık, merkez bankaları faiz oranı hedeflemesine odaklanmaktan kaçındığında oluşmaktadır. Ama banka sistemindeki likiditenin yüksek bir seviye koşuluna karşı uğraşı direk olmaktadır. Diğer parasal genişleme araçlarının tüketiminden sonra, geçici olarak bilançoların büyüklüğünü değiştirme eğilimiyle yeniden alım sözleşmeleri üzerinden yürütülen açık piyasa işlemlerine (open market operation-OMO) karşı merkez bankaları son çare olarak miktarsal kolaylığı gerçekleştirmeye çalışırlar. Bu sebeple, miktarsal kolaylık ekonomiye direk olarak para enjekte etmektedir. Devlet tahvilleri üzerinde buna bağlı olarak özel menkul kıymet ihraç farkı getirisi azaltmak için bir görünüm ile bankalardan uzun dönem devlet tahvili alımına odaklanmıştır. Sonuç olarak uzun dönem yatırım ve dolayısıyla toplam talebi canlandırmak, böylece fiyat istikrarını destekleyerek uzun dönem faiz oranlarını destekleme azalmıştır. Merkez bankaları özel sektöre yeni kredilerin akışını garanti etmeye gerek duyarsa, başlıca bankalardan tahvil alacaklar ve bu tür işlemlerle yaratılmış ek likidite yeni kredi açmak için bankalar tarafından kullanılacaktır.<sup>60</sup>

Kredi piyasasının tam olarak işleyemediği zamanlarda geleneksel olmayan para politikası araçlarının kullanılarak varlık alımı daha uygun görünmektedir. Bu noktada geleneksel para politikasından farkı miktarsal genişleme sürecinde alınan varlıkların daha fazla olmasıdır. Bu durumda merkez bankasının özel sektör varlıklarını alması piyasadaki likiditeyi artıracaktır.<sup>61</sup>

Krizin, ekonomilerde hissedilmeye başlamasıyla politika faizlerini neredeyse sıfır düzeyine indiren gelişmiş ülke merkez bankaları finansal işlerliği devam ettirmeye çalışmışlardır. ABD, Japonya, İngiltere ve Avrupa MB'leri daha sonra geleneksel olmayan para politikalarından miktarsal genişleme politikalarını kullanmaya başlamışlardır. Bu politikalar sayesinde piyasaya likidite sürülerek ekonomide rahatlama yaşamışlardır. Ancak gelişmiş ülkelerin uyguladıkları bu politikalar gelişmekte olan ülkelerde olumsuz sonuçlara neden olmuştur.<sup>62</sup>

---

<sup>59</sup> Santor, s.6-7.

<sup>60</sup> Perera, s.18.

<sup>61</sup> Vural, s.22.

<sup>62</sup> Hicabi Ersoy ve Gökhan Işıl, **Küresel Kriz Sonrası Merkez Bankası Para Politikaları ve Finansal Sistem Üzerine Etkileri**, İstanbul Ticaret Üniversitesi Sosyal Bilimler Dergisi, 2016, sayı:1,

Varlık alımları, özel sektör yatırımcılarına kendi varlıklarını satabileceği güvencesini verirken, piyasadaki likidite hakkındaki olumsuz havayı dağıtarak ticari hareketliliği canlandırmaktadır. Bu durum firmaların sermaye piyasalarından borçlanmalarını arttırmaktadır. Bu sayede yeni finansman kaynakları ile yeni yatırımlar yapılarak, toplam harcama arttırılmaktadır. Miktarsal genişleme politikası, merkez bankalarının bilanço büyüklüğünü etkilemektedir. Bu sebeple tüm parasal genişleme araçları tüketildikten sonra son çare olarak kullanılmaktadır.<sup>63</sup>

**Tablo 1: OMO ve QE Arasındaki Farklar**

	OMO	QE
zamanlama	düzenli olarak yürütülür	resmi oranlara sifıra yakın ya da sıfır olduğunda, yürütülen, MB'lerin nihai aracı
politika araçları	satış/alış kısa vadeli hükümet menkul kıymetleri	hükümet bonoları ve özel sektör tahvilleri daha uzun vadeli alınır
hedef	politika oranları ile birleşerek gecelik faiz oranlarını etkilemek	faiz oranlarını daha uzun vadeli düşürmek
MB bilançoları üzerinde etkisi	MB bilançoalrını geçici olarak etkiler	MB bilançoları kalıcı olarak artar

Kaynak: Perera, s.19.

Direk miktarsal kolaylık ya da kredi genişlemesi, merkez bankası tarafından varlıklarının direk satın alması ile ilgilidir. Bu uygulamalar sayesinde, merkez bankaları varlıkların vadesi gelene kadar ya da yeniden satışına kadar direk olarak tutmaktadır. Bu sebeple kendi bilançoları riskle karşı karşıya kalmaktadır. Bilançoların büyüklüğünü arttırmak için alternatif bir yol tüm piyasanın varlıkları dahilinde geçici bozulmalara karşı daha uzun vadeli banka kredileridir. Bu politika direk olarak verimler eğrisini etkilemektedir.<sup>64</sup>

### 1.5.2.3. Zorunlu Karşılık Oranı Uygulaması

Merkez Bankalarının 1980'lerden sonra faiz oranlarını yoğun olarak kullanarak, para politikasında faiz oranları büyük yer kaplamıştır. Bu sebeple zorunlu

<http://acikerisim.ticaret.edu.tr/xmlui/bitstream/handle/11467/1405/M00667.pdf?sequence=1&isAllowed=y>, (04.10.2016), s.352.

<sup>63</sup>Vural, s.23.

<sup>64</sup> Perera, s.19.



karişlikların kullanımı azalmıştır. Ancak küresel krizin yaşanması bu politikayı tekrar gündeme getirmiştir. Gelişmekte olan ülkelerde ağırlıklı olarak kullanılmıştır.<sup>65</sup>

Zorunlu karşılık, bankalar ve diğer finans kuruluşları nakit olarak ellerinde tuttıkları mevduatın kalan kısmıdır. Ülkelerin merkez bankaları tarafından belirlenen bir gereklilik olup, para arzını etkilemektedir.<sup>66</sup>

Küresel krizde makro finansal riskleri artırıcı bir unsur olarak görülen hızlı kredi büyümesi, bu durumu sürdürülebilir bir duruma getirmek ve kredi piyasasının kontrolsüz genişlemesini engellemeye yönelik bir politika aracı olarak önem kazanmıştır. Zorunlu karşılık uygulamasının bazı fonksiyonları vardır. Bunlardan, Birincisi; para arzını kontrolünde kullanılması ve merkez bankalarına likidite yönetiminde yardımcı olması. İkincisi; kısa vadeli faiz oranlarının istikrarına katkıda bulunmak. Üçüncüsü; para politikasının duruşuyla alakalı geri bildirim sağlamaktır.<sup>67</sup>

FED tarafından neredeyse 1992'den beri kullanılmayan zorunlu karşılık uygulaması, 2008 krizle birlikte şu şekilde uygulanarak geleneksel olmayan politikalarda yerini almıştır. Bankalar, kaynak harcayarak karşılık oranlarını mümkün olduğunda düşük tutmaya çalışmışlardır. Bankaların bu tutumu rezerv piyasasının bozulmasına ve federal fon oranlarının kararsızlığa neden olmuştur. Bankalar karşılık ayırmamak için hesaplarını aktarabildikleri ve karşılık gerektirmeyen bir uygulama geliştirmişlerdi. Bu uygulama toplumsal fayda sağlamamakla birlikte kullanımı maliyetli olmuştur. Bankaların bu uygulamalarına karşılık olarak, bankaları teşvik etmek için FED de bankalara zorunlu karşılıklara faiz uygulaması başlatmıştır.<sup>68</sup>

Faiz ödeme uygulaması, hem daha fazla rezerv tutulmasına hem de FED'e para arzını etkileyebileceği bir araç kazanımına neden olmuştur. Bu sayede, FED, rezervlere uyguladığı faiz oranını yükselterek bankaları fazladan rezerv tutmaya teşvik etmiştir. Bu şekilde hem para çarpanını hem de para arzını azaltabilmektedir. Ters olarak da, para arzını artırmak istediğinde rezervlere uyguladığı faiz oranını azaltarak para çarpanını artırarak yapabilmektedir. Bu şekilde politikanın önemi anlaşılmıştır.<sup>69</sup>

---

<sup>65</sup> Vural, s.29.

<sup>66</sup>Reserve Ratio, investopedia Academy.  
<https://www.investopedia.com/terms/r/reserveratio.asp>.

<sup>67</sup> Vural, s.29.

<sup>68</sup> Abel, s.599.

<sup>69</sup> Abel, s.600.

Zorunlu karşılık oranı uygulaması etkisi büyük olduğundan ve esnek bir araç olmadığı için hassas kullanılmakta, daha çok faiz oranı politikasını destekleyici bir özellik taşımaktadır.<sup>70</sup>

#### 1.5.2.4. Faiz Koridoru Uygulaması

2008 Mortgage krizinden sonra merkez bankalarını finansal istikrara da önem vermeye başlamalarıyla, faiz koridoru uygulaması da önem kazanmıştır. Avrupa, Japonya, İngiltere, Kanada, Avustralya, İsveç, İsviçre, Norveç, Romanya, Yeni Zelanda, Macaristan, Sırbistan, İzlanda, Endonezya ve Türkiye gibi çoğu ülke ekonomilerinde kullanılmaktadır.<sup>71</sup> Bu politika ile merkez bankaları uyguladıkları faizlerde yaptıkları düzenlemeler kanalıyla piyasa faizlerini, doğal olarak parasal işlemleri ve bu şekilde piyasaları ve ekonomiyi etkilemeyi çalışmaktadırlar. En etkin para politikası araçlarından biridir.<sup>72</sup>

Geleneksel enflasyon hedeflemesinde politika faizi olarak kullanılan kısa vadeli faizlerin bugünkü seviyesi ve gelecek dönemdeki seyri, piyasada parasal durumu belirlemektedir. Bu duruş dikkate alınarak bankaların kredi faizlerini belirlemelerini sağlamaktadır. Kredi kanalı da benzer şekilde çalışmaktadır.<sup>73</sup>

Faiz koridorunda üçlü faiz bulunmaktadır. Bunlar; borç verme faiz oranı, politika faiz oranı ve borç alma faiz oranıdır.<sup>74</sup>

- Borç verme faiz oranı: geçici likidite sıkışıklığında olan bir bankanın merkez bankasından kısa vadeli borçlanarak ödemeyi kabul ettiği faiz oranıdır.

---

<sup>70</sup>Vural, s.30.

<sup>71</sup> Başak Tanınmış Yücememiş, **Ufuk Alkan ve Canan Dağdır, Yeni Bir Para Politikası Aracı Olarak Faiz Koridoru: Türkiye’de Para Politikası Kurulu Faiz Kararlarının Enflasyon Üzerindeki Etkisi**, Finansal Araştırmalar ve Çalışmalar Dergisi, Cilt:7, Sayı:13, 2015, <http://dergipark.gov.tr/download/article-file/218918>, (26.04.2018) s.453.

<sup>72</sup> Mahfi Eğilmez, **Merkez Bankası Faizleri ve Faiz Politikası: Güncellenmiş Not**, 2017. <http://www.mahfiegilmez.com/2017/01/merkez-bankas-faizleri-ve-faiz.html>, (26.04.2018).

<sup>73</sup> A. Hakan Kara, **Küresel Kriz Sonrası Para Politikası**, Türkiye Cumhuriyeti Merkez Bankası Çalışma Tebliği, 2012,No:12/17, [https://www.researchgate.net/profile/Hakan\\_Kara/publication/254423678\\_Kuresel\\_kriz\\_sonrasi\\_para\\_politikasi/links/5406baf90cf23d9765a7ff2b/Kueresel-kriz-sonrasi-para-politikasi.pdf](https://www.researchgate.net/profile/Hakan_Kara/publication/254423678_Kuresel_kriz_sonrasi_para_politikasi/links/5406baf90cf23d9765a7ff2b/Kueresel-kriz-sonrasi-para-politikasi.pdf), (20.12.2017), s.10.

<sup>74</sup> Vural, s.31.

- Borç alma faiz oranı: geçici likidite fazlası olan bir bankanın, bundan faiz getirisi elde etmek amacıyla merkez bankasına bunu mevduat şeklinde yatırmasına karşılık almayı kabul ettiği faiz oranıdır.

- Faiz koridoru bu iki oran arasındaki banda verilen isimdir. Bu bandın orta noktası da politika faiz oranını anlatmaktadır.

Faiz koridoru politikası uygulaması, para piyasalarında gecelik faiz oranını hedeflenen orana yakın tutmak için kullanılmaktadır. Tam koridor sistemi ise, politikada yapılacak değişiklik sadece koridorda yapılarak uygulanmakta olup bundan başka bir açık piyasa işlemi kullanılmamaktadır. Merkez bankaları direk olarak politika faizine müdahale etmektense, faiz koridorunu daraltıp genişleterek döviz kurunu yönetmeye çalışmaktadır.<sup>75</sup>

Ülkeler kendi finansal sisteminin sebep olduğu para politikalarını etkileme şekline göre, farklı koridor sistemi uygulamışlardır. Finansal sistemin dinamik yapısı sayesinde koridor uygulamasının sınırları belirlenmektedir.<sup>76</sup>

### **1.5.2.5. Sözle Yönlendirme- Faiz Taahhüdü Uygulaması**

1990'lı yıllarla merkez bankalarında başlayan şeffaflaşma, katılımcılık, hesap verebilirlik, açıklık gibi kavramlardaki değişimi yakalamak ve uygulamaya konulacak politikaların hedeflerini kamuoyuna daha fazla duyurarak politikaların başarı oranını arttırmak amacıyla uygulanan bir politikadır.<sup>77</sup>

FED'in sözlü yönlendirme uygulamasının başarılı olduğu düşünülmektedir. FED'in federal fon oranları ile ilgili sözlü yönlendirmeden itibaren, piyasa katılımcıları oranın artmaya başlayacağını bekledikleri tarihi geri püskürtmüşlerdir.<sup>78</sup> Faiz taahhüdü politikası, politika faiz oranının belirli bir süre boyunca düşük seviyede kalacağını açık ya da üstü kapalı şekilde taahhüt edilerek beklentilerin yönetilmesi şeklinde uygulanmaktadır.<sup>79</sup> Uygulama ile toplumsal aktörlerin faiz oranına ilişkin

---

<sup>75</sup> Vural, s.31.

<sup>76</sup> Yücememiş ve diğerleri, 2015, s.454.

<sup>77</sup> Gökhan Gökgöz, **Söz'ün Ekonomi Politikası: Finansal Kapitalizm Yeni İletişim Gündemi; Sözle Yönlendirme**, Bildiriler Kitabı, LaborComm 2014 %. Uluslararası İşçi ve İletişim Konferansı, Ankara, 2014, s.106. [https://www.academia.edu/8211727/\\_S%C3%B6z\\_%C3%BCn\\_Ekonomi-Politi%C4%9Fi\\_Finansal\\_Kapitalizmin\\_Yeni\\_%C4%B0leti%C5%9Fim\\_G%C3%BCndemi\\_S%C3%B6zle\\_Y%C3%B6nlendirme\\_The\\_Political\\_Economy\\_of\\_Word\\_Financial\\_Capitalisms\\_New\\_Communication\\_Agenda\\_Forward\\_Guidance\\_](https://www.academia.edu/8211727/_S%C3%B6z_%C3%BCn_Ekonomi-Politi%C4%9Fi_Finansal_Kapitalizmin_Yeni_%C4%B0leti%C5%9Fim_G%C3%BCndemi_S%C3%B6zle_Y%C3%B6nlendirme_The_Political_Economy_of_Word_Financial_Capitalisms_New_Communication_Agenda_Forward_Guidance_.). (04.10.2016)

<sup>78</sup> Santor, s.8.

<sup>79</sup> Vural, s.27.

beklentilerini aşağı yönlü olması, varlık fiyatları ve toplum harcama yukarı yönlü olması hedeflenmektedir.<sup>80</sup>

Sözlü yönlendirme, faiz oranlarının vade yapısı ve politika oranlarının gelecek kısmının piyasa katılımcılarını beklentilerini etkileyerek, çalışır. Özellikle, merkez bankasının, politika oranı önceki belirtildiğinden daha uzun süre düşük kalacağına yönelik iletişimi güvenilirse, bu daha uzun dönem düşük faiz oranlarına işaret edecek ve LSAP'lar için tanımlanan benzer yollarla ekonomiyi etkileyecektir.<sup>81</sup>

FED, ABD ekonomisini likidite tuzağından çıkarmak ve sıfır alt sınırının neden olduğu sorunlardan kurtulmak için uyguladığı politikanın uygulaması şöyledir; İnsanların gelecekteki faiz oranına dair beklentilerini değiştirecek girişimlerde bulunmak için faiz oranlarının ne kadar süre düşük kalacağına dair düşüncelerinin işaretlerinin vererek gerçekleştirir. Bu politikayı FED 2009'da faiz oranlarını uzunca bir süre düşük tutacağını ilan ederek gerçekleştirmiştir.<sup>82</sup>

Blinder'in bu konudaki görüşü şöyledir. Gelecek politika kararları muhtemel olduğunda, çoğu merkez bankası sözlü yönlendirmenin bir kısmını kullanmaktadır. ECB, genelde 'vigilance' gibi şifre kelime şeklinde işaretleri dolaylı kullanırken, diğer merkez bankaları daha açıktır. Örneğin, The FOMC( Federal Open Market Committee- Federal Açık Piyasa Komitesi) bazen gelecek para politikasını ileri yönelik bir değerlendirmesi ile bir beyan bildirmektedir. Bu beyanlar ilk olarak Mayıs 1999 da başlamış, şuna kadar evrim geçirmiştir.<sup>83</sup>

Merkez bankaları faiz taahhüdü politikası ile özel sektörün beklentilerini yönlendirmektedir. Açık ya da üstü kapalı bir şekilde taahhüt edilebilir. Diğer Politikalarla etkili iletişim sayesinde kamuoyuna daha kolay duyurulmaktadır. Kısa vadeli faiz oranı beklentilerinin yansıması olan uzun vadeli faiz oranı bu politika ile daha iyi yönetilebilir. Politikanın etkinliği için taahhüdün güvenilir ve enflasyon beklentilerinin sabitlenmiş olması ve ekonomide belirsizlik olduğu dönemlerde daha kullanışlı olmaktadır.<sup>84</sup>

Politika üç şekilde uygulanmaktadır. Bunlar;<sup>85</sup>

---

<sup>80</sup>Gökgöz, s.106.

<sup>81</sup> Santor, s.3.

<sup>82</sup> Abel ve diğerleri, s.608-610.

<sup>83</sup> Alan S. Blinder ve diğerleri, **Central Bank Communication and Monetary Policy: A Survey of Theory and Evidence**, 2008, <https://www.nber.org/papers/w13932>, (06.10.2017), ss.21-22.

<sup>84</sup> Vural, s.28.

<sup>85</sup> Yılmaz ve Kahveci, s.11.

**Açık uçlu yönlendirme (Open-ended):** uygulanacak politikaya ilişkin niteliksel bilgi verilmektedir. Bu politika uygulaması merkez bankasına esneklik kazandırırken yanlış yorumlanma riskine de sahiptir.

**Zamana bağlı yönlendirme (Date- Contingent):** burada politikanın değişeceği zaman vurgulanır. Ancak bu politika olası bir durum karşısında belirsizliğe neden olmaktadır.

**Duruma bağlı yönlendirme (State- Contingent):** para politikasında değişime yol açabilecek ekonomik koşullara yönelik işaretler vermektedir.

Sözle yönlendirme para politikasının hedeflerinden ziyade para politikasının araçlarına odaklanmaktadır.<sup>86</sup> Politika ile gelecek para politikası hakkında bilgiler sağlayan merkez bankaları, politika faiz oranının gelecek kısmı için sayısal rehberlik duyurarak ya da daha az sayısal sözlü bildiri aracılığı ile yapabilir.<sup>87</sup>

Faiz taahhüdü politikası bazı ülkeler tarafından farklı iki şekilde tanımlanmaktadır. Bunlardan ilki, Odyssean ve diğeri Delphic.<sup>88</sup>

Odyssean sözle yönlendirme, merkez bankalarının para politika stratejilerinin kamuoyuna açıklanması ya da açıklığa kavuşması ile yapılmaktadır. Günümüze ait sayısal ekonomik şartlarda, şöyle söylenebilir: sözle yönlendirmenin Odyssean aracı aracılığıyla, merkez bankası reaksiyon fonksiyonunun ve politika hedeflerinin parametrelerini bildirmektedir. Merkez bankasının görev ve tüzüklerini yansıtan bir stratejinin kapsamı olarak merkez bankalarının faaliyetlerinde bağlayıcı olmaktadır.<sup>89</sup>

Delphic sözle yönlendirme ile, makroekonomik temellerin merkez bankası algısı hakkında bilgi vermektedir. Delphic Uzmanlarının görüşü, böyle bir iletişim mevcut bilgi göz önünde bulundurulduğunda gelecek olayların beklentileri ortaya çıkmaktadır. Bu araç ile politikanın beklenen kısmı bir şart göstermektedir. Sonuç olarak merkez bankası tarafından koşullu sözle yönlendirme ifadeleri Delphic araçlarının genel bir çıkarımı olmaktadır.<sup>90</sup>

---

<sup>86</sup> Wouter Den Haan, **Introduction, Forward Guidance Perspectives From Central Bankers, Scholars and Market Participants**, 2013, <https://voxeu.org/content/forward-guidance-perspectives-central-bankers-scholars-and-market-participants>, (21.12.2016), s.1.

<sup>87</sup> Haan, s.2.

<sup>88</sup> Haan, s.2.

<sup>89</sup> Peter Praet, **Forward Guidance and The ECB**, Forward Guidance Perspectives From Central Bankers, Scholars and Market Participants, (Ed. Wouter Den Haan), 2013, s.2.

<sup>90</sup> Praet, s.3.

## 1.6. GELENEKSEL PARA POLİTİKALARI İLE GELENEKSEL OLMAYAN PARA POLİTİKALARININ KARŞILAŞTIRILMASI

Geleneksel para politikası ile bankalar arası para piyasasında gecelik faiz oranı belirlenerek ve açık piyasa işlemleri aracılığıyla bu hedef orana merkez bankası para arzını ayarlanarak hareket edildiğini önceki bölümlerde bahsetmiştik. Merkez bankasının bilançosunun riskle karşılaşma oranını en aza indirmek için likidite sağlamak işlemleri dolaylı olarak gerçekleşmektedir. Yani normal zamanlarda, Merkez Bankası direk olarak özel sektöre ya da devlete borç vermemekte veya devlet tahvilleri, kurumsal borçlar ve diğer borçlanma araçlarının doğrudan alımını yapmamaktadır. Faiz oranlarını seviyelerini belirleyerek, para piyasasındaki likidite koşulunu yönetmekte ve bu sayede fiyat istikrarı hedefini uygulamaktadır.<sup>91</sup>

Bir ekonomide yaşanan güçlü bir ekonomik şok, faiz oranlarının sıfıra indirilmesini gerektirebilir. Ancak nominal faiz oranlarının daha fazla düşürülmesi mümkün olmamaktadır. Bu sebeple parasal teşvik geleneksel olmayan politikalar aracılığıyla yapılmaktadır. Geleneksel olmayan yöntemler ile likidite sağlamak için; orta ve uzun vadeli faiz oranı beklentilerini rehberlik ederek, merkez bankası bilançosunun yapısını değiştirerek ya da büyüklüğünü genişleterek yapılmaktadır. Ek olarak para politikası aktarım süreci ciddi oranda bozulursa da politika faiz oranı sıfırın üzerinde olsa bile alışılmadık para politikaları kullanılabilir.<sup>92</sup>

Geleneksel politikalar ile geleneksel olmayan politikalar arasındaki araç farklılıkları şu şekildedir. Geleneksel politika aracı, faiz oranlarının merkez bankasının kontrolünde olmasıdır. Geleneksel olmayan politika ise, şuanda ya da gelecekte Merkez Bankasının faiz oranını değiştirmesi üzerindeki işlemde bağlı olmayan herhangi bir türüdür. Geleneksel olmayan politikalar miktarsal kolaylık ve kredi kolaylığı politikalarının çeşitli türlerini içeren bilanço politikasına dahil araçlardır. Ayrıca, genellikle daha fazla krediye erişim teşviki ve acil borç verme programlarını da içermektedir. Bu sayede nominal faiz oranlarında herhangi bir değişiklik yapmadan, acil bir kolaylık sağlanmaktadır. Son olarak, geleneksel olarak tanımlanan

<sup>91</sup> Lorenzo Bini Smaghi, **Conventional and Unconventional Monetary Policy**, Geneva, 2009, <https://www.bis.org/review/r090429e.pdf>, (23.10.2018), s.1.

<sup>92</sup> Smaghi, 2009, s.5.

faiz oranlarının ileriki kısmı hakkında verilen bilgi ile geleneksel olmayan para politikalarından olan sözlü yönlendirme politikasına uyarlanmaktadır.<sup>93</sup>

**Tablo 2: Son Zamanlarda Merkez Bankalarının Genişleyen Rolü**

GELENEKSEL POLİTİKALAR	PARA POLİTİKASI ARAÇLARI	İHTİYADİ POLİTİKA ARAÇLARI
<ul style="list-style-type: none"><li>• Fiyatlara odaklanır</li><li>• Varlık fiyatlarını ve finansal şartları etkilemek için dolaylı yaklaşır</li><li>• Çok kısa dönemde direkt etki sadece bankalar arası piyasada</li></ul>	<ul style="list-style-type: none"><li>• Politika faiz oranları</li><li>• Rezerv gereksinimleri / nakit rezerv oranları</li></ul>	<ul style="list-style-type: none"><li>• Sermaye gereksinimleri</li><li>• Likidite gereksinimleri</li></ul>
GELENEKSEL OLMAYAN POLİTİKALAR	MERKEZ BANKASI BİLANÇO ARAÇLARI	
	YURTIÇİ FİNANSAL PİYASALARDA MÜDAHALE	DÖVİZ PİYASALARINDA MÜDAHALE
<ul style="list-style-type: none"><li>• Fiyatlardan miktara odak değiştirir</li><li>• Finansal piyasalarda direkt müdahale</li></ul>	<ul style="list-style-type: none"><li>• Vadeli bankalararası piyasa</li><li>• Devlet tahvil piyasaları</li><li>• Kredi piyasaları</li><li>• Mortgage piyasaları</li></ul>	<ul style="list-style-type: none"><li>• Döviz müdahalesi</li><li>• Rezerv birikimi</li><li>• Para birimi swap düzenlemeleri</li></ul>

Kaynak: Perera, s.11.

Tablo 2’de, politikaların piyasaya müdahale şekilleri ve amaçları arasındaki farklılıklar açık olarak görülmektedir.

Özet olarak, geleneksel olmayan para politikası uygulamalarının gerekliliği nedeni; büyük bir ekonomik şok, parasal aktarım mekanizmasının bozulması ve fiyat istikrarının hedeflendiği sektörlerde kullanılan Taylor Kuralı’nın işlevliğini kaybetmesidir.<sup>94</sup>

<sup>93</sup> Kevin D. Sheedy, **Conventional and Unconventional Monetary Policy Rules**, London School of England, 2016, <http://personal.lse.ac.uk/sheedy/papers/ConventionalAndUnconventionalMPRules.pdf>, (23.10.2018), s.5.

<sup>94</sup> Halil Tunali ve Yusuf Yalçınkaya, s.63.

## İKİNCİ BÖLÜM

### DÜNYA EKONOMİSİNDE GELENEKSEL OLMAYAN PARA POLİTİKASI UYGULAMALARI

#### 2.1. 2008 KÜRESEL FİNANS KRİZİ

2008 yılında ABD'de bir krizin varlığının kabul edilmesinin ardından küresel boyutta diğer ülke ekonomilerine sıçraması da çok uzun sürmemiştir. Mortgage kredisinde oluşmaya başlayan bozukluklar kısa sürede likidite krizine dönüşmüştür. ABD'de bankaların ve sigorta kuruluşlarının iflas istemleri ya da krizin etkilerini hafifletebilmek için bankaların birleşme yoluna gitmeleri, krizin ne kadar etkili olduğunu göstermektedir.

Peki nedir bu Mortgage krizi?. Günümüzde yaşanan her şeyin bir sebep-sonuç ilişkisine bağlı olması nedeniyle, Dünya'nın yaşadığı en büyük kriz olarak adlandırılan, ABD mortgage kredi krizini anlamak için kriz öncesi dönemin incelenmesi gerektiğini düşünmekteyim. Bu sebeple bu bölümde ilk olarak kriz öncesinde ABD'nin ekonomik ve politik durumu ile krizin ABD ve Avrupa'daki etkisi incelenecektir. Daha sonra, bu bölgelerin kriz sürecinde uyguladıkları politikalar anlatılacaktır. Bölümün son konusu olarak, krizin hafifletilmesi için uygulanan politikaların yetersiz kalması sonucu kullanılmaya başlanan geleneksel olmayan para politikaları yine bu bölgeler üzerinden tanıtılacaktır.

##### 2.1.1. Kriz Öncesi Amerikan Ekonomisi

Soğuk savaşın bitmesinin ardından, 1990'ların başında ABD'de bütçe açığı büyük bir sorun haline gelmiştir. Her ne kadar George H. W. Bush'un seçim kampanyası sırasında yürüttüğü en önemli politikası olan "vergi yok" ifadesi olsa da, bütçe açığı sebebiyle bu politikasını gerçekleştiremez olmuştur. Ve 1993 yılında koltuğunu Bill Clinton'a devretmek zorunda kalmıştır.<sup>95</sup> 1993 yılında başkan olan Bill Clinton'un önünde bütçe açığı önemli bir sorun olan, büyüme oranlarının düşük

---

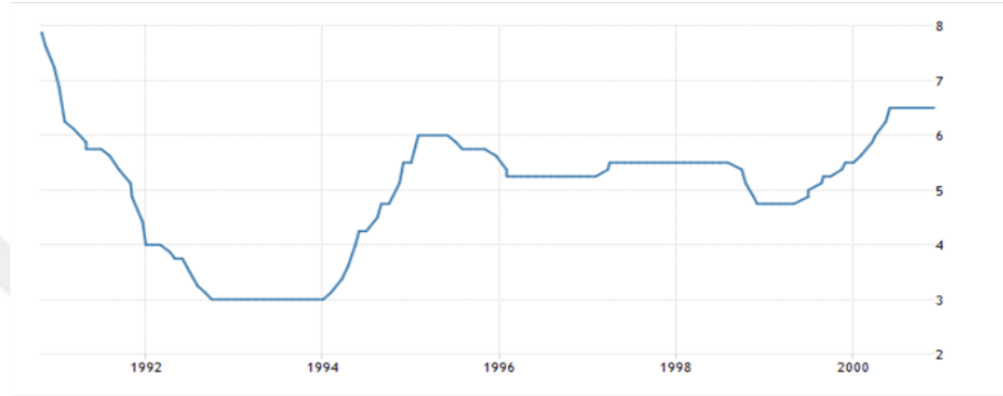
<sup>95</sup> Amerika Birleşik Devletleri Ülke Rehberi, Ekonomi,  
<http://www.dilokulubul.com/ulkeler/amerika/eknomi.asp>, (08.03.2017).



olduğu, 1991 yılında durgunluğun yaşandığı, bu yılda ABD ekonomisi % 0,20 küçülmüştür.

Şekil 1'de 1990 yılında yüzde 8 puan olan faizi, FED bu yıl içinde yüzde 7 puana indirmiştir. Durgunluğun yaşandığı yılda,1991, arka arkaya 10 kez faizi düşürerek yüzde 4 ile yılı tamamlamıştır. 1992 yılında yüzde 0,25 ve 0,50 indirimler yaparak faizi yüzde 3'e indirmiştir.

**Şekil 1: Federal Fon Oranları**



Kaynak: tradingeconomics

Clinton'un temel politikasını bütçe açığına kapamaya yönelik önemlerin alınması oluşturur. Bu amaçla yeni vergiler konulmuştur. Bu dönemde Clinton'un bazı avantajları vardır. Bunlardan biri; soğuk savaşın bitmesi sebebiyle askeri harcamaların azaltılabilmesi ve bu harcamaların teknoloji gelişimine yönlendirilerek ekonomik bir büyümenin sağlanabilir oluşudur. ABD uzun yıllardır alışılmadık bir mali pozisyona 1998 yılında ulaşmış ve aynı yıl bütçe açığı ortadan kalkmıştır. Yıllar süren bütçe açıkları döneminden sonra 1998 mali yılında 69 milyar ABD Doları bütçe fazlası verilmiştir.<sup>96</sup>

1990 yılına 1,9 büyümeyle başlayan ABD'nin 1991 yılındaki büyümesi yüzde 0,20 gerçekleşmiştir. 1992 yılından itibaren 1998-1999 yılı arasında giderek büyüyen bir patlama yaşamıştır. 1990'ların başında durgunluğun sone ermesiyle başlayan satın alma salgını 1998'e kadar devam etmiştir. Clinton'un başkanlığı sırasında ekonomideki büyüme havasının da etkisiyle devasa şirket evlilikleri gerçekleşmiştir. Hükümet küreselleşme sürecini de desteklemiş, bu amaçla ticaret

<sup>96</sup> Birol Kovancılar, **ABD'de Bütçe Açık ve Fazlaları: Tarihsel Bir İnceleme**, Celal Bayar Üniversitesi İ.İ.B.F. Yönetim ve Ekonomi, Cilt:20, Sayı:2, 2013, <http://dergipark.gov.tr/download/article-file/146135>, (09.03.2017),nss.75-76.

ürünlerine konulan tarifeler düşürülmüş ve çok uluslu şirketler desteklenmiştir.<sup>97</sup> Bu dönemde Clinton'un aldığı önlemlerin büyük etkisi olduğu düşünülmektedir.

**Şekil 2: ABD'DE GSYİH Büyüme (yıllık %)**



Kaynak: worldbank.org, Grafik ABD'yi göstermektedir.

ABD ekonomisinde durgunluğun yaşandığı dönem olan 1991-1992 yılı arasında işsizlik oranı oldukça yükselerek yüzde 7,6 olmuştur. Bu dönemde sonra hızlı bir büyümenin yaşandığı 1992-1999 yılları arasında işsizlik oranında önemli ölçüde bir düşüş yaşanmıştır. En düşük olduğu yüzde 4,1 ile 2000 yılı olmuştur.

**Şekil 3: ABD İşsizlik Oranı**



Kaynak: tradingeconomics.com

Amerikan ekonomisi 2000 yılının son çeyreğinde 1990'lar boyunca yaşanan olumlu havanın sonunun geldiğini gösteren işaretler vermeye başlamıştır.<sup>98</sup> Yeni

<sup>97</sup> www.dilokulubul.com

<sup>98</sup> www.dilokulubul.com

başkan George W. Bush Ocak 2001'de bütçe fazlalarının vergilerin azaltılması için kullanılması doğrultusunda planlarla Washington'a gelmiştir. Kısa sürede bir grup vergi indirimi yasasını kongreden geçirmişlerdir. Bunun ardındaki destek noktası enformasyon teknolojileri sektöründeki hızlı büyümenin 2000'lerin başında yerini bir ekonomik çöküşe bırakması ve ekonominin ve sermaye piyasalarının bundan oldukça olumsuz etkilenmesidir. Vergi kesintileri bu sorunu çözecek bir araç olarak görülmüştür. Ardından 11 Eylül 2001'de yaşanan terörist saldırılar da bu tarihten sonraki yılların bütçenin bileşkesini etkilemiş, ikisi birleştiğinde vergi kesintileri, bütçe açıkları ve gevşek para politikası dönemin özellikleri arasına girmiştir.<sup>99</sup> Bu dönemden itibaren uygulanmaya başlanan para ve maliye politikaları, 2008 yılında kabul edilmek zorunda kalınan küresel krizin tohumlarını atmaya başlamıştır. Küresel anlamda mortgage krizi olarak bilinen krizin nasıl oluşmaya başladığı diğer başlık altında incelenecektir.

### **2.1.2. Mortgage Krizi Dönemi**

Krizin yaşandığı dönem, birincisi içinde geliştirdiği dinamiklerle krize neden olan Amerikan ekonomisi ve ikincisi olarak, bu krizin birçok kanalla etkiledi Avrupa bölgesi olarak iki başlık altında incelenecektir.

#### **2.1.2.1. Krizin Amerika'ya Etkisi**

Amerika siyasetinde, Bush döneminin ikinci yılı olan 2002'den itibaren bütçe açığı verilmeye başlamıştır. Bu dönemde, kısa vadeli faiz oranlarını düşük tutan politikalar uygulanarak düşük gelirli ailelerin konut sahibi olmalarına çalışılmış ve böylece ekonomik canlılık sağlanmaya çalışılmıştır. Ve bu amaçla, 40.000 düşük gelirli ailenin konut sahibi olmasını sağlayacak Amerikan Rüyası Peşin Ödeme Fonu Kanununu 2003 yılında imzalanmıştır.<sup>100</sup> Kredilerin maliyetinin azalmasıyla konut satın almak avantajlı hale gelirken, tüketim harcamaları artmış ve bireysel tasarruflar azalmıştır. Özellikle, alt ve orta grup gelire sahip kişiler değişken faizli konut

---

<sup>99</sup> Kovancılar, s.76

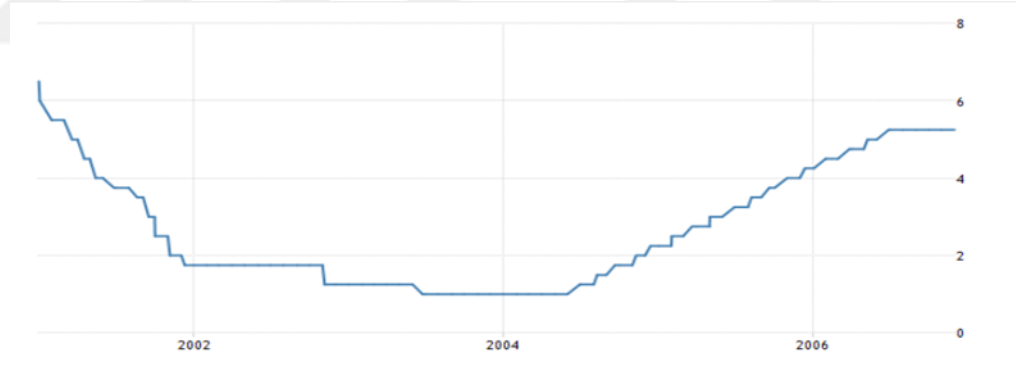
<sup>100</sup> Bankacılık Düzenleme ve Denetleme Kurumu Çalışma Tebliği, ABD Mortgage Krizi, Sayı:3, 2008, (3.03.2017), s.16.

kredilerine büyük talep göstermiş, konut talebinin artması ile birlikte konut fiyatları hızlı bir şekilde yükselmeye başlamıştır.<sup>101</sup>

FED, politika faiz oranlarını uzun bir dönem boyunca oldukça düşük tutması hem kredi patlamasına, hem de konut fiyatlarında aşırı bir şişkinliğe neden olurken, bazı finansal kuruluşları daha çok kar edebilmek için daha çok risk almaya yöneltmiştir. Bankalar da daha fazla kredi kullanılabilmek için, riskli olarak görülen alt ve orta grup gelire sahip kişilere kapsamlı bir değerlendirme yapmadan kredi vermiş, verilen kredilerden doğan alacaklarını da teminat göstererek, emlak tahvilleri çıkarıp bunları daha yüksek faizle, riskli yatırımlardan yüksek karlar elde etmeyi hedefleyen Hedge fonlara satmışlardır. Hedge fonlardan gelen kaynaklar da yeniden kredi olarak riskli kişilere dağıtılmıştır.<sup>102</sup>

Şekil 4'te 2001 yılı başından 2006 yılının sonuna kadar olan dönemin faiz oranları gösterilmektedir. 2001 yılı başında yüzde 6 olarak belirlen FED faizi, aynı yıl içinde 11 kez düşürülerek yüzde 1.75 puan olarak belirlemiştir. 2002'de yüzde 1,25'e ve 2003'te 1'e düşürmüştür.

**Şekil 4: FED Faizi**



Kaynak: tradingeconomics.com

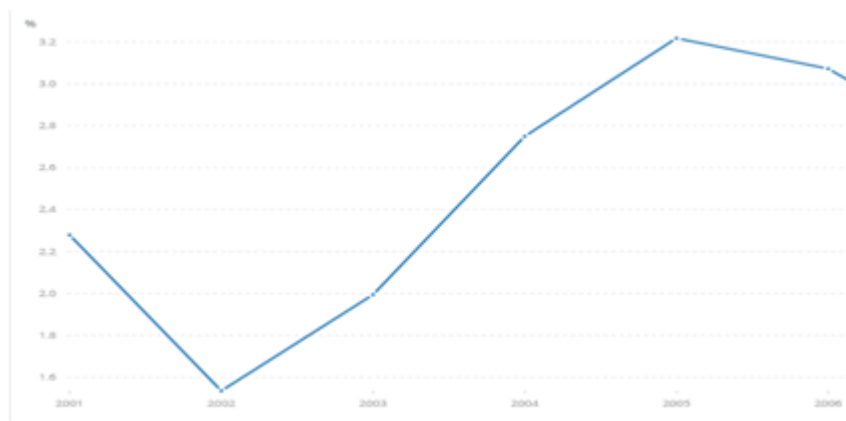
Faiz oranları hükümet politikalarıyla uyum içinde seyretmiştir. Ancak konut fiyatlarının artması ve enflasyonun düşürülmesi amacıyla 2004 yılında faiz oranı yüzde 1'den 2.25'e, 2005 yılında yüzde 4.25'e ve 2006 yılında yüzde 5.25'e yükseltilmiştir. Mortgage kredilerinin neden olduğu kriz sürecinin tam da bu noktada başladığını söyleyebiliriz. FED'in enflasyon oranındaki artışa paralel olarak 2004-2006 yılları arasında federal fon oranlarını 17 kez artırması sonucu subprime mortgage

<sup>101</sup> Vural, s.3

<sup>102</sup> Vural, s.3

kredilerinin geri ödenme yükünü de arttırmıştır. Bu nedenle kredi sahipleri açısından geri ödemek yapmak zorlaşmıştır.<sup>103</sup>

**Şekil 5: ABD Enflasyon Oranı (yıllık %)**



Kaynak: Worldbank.org

Enflasyon oranını düşürmek adına uygulanan politikalar, şekil 5'te görülebileceği gibi bir miktar düşürmüştür. FED' in müdahalesi sonucunda, doygunluk seviyesine ulaşan konut piyasası durgunluk içine girmiş ve konut fiyatları düşmeye başlamıştır. Konut fiyatlarındaki düşüş ve FED' in faiz artırımı politikaları, özellikle değişken faizli kredi alan ve konut fiyatlarındaki artışa güvenenleri zor duruma sokmuş, gelirleri konut fiyatlarının düşmesiyle azalan konut sahipleri kredi ödemelerini yapmakta zorlanmaya başlamıştır. Verilen kredilerin geri dönmemesi bankaların kaynak sıkıntısına girmelerine neden olmuş, finansal piyasalarda oluşan güvensizlik sonucu bankaların birbirine borç vermeyi kesmeleri ile mali sistem durma noktasına gelmiştir.<sup>104</sup>

Peki ne olmuştur da, asıl amacı ekonomiyi canlandırmak olan uygulamalar dünyanın en büyük krizine sebep olmuştur. Nedir mortgage piyasası? Mortgage piyasası, mortgage kredilerinin düzenlendiği birincil piyasalar ile bu kredilere dayalı menkul kıymetlerin alınıp satıldığı ikincil piyasalardan oluşmaktadır.<sup>105</sup> ABD'de konut piyasasını büyütme ve düşük gelirli konut sahibi yapmak için 1938' te Fannie Mae kurulmuştur. Bu şirketin görevi, ipotekli konut kredisi satan finansal

<sup>103</sup> Zeynep Karaçor, Volkan Alptekin ve Korhan Gökmenoğlu, **Finansal Kriz Üzerine Öngörülebilirlik ve Politikalar**, Çizgi Kitapevi, 2012, s.159.

<sup>104</sup> Vural, 2013, s.4

<sup>105</sup>BDDK Çalışma Tebliği, 2008, s.3

kurumlardan bu kredileri satın alıp, konut kredisi satan finansal kuruma yeni krediler yaparak büyük bir şirket haline gelmiştir. Bunu da belirtmek gerekiyor, bu şirket sadece prime kesimin kredilerini almıştır. 1968' Fannie Mae iki bölünmüş ve özelleştirilmiştir. Yeni şirketin adı Ginnie Mae'dir. Bu şirket savaş gazilerine ve benzeri gruplara devlet garantisiyle konut kredi açmak amacıyla kurulmuştur. 1970'te tekrar ABD destekli Freddie Mac kurulmuştur. Bu şirketin amacı ise, eski usul ipotekli konut kredilerini menkul kıymete dönüştürüp yeniden pazarlamak ve özelleştirilen Fannie Mae'ye rakip olarak bu piyasada rekabeti geliştirmektir. Aynı yıl Ginnie Mae ipotekli konut kredisine dayanan menkul kıymet çıkarmaya başlamıştır. Fannie Mae'de onu takip etmiştir. Yani konut kredisi açan finansal kurumlardan aldıkları konut kredilerini, bu sefer yeni bir mali varlık haline dönüştürmüşlerdir. Bu yeni mali varlıkları tasarruf sahiplerine satmışlardır. Bu uygulama nedeniyle risk dağılmaya başlamıştır. Ancak piyasaya yeni konut kredilerine dönüştürmek için daha fazla nakit para sağlamışlardır. 1980'lerin başına gelindiğinde Freddie Mac yeni bir ürün geliştirmiştir. Teminatlandırılmış ipotekli konut kredisi yükümlülüğü (CMO). Bu ürünün özelliği, bunları satın alan yatırımcılara, farklı önceliklere göre ödeme yapılmasıdır. Konut kredisi borcu ödendikçe, önce ilk gruptakiler paralarını alacaktır. Bu süreçte ödeme yapıldıkça herkes kazanmıştır. Konut kredisi alan konut sahibi olmuştur. Krediyi ilk açan banka bir komisyon alarak kredi sattığından riski kalmamıştır. Giderek daha çok kredi açmak çekici hale gelmiştir. Bu şirketlerin çıkardığı menkul kıymetleri alanlar da farklı ve çok sayıda konut kredisine dayanan bir menkul kıymet almış olduklarından karlıdırlar. Bu şekilde konut piyasasına daha fazla nakit girişi olmuştur. Devlet destekli bu şirketlerin garantisi ile konut kredisine dayalı menkul kıymet pazarlayan finans kurumları da kârlıdır. Bu sistemin büyük bir başarı sağlaması başka finansal kurumların da sisteme dâhil olmak istemelerine neden olmuştur. Bu durumdan itibaren krizin tohumları bitmeye başlamıştır. 2003 yılında Fannie Mae ve Freddie Mac'in pazarın %76 oluştururken Wall Street şirketlerinin payı %24 civarındadır. 2006 yılına gelindiğinde bu iki şirketin payı %43'e düşerken, Wall Street'tekilerin payı % 57'ye yükselmiştir. Bu şirketlerin bazıları; Lehman Brothers, Bear Stearns, Wells Fargo, JP Morgan, Gold-man Sachs, Bank of America<sup>106</sup> 1930'ların sonlarında beri uygulanmasında sorun yaşanmamasının nedeni bu kredilerin prime gruptakilere verilmesidir. Wall Street'teki şirketlerin sisteme dâhil olmasından

---

<sup>106</sup> Fatih Özatay, **Finansal Krizler ve Türkiye**, Doğan Kitap, 5. Baskı, 2016, s.114,115,116.

sonra geri ödenmesi daha riskli olan Alt A ve Subprime krediler verilmeye başlanmıştır. Wall Street şirketlerinin piyasaya girmesiyle ve eşik altı kredilerin açılması beraberinde yeni ürünleri ortaya çıkarmıştır. Bu ürünlerin bazı kısıtlamaları olarak her türlü mali varlığı satın alamamasıdır. Bu kısıtlamayı aşmak için riskli mali varlıkları paketleyerek, CMO'larda olduğu gibi farklı risk gruplarına bölümlenmiş ve farklı yatırımcılara pazarlanmış yeni ürünler çıkarmışlardır. Teminatlandırılmış Borç Yükümlülüğü (Collateralized Debt Obligation: CDO). Bu ürünün kredi değerliliği, alabilecekleri riskler sınırlandırılmış olan kurumsal yatırımcılara satılmıştır. Daha riskli olanlar zengin fonları gibi yüksek riski kabullenenlere satılmıştır. CDO'nun dayandığı varlığa dayalı menkul kıymetin arkasındaki konut kredilerinin anapara ve faiz ödemeli geri döndükçe, önce CDO'nun en üst grubundan satın alınanların paraları ödenmiş, sonra sırasıyla diğerleri paralarını alabilmiştir.<sup>107</sup>

ABD mortgage piyasasında özellikle Subprime ve değişken faiz oranlı mortgage kredilerinin nakit akışlarının bozulması, bu piyasayla ilişkili menkul kıymet piyasalarını da etkilemiştir. Subprime kredilerinin özü gereği riskli krediler grubunda yer almasına rağmen bu riskler yokmuş gibi bu tür kredilerin kullanılmasıyla sistem sorun çıkarmaya başlamıştır. Riski yüksek kişilere daha yüksek faiz oranları ile mortgage kredisi kullanılmış, faiz oranlarının yükselmesi ile faiz yükü artmış neticede faiz ve anapara ödemelerinde aksaklıklar baş göstermiştir.<sup>108</sup>

Subprime mortgage kredileriyle başlayan kredi krizinin büyüyerek diğer kredi türlerini de etkisi altına alması, mortgage piyasasının tamamının etkilenmesine neden olmuştur. Konut fiyatlarındaki balon artışlar piyasada asimetric bilgiye neden olmuş, kredi kullanıcılarının yanlış yönlendirilmesine yol açmış ve konut satın almanın bir yatırım aracı olarak algılanmasına neden olmuştur. Oysaki ABD hükümetinin amacı, düşük gelirli aileler ile azınlıklara konut edinme kolaylığı sunmaktır. ABD hükümetinin yoğun desteği nedeniyle düşük gelirli gruplar konut alım satımı yoluyla kar elde etme beklentisine girmiştir. Ancak, sorunlu kredi sayısındaki artış nedeniyle konut piyasasında oluşan arz fazlalığı konut fiyatlarını düşürmüştü ve konut satışları da yapılmaz hale gelince likidite sorunu ortaya çıkmıştır.<sup>109</sup>

Şekil 6'da ABD' de konut piyasasındaki konut satışı gösterilmektedir. 2000 yılı ile 2010 Haziran ayına kadar olan dönem dikkate alınmıştır. FED' in faizi düşürdüğü

---

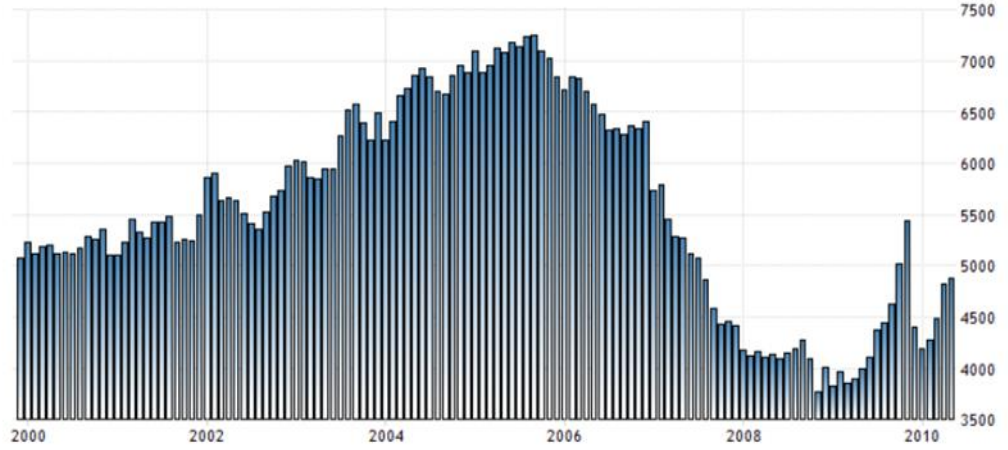
<sup>107</sup> Özatay, 2016, s.122.

<sup>108</sup> BDDK Çalışma Tebliği, 2008, s.4.

<sup>109</sup> BDDK Çalışma Tebliği, 2008, s.5.

yıllarda konut satışında hızlı bir artış vardır. 2004 yılında yüzde 1 olan faiz oranları 2006 yılına kadar yüzde 5,25'e yükseltilmiştir. FED' in bu müdahalesi sonucu, doyumluk seviyesine ulaşan konut piyasası durgunluk içine girmiş ve konut fiyatları düşmeye başlamıştır.<sup>110</sup>

### Şekil 6: ABD Konut Satışı



Kaynak: tradingeconomics.com

FED 2006 yılında yaptığı açıklamada mortgage piyasasında verilen kredilerin kalitesinin bozulduğunu kabul etmiştir, ancak bunun bir kriz olmadığını eklemiştir. Bu dönemde FED zorunlu olmadıkça düzenleyici otoritelerin müdahalelerinin en son aşama olması gerektiği savunmuştur. Kredi piyasasında bir daralma yaşanmaması amacıyla gerekli denetim ve düzenlemeler yapılmamış piyasanın kendiliğinden dengeye gelmesi yönündeki beklenti mortgage kriziyle sonuçlanmıştır.<sup>111</sup>

12 Mart 2007'de ülkenin en büyük ikinci ipotekli kuruluşu olan New Century Financial Corporation'ın iflas isteminde bulunması krizin üstündeki perdeyi kaldırmış, Freddie Mac ve Fannie Mae'in hisse senetlerinin %70'lere varan oranlarda değer kaybetmesi de krizi iyice derinleştirmiştir. Eylül 2008'de ABD hükümeti bu iki kuruluşu el koymuş, mali kriz de hızını artırmaya başlamıştır. Bu ay içinde FED, ABD'nin en büyük sigorta şirketi olan Amerikan Uluslararası Grup (AIG)'a mali yardımda bulunmuş, 158 yıllık yatırım bankası Lehman Brothers iflas etmiştir. Yatırım bankalarının zor duruma düşmelerinde, sermayelerine göre çok fazla borçlanmaları, ipotekli konut kredileriyle bağlantılı riskli menkul kıymetlere büyük

<sup>110</sup> Vural, s.4.

<sup>111</sup> BDDK Çalışma Tebliği, 2008, s.6.



yatırımlar yapmaları ve etkin olmayan risk yönetimi uygulamaları etkili olmuştur. ABD'nin mortgage kredilerinden dolayı başlayan kriz, bir süre sonra likidite krizine dönüşmüştür. Piyasadaki risklerin dağıtılması sonucu başta Avrupa olmak üzere tüm dünyaya yayılmıştır. Küresel boyuttaki bu yayılma dünya ekonomilerindeki üretim, büyüme, işsizlik ve güven endeksleri üzerinde yıkıcı bir etki yaratmıştır. Birçok gelişmekte olan ülke borsaları düşmüş, ulusal paralar değer yitirmiş, ülke tahvil ve bonolarında risk primleri yükselmiş, aynı zamanda bu ülkelere olan yabancı sermaye akımları önemli ölçüde azalmıştır.<sup>112</sup>

Küresel ekonomik büyüme IMF'nin Dünya Ekonomik Görünümü (WEO)'ne göre, ABD'nin konut piyasasının bazı kısımlarındaki zorluklar ve dünya finans piyasasında son zamandaki volatilitelere rağmen, 2006'da güçlü bir performans ile yüzde 5,4'ten, 2007 ve 2008'de yüzde 4,9'a yönelecektir. IMF'nin büyüme tahminleri Tablo 3'de gösterildiği gibidir. Ancak krizin hissedilmeye başlamasıyla birlikte ve tüm dünyada büyümeden ziyade küçülme yaşanmıştır.<sup>113</sup>

**Tablo 3: IMF'nin Ünelere Göre Büyüme Tahminleri**

	<b>2006</b>	<b>2007</b>	<b>2008</b>
<b>Dünya çıktısı</b>	5,4	4,9	4,9
<b>Birleşik Devletler</b>	3,3	2,2	2,8
<b>Euro Bölgesi</b>	2,6	2,3	2,3
<b>Almanya</b>	2,7	1,8	1,9
<b>Japonya</b>	2,2	2,3	1,9
<b>Afrika</b>	5,6	6,3	5,8
<b>Çin</b>	10,7	10,0	9,5
<b>Hindistan</b>	9,2	8,4	7,8

IMF, Dünya Ekonomik Görünümü Büyüme Tahmini

Kaynak: <https://www.imf.org/en/search#q=11%20april%202007&sort=relevancy>

ABD'nin büyüme oranı 2008 yılında negatife dönmüştür. En düşük seviyeyi 2009 yılında yaşamıştır. Ardından 2009 yılı sonunda toparlanmaya başlamıştır. Krizin

<sup>112</sup> Vural,2013, s.4-5.

<sup>113</sup> IMF Survey, Cilt:36, Sayı:6, 11.04.2007,

<https://www.imf.org/external/pubs/ft/survey/survey07.htm>, (18.03.2017), s.84.

dünya ekonomilerine yayılması nedeniyle, genel olarak Dünya ekonomilerinde birkaç aylık gecikmeyle 2008 yılının sonuna doğru negatife düşmüştür.

**Şekil 7: ABD Büyüme Oranı (yıllık %)**



(yeşil çizgi Dünya'yı, Mavi çizgi Birleşik Devletleri'ni göstermektedir.)

Kaynak: workbank.org

Ekonomik büyüme mortgage krizinden olumsuz yönde etkilenmiştir. Özellikle inşaat sektörünün katma değeri talep daralmasıyla 2006 yılında yüzde 6 düşmüş, 2007 yılında krizin etkisiyle de yüzde 12 azalmıştır.<sup>114</sup> 2004- 2005 yıllarında düşme eğilimine giren işsizlik oranında krizle birlikte önemli artışlar olmuştur. Yatırım oranı azalırken kamu borcu artmıştır.<sup>115</sup> 2007- 2009 yıllarında yoğun bir şekilde yaşanan ve büyük resesyona olarak adlandırılan krizin etkisiyle düşen vergi gelirleri ve artan bütçe harcaması 2009 yılında 1,4 trilyon dolarlık rekor seviyesine ve GSYİH' nin yüzde 10'una kadar yükselmiştir.<sup>116</sup> Enflasyona müdahale etmek için faizleri yükselten FED 2006 yılında yüksek faiz politikasıyla enflasyonu yüzde 2,5'e kadar düşürmüştür. Fakat 2007 yılında yüksek faize rağmen enflasyon dizginlenememiş ve enflasyon oranı yüzde 4,1'e yükselmiştir. 2008 yılında TÜFE'nin artışıyla birlikte tüketici güven endeksinin düşmesi ABD ekonomisinde enflasyon önemli bir sorun haline gelmiştir.

Ekonominin resesyona girmemesi için FED'in yaptığı faiz indirimlerine rağmen enflasyon baskısı 2008 yılının ilk iki çeyreğinde de devam etmiştir. İşsizliğin ve enflasyonun aynı anda yükselmesi ve dünyada özellikle hammadde fiyatlarında hızlı artış ve ülkede meydana gelebilecek talep daralmasıyla resesyondan ziyade

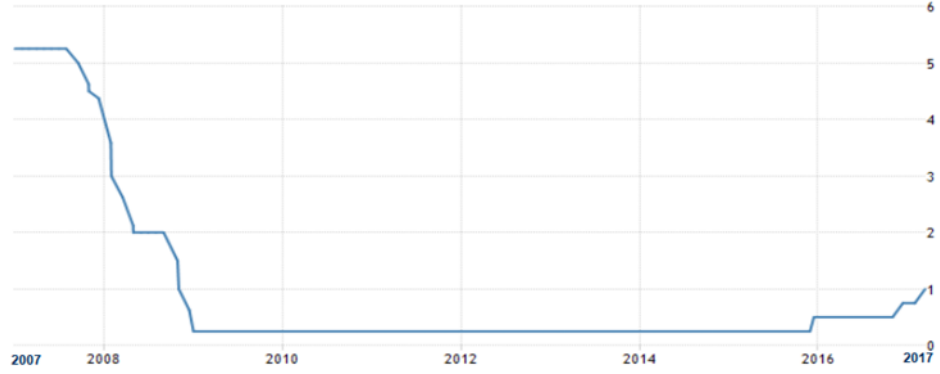
<sup>114</sup> BDDK Çalışma Tebliği, 2008, s.33.

<sup>115</sup> Vural, s.6.

<sup>116</sup> Kovancılar, s.81.

stagflasyon yaşanabileceği düşünülmüştür. Bu dönemde FED faizi yüzde 2'ye indirmiştir.<sup>117</sup>

### Şekil 8: FED Faiz Oranı



Kaynak: Tradingeconomics.com

FED'in faiz oranları indirimi, iskonto penceresinden kullandıracağı krediler için geçerli olan faiz haddinde yapılmıştır. Bu sayede, mali kurumlara açılan kredilerin faiz oranı 0,5 puan düşürülerek yüzde 5,75 olmuştur. Bu kredilerin vadesi 30 güne kadar çıkarılmış ve krediyi alan isterse bu vadenin yenilenebileceğini belirtmiştir.<sup>118</sup> Dolayısıyla, likidite ihtiyacında olan mali kurumların artık hem vade bitiminde yeniden borçlanabileceklerine hem de bu borcun maliyetini kestirmelerini sağlamaya çalışmıştır. FED açtığı bu kredilere gösterilen teminat olarak da ipotekli konut kredilerini ve bu kredilerin yeniden ambalajlanması ile oluşturulan yeni ürünleri kabul edeceğini belirtmiştir. Böylelikle para politikasında önemli değişiklikler yapılmıştır. Politika faizi 2007 Aralık ayında yüzde 4,25'e düşürülmüş, 2008 Ocak ayında 3 puana, Aralık ayında ise gecelik faiz 0,25 puana kadar düşürülmüştür. Politika faizi, 2015 Aralık ayına kadar 0 ile 0,25 arasında tutulmuştur.

#### 2.1.2.1. Krizin Avrupa Bölgesine Etkisi

2009 yılında, Krizin Avrupa ülkelerine yayılmasının ardından, bölgede ilk etkilenen ülke Yunanistan olmuştur. Euro bölgesinin birbirine bağlı olmaları sebebiyle birlikteki diğer ülkeleri de hızlı bir şekilde etkilemiştir. Üç yıl gibi bir zaman içinde,

<sup>117</sup> BDDK Çalışma Tebliği, 2008, s.35.

<sup>118</sup>Özatay, 2016, s.131.

Portekiz, İtalya, İrlanda ve İspanya'nın devlet borçlarının temerrüde düşmesine sebep olmuştur.<sup>119</sup>

Krizin ortaya çıkmasıyla birlikte ilk olarak kamu borcu ve işsizlik hızlı bir şekilde yükselmiştir. Bu iki sorunun hızlı bir şekilde büyümesinin tek nedeni kriz olmamakla birlikte diğer neden Avrupa Bölgesi'nde yapısal sorun da etkili olmuştur. Avrupa Birliğinde, gelişmiş ve gelişmekte olan ülkelerin birlikte ekonomik uyumunun sağlanarak, gelişmekte olan ülkelere rekabet gücü kazandırılması gerekliliği gündeme gelmiştir. Bir diğer konu ise, Birliğe katılmalarının ardından, Fransa ve İtalya'nın Almanya karşısında zayıf rekabetçi ülke konumuna düşmeleridir.<sup>120</sup>

**Şekil 9: Yıllık GSYİH Büyüme Oranları (%)**



Grafik'te sağ uçtan sırasıyla, İrlanda, İspanya, Almanya, Yunanistan, Fransa ve İtalya'nın yıllık GSYİH büyümesi gösterilmektedir.

Kaynak: worldbank.org

Kriz AB'de yayılmaya başlayınca Yunanistan'ın daha önceden gelen dış borçları ve mali kaynakların yanlış kullanılması, İrlanda'da emlak piyasasında yaşanan borç krizi, Portekiz'de de devam eden bir borç krizi yaşanmaktaydı.<sup>121</sup> Bu nedenle kriz ilk olarak bu ülkelerde etkisini göstermiştir. Krize ilk tepki olarak,

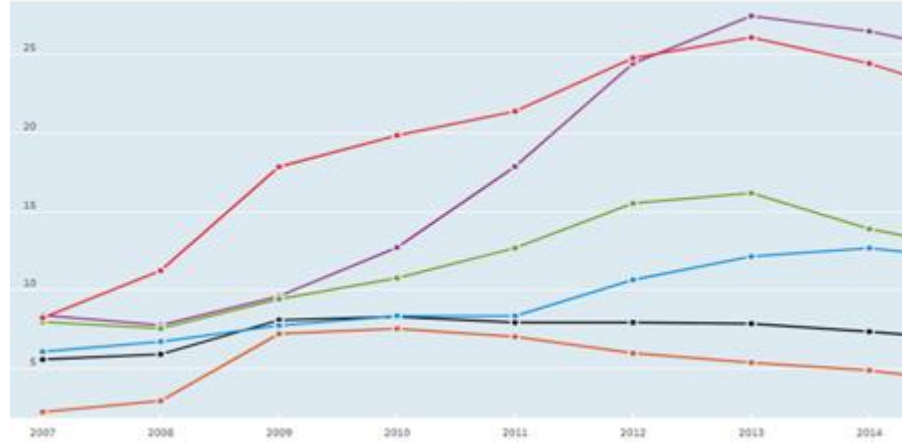
<sup>119</sup> Kimberly Amadeo, **Euorzone Debt Crisis Causes**, Cures and Consequences, 2018, <https://www.thebalance.com/eurozone-debt-crisis-causes-cures-and-consequences-3305524>, (29.10.2018).

<sup>120</sup> Ömer Şanhoğlu, **Avrupa Birliği'nin Yapısal Bir Krizi Olarak Euro Krizinin Nedenleri Ve Etkileri Üzerine Bir Değerlendirme**, Dergipark, Cilt:6, Sayı:2, 2016, <http://dergipark.gov.tr/download/article-file/232260>, (29.10.2018), s.100.

<sup>121</sup> Tuğçe Gençtürk, **Küresel Ekonomik Krizin Avrupa Birliği'ne Üye ve Aday Ülkelere Etkileri ve Krizle Mücadeleye Yönelik Alınan Tedbirler**, 2012. <http://www.tuicakademi.org/kuresel-kriz-ve-ab/>, (29.10.2018).

gelişmiş ülkeler geleneksel yöntem ile uzun dönem faiz oranlarını sıfıra yaklaştırarak cevap vermişlerdir. Yunanistan'ın durumu diğerlerinden biraz farklıdır.

**Şekil 10: İşsizlik Oranı**



Grafikte, OECD(siyah olan), sağ uçtan sırasıyla Yunanistan, Portekiz, İtalya, İspanya, Dünya ortalaması ve İzlanda'nın 2007-2015 yılları arasındaki işsizlik oranları gösterilmektedir. Toplam,% işgücü

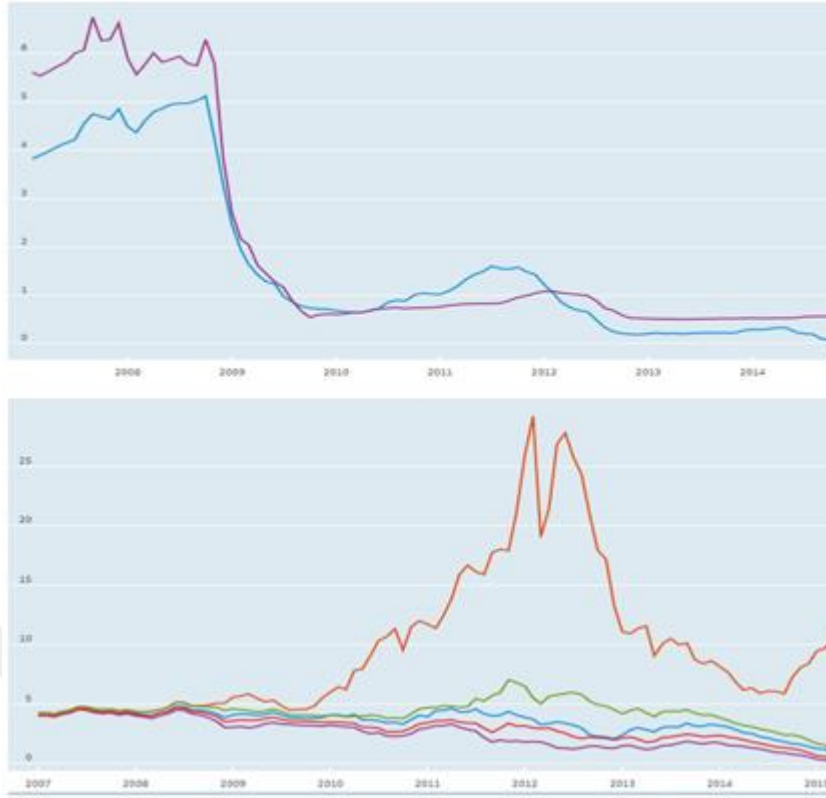
Kaynak: <https://data.oecd.org/unemp/unemployment-rate.htm>.

Grafikte, Euro bölgesinde krizi en derin yaşayan ülkelerin işsizlikle mücadelesi günümüze kadar devam etmiştir. Diğer ülkelerden Almanya'nın 2009'da %7,7 olan işsizlik oranı 2015'te %4,6'ya gerilemiştir. Hollanda'nın %10 iken %6,8'e gerilemiştir. Fransa'nın %8,7 iken 2015'e gelindiğinde 10.3'e yükselmiştir. Finlandiya'da %5,8'den %9,3, Slovenya %5,8'den %8,9'a, Lüksemburg'da %5,1'den %6,6'ya yükselmişti.

Euro krizinin oluşmasını sebep olan diğer etkenler ise; konjonktürel sorunlar için ortak ekonomik bir ekonomi yönetimi oluşturulamamış ve parasal birlikte, ekonomik yapıları farklı olan ülkeler olmalarına rağmen ortak ve tek bir faiz oranı belirlenmiştir. Bu uygulama bazı ülkeler açısından faydalı olmamıştır.<sup>122</sup> Bu gibi ülkelerin yapısal farklılıkları sorunu nedeniyle kriz derinleşmiş ve kriz için yapısal önlemlerin alınması zorunluluğu oluşmuştur.

<sup>122</sup> Şanlıoğlu, 2016, s.103.

**Şekil 11: Kısa ve Uzun Dönem Faiz Oranları**



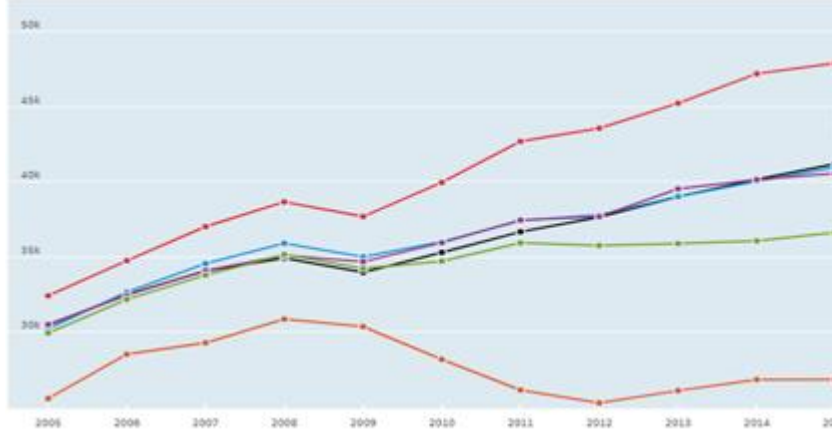
Üsteki grafikte,2007-2015 yılları arasında Euro Bölgesi'nin(mavi) ortak kısa dönem faiz oranı ile Birleşik Krallık(mor) kısa dönem faiz oranı; Alttaki grafikte ise yine aynı yıl aralıklarında uzun dönem faiz oranları gösterilmektedir. sağ uçtan, yukarıdan aşağıya sırasıyla Yunanistan, İtalya, Euro Bölgesi ortalaması, Fransa ve Almanya'dır.

Kaynak:oced.org

Kriz nedeniyle krediye ulaşım zorlaşmış ve yatırımlarda düşüş meydana gelmiştir. Talepte yaşanan ani düşüşler, büyüme oranlarında azalışlar ve işsizlik oranlarında artışlar olmuştur. Krizden önce Avrupa bankaları, uluslararası düzeyde faaliyette bulunmaktaydılar. Bu nedenle farklı şekillerde birçok kredi vermişlerdir. Verilen bu krediler Avrupa bankalarını iflas noktasına getirmesi nedeniyle bankacılık sektörünü istikrara kavuşturmak için devlet müdahalesi gerekmiştir. Bu amaçla kamu gelirleri bankalara finansal destek sağlamak için kullanılmış, bundan sonra kriz kamuya bulaşmıştır. Bunun için de, birçok önlem paketleri hazırlanarak bankalara direk olarak likidite sağlamaya çalışılmış veya banka borçlarına karşılık garanti verilmiştir. Ayrıca riskli varlıkların alımı, kredi sağlaması ve devletleştirme politikaları

uygulanmıştır. Bu uygulamalar Avrupa ülkelerinin kamu borçlarının artmasına neden olmuştur.<sup>123</sup>

### Şekil 12: GSMH Oranları



Kaynak: Grafik, OECD ortalaması(siyah olan),sağ uçtan yukarıdan aşağıya sırasıyla Almanya, 19 Avrupa Birliği ülkesi, Fransa, İtalya ve Yunanistan'ın 2005-2015 yılları arasındaki GSYH'sını göstermektedir.

Kaynak: <https://data.oecd.org/gdp/gross-domestic-product-gdp.htm>

Avrupa, borç krizinin önüne geçebilmek için bazı tedbirler almış ve mekanizmalar geliştirmiştir. Bunlar şu şekilde sıralanabilir; toplam bütçesi 50 milyar Euro olan “Ödemeler Dengesi Fonu” oluşturulmuştur. 110 milyar Euro'dan oluşan “Kredi Havuzu” esasında Yunanistan için tasarlanmıştır. Tüm AB üye ülkelere finansal destek sağlamak amacıyla kurulan “Avrupa Finansal İstikrar Mekanizması”. Euro Bölgesi devletlerinin borçlarında mali destek sağlamak adına “Avrupa Finansal İstikrar Fonu”. Ve Euro bölgesi ülkelerinde finansal istikrarı sağlamak için “Avrupa İstikrar Mekanizması” kurulmuştur.<sup>124</sup>

Avrupa Merkez Bankası krize yanıt olarak farklı zamanlarda geleneksel olmayan para politikalarını da kullanmıştır. Krizin ilk zamanlarında ECB, finansal piyasalarının işleyişine devam edebilmesi ve bankalara likidite sağlamak için bu politikaları uygulamıştır. Bunlar kısaca;<sup>125</sup>

- mevduat kolaylığında negatif faiz oranı,

<sup>123</sup> Şengül Demirkaya, **Avrupa Borç Krizi**, 2016, [https://www.academia.edu/35332589/Avrupa\\_Bor%C3%A7\\_Krizi](https://www.academia.edu/35332589/Avrupa_Bor%C3%A7_Krizi), (29.10.2018), ss.2-3.

<sup>124</sup> Gençtürk, 2012.

<sup>125</sup> European Central Bank, Monetary Policy Decisions, <https://www.ecb.europa.eu/mopo/decisions/html/index.en.html>, (03.10.2018).

- işletmelere ve hane halklarına banka kredilerini desteklemek için tasarlanan uzun vadeli yeniden finansman operasyonları (TLTRO),
- faiz oranlarının vade yapısında aşağı yönlü baskı yapmak için özel ve kamu sektörü menkul kıymetlerini içeren bir varlık alım programı (APP)
- ECB'nin politika önlemlerinin gelecekte nasıl gelişeceğini ileten sözlü yönlendirme önlemlerini içeren politikalarıdır.

Grafikte, Euro birliğindeki bazı ülkelerin yaşanan bu süreç içerisindeki enflasyon oranları gösterilmektedir. Bu ülkelerin Türkiye'dekinden farkı negatif enflasyonla mücadele etmeleridir.

**Tablo 4: Enflasyon Oranları**

	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
<b>Avusturya</b>	1,44	2,17	3,22	0,51	1,81	3,29	2,49	2,00	1,61	0,90
<b>Finlandiya</b>	1,57	2,51	4,07	-0,0	1,18	3,42	2,81	1,48	1,04	-0,21
<b>Almanya</b>	1,58	2,30	2,63	0,31	1,10	2,08	2,01	1,50	0,91	0,23
<b>Lüksemburg</b>	2,67	2,31	3,40	0,27	2,27	3,41	2,66	1,73	0,63	0,47
<b>Fransa</b>	1,68	1,49	2,81	0,09	1,53	2,11	1,95	0,86	0,51	0,04
<b>Slovenya</b>	2,46	3,66	5,65	0,84	1,80	1,80	2,60	1,77	0,20	-0,53
<b>İspanya</b>	3,52	2,79	4,08	-0,29	1,80	3,20	2,45	1,41	-0,15	-0,50
<b>Hollanda</b>	3,93	7,96	6,04	4,21	4,86	3,93	5,65	1,73	-0,23	-0,06
<b>Portekiz</b>	3,11	2,45	2,59	-0,84	1,40	3,65	2,77	0,27	-0,28	0,49
<b>Yunanistan</b>	3,20	2,90	4,15	1,21	4,71	3,33	1,50	-0,92	-1,31	-1,74

Kaynak: Enflasyon yıllık büyüme oranı, <https://data.oecd.org/price/inflation-cpi.htm>

### 2.1.3. Kriz Dönemi Para Politikası Uygulamaları

Ekonomiler, krizin etkilerini azaltmak, finansal sisteme tekrar güven duyulmasını sağlamak için para ve maliye politikaları ile finansal düzenlemeleri içeren çeşitli tedbirler alarak ekonomilerini canlandırmaya çalışmışlardır. ABD ve ECB gelişmiş ülke merkez bankaları olarak, krizin erken aşamalarından itibaren büyük miktarları içeren kurtarma paketleri hazırlamışlardır. İki bankanın da ilk olarak uyguladıkları politika en klasik olan faiz oranları politikası olmuştur.

Faiz oranlarını sıfıra indiren Merkez bankaları başka uygulamalarla finansal sistemi düzeltmeye çalışmışlardır. Bu diğer uygulamalar şu şekilde sıralanabilir;



mevduat garantileri, yurtiçi likidite kolaylığı, bankalarda yeniden sermayelendirme, bankaların borçlanmalarına devlet garantisi, kredi garantileri, kamulaştırma/ fona devir, politika faiz oranında değişiklik, swap kanalı gibi önlemler almıştır. FED tarafından aktif şekilde kullanılan bu uygulamalar, ECB tarafından da yoğun bir şekilde kullanılmıştır.<sup>126</sup>

Merkez Bankaları, fiyat istikrarını ve tam istihdamı dolayısıyla finansal istikrarı sağlamakla görevlendirilmişlerdir. Bu amaçla FED, 2007’ de başlayan dalgalanma sürecinde politika değişikliği yaparak gösterge ve iskonto faiz oranlarını düşürerek, çeşitli kanallarla piyasaya likidite desteğinde bulunmuştur. İskonto faiz oranındaki indirimle rağmen, sistemin eski işleyişine dönmemesi, kuruluşların birbirine borç vermek istememeleri, LIBOR piyasasında üç aylık ABD doları faizlerinin yükselmesi, sistemik riski ve durgunluğa girme ihtimalini değerlendirerek gösterge faiz oranlarında da indirime gitmesine sebep olmuştur. Gösterge faiz oranlarının indirimin nedenleri; durgunluğa girme ihtimaline karşı yatırımı ve tüketimi teşvik etmek ve asimetrik bilgi sebebiyle birbirine borç vermekten çekinen bankaların sistemik riske yol açmaması için bankalar arasında borçlanma faiz oranını düşürmektir.<sup>127</sup>

FED’in para politikası araçlarındaki öne çıkan uygulaması ABD Hazinesi ve federal kurumların menkul kıymetlerinin alım satımı olarak bilinen açık piyasa işlemleri olmuştur. İkinci olarak, iskonto oranı ticari bankaların ve mevduat kuruluşlarının bölgesel Merkez Bankaları’nın kredi verme kolaylığından yararlanırken uygulanan faiz oranıdır. İskonto penceresi üç şekilde ve her birinin kendine has faiz hadleriyle yapılmıştır. Üçüncü olarak, vadeli ihale kolaylığı, FED, 12 Aralık 2007’de vadeli ihale kolaylığı programını uygulayacağını açıklamış ve 17 Aralık 2007’de 28 gün vadeli, 20 milyar dolar tutarındaki ilk ihaleyi gerçekleştirmiştir. Dördüncü olarak, vadeli menkul kıymet borç verme kolaylığı ( The Term Securities Lending Facility (TSLF)), FED piyasaya Hazine menkul kıymetlerini belirlenen uygun teminatlarla 28 gün vadeli olarak değiştirebilmelerine izin vermiştir. Teminat olarak verilen menkul kıymetler AAA ve Aaa dereceli ipotekli konut finansmanına dayalı menkul kıymetler dâhil yüksek dereceli bireysel krediler, taşıt kredileri, öğrenci kredileri gibi ve üçlü repo anlaşmalarına uygun tüm menkul kıymetleri içermektedir. Bu şekilde piyasa yapımcılarına daha likit varlıklar kazandırılmaya çalışılmıştır. Son olarak, piyasa

<sup>126</sup> Vural, 2013, s.9.

<sup>127</sup> BDDK Çalışma Tebliği, 2008, s.72.

yapıcılığı kredi kolaylığı ( The Primary Dealer Credit Facility (PDCF)), 2008 yılında 6 aylık bir dönem için uygulanmıştır.<sup>128</sup>

Avrupa Bölgesinde, birçok ülke olması bu ülkelerin toplu bir şekilde çözüm odaklı uygulamaların oluşturulmasında yavaş hareket etmesine neden olmuştur. Bazı ülkelerin birikmiş kamu borçlarında dolayı kemer sıkma politikası uygulamaları kısa zamanda resesyon ve deflasyon gibi ekonomik durumların oluşmasına neden olmuştur. Krizin İtalya ve İspanya'ya yayılmasını engellemek için ECB, birlikteki ülkelerin borç senetlerini alarak onlara güven duyulmasını bu sayede borçlanma faizlerini düşürmeyi amaçlamıştır. Yunanistan ve İrlanda için kurtarma paketleri hazırlanmıştır. Devalüasyon ya da Euro'dan çıkış gibi bir çözüm yolu da düşünülmüştür. Borçların yeniden yapılanması önemli bir uygulamadır.<sup>129</sup>

FED, İngiltere, Kanada ve İsveç Merkez Bankaları finansal piyasada baskıyı azaltmak için ortak eylem paketi açıklamıştır. Bu kapsamda Vadeli İhale programı düzenlenerek döviz swap hattı kurulacağını açıklamıştır. Bunun amacı, LIBOR faiz oranlarını düşürmektir. LIBOR oranlarını düşürülmek istenmesi, birçok faiz düzeyinin FED'in açıkladığı gösterge faiz oranlarına göre değil de LIBOR'a endeksli olması, FED'in yaptığı faiz indirimlerinin LIBOR'a yansımaması sebebiyle istenilen etkinin oluşturulamamasıdır. FED'in likidite desteği olarak yaptığı en önemli uygulama, yatırım bankası olan Bear Stearns'e reeskont penceresinden kredi kullandırması olmuştur. Bundan sonra FED, piyasa yapımcıları likidite sağlama yoluna gitmiştir. Bu sayede, iskonto faiz üzerinden piyasa yapımcılarına repo yoluyla gecelik fon sağlamıştır.<sup>130</sup>

---

<sup>128</sup> BDDK Çalışma Tebliği, 2008, s.74.

<sup>129</sup> Aykut Kibritçioğlu, **Avro Bölgesi Ülkelerindeki güncel “Borç Krizi”**, Ankara Üniversitesi, 2011, [https://www.researchgate.net/publication/236011596\\_Avro\\_Bolgesi\\_Ulkelerindeki\\_Guncel\\_Borc\\_Krizi\\_Current\\_Sovereign\\_Debt\\_Crisis\\_in\\_Eurozone\\_Countries](https://www.researchgate.net/publication/236011596_Avro_Bolgesi_Ulkelerindeki_Guncel_Borc_Krizi_Current_Sovereign_Debt_Crisis_in_Eurozone_Countries) , (5,10.2018), ss.13-15.

<sup>130</sup> BDDK Çalışma Tebliği, 2008, ss.75-77.

**Tablo 5: FED'in Likidite Desteği Programlarının Özellikleri**

Program türü	Açık Piyasa İşlemleri	Tek-dilim APİ	Reeskont Penceresi	Vadeli İhale Kolaylığı	Vadeli Menkul Kıymet Borç Verme Kolaylığı	Piyasa Yapıcılığı Kredi Kolaylığı
Kuruluşlar	Piyasa yapııcıları	Piyasa yapııcıları	Mevduat kuruluşları	Mevduat kuruluşları	Piyasa yapııcıları	Piyasa yapııcıları
Faiz Oranı	Gösterge faiz oranı	Gösterge faiz oranı	İskonto faizi	İhalede belirlenir	İhalede belirlenir	İskonto faizi
Vade	Genellikle 14 gün	28 gün	Gecelik, 90 güne kadar uzatılabilir	28 gün	28 gün	Gecelik, 120 güne kadar yenilenebilir
Kabul Edilen Teminatlar	Hazine, devlet ve yatırım derecesine sahip menkul kıymetler ve banka kredileri	Hazine, devlet ve yatırım derecesine sahip menkul kıymetler ve banka kredileri	Hazine, devlet ve yatırım derecesine sahip menkul kıymetler ve banka kredileri	Hazine, devlet ve yatırım derecesine sahip menkul kıymetler ve banka kredileri	AAA dereceli KİDMK ve VDMK	Sentetik menkul kıymetler dışında Hazine, devlet ve yatırım derecesine sahip menkul kıymetler ve banka kredileri
Uygulama Sıklığı	Genellikle bir defa veya daha çok günlük	Genellikle haftalık	Günlük	2 haftada bir	Haftalık	Günlük

Kaynak: BDDK Çalışma Tebliği, 2008, s.74.

Kriz döneminde gelişmiş ülke merkez bankalarından; FED “federal funds rate-federal fon oranı”; İngiltere Merkez Bankası (Bank of England-BoE) “official bank rate-resmi faiz oranı”; Avrupa Merkez Bankası (European Central Bank-ECB) “main refinancing operatin rate-yeniden finansman oranı”; Japonya Merkez Bankası(Bank of Japan-BoJ) “uncollateralized overnight call rate-teminatsız gecelik oran” olarak adlandırdıkları kısa vadeli faiz oranlarını temel politika aracı olarak kullanmışlardır. Bu sayede, piyasalar tarafından öngörülebilir ve kurala bağlı para politikaları uygulamışlardır. Bu faiz oranlarının kullanım mekanizması genel olarak, ekonomik faaliyetlerin zayıf olduğu dönemde politika faizleri düşürülerek büyümeye teşvik etmek, ekonomik faaliyetlerin güçlü olduğu dönemde ise politika faizini arttırılarak enflasyon artışı önlenmeye çalışılmıştır. Faiz oranları sayesinde beklentiler ve kredi kanallarıyla verim eğrisinin kısa vadede doğrudan, orta ve uzan vadede dolaylı olarak ekonomik durumu yönlendirmek amaçlanmıştır. Ancak; 2008 küresel

finansal kriz nedeniyle gelişmiş ülke merkez bankaları geleneksel olmayan para politikaları uygulamaya başlamışlardır.<sup>131</sup>

## **2.2. FED VE ECB GELENEKSEL OLMAYAN PARA POLİTİKALARI UYGULANMASI VE ETKİNLİĞİ**

Küresel krizde ülkeler kendi ekonomik durumlarına göre ekonomik istikrarlarını tekrar sağlamak için farklı politikalar tasarlamışlardır. Burada 2008 krizi sürecinde FED ve ECB tarafından kullanılan yeni politikaların ve aldığı tedbirlerini etkisi incelenecektir.

FED ve ECB, miktarsal genişleme, kredi genişlemesi, teminat çeşitlendirmesi, vade uzatımı ve faiz taahhüdü-sözle yönlendirme gibi geleneksel olmayan politikaları ekonomin ihtiyacına göre uygulamıştır.<sup>132</sup>

### **2.2.1. Sözle Yönlendirme- Faiz Taahhüdü ve Miktarsal Genişleme**

Durgunluk sırasında ve sonrasında ekonominin canlanması ve istikrarın sağlanması için çeşitli politikalar uygulayan FED, faiz oranlarının sıfır alt sınırı engeliyle karşılaşmıştır. Para politikası belirleyicileri nominal faiz oranlarını daha fazla düşürememişlerdir. ABD ekonomisinin likidite tuzağından çıkarılması ve sıfır alt sınırın olumsuz etkisinden kurtulmak için yeni bir yöntem olan sözle yönlendirme politikasını geliştirmiştir. Politikaya göre, merkez bankası, kısa vadeli faiz oranlarını çok düşük tutma beklentisini ilan ederek uzun vadeli faiz oranlarını düşürmeyi ve getiri eğrisini düzleştirmeyi hedeflemektedir.<sup>133</sup>

Merkez bankalarının sıfır alt sınırından kaynaklanan sorunlardan kurtulmak için sözle yönlendirme politikasıyla birlikte yoğun olarak kullandığı diğer politika miktarsal genişleme politikasıdır. FED bu politika sayesinde açık piyasadan tahvil satın alır. Tahvil satanlar elde ettikleri hasılatı bankalara yatırarak banka rezervlerinin artmasını sağlarlar. Bu sayede para tabanı ve para arzı artar.<sup>134</sup> Bu politika bazı kesimler tarafından para basmanın modern yolu olarak isimlendirilmektedir.<sup>135</sup>

---

<sup>131</sup> Ersoy,s.350.

<sup>132</sup> Vural, s.37.

<sup>133</sup> Abel ve diğerleri, s.609

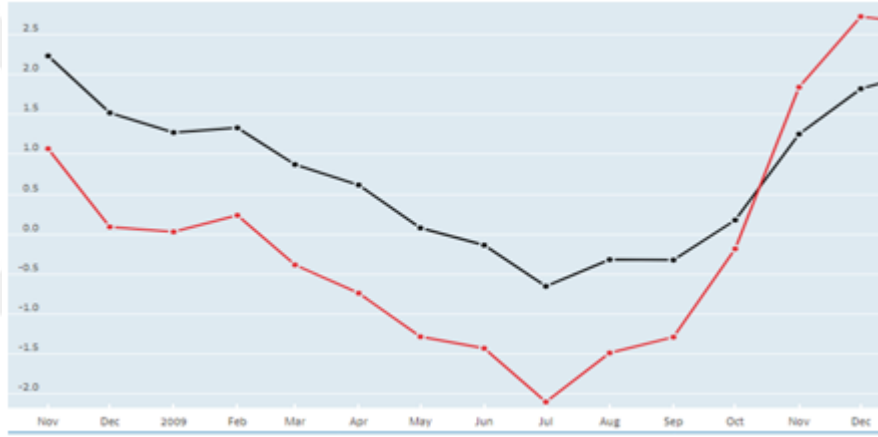
<sup>134</sup>Abel ve diğerleri, s.611.

<sup>135</sup> Vural, s.37.

FED'in sözle yönlendirme politikasını FOMC-Federal Açık Piyasa Komitesi toplantılarında ilan ederek uygulamıştır. Aşağıda bazı örnekleri gösterilecektir.

- 18 Aralık 2008 FOMC toplantısında, kurul iletişim ve taahhüt stratejileri kapsamında standart olmanın dışında, gelecek kısa dönem faiz oranlarının daha düşük piyasa beklentilerine bir etki olacağını ve böylece uzun dönem oranları düşüreceğini ya da deflasyonu beklentilerini önceleyeceğini dilemektedir. Şeklinde duyuru yapmıştır.<sup>136</sup>
- 2009 FOMC'da faiz oranlarını uzunca bir dönem düşük kalacağını ilan ederek uygulamıştır.<sup>137</sup>

**Şekil 13: Enflasyon, Toplam Yıllık Büyüme (%)**



Grafik 2008 Kasım- 2009 Aralık aralığında, ABD (kırmızı) ve Dünya ortalamasını (siyah) göstermektedir.

Kaynak: . <https://data.oecd.org/price/inflation-cpi.htm>.

“Açık uçlu sözle yönlendirme” örnek olarak gösterilen FOMC’un 2008 ve 2009 yıllarındaki ilanları yukarıdaki grafikte de gösterildiği gibi kısa dönemli etkili olarak gidişatın yönünü değiştirmiştir.

FED bundan sonraki ilanları “zamana bağlı sözle yönlendirmeye” örnektir. Mesela;<sup>138</sup>

<sup>136</sup> FED, Meeting of the Federal Open Market Committee on December 15-16, 2008, <https://www.federalreserve.gov/monetarypolicy/fomccalendars.htm> , (22.06.2018), s.18.

<sup>137</sup> Abel ve diğerleri, s.610.

<sup>138</sup> Yılmaz ve Kahveci, s.14.

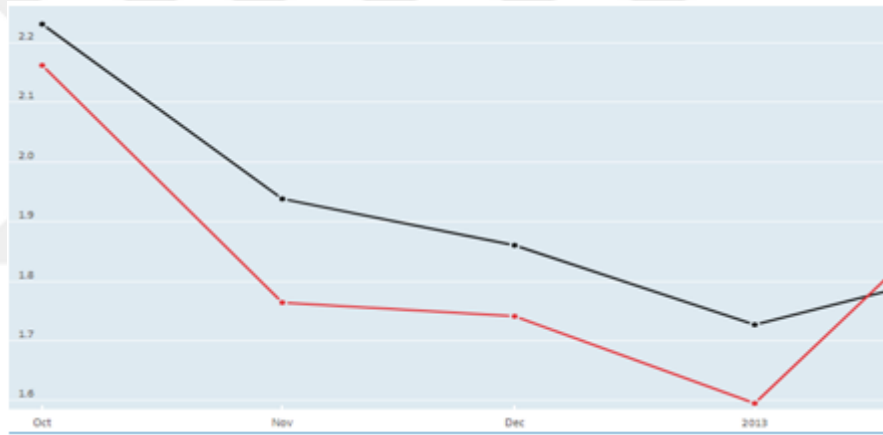
- 2011 Ağustos'ta, faiz oranlarının en az 2013 ortalarına kadar "istisnai derecede düşük" kalacağı yönündeki beklentisini duyurmuştur.

- 2012 Ocak ayında, bir önceki duyurusunu 2014 sonlarına kadar uzattığını duyurarak değiştirmiştir. 2012 Eylül'deki toplantıda 2015 yılına kadar uzattığını bildirmiştir.<sup>139</sup>

FED'in 2012 Aralık ayından sonraki duyurularında belli bir tarihe odaklanmaktansa işsizlik oranı enflasyonun sonuçlarına göndermeler yaparak "duruma bağlı sözle yönlendirme" şeklinde uygulamıştır.<sup>140</sup>

- Aralık 2012 toplantısında, gelecek 1,2 yılda işsizlik oranının %6,5 eşik seviyesinde seyrettiği, enflasyonun şuanda ve uzun dönemde %2 yi aşmadığı sürece federal fon oranları düşük olacaktır. Şeklinde duyurmuştur.<sup>141</sup>

**Şekil 14: ABD Enflasyon Oranı**



ABD(kırmızı) ve Dünya ortalaması(siyah)

Kaynak: oecd.org

- 19 Haziran 2013 FOMC' de 2012 yılındaki hedefle aynı şekilde tekrarlanmış ve daha uzun dönem enflasyon beklentilerinin iyi çıpalmış olmasına bağlanmıştır.<sup>142</sup> Ek olarak yılın sonuna doğru varlık alımlarının azaltılmaya

<sup>139</sup> FED, Meetings of the Federal Open Market Committee on September 12-13, 2012, <https://www.federalreserve.gov/monetarypolicy/files/FOMC20120913meeting.pdf> , (23.05.2018), s.20.

<sup>140</sup> Abel ve diğerleri, s.610.

<sup>141</sup> FED, Minutes of the Federal Open Market Committee December 11-12, 2012, <https://www.fedsearch.org/fomc-docs/search?text=2012+fomc+meeeting> , (23.05.2018), s.10-11.

<sup>142</sup> FED, Minutes of the Federal Open Market Committee June 18-19, 2013, <https://www.federalreserve.gov/monetarypolicy/fomccalendars.htm> , (21.06.2018), s.11.

başlanacağı ve gelecek yılın ortasında sona erdirilmesi düşünüldüğü ve bu olduğunda işsizlik oranının %7 seviyelerinde olacağı ilan edilmiştir.<sup>143</sup>

- Mart 2014 FOMC’de, İşsizlik oranının %6,5’a yaklaşırsa, sözle yönlendirme güncellenecektir. Aylık 25 milyar dolarlık ipoteğe dayalı menkul kıymetler ve 30 milyar dolarlık uzun vadeli hazine bonusu alınacaktır.<sup>144</sup> FOMC ikinci toplantısında şart aynı kalırken, aylık 20 milyar dolar uzun vadeli hazine tahvili alımı ve 15 milyar dolarlık ipoteğe dayalı menkul kıymet alımı yönlendirilmiştir.<sup>145</sup> Üçüncü FOMC’de, aylık uzun dönem hazine bonusu alımı 10 milyar dolar ve ipoteğe dayalı menkul kıymet alımı aylık 5 milyar dolar olarak yönlendirilmiştir.<sup>146</sup> Son FOMC’de; işgücü piyasası şartları, daha düşük bir işsizlik oranı ve katı iş kazancı ile daha da geliştirildiği, konut sektöründeki iyileşme yavaş kalırken, hane halkı harcamalarının ılımlı olarak arttığı ve ticari sabit yatırım geliştirildiği bildirilmiştir. Ek olarak uzun dönem enflasyon hedefi düzeyi dikkate alınacağı ve varlık alım programının sonu takip eden makul bir zamanda federal fon oranı için hedef menzile aynı şekilde devam etmesi yönündedir.<sup>147</sup>

- Aralık 2015 FOMC’de, Komite federal fon oranlarını 0.25- 0.50’ ye yükseltme kararı alarak ekonomik görünümü etkilemeye çalışmıştır. Para politikasının duruşu bu artıştan sonra sakin kalabileceği, böylece işgücü piyasası şartlarında ve % 2 enflasyona geri dönüş daha destekli sağlanabilir. Şeklinde duyuru yapılmıştır.<sup>148</sup>

2015 yılında Federal fonlarla alakalı piyasa beklentisinin %0.2 olmuş ve FED politika yapımcıların yayınladığı tahmine çok yakın olmuştur. Lewis Alexander’e<sup>149</sup> göre sözlü yönlendirme etkilidir.

---

<sup>143</sup> Yılmaz ve Kahveci, s.14.

<sup>144</sup> FED, Minutes of the Federal Open Market Committee March 18-19, 2014, <https://www.federalreserve.gov/monetarypolicy/files/fomcminutes20140319.pdf>, (24.05.2018), s.10.

<sup>145</sup> FED, Minutes of the Federal Open Market Committee June 17-18, 2014, <https://www.federalreserve.gov/monetarypolicy/files/fomcminutes20140618.pdf>, (23.06.2018), s.11.

<sup>146</sup> FED, Minutes of the Federal Open Market Committee Septembere 16-17, 2014, <https://www.federalreserve.gov/monetarypolicy/files/fomcminutes20140917.pdf>, (23.06.2018), s.11.

<sup>147</sup> FED, Minutes of the Federal Open Market Committee December 16-17, 2014, <https://www.federalreserve.gov/monetarypolicy/files/fomcminutes20141217.pdf>, (23.06.2018), s.10.

<sup>148</sup> FED, Minutes of the Federal Open Market Committee December 15-16, 2015, <https://www.federalreserve.gov/monetarypolicy/files/fomcminutes20151216.pdf>, (23.06.2018), s.11.

<sup>149</sup> David Wessel, Ahead of Janet Yellen’s Testimony **Fed’s Forward Guidance is Working**, 2014. <https://www.brookings.edu/opinions/ahead-of-janet-yellens-testimony-feds-forward-guidance-is-working/>, (24.06.2018).

- Aralık 2016 FOMC’de, Komite federal fon oranlarını %0.25 puan arttırma kararı alarak, hem gerçekleşen hem de beklenen ekonomik şartlarda %2 enflasyon hedefi ve maksimum işgücü hedefini sürdüreceğini duyurmuştur.<sup>150</sup>

- Mart 2017 FOMC’de, Komite federal fon oranlarını % 0.25 puan arttırmıştır. Bu oran, açık piyasa işlemleri sisteminde açık tutulan Hazine bonolarının değerlerine göre sınırlandırılmış miktarlarda, yüzde 0.75’lik gecelik rezerv alış işlemlerini de kapsamaktadır. Şeklindeki duyurusu ile, %2 sürdürülebilir enflasyon ve daha güçlü iş gücü piyasası şartlarını desteklemeye çalışmaktadır.<sup>151</sup> Komite Haziranda, federal fon oranını % 0.25 daha arttırarak, gecelik rezerv alış teklif oranı yüzde 1’e yükseltilmiş ve hedef sabit tutulmuştur. Komiteye göre, işgücü piyasası güçlenmeye devam etmekte, ekonomik aktivite bu yıla kadar makul ölçüde artmıştır. Yılın başından beri iş kazançlarında artma görülmektedir. Hane halkı harcamaları son aylara göre toparlanmış ve işsizlik oranı azalmıştır.<sup>152</sup> 2017 yılının son FOMC’de, bir kez daha federal fon oranlarını %0.25 arttırmıştır. Bu artışın belirlenmesinde, maksimum iş ve %2 enflasyon hedeflerine karşılık gerçekleşen ve beklenen ekonomik şartları değerlendirecektir. Bu değerlendirme işgücü piyasası önlemleri, göstergeler, enflasyonist baskı ve beklenen enflasyon ve ek olarak finansal ve uluslararası gelişmeler üzerinde ölçümleri içeren geniş bilgileri dikkate alarak yapılacaktır.<sup>153</sup>

- FOMC 2018 yılında şimdiye kadarki Mart ve Haziran ayı toplantılarında federal fon oranlarını %0.25 oranında arttırmıştır.<sup>154</sup> Mevcut durumdaki oran % 1.75- %2 olarak belirlenmiştir. Bu sayede Komite, maksimum işgücü hedefi ve % 2 enflasyon hedefine kıyasla beklenen ve gerçekleşen ekonomik şartları belirleyecektir. Bu belirleme enflasyonist baskıların ve beklenen enflasyonun göstergelerinin, işgücü piyasası şartlarının önlemlerini içeren bilgileri geniş bir yelpazede değerlendirecektir.<sup>155</sup>

---

<sup>150</sup> FED, Minutes of the Federal Open Market Committee December 13-14, 2016, <https://www.federalreserve.gov/monetarypolicy/files/fomcminutes20161214.pdf>, (24.06.2018), s.11.

<sup>151</sup> FED, Minutes of the Federal Open Market Committee March 14-15, 2017, <https://www.federalreserve.gov/monetarypolicy/files/fomcminutes20170315.pdf>, (24.06.2018), s.11.

<sup>152</sup> FED, Minutes of the Federal Open Market Committee June 13-14, 2017, <https://www.federalreserve.gov/monetarypolicy/files/fomcminutes20170614.pdf>, (24.06.2018), s.11.

<sup>153</sup> FED, Minutes of the Federal Open Market Committee December 12-13, 2017, <https://www.federalreserve.gov/monetarypolicy/files/fomcminutes20171213.pdf>, (24.06.2018), s.10.

<sup>154</sup> FED, Minutes of the Federal Open Market Committee March 20-21, 2018, <https://www.federalreserve.gov/monetarypolicy/files/fomcminutes20180321.pdf>, (24.06.2018), s.10.

<sup>155</sup> FED, Federal Reserve Issues FOMC Statement, June 13, 2018, <https://www.federalreserve.gov/monetarypolicy/files/monetary20180613a1.pdf>, (24.06.2018), s.1.



ECB sözlü yönlendirme politikasını 2013 yılında uzun bir dönem için beklenen faiz oranlarının düşük kalacağını söyleyerek, kullanmaya başlamıştır. O zamanda beri geliştirilerek kullanılmaya devam etmektedir. ECB sözlü yönlendirme ile Euro bölgesindeki enflasyon görünümünü ve bu değerlendirmeye bağlı para politikası stratejisini değerlendirmesini açıklamayı amaçlamaktadır.<sup>156</sup> 2014 yılında sözlü yönlendirme politikasını sıkı bir şekilde yinelemiştir.

ECB'nin sözlü yönlendirme politikası sadece anahtar faiz oranı için değil aynı zamanda varlık alım programı için de kullanılmaktadır.<sup>157</sup> 2015 yılında yeni bir uygulama olarak, aylık tahvil alımı yapacağını duyurarak, miktarsal alım programını başlatmıştır, ECB.<sup>158</sup> Özel ve kamu sektöründeki menkul kıymet alımını içeren miktarsal genişleme programı ile 2015 yılı boyunca aylık olarak 60 milyar Euro, 2016'da 80 milyar Euro, 2017'de 60 milyar Euro'luk alım yapılmıştır. 2018'de de 30 milyar Euro'luk alımlar yapılması, eylül ayından sonra 15 milyar Euro'ya düşürüleceği duyurulmuştur.<sup>159</sup>

Finansal krize cevaben, FED ve ECB, faiz oranlarını 0 düzeyine düşürmüştür. Ancak, ekonomi bozulmaya devam etmiştir. Çünkü faiz oranlarının daha aşağı bir noktası mümkün olmamakta ve ek parasal uyarıcılar yaratılamamıştır. Bu nedenle MB'ler para politikalarını alışılmadık yöne dönüştürmüştür. Sözlü yönlendirmenin ve miktarsal genişlemenin aktif kullanımı sayesinde, genelde para politikaları hakkında iş ve yatırım görüşlerini ve özelde faiz oranlarını etkilemektedir. Bu, yatırımcıların gelecek kısa dönem faiz oranları üzerinde görüşlerini düzenlerken uzun dönem faiz oranlarını etkiler. Bu politikalar, ekonomi bültenleri, basın toplantıları ve konuşmaları, politika bildirimleri şeklinde iletişim araçları sayesinde kullanmış ve hala aktif olarak kullanılmaya devam etmektedir.<sup>160</sup>

---

<sup>156</sup> The ECB's Forward Guidance, ECB Monthly Bulletin, 2014, [https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/other/art1\\_mb201404en\\_pp65-73en.pdf](https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/other/art1_mb201404en_pp65-73en.pdf), (6.10.2018), s.65.

<sup>157</sup> ECB, What is forward Guidance, European Central Bank, 2017, [https://www.ecb.europa.eu/explainers/tell-me/html/what-is-forward\\_guidance.en.html](https://www.ecb.europa.eu/explainers/tell-me/html/what-is-forward_guidance.en.html), (6.10.2018).

<sup>158</sup> Manfredi Morello, QE in the Eurozone and the ECB, School of Government, 2017, [https://www.academia.edu/33440893/QE\\_in\\_the\\_Eurozone\\_and\\_the\\_ECB](https://www.academia.edu/33440893/QE_in_the_Eurozone_and_the_ECB), (7.10.2018), s.6.

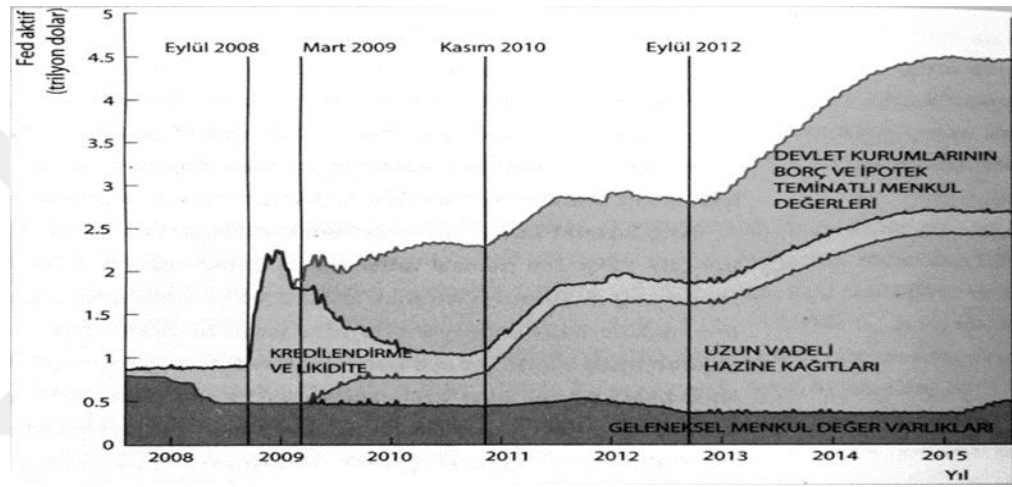
<sup>159</sup> ECB, Asset Purchase Programmes, European Central Bank Monetary Policy Instruments, <https://www.ecb.europa.eu/mopo/implementation/html/index.en.html>, (7.10.2018).

<sup>160</sup> John C. Williams, "Forward Guidance at the Federal Reserve", Forward Guidance Perspectives from Central Bankers, Scholars and Market Participants (Ed. Wouter Den Haan) Federal Reserve Bank of San Francisco, 2013, s.43.

## 2.2.2. Kredi Genişlemesi – Vade Uzatımı ve Teminat Çeşitlendirmesi

Fed kredi genişleme politikasını, kredi genişlemesini sağlayan ve varlık alımlarını kapsayan her türlü politika olarak ifade etmektedir.<sup>161</sup> Bu sayede, kısa vadeli Hazine kağıtlarını satarak piyasadan uzun vadeli Hazine kağıtlarını almıştır. Bu uygulama ile kısa vadeli faiz oranlarını yükseltmiş uzun vadeli faiz oranlarını düşürmeyi amaçlamıştır. Böylelikle, tüketim ve yatırımı teşvik etmek için uzun vadeli faiz oranlarını düşürmüştür.

**Şekil 15: FED Bilançosunun Aktif Tarafı 2007-2015**



Kaynak: Abel ve diğerleri, s.612.

Şekil 15, FED'in çeşitli aktiflerini göstermektedir. Krizin başlangıcında FED'in bilanço hacmi yaklaşık 1 trilyon dolardır. Krizin yayılmasını önlemek için fed, finans kuruluşlarına kredi açmaya başlamıştır. Açılan krediler geri ödendikçe, fed bilançonun daralmasını önlemek için Hazine kağıtları ve ipotek teminatl menkul kıymetler satın alarak parasal genişlemeye gitmede kararlı davranmıştır. Ekonomi büyümesi yavaş ve işsizlik yüksek seviyede kalınca 2010 Kasım'dan 2011 ortalarına kadar bilanço arttırılmıştır. FED, 2011 yılı sonuna gelindiğinde yaklaşık 3 milyon dolarlık bir bütçeye ulaşmıştır. Devamında 2012'den 2014'e kadar tekrar bir parasal genişleme süreci başlamıştır. Bu sayede, enflasyon oranı yukarı itilmiş, deflasyon önlenmiştir.<sup>162</sup>

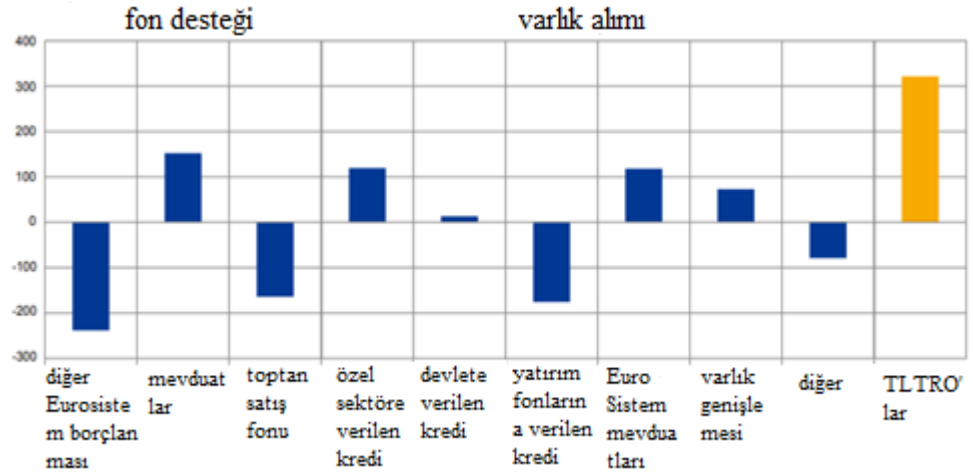
<sup>161</sup> Vural, s.39.

<sup>162</sup> Abel ve diğerleri, s.612-613.

Kredi Genişlemesi politikası kapsamında FED; vadeli ihale imkanı, vadeli menkul kıymet borç verme imkanı, varlığa dayalı menkul kıymet kredi imkanı, ticari varlığa dayalı para piyasası yatırım ortaklığı likidite imkanı, ticari varlık fonlama imkanı, para piyasası yatırımcıları fonlama imkanı gibi uygulamaları kullanmıştır. Bu uygulamalarda FED bankalara önemli miktarda kaynak sağlamış, zaman zaman direkt kendisi kredi sağlamış ya da kredi akışını kolaylaştırmıştır.<sup>163</sup>

ECB, kredi imkanları uygulamasını en çok kullanan merkez bankalarından biridir. Geliştirilmiş Kredi Desteği programı ile bilançosunu genişletmiş ve likidite sağlamıştır. Teminat çeşitlendirmesi politikasını da çok aktif kullanmıştır.<sup>164</sup> Bu önlemlerin amacı para politikasının aktarımı sağlamak, aynı zamanda da kalıcı olarak zayıf seyreden enflasyon görünümüne paralel olarak para politikasının duruşunu güçlendirmektir. Bankaların kredilendirme faaliyetlerine devam etmeleri için yeni teşvikler olarak, 2014’te LTRO’lar duyurulmuştur. Bunlar, bankaların Euro sisteminden sabit faiz oranlı olarak dört yıla kadar bir süre için borçlanmalarını sağlamıştır.<sup>165</sup> ECB’nin uyguladığı LTRO’lar, Euro bölgesinde faiz oranı primlerinde önemli bir düşüşü tetiklemiş, sistemik riski azaltmış, AB çevre ülkelerinde daha düşük verim yayılmasına yol açmış ve olası kredi krizini hafifletmiştir.<sup>166</sup>

**Tablo 6: TLTRO'lara Katılan Bankaların Bilançolarındaki Değişiklikler**



Grafik, 2014 Ağustos sonu ile 2015 Temmuz sonu arasındaki toplam akış değişimini göstermektedir. Kaynak: [www.ecb.europa.eu](http://www.ecb.europa.eu)

<sup>163</sup> Vural, s.40.

<sup>164</sup> Vural, s.41.

<sup>165</sup> ECB Economic Bulletin, The Transmission Of The ECB’s Recent Non-Standard Monetary Policy Measures, , Issue 7, 2015,

[https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/other/eb201507\\_article01.en.pdf](https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/other/eb201507_article01.en.pdf), (8.10.2018), s.2.

<sup>166</sup> Santor, s.5.

ECB, enflasyon oranlarını orta vadede %2 seviyesine geri getirmek ya da yakınlaştırmak için uyguladığı geleneksel olmayan para politikaları; TLTRO'lar, özel ve kamu sektörü menkul kıymetlerini hedefleyen genişletilmiş bir varlık alım programını içeren önlemleri kullanmıştır. Bu önlemler ise uzun bir zaman için şuanda ya da daha düşük seviyelerde kalması beklenen anahtar faiz oranı üzerinde sözlü yönlendirme ile desteklenmektedir.<sup>167</sup>

Merkez bankaları 2009-2012 yılları arasında kredi risklerini azaltmak için teminat çeşitlendirmesi politikası uygulamışlardır. Bu politika kapsamında FED, devlet tahvillerinin doğrudan alımına ağırlık vermiş, geçici operasyon payını düşük tutmuştur. Açık piyasa işlemleri için sadece ABD hazine kağıtları ve devlet tahvillerini, devlet destekli ipotek kuruluşları tarafından garanti edilmiş ipoteye dayalı menkul kıymetleri teminat olarak kabul etmiştir. ECB, çok çeşitli teminatlar kabul etmiştir. Açık piyasa işlemleri ve hazır imkanlar için aynı teminatı kullanmış ve piyasası olmayan varlıklar için de açık piyasa işlemlerine teminat olarak kabul etmiştir.<sup>168</sup> Aynı yıllarda üç ya da altı ay olan kredilerin ve repo işlemlerinin süreleri bir yıla uzatılarak, uzun vadeli faizlerin azalması, kredilerin ucuzlaması ve ekonomide canlanmanın yaşanması amaçlanmıştır.<sup>169</sup>

Tüm dünyanın gözünün üzerinde olduğu FED, aldığı kararlar ve uygulamaları hatta almayı düşündüğü kararları ile bile dünya ekonomisinde çok önemli etkilere sahiptir. 2008 yılında ABD'de başlayan kriz çok kısa bir sürede tüm dünya ekonomilerine bulaşmıştır. Her ülke, ekonomisinin sahip olduğu gelişmişlik düzeyine göre geleneksel olmayan politikaları uyarlamıştır.<sup>170</sup> Yukarıda anlatıldığı gibi ABD'de ağırlıklı olarak para politikası uygulanarak ve bankacılık kesimi düzenlenerek edilen müdahaleler aynı zamanda maliye politikalarıyla desteklenmiştir. Federal açık piyasa komitesi, yıl içindeki toplantılarını ilan ederek piyasadaki ajanları yönlendirmeye çalışmıştır. Gelişmiş ülkelerin uyguladığı geleneksel olmayan para politikalarından olan miktarsal genişleme politikası, gelişmiş ülkelerde ekonomileri rahatlatırken gelişmekte olan ülkelerde olumsuz sonuçlara neden olmuştur. Bunun nedeni bu

---

<sup>167</sup> ECB, **Impact of the ECB's Non-Standard Measures on Financing Conditions: Taking Stock of recent Evidence**, ECB Economic Bulletin, Issue 2, 2017, [https://www.ecb.europa.eu/pub/economic-bulletin/html/eb201702.en.html#IDofOverview\\_Eb1](https://www.ecb.europa.eu/pub/economic-bulletin/html/eb201702.en.html#IDofOverview_Eb1), (8.10.2018), s.46.

<sup>168</sup> Vural, s.43.

<sup>169</sup> Vural, s.47.

<sup>170</sup> Vural, s.2.

yaratılan kaynak gelişmekte olan ÷lkelere kayarak ulusal paranın değerlenmesine neden olmuştur.



## ÜÇÜNCÜ BÖLÜM

### TÜRKİYE EKONOMİSİNDE GELENEKSEL OLMAYAN PARA POLİTİKALARI

#### 3.1. MORTGAGE KRİZİNİN TÜRKİYE EKONOMİSİNE ETKİSİ

Küreselleşme ile birlikte ülkelerin birbirlerine olan bağıllığı oldukça artmıştır. Herhangi bir ülkede meydana gelen kriz, o ülke ile ticari faaliyetlerde bulunan diğer ülkeleri de az ya da çok etkilemektedir. Söz konusu kriz gelişmiş ülkelerde patlak verdiyse de gelişmekte olan ülkelere yıkıcı etkisi daha fazla olmaktadır. ABD’de ortaya çıkan 2008 krizi de tüm ülke ekonomilerine hızla yayılarak büyük darbeler vurmuştur.<sup>171</sup>

2008 ekonomik krizi Türkiye ekonomisinde hem finans piyasalarında hem de reel ekonomi üzerinde etkili olmuştur. Dünyada mortgage kredi krizi yaşanmadan hemen öncesinde Türkiye kendinden kaynaklanan 2000-2001 bankacılık krizini yaşamıştır.<sup>172</sup>

2000 yılında IMF ile yapılan standa-by anlaşması kapsamında olan bankacılık sektörü, sermaye piyasası ve özelleştirme konularında sorunlar yaşanmıştır. Bankacılık sektörünün ihtiyacı olan yeniden yapılandırma geciktirilmiştir.<sup>173</sup> Ülkemizde yaşanan 2001 krizi nedeniyle, banka sektöründeki zayıf bankalar TMSF bünyesine geçirilmiş, kalan bankaların sermayeleri güçlendirilmiş, düzenleme ve denetleme oldukça sıkı bir seviyeye getirilmiştir. Ancak, Türkiye’nin en büyük sorunu cari işlemler hesabındaki açık olmuştur. Yine de, ekonominin geneline bakıldığında, 2008 yılı başında görece daha az kırılğan bir durumdadır.<sup>174</sup>

Türkiye’de yaşanan krizler ve buna bağlı olarak güven unsurunu kaybı, ekonomi ve finans alanındaki artan risk iştahı nedeniyle, yeni bir uygulama ve beraberinde yeni bir politika halka duyurulmuştur. Bu uygulama, Güçlü Ekonomiye

---

<sup>171</sup> Hüseyin Dalğar, Adnan Kalkan ve Yusuf Kalkan, **Ekonomik Krizlerin Gelişmiş ve Gelişmekte Olan Ülkelerdeki İşletmelerin Finansal Yapılarına Etkileri: İngiltere- Türkiye Karşılaştırması**, Süleyman Demirel Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi, 2012, Cilt.17, Sayı.3, s.76.

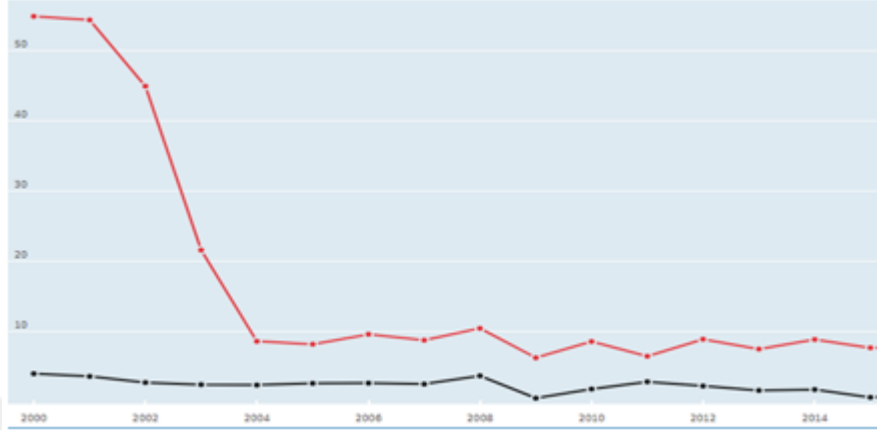
<sup>172</sup> Süreyya Yıldırım, **2008 Yılı Küresel Ekonomi Krizinin Dünya ve Türkiye Ekonomisine Etkileri**, KMÜ Sosyal ve Ekonomik Araştırmalar Dergisi 12(18), 2010, <http://dergipark.ulakbim.gov.tr/kmusekad/article/viewFile/5000134399/5000123210>, (24.06.2018), s.49

<sup>173</sup> Özatay, 2009, s.92-93.

<sup>174</sup> Özatay, 2009, s.138.

Geçiş Programı'dır. Uygulamaya göre, ödemeler dengesindeki tıkanıklığın giderilmesi, sisteme işlerlik kazandırılması ve finansal istikrar ilk hedef, enflasyonun düşürülmesi ikinci hedef şeklinde olmuştur.<sup>175</sup>

**Şekil 16: Türkiye Enflasyon(Tüketici Fiyatları Endeksi) Oranı**



Grafikte, Türkiye Tüketici Fiyatları Endeksi (kırmızı) ve OECD ortalaması (siyah), Toplam Yıllık Büyüme Oran 2000-2015 yılları arası gösterilmektedir.

Kaynak: <https://data.oecd.org/price/inflation-cpi.htm#indicator-chart>.

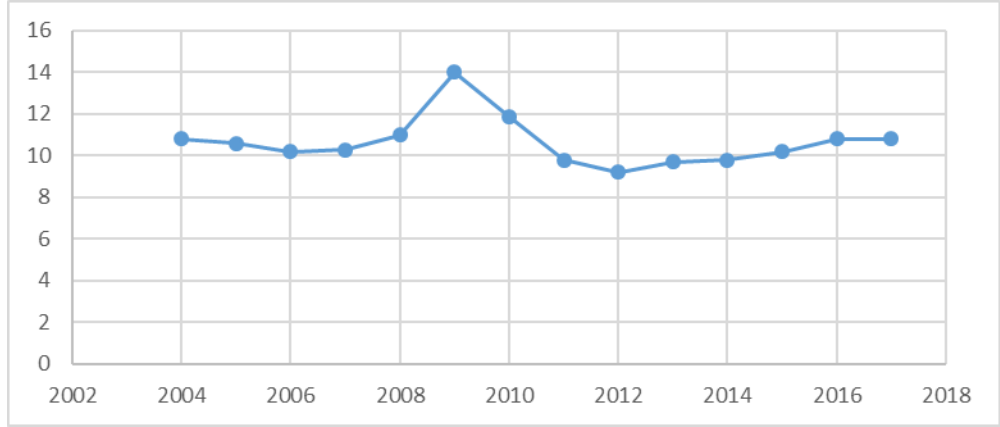
Türkiye Cumhuriyeti Merkez Bankasının 2006 yılından itibaren açık enflasyon hedeflemesi ile finansal istikrarı da kapsayan bir strateji uygulamaya başlamıştır.<sup>176</sup> 2007 yılının sonlarında gelindiğinde faizler ve enflasyon çok düşük seviyelerdedir. Şekil 18'da da görüldüğü gibi 2001 yılındaki enflasyon oranında 2008 yılına gelene kadar hızlı bir geri çekilme yaşanmıştır. Şekil 19'deki işsizlik oranlarına göre 2001 krizinden sonra işsizlik oranı yatay seyirde devam ederken, 2008 krizinden sonra çok çabuk neredeyse eski seviyelerine geri döndüğü görülmektedir.<sup>177</sup>

<sup>175</sup> Burak Darıcı, **Finansal İstikrar ve Finansal İstikrara Yönelik Kamusal Sorumluluk Çerçevesinde Para Politikası: Türkiye Analizi**, TBB Finansal İstikrar Raporu, 2012, [https://www.tbb.org.tr/Content/Upload/Dokuman/1368/TBB\\_finansal\\_istikrar\\_raporu\\_19092012.pdf](https://www.tbb.org.tr/Content/Upload/Dokuman/1368/TBB_finansal_istikrar_raporu_19092012.pdf), (27.05.2018), s.124.

<sup>176</sup>Erol, 2013, s.86.

<sup>177</sup> Evren Ceritoğlu, H. Burcu Gürcihan ve Temel Taşkın, **2001 ve 2008 Krizleri Sonrası İşsizlik Oranı Gelişmeleri**, TCMB Ekonomi Notları, 2012, Sayı 2012-23, <http://www.tcmb.gov.tr/wps/wcm/connect/tr/tcmb+tr/search+results?search-query=2001+ve+2008+kriz+sonras%C4%B1>, s.13.

**Şekil 17: Türkiye’de Yıllara Göre İşsizlik Oranları**

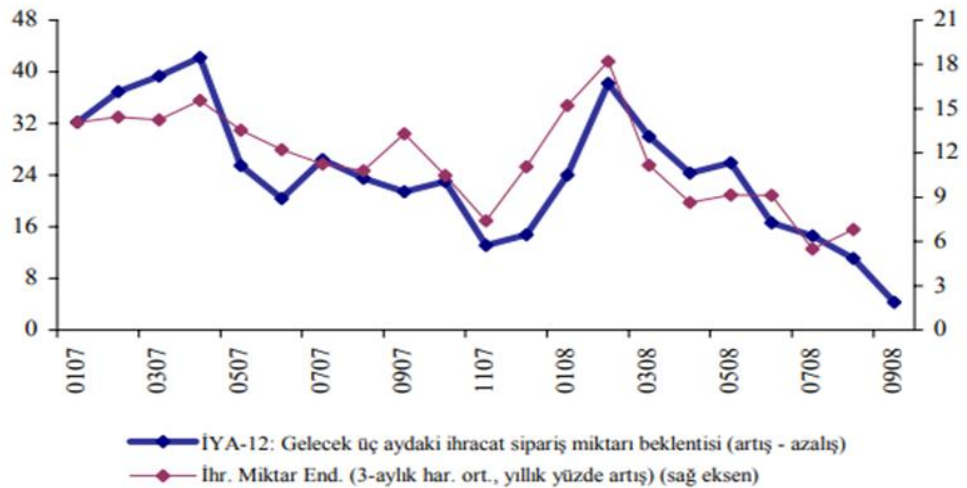


Grafik, 2004-2017 yılları arasını göstermekte olup, TÜİK ve OECD verileri kullanılarak hazırlanmıştır.

Kaynak: <http://www.tuik.gov.tr/HbGetirHTML.do?id=27694>.

2008 küresel krizi Türkiye ekonomisi bazı açılardan etkilemiştir. İlk olarak ihracın durma noktasına gelmesidir. Krizin küresel boyutta olması küresel ekonominin küçülmesi ve doğal olarak küresel gelirin küçülmesi demektir. Gelir düştüğü için herhangi bir şeyin talebi de düşmektedir. Türkiye açısından, ağırlıklı olarak yatırım malı talebi ve dayanıklı tüketim malı talebi düşmüştür. Bu nedenle bu sektördeki firmaların ihracı düşmüştür.<sup>178</sup>

**Şekil 18: İhracat Sipariş Beklentisi ve İhracat Miktar Endeksi**



Kaynak: [tomb.gov.tr](http://tomb.gov.tr), TCMB, Enflasyon Raporu 2008- IV.

<sup>178</sup> Özatay, 2016, s.146.



Şekil 18’de görüldüğü gibi, Küresel düzeyde ekonomik faaliyette beklenen yavaşlamanın özellikle gelişmiş ülkelerdeki ithalat talebinde azalışa yol açması, Türkiye’nin ihracat düzeyi açısından bir risk unsuru oluşturmaktadır. Ek olarak, AB ülkelerine yapılan ihracatın 2007 yılı başında yüzde 58’e ulaşan payı, son aylarda yüzde 42’ye kadar gerilemiştir.<sup>179</sup>

Krizin, Türkiye üzerindeki bir diğer etkisi dış krediler üzerinde olmuştur. Gelişmekte olan ülkelere net sermaye girişi, 2007 yılında özel sektör kaynaklı 888 milyar iken 2008 yılında 392 milyar dolar olarak gerçekleşmiştir. Dış kredilerin azalması, iç kredilerinde azalmasında etkili olmuştur. Bankalar da açtıkları kredi miktarını azaltmışlardır. Çünkü belirsizlik ortamı olması nedeniyle nakit kalınmak istenmiş ve şirketlerde de risk artmıştır. Doğal olarak kriz sürecinde ekonomiye duyulan güven azalmaktadır. Krizin derinleşmesi nedeniyle artan belirsizlik tüketici güvenini ve yatırımcı güvenini düşürmektedir.<sup>180</sup>

Kriz nedeniyle Türkiye ekonomisinde daralma yaşanmış ve üretim düzeyinin düşeceği kesinleşmeye başlayınca, TCMB 2008’den itibaren politika faizini düşürmeye başlamıştır.<sup>181</sup> Politika faiz oranı % 6,5’e düşürülmüştür. Para politikası kuruluna göre, sürdürülen politikalar sayesinde kredi piyasasında olumlu gelişmeler gözlenmektedir. Ancak küresel piyasalarda ekonomik sorunların hala devam etmesi ve toparlanmayla alakalı devam eden belirsizlikler nedeniyle, Kurul faiz oranlarının uzun bir süre düşük tutulması gerektiğini bildirmiştir.<sup>182</sup>

Merkez bankası, 2008 yılı sonundan itibaren enflasyonda hızlı bir düşüş olacağını öngörerek, bunun iktisadi faaliyetlerde oluşturabileceği olası zararı en aza indirmeyi hedeflemiştir. Bu sebeple kısa vadeli faiz oranlarını oldukça aşağı bir seviyeye çekmiş ve dengeleyici bir likidite politikası izlemiştir. Böylelikle, kredi piyasasındaki tıkanıklığı gidermeyi amaçlamıştır. Şekil 19’de görüldüğü gibi. Merkez bankasının bu uygulaması Türkiye’nin politika faizini geliştirmekte olan ülke grubunun ortalamasına yaklaştırmıştır.<sup>183</sup>

---

<sup>179</sup> TCMB, 2008-IV, s.47.

<sup>180</sup> Özatay, 2016, s.144-150.

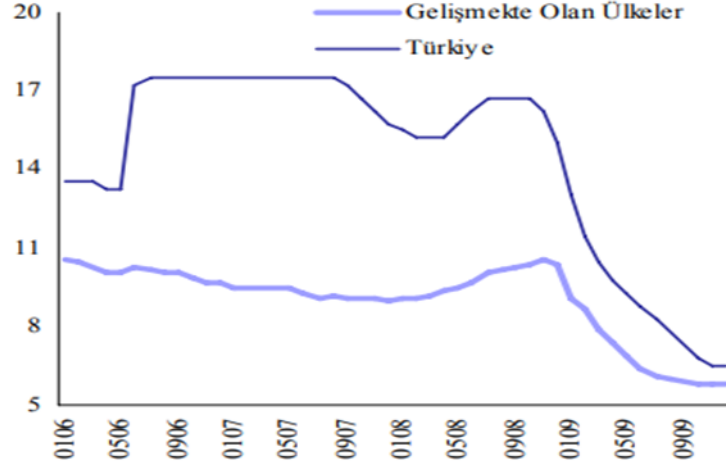
<sup>181</sup> Özatay, 2013, s.430.

<sup>182</sup> TCMB, Para Politikası Kurulu Kararı, 2010, Sayı 2010-07.

<http://www.tcmb.gov.tr/wps/wcm/connect/cb8ad649-71c9-49b0-a5d7-386b6049e26f/DUY2010-07.pdf?MOD=AJPERES&CVID=&CACHE=NONE&CONTENTCACHE=NONE>, (25.06.2018).

<sup>183</sup> TCMB, Enflasyon Raporu 2010-I, <http://www.tcmb.gov.tr/wps/wcm/connect/a55e6a1d-0f7f-4c10-a74f-fa6d94351f32/enf-ocak2010.pdf?MOD=AJPERES&CACHEID=ROOTWORKSPACE-a55e6a1d-0f7f-4c10-a74f-fa6d94351f32-m3fBaO1>, (26.06.2018), s.3.

**Şekil 19: Enflasyon Hedeflemesi Yapan Gelişmekte Olan Ülkelerin  
Politika Faiz Oranı (%)**



grafik 2006 ocak ayından 2009 aralık ayına kadarki süreyi göstermektedir.

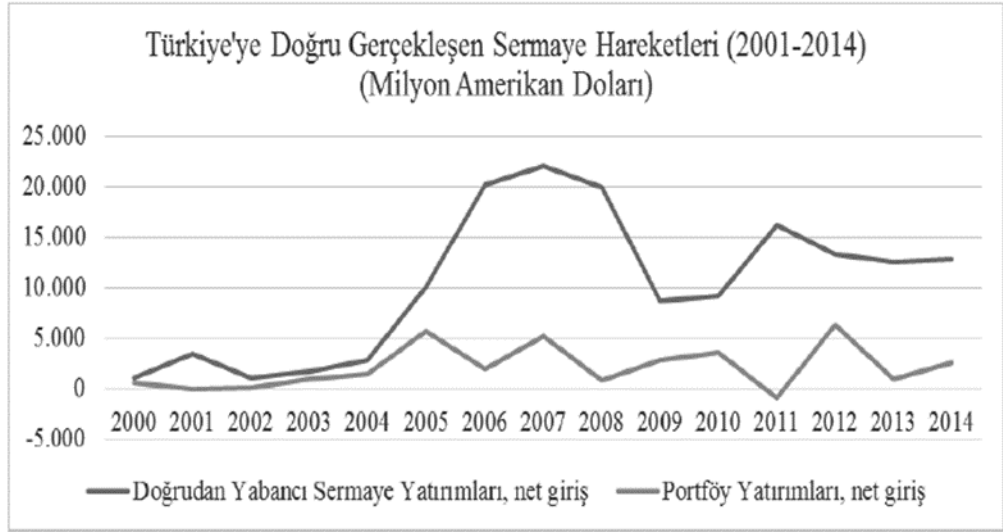
Kaynak: TCMB, Enflasyon Raporu 2010-I,s.3.

Mevcut politikalarla krizi söndüremeyen gelişmiş ülkelerin uygulamaya koydukları geleneksel olmayan para politikaları, Türkiye gibi gelişmekte olan ülkelere sermaye girişlerinin tekrardan artmasına neden olmuştur. Şekil 20’te görüldüğü gibi, yine de kriz öncesindeki döneme göre alt seviyededir. Ancak, dışarıdan yaratılan bu kaynağın yurt içinde dağılmasıyla ekonomide risk artmıştır. Sermaye girişine bağımlı olarak artan kaynak miktarı haliyle sermaye girişlerine karşı kırılganlığın artmasına neden olmuştur. Bu sebeple Merkez Bankası 2010 yılında bir takım politikalar uygulamaya koymuştur.<sup>184</sup> Bu yeni politikalar sayesinde fiyat istikrarı gerçekleştirilmeye çalışılırken finansal istikrar riskleri de gözetilecektir. Bu sebeple hem konjonktürel hem de yapısal araçlar çeşitlendirilmiştir.<sup>185</sup>

<sup>184</sup> Ersoy ve Işıl, s.359-360.

<sup>185</sup> Erol, 2013, s.86.

## Şekil 20: Türkiye'ye Yabancı Sermaye Girişi



Kaynak: Ersoy ve Işıl, s.360.

### 3.2. TÜRKİYEDE UYGULANAN GELENEKSEL OLMAYAN PARA POLİTİKALARI

Türkiye Cumhuriyeti Merkez Bankası, 2008 yılındaki mortgage krizine kadarki sürede kısa vadeli faiz oranları ile ilk hedefi olan fiyat istikrarını sağlamak olmuştur. Kriz nedeniyle finansal istikrarın da önemi anlaşılmıştır. Merkez bankası, bu iki faktörün birlikte istikrarını sağlamak amacıyla yeni politikalar uygulamaya başlamıştır.

Bu politikalar şu şekilde sıralanabilir.<sup>186</sup>

- Faiz Koridoru
- Bankacılık Sisteminde Likidite Yönetimi
- Rezerv Opsiyon Mekanizması
- İletişim Politikası

Merkez bankası geleneksel politikalara ek olarak kullanmaya başladığı bu çeşitli para politikaları sayesinde, ülkemize giren dış sermayeyi yöneterek krizde hızlı toparlanan ülkeler arasına adını yazdırmıştır.

<sup>186</sup> Erol, 2013, s.87.

### 3.2.1. Faiz Koridoru

Enflasyon hedeflemesi uygulayan ülkelerin çoğu faiz koridoru politikasını uygulamışlardır.<sup>187</sup> Faiz Koridoru, MB'nin gecelik borç verme ve borç alma faizinin arasında kalan aralıktır. Borç verme faiz oranı, bir bankanın geçici likidite sıkışıklığına düştüğü zaman merkez bankasından kısa vadeli borçlanarak ödemeyi kabul ettiği faiz oranı olurken, borç alma faiz oranı ise bankaların faiz getirisi sağlamak için sahip oldukları fazla likiditeyi merkez bankasına yatırması halinde almayı kabul ettiği faiz oranı olarak tanımlanır. Uygulama sebebiyle politika faizleri faiz koridorun içinde oluşur. Eğer MB piyasada fonlamayı bir haftalık repo ile yaparsa, bir hafta vadeli repo fonlama faizi politika faizi olmaktadır.<sup>188</sup> TCMB, 2002- 2010 yılları arasında faiz koridorunu kullanmıştır. 2010 yılından itibaren koridor içinde bir hedef faiz oranı belirlenerek "politika faizi", enflasyon hedeflemesi sürecinde kullanılmaya başlamıştır.<sup>189</sup>

Merkez bankası 22 Kasım 2017 tarihinden itibaren bankalar arası piyasada bankaların borç alabilme limitlerinin gecelik vadede yapılan işlemler için sıfıra düşürmüştür. Bu sayede sistemin fonlama ihtiyacı GLP' den sağlanmıştır. BIST bankalar arası Repo -Ters Repo pazarında TCMB işlemleri hariç tutularak hesaplanan ortalama faiz Ocak 2017'den beri TCMB ortalama fonlama faizine yakın durmaktadır. Kısa vadeli piyasa faizlerinin fonlama faizine yakın durması para politikasının etkinliğinin olumlu olması anlamına gelmektedir.<sup>190</sup> Piyasada oluşan faizin politika faizine yakın olması durumu likidite yönetimi ile sağlanmaktadır.<sup>191</sup>

### 3.2.2. Bankacılık Sisteminde Likidite Yönetimi

Likidite yönetimi ile piyasada belirlenen kısa vadeli faizler ile merkez bankasının belirlediği kısa vadeli politika faizinin uyumlu olması sağlanır. Koridor sistemi, piyasada kısa vadeli faizin belirlenen koridor dışına çıkmamasını amaçlar. Bu

---

<sup>187</sup>Erol, 2013, s.87.

<sup>188</sup> Vural, s.63-64.

<sup>189</sup> Özatay, 2013, s.440.

<sup>190</sup> TCMB Enflasyon Raporu 2018-I, 2018,

<http://www.tcmb.gov.tr/wps/wcm/connect/TR/TCMB+TR/Main+Menu/Yayinlar/Raporlar/Enflasyon+Raporu/2018/Enflasyon+Raporu+2018-I>, (29.06.2018), s.61.

<sup>191</sup> Özatay, 2013, s.444.

sayede likidite yönetimi ile sağlanmak istenen finansal istikrar için koridorun içindeki hedef faiz ile piyasa faizinin birbirine yakın olması gerekmektedir.<sup>192</sup> TCMB, Likidite politikasını faiz koridoru ve fonlama stratejisi araçlarını kullanarak gerçekleştirmektedir.<sup>193</sup>

TCMB, likidite düzeyine bağlı olarak kullandığı araçların çeşitlendirilmesi veya vadelerinin uzatılması ile likidite yönetiminin etkinliğini artırmaya çalışmıştır. Piyasadaki likidite fazlası ya da açığı istenen düzeylerde olduğunda, işlemleri gecelik ya da haftalık yürütmüştür. Ancak açık ya da fazla yüksek seviyede ise bankalar kredi koşullarını gevşeterek ya da sıkılaştırarak kredilerin istenenden daha hızlı artmasına ya da azalmasına neden olmaktadır.<sup>194</sup>

2008 yılı sonlarına doğru TCMB'nin döviz rezervleri 70 milyar ABD doları seviyelerine yaklaşmıştır. Küresel likidite akışındaki aksamalar nedeniyle Merkez Bankası bazı önlemler almıştır. Bunlardan bir tanesi TCMB bünyesindeki Döviz Depo Piyasasında aracılık faaliyetlerine yeniden başlamış ve Döviz ve Efektif Piyasaları işlem limitlerini iki katına çıkarmıştır. Ekim ayı itibariyle döviz satarak likidite sağlamıştır.<sup>195</sup> TCMB 2009 ve 2010 yıllarında da döviz alımına devam ederek, 2010 yılının sonlarına doğru 3,22 milyar ABD dolarlık likidite sağlamıştır. 2009 yılında başlanan DİBS alımına da devam edilmiş ve 1,7 milyar TL'lik likidite sağlanmıştır.<sup>196</sup> 2011 yılında döviz kurlarındaki aşırı oynaklığın finans piyasasındaki olumsuz etkisi azaltmak için Ağustos ayında döviz satım ihaleleri yapılmıştır. Bu sayede TL'deki değer kaybı görece sınırlı kalmıştır.<sup>197</sup> 2012 yılında Merkez Bankası, miktar ihalesi ile gerçekleştirdiği bir hafta vadeli repo ve geleneksel ihale yöntemiyle gerçekleştirdiği aylık repo ile fonlamıştır. Ek olarak, piyasa faizlerinin koridorun alt bandında oluşması için finansal sisteme ihtiyacından fazla likidite sağlamıştır. Bu sayede gecelik faizler bandın alt sınırına çekilmiştir.<sup>198</sup> 2013 yılında Fed'in miktarsal genişleme

---

<sup>192</sup> Özatay, 2013, s.446.

<sup>193</sup> Vural, s.63.

<sup>194</sup> Vural, s.65.

<sup>195</sup> TCMB, Enflasyon Raporu 2008-IV, 2008, s.61

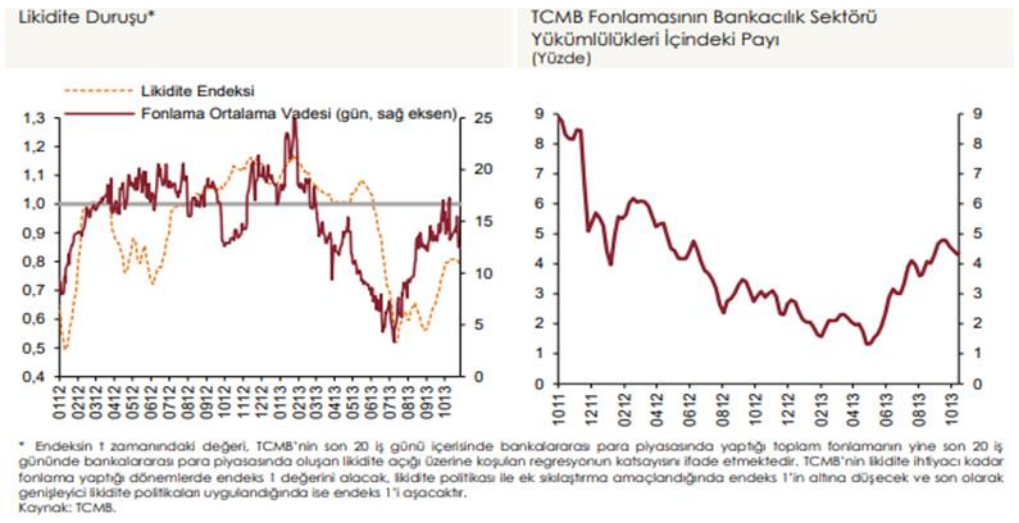
<sup>196</sup> TCMB, Enflasyon Raporu 2010-IV, <http://www.tcmb.gov.tr/wps/wcm/connect/0ce9661e-e051-4388-86a8-169f72692ccb/enf-ekim2010.pdf?MOD=AJPERES&CACHEID=ROOTWORKSPACE-0ce9661e-e051-4388-86a8-169f72692ccb-m3fBaO1> , (29.06.2018), ss.71-72.

<sup>197</sup> TCMB, Enflasyon Raporu 2011- IV, 2011, <http://www.tcmb.gov.tr/wps/wcm/connect/c3c7171d-eca5-4af2-86b6-25e7e36cb97a/5b11-4.pdf?MOD=AJPERES&CACHEID=ROOTWORKSPACE-c3c7171d-eca5-4af2-86b6-25e7e36cb97a-m3fBaTI> , (29.06.2018), s.82.

<sup>198</sup> TCMB, Enflasyon Raporu 2012- IV, 2012, <http://www.tcmb.gov.tr/wps/wcm/connect/d61450af-71c0-411d-9e54-7c8d23c03354/5b12-4.pdf?MOD=AJPERES&CACHEID=ROOTWORKSPACE-d61450af-71c0-411d-9e54-7c8d23c03354-m3fBaZ9> , (1.07.2018), s.81.

politikasından çıkış stratejisine bağlı belirsizlikler finansal varlıkların fiyatlarında değişikliğe neden olmuştur. FED'in para politikalarının büyük bir kısmını açıklamaları ve bu açıklamalardaki oynaklıklar, TCMB'nin daha öngörülebilir likidite politikası uygulamasını sağlamıştır. Uygulanan parasal sıkılaştırmaya Eylül- Ağustos aylarında ek uygulamalar ile likidite endeksi 1 değerinin altında tutulmuştur. Bu durum TCMB'nin likidite duruşunun sıkı olduğunu göstermektedir. Şekil 21'de görüldüğü gibi 2013 yılında bankacılık sektörüne sağlanan likiditenin vadesinin bir ay vadeli repo ihale tutarlarındaki artıştan dolayı yükselmiştir.<sup>199</sup>

**Şekil 21: TCMB Likidite Duruşu**



Kaynak: TCMB, Enflasyon Raporu 2013-IV.

2014 yılına gelindiğinde Fed varlık alımlarını sonlandırmış, ancak ekonomiyi destekleyici politikalar uygulasa da küresel para politikasına dair beklentilerdeki belirsizlik devam etmiştir. Bu sebeple TCMB temkinli para politikasını sürdürmeye devam etmiştir. Piyasalarda yaşanan oynaklık nedeniyle uygulanan sıkı para politikası likidite politikasıyla destelenmiştir. Şekil 21'te faiz oranlarında görülebileceği gibi, BIST gecelik repo faizleri koridorun üst bandına yakın bir yerde oluşmuştur.<sup>200</sup>

2015 yılında da küresel ekonomide belirsizlik devam etmiştir. Bu belirsizliğin en büyük nedeni Fed'in ilk faiz arttırmasına yönelik bekleyiş olmuştur. Bu süreçte

<sup>199</sup>TCMB, Enflasyon Raporu 2013-IV, <http://www.tcmb.gov.tr/wps/wcm/connect/8e4474a9-40c8-4835-93ed-9e12fc00f996/5b13-4.pdf?MOD=AJPERES&CACHEID=ROOTWORKSPACE-8e4474a9-40c8-4835-93ed-9e12fc00f996-m3fBaZ7> , (1.07.2018), s.79-82.

<sup>200</sup> TCMB, Enflasyon Raporu 2014-IV, <http://www.tcmb.gov.tr/wps/wcm/connect/31d912c8-b047-450e-96c8-d3aa428b86ea/5b14-4.pdf?MOD=AJPERES&CACHEID=ROOTWORKSPACE-31d912c8-b047-450e-96c8-d3aa428b86ea-m3fBbbU> , (12.07.2018), s.53

TCMB faiz ve Türk lirası likiditesinde sadeleşme yapmıştır. Böylece piyasa yapıcı bankaya kolaylıklar sağlanmıştır.<sup>201</sup> TCMB'nin 2015 yılında uyguladığı sıkı likidite politikası ve temkinli makro ihtiyati politika sayesinde ekonomi küresel şoklara karşı duruşu güçlendirilmiştir. Bu sebeple faiz koridorunun geniş olması gerekliliği azalmış ve marjinal fonlama faizini 2016 yılı içinde düşürerek sadeleşme politikasına devam etmiştir. Bankaların likidite yönetimini desteklemek için Temmuz ayında TL işlemler karşılığında TL ve yabancı para cinsi teminatların fazla bulundurma oranlarında tür ve vadeleri dikkate alınarak değişiklik yapılmıştır.<sup>202</sup>

2017 yılında gelişmiş ekonomilerde toparlanma belirgin hale gelmiş ve küresel ticaret hacminde artış eğilimi sınırlı da olsa olumlu bir büyüme göstermiştir. Gelişmiş ülkelerin para politikalarında normalleşmeye yönelik algılar, gelişmekte olan ülkelerin risk primlerinde artışa neden olmuştur. Türkiye açısından ise jeopolitik konumu nedeniyle bu artış daha yüksek olmuştur. Portföy akımı bir önceki yıla göre düşmüştür. TL'nin döviz karşısındaki değer kaybı enflasyonun yükselmesine neden olmuştur. TCMB enflasyonun önüne geçmek için para politikasını kademeli olarak sıkılaştırmıştır. Son aylarda yaptığı iletişim politikasıyla para politikasının duruşunu güçlendirmiştir. Gerekli olan fonlamanın çoğunluğunu GLP' den yapmıştır.<sup>203</sup>

TCMB temel amacı olan fiyat istikrarını sağlamak için elindeki tüm araçları etkin şekilde kullanmıştır. 2008 krizinin olumsuz etkilerini çözmeye klasik politikaların yetersiz kalması nedeniyle yeni politikalar geliştirilmiştir. Bunlardan bir tanesi de "Rezerv Opsiyon Mekanizması" dır. Diğer alt başlıkta incelenecektir.

### 3.2.3. Rezerv Opsiyon Mekanizması

Merkez Bankaları tarafından 2008 krizi nedeniyle zorunlu karşılık oranlarının yeniden üstelik yoğun bir şekilde kullanılmaya başlandığından önceki bölümlerde

<sup>201</sup> TCMB, Enflasyon Raporu 2015-IV, 2015, <http://www.tcmb.gov.tr/wps/wcm/connect/ea56c169-9c47-400e-8370-93b9186582bc/5b15-4.pdf?MOD=AJPERES&CACHEID=ROOTWORKSPACE-ea56c169-9c47-400e-8370-93b9186582bc-m3fBbes>, (12.07.2018), s.57,61.

<sup>202</sup> TCMB, Enflasyon Raporu 2016-IV, 2016, <http://www.tcmb.gov.tr/wps/wcm/connect/b492d363-1f5c-41f8-8190-66c8ab422a24/5b16-4.pdf?MOD=AJPERES&CACHEID=ROOTWORKSPACE-b492d363-1f5c-41f8-8190-66c8ab422a24-m3fBbj0>, (12.07.2018), ss. 64-65.

<sup>203</sup> TCMB Enflasyon Raporu 2017-IV, 2017, <http://www.tcmb.gov.tr/wps/wcm/connect/e623a83e-9807-422f-a264-367af3603a47/1b17-4.pdf?MOD=AJPERES&CACHEID=ROOTWORKSPACE-e623a83e-9807-422f-a264-367af3603a47-m3fBbrZ>, (12.07.2018), ss.1-2.

bahsetmiştir. TCMB ülkeye giren kısa vadeli sermaye miktarını doğru yönetebilmek ve bankaların bilançolarında uyumsuzluk olmasını engellemek için zorunlu karşılığı çeşitlendirerek kendi finansal sistemine uygun şekilde kullanmıştır.

Enflasyon hedeflemesi uygulayan ülkeler genellikle zorunlu karşılıkları arttırma ve azaltma şeklinde kullanırken, TCMB zorunlu karşılık oranlarını değiştirerek uygulamıştır. Buna göre, TCMB'nin bu çeşitlendirmeleri içinde “zorunlu karşılık oranlarına faiz ödemesi, zorunlu karşılık oranların vadeye göre farklılaştırılması, zorunlu karşılık tabanının genişletilmesi ve zorunlu karşılık tebliğinde değişiklik” şeklinde uygulamıştır. Merkez Bankası 2011 yılında yeni bir mekanizma geliştirerek zorunlu karşılık uygulamalarında farklı bir bakış açısı sağlamıştır.<sup>204</sup> Bu yeni araç Rezerv Opsiyon Mekanizması (ROM)' dur.

Sermaye hareketlerindeki oynaklık makroekonomik ve finansal istikrarı olumsuz etkiler. ROM ile bu etki sınırlandırılmak istenir. Mekanizma ile bankaların TL zorunlu karşılıklarının belirli bir yüzdesi yabancı para (YP) ve altın cinsinden tutulmasını sağlar. Bu miktar ise rezerv opsiyon oranı (ROO) ile belirlenir. Katsayısı rezerv opsiyon katsayı (ROK)' dır. Sermaye girişlerinin yoğun olduğu dönemlerde YP kaynaklara ulaşmak daha kolay ve bu kaynakların maliyeti daha düşük olduğu için bankalar bu imkanı daha fazla kullanmak istemektedirler. Bu nedenle bankalar YP'nin bir kısmını zorunlu karşılık olarak TCMB ye aktarır. Bu işlem TL üzerindeki baskıyı sınırlandırmaktadır. Tam tersi olarak sermaye girişlerinin az olduğu dönemlerde YP kaynaklara ulaşmak zor ve maliyetlidir. Bu sebeple bankalar bu kaynakları daha az kullanırlar ve TCMB bünyesindeki rezervlerini azaltırlar. Bu şekilde piyasaya döviz likiditesi sağlanırken bankaların TL ihtiyacı doğmaktadır. Bu durumda ROM, sterilize edilmemiş döviz satım ihalesine benzer, fakat mekanizma ile piyasaya birim TL başına daha fazla döviz likiditesi sağlar.<sup>205</sup>

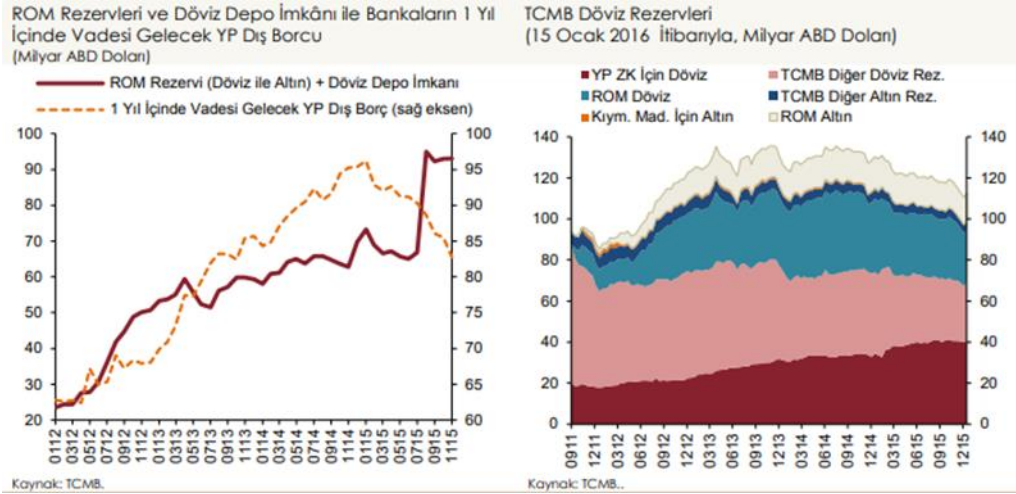
---

<sup>204</sup> Vural, s. 68-69.

<sup>205</sup> Vural, s.70.



## Şekil 22: TCMB ROM ve Döviz Rezervleri



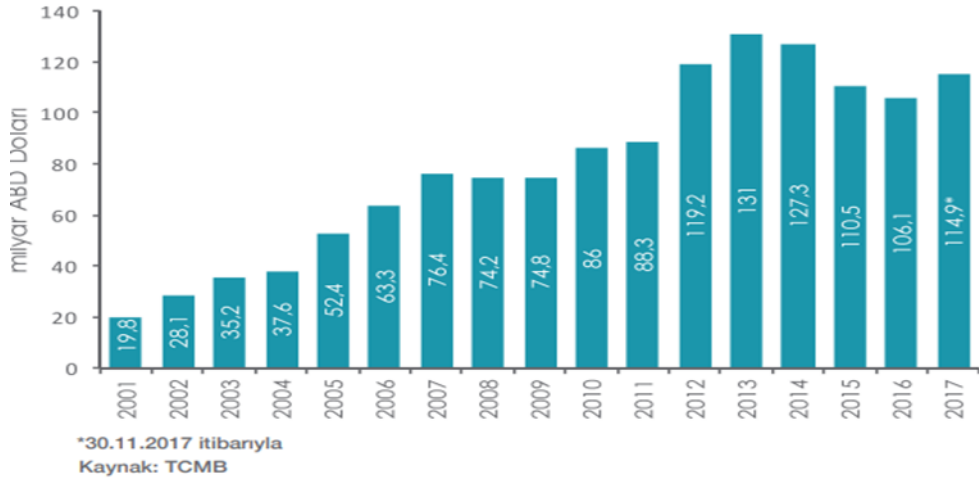
Kaynak: TCMB, Enflasyon Raporu 2016-I.

TCMB, döviz likidite yönetimi esnekliğini artırıcı tedbirler çerçevesinde, döviz ve efektif piyasalarında işlem yapma limitlerini yükseltmiştir. Buna göre, merkez bankası ödemeleri karşılayacak seviyeye getirilmiştir (Şekil 22). 2015 yılı sonunda, ROM'un dengeleyici özelliğini güçlendirmek için TL yükümlülükler için ROM kapsamında tutulacak dövizlerin hesaplamasında, başlangıç tarihinden önceki günlere ilişkin kurların ortalaması kullanılacağı yönünde değişiklik yapılmıştır. 2016 yılı başından sonra TCMB'nin rezervlerinde düşüş yaşanmıştır.<sup>206</sup> 2016 yılında altın cinsi tasarrufların ekonomiye kazandırılması ve rezervlerin artırılması için yüzde 5 oranında yeni bir dilim oluşturularak ROK 1 olarak belirlenmiştir. Bu imkan 2017 yılında da bankalar tarafından kademeli şekilde artarak kullanılmıştır. 2017 yılında YP zorunlu karşılık oranı 50 baz puan indirilerek piyasaya yaklaşık 1,5 milyar ABD doları döviz likiditesi sağlanmıştır. 2017 yılında brüt döviz rezervlerinde artış olmuştur (Şekil 23). TCMB bünyesinde ABD doları cinsindeki zorunlu karşılıklara, rezerv opsiyonlarına ve serbest hesaplara ödenen faiz, uluslararası piyasalardaki gelişmeler dikkate alınarak 50 baz puan arttırılmıştır.<sup>207</sup>

<sup>206</sup> TCMB 2016-I, s.70.

<sup>207</sup> TCMB, 2018 Yılı Para ve Kur Politikası, 2017, Ankara, <http://www.tcmb.gov.tr/wps/wcm/connect/6a7bcb27-bfce-4968-a63b-2f545f875be3/2018parakur.pdf?MOD=AJPERES&CACHEID=ROOTWORKSPACE-6a7bcb27-bfce-4968-a63b-2f545f875be3-m3fB7u3>, (29.06.2018), ss.11-12.

### Şekil 23: TCMB Döviz Rezervleri



Kaynak. TCMB 2018 Yılı Para ve Kur Politikası.

ROM sayesinde bankalar rezerv kullanım oranlarını belirlerken TL ve Döviz kaynaklarının maliyetine göre belirlemektedirler.<sup>208</sup>

#### 3.2.4. İletişim Politikası

Merkez bankaları açısından iletişim son yıllarda giderek önem kazanmaktadır. Bundan dolayı da şeffaflık ilkesi benimsenmiştir. Ayrıca, fiyat istikrarını sağlamak görevinin merkez bankalarında olması ve bunu gerçekleştirmek için bağımsız olma gerekliliği beraberinde hesap verme sorumluluğu etkin bir iletişim politikasını gerektirmiştir. Şeffaflık ve iletişim sayesinde merkez bankaları kamuoyunu bildirerek politikaların etkinliğini arttırmayı hedeflemektedirler.<sup>209</sup>

TCMB'nin iletişim araçları Para Politikası Kurulu toplantılarından sonra yayınlanan duyurular, üç ayda bir yayınlanan Enflasyon Raporu, yılda iki kez yayınlanan Finansa İstikrar Raporu ve Başkan'ın konuşmalarından oluşmaktadır. 2006 yılında açık enflasyon hedeflemesine geçilmesi ile Para Politikası Kurulu'nun toplantılardan sonra yayımlayacağı duyuruların içeriği ve Enflasyon Raporu'nun biçimi belirlenmiştir. Buna göre Enflasyon Raporu'nun son bölümünde ileriye yönelik tahminler bulunmaktadır.<sup>210</sup>

<sup>208</sup> Erol, 2013, s.89.

<sup>209</sup> TCMB, Bülten, Sayı:32, Aralık 2013, <http://www.tcmb.gov.tr/wps/wcm/connect/37b3f2af-9a71-4d0a-bc7e-0e17261520dc/Bulten32.pdf?MOD=AJPERES&CACHEID=ROOTWORKSPACE-37b3f2af-9a71-4d0a-bc7e-0e17261520dc-m3fB9EG>, (04.10.2016), s.2.

<sup>210</sup> Özatay, 2013, s.459.

TCMB’de krizin nedeniyle ortaya çıkan iletişim politikası aracı sözle yönlendirme uygulaması gelişmiş ülkelerin uygulama şekline farklı olmuştur. Buna göre, fiyat istikrarını doğrudan etkileyen kredi büyüme hızı ve döviz kurları gibi temel değişkenlere ilişkin referans değerler ile bunlar üzerinde etki yapabilecek politika araçlarının daha şeffaf bir şekilde kamuoyuna duyurulması amaçlanmıştır. Son zamanlarda yapılan sözle yönlendirmeler daha açık ve net bir biçim kazanmıştır.

Merkez bankası “... TCMB politika aracı olan kısa vadeli faizlerin yılın ilk aylarında yatay bir seyir izlediği ve sonrasında kademeli olarak aşağı indiği bir para politikası durumunda, 2006 yılı sonunda enflasyonun yüzde 4,7 ile 6,3 aralığında gerçekleşeceği tahmin edilmektedir. ... söz konusu faiz politikasının bugünkü bilgiler ışığında orta vadeli hedeflerle tutarlı olarak türetilmiş bir patika olduğu, kesinlikle TCMB tarafından verilmiş bir taahhüt niteliği taşımadığı ve ekonomik koşullar ile varsayımlar değiştiğinde bu patikanın da doğal olarak değişeceği.”<sup>211</sup>

TCMB’nin 2008 yılındaki tahmini şöyledir “... güncellenen tahminlere göre 2008 yılı sonunda enflasyonun yüzde 11,1 olarak gerçekleşeceği beklenmektedir. Enflasyonun yüzde 70 olasılıkla, 2009 yılı sonunda yüzde 6,1 ile yüzde 9,1 arasında (orta noktası 7,6), 2010 yılı sonunda ise yüzde 4,3 ile yüzde 7,9 arasında (orta noktası 6,1) gerçekleşeceği tahmin edilmektedir. 2011 yılının üçüncü çeyreği itibariyle ise enflasyonun yüzde 54 düzeyine düşmesi beklenmektedir.”<sup>212</sup> Merkez bankası bir taahhütte bulunmamakla birlikte sadece tahminlerde bulunmuştur. 2010 yılında yaptığı para politikası değişiklikleriyle temkinli para politikaları uygulamıştır.

2013 yılında daha net tahminlerde bulunmaya başlayan TCMB taahhütte bulunarak gerçekleştirmeye başlamıştır. Ağustos ayında Başkan Başçı, “enflasyon yüzde 6,2 düzeyine düşene kadar faiz oranının yüzde 6,75’in altına düşmeyeceği” şeklindeki ifadesi, önceki duyurulara göre daha açıktır.<sup>213</sup>

2014 yılı orta vadeli görünüm “ tahminler oluşturulurken para politikasındaki temkinli duruşu korunarak likidite politikasının genel olarak sıkı tutulduğu... enflasyon seviyesinin yüzde 70 olasılıkla 2014 yılı sonunda yüzde 8,4 ile yüzde 9,4 aralığında (orta noktası 8,9), 2015 yılı sonunda yüzde 4,6 ile yüzde 7,6 aralığında (orta

---

<sup>211</sup> TCMB, Enflasyon Raporu 2006-I, 2006, <http://www.tcmb.gov.tr/wps/wcm/connect/1b44b411-d10a-466c-b202-16b148645fb0/enf-ocak2006.pdf?MOD=AJPERES&CACHEID=ROOTWORKSPACE-1b44b411-d10a-466c-b202-16b148645fb0-m3fBaIY>, (24.06.2018), ss.56-57.

<sup>212</sup> TCMB, Enflasyon Raporu 2008-IV,(24.06.2018), s. 77.

<sup>213</sup> Yılmaz ve Kahveci, s.21.

noktası 6,1) gerçekleşeceği tahmin edilmektedir.<sup>214</sup> TCMB orta vadeli tahminleri için enflasyonda belirli bir düzelme olana kadar sıkı para politikasına devam edeceğini bildirmiştir. Bu sebeple, 2016 yıl sonunda % 5-8 aralık değerinde oluşacağını tahmin etmektedir. 2017 yılında ise ortalama %5 civarında olacağını beklemektedir.<sup>215</sup> Enflasyonu düşürmek amacıyla sıkı para politikasına devam eden MB 2018 yılsonu enflasyon beklentisi %7 olarak tahmin edilmektedir.<sup>216</sup>

Son yıllarda küresel düzeyde merkez bankalarının daha fazla kamuoyunu içine alan eylemler yapmaları politikaların etkinliğinin artmasını sağlamıştır. Para politikasını uygulamakla görevli olan MB'ler bu görevlerini gerçekleştirirken, maliye politikalarıyla da desteklendiğinde hedeflerin gerçekleşmesi olasılığı artmaktadır.

Türkiye Cumhuriyeti Cumhurbaşkanı'nın da yaptığı basın duyuruları, toplantıları ya da konferansları da bu açıdan önem kazanmaktadır. Özellikle son 3 yıldır yaşanan olaylar dahilinde ekonomiyi güçlü tutabilmek ve politikaların etkinliğini arttırmak sebebiyle daha fazla işbirliği gerekli olmaktadır.

### **3.3.TÜRKİYE'DE GELENEKSEL OLMAYAN PARA POLİTİKALARININ EKONOMETRİK ANALİZİ**

Türkiye Ekonomisi, 2008 krizinden sonra kullanılan politikalar sayesinde hızlı toparlanmış olsa da, küresel ekonomide riskin devam etmesi nedeniyle Türkiye ekonomisinde her zaman bir istikrarsızlığın yaşanması riski devam etmiştir. Bu sebeple TCMB'nin ilk hedefi fiyat istikrarı ile birlikte finansal istikrarı da sağlamaktır. Bu istikrarın sağlanmasında geleneksel para politikası araçlarının yanı sıra geleneksel olmayan para politikası araçları da kullanılmaktadır. TCMB aracılığıyla uygulanan yeni para politikalarının TÜFE ve ÜFE üzerindeki etkisini incelemek amacıyla GARCH, TGARCH ve EGARCH modelleri ile analiz edilecektir.

#### **3.3.1. Tahmin Yöntemi**

Geleneksel olarak ekonometri çalışmalarında zaman serilerinde hata terimi varyansı sabit olarak kabul edilmiştir. Fakat, ekonomik ve finansal değişkenler büyük

---

<sup>214</sup> TCMB, 2014- IV, s.81.

<sup>215</sup> TCMB, 2015-IV, s. 94.

<sup>216</sup> TCMB, 2017-IV, s.81.

dalgalanmalardan sonra daha durgun vaziyete girdikleri için sabit varyans geçerliliğini yitirmektedir.<sup>217</sup>

$$\gamma_{t+1} = \epsilon_{t+1} \quad (3.1.)$$

Değişen varyans sorunu için yukarıdaki denklemdeki  $x_t$  dışsal değişkeni kullanılmaktadır. Denklemdeki  $y_{t+1}$  değişkeni,  $\epsilon_{t+1}$  ortalama sıfır, beyaz gürültüye sahip yani varyansı sabit olan hata terimini,  $x_t$  t dönemdeki bağımsız değişken olarak gösterilmiştir. Denklemde  $\gamma_{t+1}$ 'nin koşullu varyansı  $x_t$ 'nin geçmiş değerleridir. Bu sayede  $y_t$  serisindeki dalgalanmalar açıklanmaktadır. Değişen varyans sorununu belirlemek için bir neden gerekmede ve alternatifler arasından doğru bir tercih yapılması gerekmektedir. Bu zorluğu gidermek için Engle, koşullu varyansın sabit olmadığını varsayarak, kalıntı tahminlerinin karelerini kullanarak koşullu varyans Ardışık Bağımlı (AR) süreci modellemiştir.<sup>218</sup>

$$\epsilon_t^2 = \alpha_0 + \alpha_1 \epsilon_{t-1}^2 + \dots + \alpha_q \epsilon_{t-q}^2 + v_t \quad (3.2)$$

Denklemde  $v_t$  beyaz gürültüye sahiptir.  $\alpha_1 \alpha_2 \dots \alpha_q$  sifıra eşitse tahmin edilen varyans sabit terimi  $\alpha_0$ 'a eşit olmaktadır.(3.2)'deki AR sürece göre hareket etmektedir. Ardışık Bağımlı Koşullu Değişen (ARCH) modelinde (3.2) Ardışık Bağımlı Hareketli Ortalama (ARMA) modelinden veya standart bir regresyon modelinden tahmin edilmektedir. Denklemde çok kullanışlı olmamasının nedeni  $y_t$  ve koşullu varyansın "maksimum olasılık tahmin yöntemleri" ile aynı anda tahmin edilmesidir. Denklemde çözümü kolaylaştırmak için Engle (3.3) no'lu denklemi önermiştir.

$$\epsilon_t = v_t \sqrt{\alpha_0 + \alpha_1 \epsilon_{t-1}^2} \quad (3.3)$$

(3.3) no'lu denklem,  $v_t$  ortalaması sıfır ve varyansı 1'e eşit beyaz gürültüyü ifade etmektedir.  $v_t$  ve  $\epsilon_{t-1}$  birbirinden bağımsız olarak, sabit terimler  $\alpha_0$  ve  $\alpha_1$  için  $\alpha_0 > 0$  ve  $0 < \alpha_1 < 1$  şartları geçerlidir.

<sup>217</sup> Jale Zeynep Bilkur Türkel, **Sözlü Döviz Müdahalelerinin Döviz Kuru Üzerindeki Etkisi: Türkiye Örneği**, Türkiye Cumhuriyeti Merkez Bankası İletişim ve Dış İlişkiler Genel Müdürlüğü, Ankara, 2014, s.15.

<sup>218</sup> Türkel, s.16.

Koşullu değişen varyans  $\sigma_t^2$  yerine  $h_t$  olarak gösterilmiştir. Bir önceki dönemin hata teriminin karesine bağlı olarak tanımlanmıştır. Buna göre (3.4) no'lu denkleme göre

$$h_t = \alpha_0 + \alpha_1 \varepsilon_{t-1}^2 + \dots + \alpha_q \varepsilon_{t-q}^2 \quad (3.4)$$

Koşullu varyansın pozitif olması gerekmektedir. Sürecin herhangi bir yerinde negatif değer anlamsız olmasına neden olmaktadır. (3.4) no'lu denkleme göre katsayıların pozitif olması gerekmektedir. Koşullu varyans denkleminde tahmin edilen katsayıların artması negatif olma olasılığını arttırmaktadır. Bollerslev, Engle'nin çalışmasını geliştirerek GARCH modelini oluşturmuştur. (3.5) no'lu denkleme GARCH (p,q); p ardışık bağımlılık derecesini, q hareketli ortalamayı göstermektedir.<sup>219</sup>

$$h_t = \omega + \sum_{i=1}^p \beta_i h_{t-i} + \sum_{j=1}^q \alpha_j \varepsilon_{t-j}^2 \quad (3.5)$$

### 3.3.3. GARCH Modelleri

GARCH modellerinde pozitif ve negatif hata terimlerinin volatilité üzerindeki etkisinin simetrik olacağı varsayılmaktadır. Yani hem iyi haberler hem de kötü haberler volatilité üzerinde aynı etkiye sahiptir. Ancak, gerçek hayatta böyle değildir. Kötü haberlerden sonra iyi haberlerden sonrakine kıyasla oynaklık daha fazla artmaktadır. Farklı derecedeki şoklara karşı oynaklığın tepkisi de asimetriktir. Bu sebeple farklı GARCH modelleri geliştirilmiştir.<sup>220</sup>

Diğer GARCH modeli TGARCH'tır. TGARCH(1,1) modeli Jean Michel Zakoian tarafından geliştirilmiştir. Bu modelde otoregresif belirlemede varyansın yerine koşullu standart sapma kullanılmaktadır.

$$x_t = e_t \sigma_t \quad (3.6)$$

$$\sigma_t = \omega + \alpha^+ X_{t-1}^+ + \alpha^- X_{t-1}^- + \beta \sigma_{t-1} \quad (3.7)$$

<sup>219</sup> Türkel, s.17.

<sup>220</sup> Türkel,s,18.

$X^+{}_t = \max\{0, X_t\}$  olduğu yerde  $X_t$ 'nin kısmi pozitif ve  $X^-{}_t = \min\{0, X_t\}$  negatiftir. Bu model şoklarda asimetrik tepkiyi açıklamak için geliştirilen bir modeldir. Ancak parametrelerde negatif olmayan varsayım gerektirmektedir.<sup>221</sup>

GARCH modellerinde bir diğeri EGARCH'tır. Nelson'un geliştirdiği EGARCH modeli ile katsayıların "negatif olmama" şartı aranmamaktadır.  $\log(h_t)$  olduğundan  $h_t$  pozitif olmaktadır. Ayrıca asimetrik şoklara imkan vermektedir.<sup>222</sup> Bu modelde, koşullu varyansın pozitif olması hususunda bir sınırlama yoktur. Gecikmeli hata terimlerinin işaretleri de değerlendirilmektedir.<sup>223</sup>

$$\log(ht) = \omega + \beta \log(h_{t-1}) + \gamma \frac{\varepsilon_{t-1}}{\sqrt{h_{t-1}}} + \alpha \left[ \frac{|\varepsilon_{t-1}|}{\sqrt{h_{t-1}}} - \sqrt{\frac{2}{\pi}} \right] \quad (3.8)$$

### 3.3.2. Model ve Verilerin Düzenlenmesi

Geleneksel olmayan para politikası uygulamaları son dönemde daha aktif kullanılmaları nedeniyle çalışmada veri dönemi olarak; 520 gözlem gününü içeren 01.01.2017 – 31.12.2018 tarih aralığını kapsayan günlük veriler dikkate alınmıştır. Çalışmanın amacı, TCMB tarafından uygulanan geleneksel olmayan para politikalarının TÜFE ve ÜFE üzerindeki etkisini ölçmektir. Bunun için döviz kuru ve rezerv opsiyon katsayısının bir önceki değere göre farkları ile uluslararası piyasadaki 2 yıllık tahvil faiz oranının bir önceki değere göre farkları olarak TCMB Başkanı ve Türkiye Cumhuriyeti Cumhurbaşkanı'nın sözlü döviz müdahaleleri eklenmiştir. Sözlü müdahaleler modele kukla değişken olarak eklenmiştir. Kukla değişkenlerin oluşturulması aşamasında, araştırma yapılırken; enflasyon, döviz kuru, faiz oranı kelimeleri anahtar kelime olarak kullanılmıştır (Bkz EK 1). Değişkenlerden faiz oranı ve döviz kuru Investing.com sitesinden, rezerv opsiyon mekanizması verileri TCMB elektronik veri dağıtım sisteminden, TÜFE ve ÜFE aylık değişimler ve TCMB Başkan

<sup>221</sup> Brandon Williams, GARCH (1,1) Models, Ruprecht- Karls- Universität Heidelberg Fakultät für Mathematik und Informatik, 2011, ss.2,26.

<https://math.berkeley.edu/~btw/thesis4.pdf>.

<sup>222</sup> Türkel, s.18.

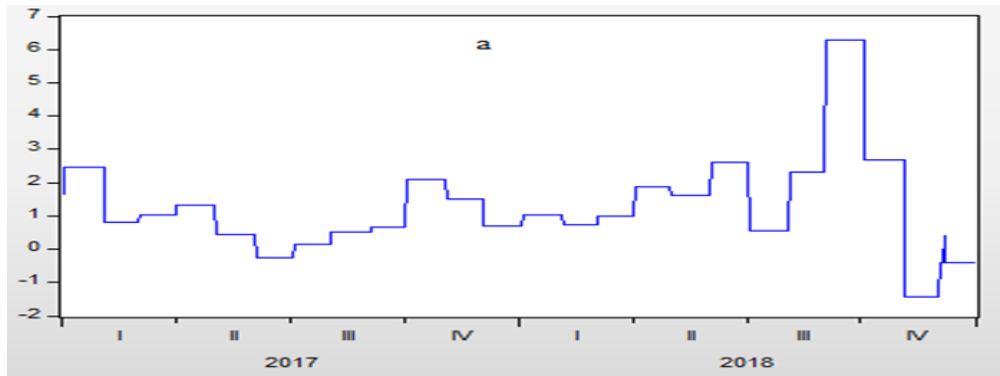
<sup>223</sup> Aysoy Derya, **Türkiye'de Merkez Bankası Müdahaleleri ile Döviz Kuru Arasındaki İlişki (1 Ocak 2004 – 30 Haziran 2015)**, Başkent Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Doktora Tezi, 2017, s.98. (6.02.2019)

konuşmaları TCMB sitesinden, Cumhurbaşkanı'nın sözlü müdahaleleri Cumhurbaşkanlığı sayfasından elde edilmiştir.

Çalışmada GARCH modelleri arasında, GARCH (1,1), TGARCH ve EGARCH modelleri denenerek en iyi model bulunmaya çalışılmıştır. Ölçmeye çalıştığımız veriler zaman serileri oldukları için öncelikle değişkenlerin durağanlığının kontrol edilmesi gerekir. Durağan olmayan değişkenlerin durağan hale getirilmesi modelin güvenilirliği açısından önem arz eder.<sup>224</sup>

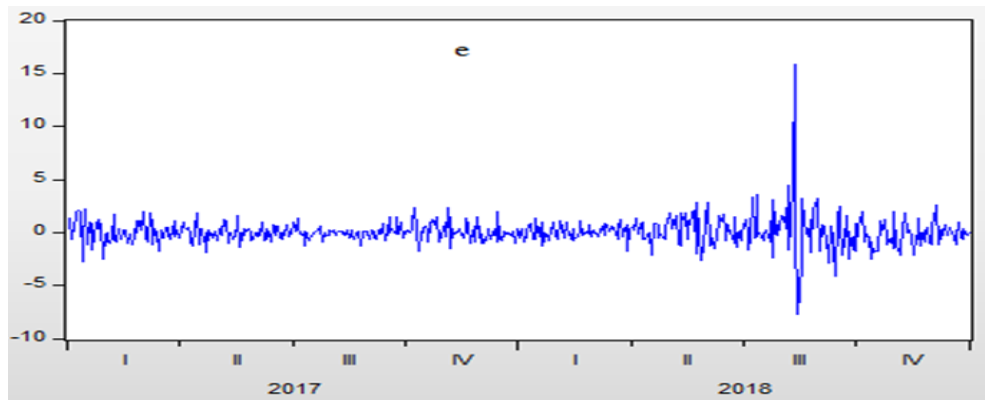
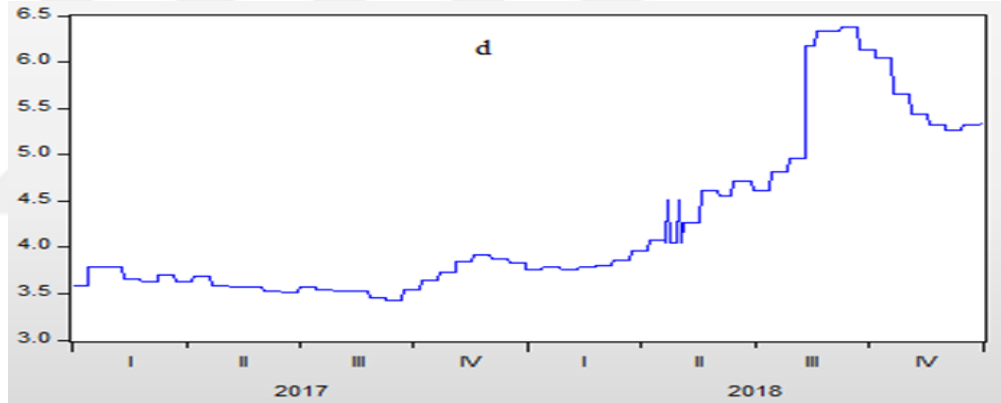
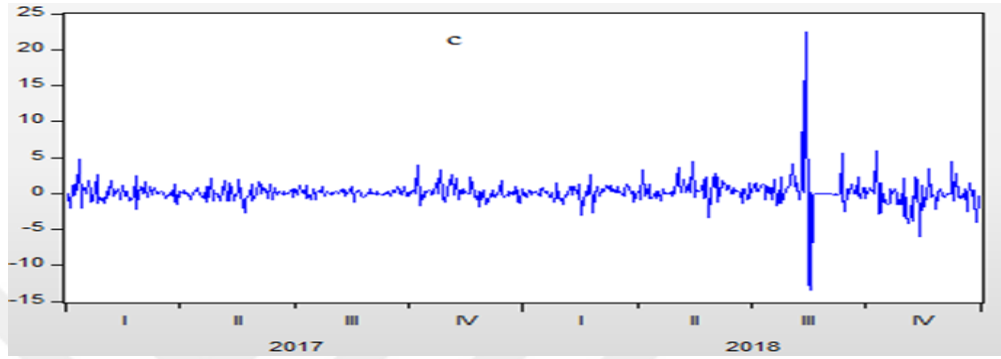
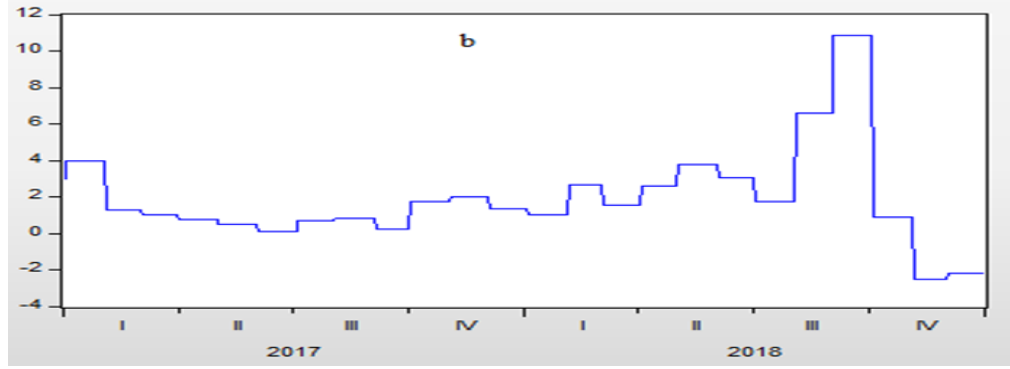
Şekil 24'da, a grafiğinde tüfe eğrisi gösterilmiştir. Grafiğe göre genel olarak belli bir seviyede dalgalanmış olsa da ikinci yılın ortasından sonra orantısızlıklar görülmektedir. b grafiğinde ise üfe deki değişiklikler gösterilmektedir. Grafikte iniş çıkışlar düzenli olmadığından, durağan olmadığı görülmektedir. c grafiği faiz oranındaki hareketliliği göstermektedir. Grafiğe göre genel olarak belli bir seviyede dalgalandığını görebiliriz. d grafiğinde rezerv opsiyon katsayısındaki değişiklikler gösterilmektedir. Veride genel olarak sürekli bir yükseliş görülmektedir. Durağan olmadığı anlaşılmaktadır. e grafiği dolar kurunu göstermektedir. Belli bir seviye etrafında olduğundan durağan olduğunu görebiliriz. Ek olarak, faiz ve dolar kuru verileri günlük farklar olarak alındığından dolayı zaten durağandır. Bunu grafiklerden de görebiliriz

**Şekil 24: Araştırma Verilerinin Grafiği (ÜFE/TÜFE/Faiz Oranı, ROK ve Dolar Kuru)**



<sup>224</sup> Ali Özer ve Oğuzhan Ece, **Vadeli İşlem Piyasasında Anomalilerin ARCH-GARCH Modelleri ile Test Edilmesi: Türkiye Vadeli İşlemler Piyasası Üzerine Bir Uygulama**, Nevşehir Hacı Bektaş Veli Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi, Cilt:6, Sayı:2, 2016, s.6.  
<http://dergipark.gov.tr/nevsosbilen/issue/24556/260058>,





Kaynak: grafikler, ekonometri programı olan Eviews 9 serisiyle oluşturulmuştur.

Değişkenlerin zaman serisi grafiklerine göre, Dolar kuru değeri 2018 yılının birinci çeyreğinden itibaren artmaya başlamıştır. En yüksek olduğu seviye 2018'in

ortalama denge gelmektedir. Bu artışın TÜFE ve ÜFE üzerindeki etkisini üçüncü çeyrekte kademeli olarak arttırmaları şeklinde görebiliriz. Gerçekten de 2018 yılının ağustos ayında yaşanan döviz kurundaki hızlı yükselişler, maliyetlerin de artmasına sebep olmuştur. Ülkemizde ithalata dayalı tüketim mali kullanımı çokluğu nedeniyle, döviz kurundaki yükselişlerin etkisi hemen hissedilmiştir. Buna bağlı olarak fiyatların yükselmesi beklenen bir durumdur.

Durağan olmayan verilerin durağanlığının sağlanması için, birim kök testi ile birinci dereceden farkları alınmıştır. TÜFE, ÜFE, Faiz Oranı, ROK ve Dolar Kuru için ADF test istatistiği %1 %5 %10 anlamlılık düzeylerine göre, değerler (Bkz EK2) MacKinnon kritik değerlerinden büyük olduğu için serilerin durağan olduğu kabul edilmiştir.

Bağımlı ve bağımsız değişkenlerin durağanlığı sağlandıktan sonra kukla değişkenler oluşturulmuştur. Kukla değişkenlerin ikisi de oluşturulurken açıklama yapılan günler 1, yapılmayan günler 0 olarak işaretlenmiştir.

### 3.3.4. Tahmin Sonuçları

Modelleme TÜFE ve ÜFE için iki ayrı model olarak yapılmıştır.

#### TÜFE Modeli;

İlk olarak denklem LS metodu ile elde edilmiştir ve ARCH test'ine bakılmıştır. Hipotez  $p < 0.05$  anlamlılıkta şu şekilde kurulmuştur;

$H_0$ : Serilerde Değişken Varyans Yoktur

$H_1$ : Serilerde Değişken Varyans Vardır

**Tablo 7: ARCH Test**

	F istatistiği	P değeri
ARCH Testi	0.055984	0.8131

Tablo 7'deki sonuca ve kurulan hipoteze göre değişken varyans olmadığı kabul edilmiştir. Yani kalıntılar koşullu değişken varyansa sahip değildir. Bu nedenle, hata terimlerine ait varyans değeri ile bağımsız değişkenler arasındaki ilişkinin değişim

göstermediği anlaşılmaktadır. Değişkenlerin oynaklığı zaman içinde değişkenlik göstermemektedir.<sup>225</sup>

Tüfe için en anlamlı modeli bulmak amacıyla GARCH(1,1), TGARCH ve EGARCH modelleri sırasıyla tahmin edilmiştir. Burada dikkat edilmesi gereken AIC ve SIC değerlerdir. Bu değerlerin en düşük olduğu model, en iyi model olarak seçilmiştir. Buna göre TÜFE için en iyi model (Tablo 8) EGARCH'tır.

**Tablo 8: AIC ve SIC Değerleri**

	GARCH(1,1)	TGARCH	EGARCH
AIC	0,881422	0,829239	0,397275
SIC	0,955046	0,911043	0,47908

**Tablo 9: TÜFE EGARCH Modeli**

Değişken	Katsayı	Std. Hata	z- İstatistik	Olasılık
ROKFARK	-0,869545	0,048625	-17,88261	0,0000
FAIZ	-0,024660	0,002291	-10,76537	0,0000
DOLAR	0,036555	0,003193	11,44859	0,0000
KUKLAR	0,216847	0,013701	15,82660	0,0000
KUKLAM	-0,009313	0,049423	-0,188434	0,8505
C	-0,024230	0,007583	-3,195264	0,0014

TÜFE için tahmin edilen EGARCH modeline göre (Tablo 9) oluşturulan denklem şu şekildedir(Bkz EK3);

$$\begin{aligned}
 Y &= f(x_1x_2x_3x_4x_5) \\
 &= -0,024230 - 0,869545x_1 - 0,024660x_2 + 0,036555x_3 \\
 &\quad + 0,216847x_4 - 0,09313x_5
 \end{aligned}$$

Denklemdaki  $x_1, x_2, x_3, x_4, x_5$  değişkenleri sırasıyla rokfaiz, faiz, dolar, kuklar ve kuklam'dir. Y= TÜFE bağımlı değişkeni temsil etmektedir. Denklemden TÜFE'yi, (-) değerli değişkenler ters yönlü, (+) yönlü değişkenler aynı yönlü etkilemektedir.

<sup>225</sup> Değişen Varyans, <http://kisisel.ankara.edu.tr/politics.ankara.edu.tr/burca/ekonometri/8-%20Degisenvaryans.pdf>, (13.02.2019)

Buna göre TÜFE'yi, rokfaiz ve faiz değişkenleri ters yönlü etkilerken, dolar değişkeni aynı yönlü etkilemektedir. Denkleme göre, rezerv opsiyon katsayısındaki artışlar, TÜFE üzerinde azaltıcı etki etmektedir. Faiz oranlarındaki yükselişler de TÜFE'yi ters yönlü etkilemektedir. Bunun nedeni olarak, piyasa katılımcılarının yükselen faizlere bağlı olarak daha fazla tasarrufla bulunması, harcama yapmaktan kaçınması sonucu piyasada oluşabilecek talep miktarındaki azalmaya bağlı olarak fiyatların da düşmesi olabilir. Değişkenlerin olasılık değerlerine göre (Bkz EK3 ), rokfaiz, faiz, dolar, kuklar değişkenleri anlamlıdır. Burada MB açıklamaları (kuklam) istatistiksel olarak anlamsız çıkmıştır. Dolayısıyla MB açıklamalarının TÜFE üzerinde istatistiksel olarak desteklenememiştir. Kukla değişkenler oluşturulurken; açıklama yapılan günler 1, yapılmayan günler 0 olarak kabul edilmiştir. Buna göre; Cumhurbaşkanlığı tarafından yapılan sözlü açıklamaların TÜFE üzerindeki etkisi ters yönlü çıkmıştır.

Seçilen modelde arch etkisine bakmak için arch-lm etkisine bakılmıştır. Bunun için  $p < 5\%$  anlamlılık düzeyine göre boş hipotez: değişen varyanslılık yoktur, şeklindedir. Tablo 10'a göre, boş hipotezi reddedemeyiz. Yani seri sabit varyanslı bir seridir. Hata terimleri ile bağımsız değişkenler arasında ilişki değişip göstermemekte, hep aynı kalmaktadır.

**Tablo10: TÜFE ARCH- LM Test**

	F-İstatistik	P değeri	Ki- Kare
ARCH-LM Testi	0,130550	0,7180	0,7174

Model için en son yapılması gereken kalıntıların dağılımının incelenmesidir. Tablo11'e göre %1 anlamlılık düzeyinde Jarque-Bera ve olasılık değerlerine bakıldığında arzu edildiği şekilde olmadığı görülmüştür. Hatalarda normal dağılım yoktur. 46,59 sivri uçlu olduğunu, baskınlık katsayısının 0'a yakın olması simetrikliğini ve (-) işaretli olması sola çarpıklığını göstermektedir.

**Tablo 11: Kalıntıların Dağılımı**

Ortalama	0,036081
Medyan	0,089792
Maksimum	8,086890
Minimum	-9,586862
Standart Sapma	0,9985442
Çarpıklık	-1,402539
Basıklık	46,59717
Jarque-Bera	41352,60
Olasılık	0,000000

**Üfe Modeli;**

İlk olarak denklem LS metodu ile elde edilmiştir ve ARCH test'ine bakılmıştır. Hipotez  $p < \%5$  anlamlılıkta şu şekilde kurulmuştur;

$H_0$ : Serilerde Değişken Varyans Yoktur

$H_1$ : Serilerde Değişken Varyans Vardır

**Tablo 12: ÜFE ARCH Test**

	F- İstatistik	P değeri
ARCH Testi	0,013545	0,9074

Olasılık değeri %5'ten büyük olduğu değişken varyans olmadığı kabul edilmiştir. TÜFE'deki gibi değişkenlerin sahip olduğu özellik ÜFE için de geçerlidir. Hata terimi zaman içinde oynaklığa sahip değildir. Hata terimlerine ait varyans değeri ile bağımsız değişken arasındaki ilişki değişim göstermemektedir.

ÜFE için en anlamlı modeli bulmak amacıyla GARCH(1,1), TGARCH ve EGARCH modellerini sırasıyla tahmin edilmiştir. AIC ve SIC değerlerinin en düşük olduğu model, en iyi model olarak seçilmiştir. Buna göre ÜFE için en iyi model GARCH(1,1)'dir.

**Tablo 13: ÜFE için AIC ve SIC Değerleri**

	GARCH(1,1)	TGARCH	EGARCH
AIC	0,454378	1,813566	1,105915
SIC	0,528002	1,895371	1,187719

**Tablo 14: ÜFE GARCH(1,1) Modeli**

Değişken	Katsayı	Std. Hata	z- İstatistik	Olasılık
ROKFARK	0,026054	0,009871	2,639549	0,0083
FAIZ	0,007163	0,000983	7,287207	0,0000
DOLAR	0,017091	0,002205	7,749453	0,0000
KUKLAM	-0,004038	0,002539	-1,590178	0,1118
KUKLAR	0,087144	0,011489	7,584948	0,0000
C	0,005525	0,000711	7,771861	0,0000

ÜFE için seçilen en anlamlı model (Tablo 14) ile elde edilen denklem aşağıdaki gibidir(Bkz EK3);

$$\begin{aligned}
Y &= f(x_1x_2x_3x_4x_5) \\
&= 0,005525 + 0,026054x_1 + 0,007163x_2 + 0,01791x_6 \\
&\quad - 0,004038x_4 + 0,087144x_5
\end{aligned}$$

Denkleme göre, bağımlı değişken Y= ÜFE, bağımsız değişkenler ( $x_1x_2x_3x_4x_5$ ) sırasıyla rokfaiz, faiz, dolar, kuklam ve kuklar değişkenleridir. Y değişkenini (-) katsayılı değişkenler ters yönlü etkilerken, (+) katsayılı değişkenler aynı yönlü etkilemektedir. Buna göre rokfaiz, faiz ve dolardaki yükselişler ÜFE'nin de yükselmesine neden olmaktadır. Faiz oranlarındaki yükselişler maliyetlerin de yükselmesine neden olduğu için aynı zamanda ÜFE'nin de yükselmesine neden olmaktadır. Denkleme eklenen kukla değişkenler, açıklama yapılan günler 1, yapılmayan günler 0 olarak kabul edilmiştir. Buna göre Merkez Bankasının yaptığı açıklamalar ÜFE'yi ters yönlü etkilemektedir. Her ne kadar 0,1118 gibi yüksek anlamlılık düzeyinde MB açıklamaları etkili çıkmakla birlikte, yine de ulaşılan sonucun önemli olduğunu düşünüyoruz. Cumhurbaşkanlığı açıklamalarıyla

tanımlanan sözlü müdahaleleri ÜFE üzerindeki etkisi aynı yönlü olarak elde edilmiştir. Bu etki istatistiksel olarak desteklenmektedir.

Tablo 15'te ÜFE bağımlı değişkenine ait korelogramlar, otokorelasyon (ACF) ve kısmi korelasyon (PACF) gösterilmektedir. Seri korelasyonun olup olmadığına bakmak için, boş hipotez: seri korelasyon yoktur şeklindedir. Değerlerin %5'ten büyük olması durumda boş hipotezi reddedemeyiz. Yani bu modelde seri korelasyon yoktur. Katsayılar güven aralığı içinde yer almaktadır.<sup>226</sup> Olasılık değerlerine göre, Y ve X değişkenleri arasındaki ilişki derecesi çok yüksektir. (+) değerlerde x deki değişimler ile aynı yönde değişme olduğu anlaşılırken, (-) değerleri y ve x değerleri arasında ters yönde ilişki olduğu anlaşılmaktadır.

**Tablo15: ÜFE Korelasyon**

Otokorelasyon	Kısmi otokorelasyon	AC	PAC	Q-ist	Ols
1		-0.019	-0.019	0.1830	0.669
2		-0.017	-0.017	0.3274	0.849
3		-0.019	-0.019	0.5097	0.917
4		-0.015	-0.016	0.6262	0.960
5		-0.018	-0.019	0.7947	0.977
6		-0.017	-0.018	0.9419	0.988
7		-0.018	-0.020	1.1070	0.993
8		-0.018	-0.020	1.2709	0.996
9		-0.017	-0.020	1.4215	0.998
10		-0.018	-0.021	1.5854	0.999
11		-0.018	-0.022	1.7594	0.999
12		-0.013	-0.017	1.8538	1.000
13		-0.018	-0.022	2.0287	1.000
14		-0.014	-0.019	2.1310	1.000
15		-0.017	-0.022	2.2900	1.000
16		-0.018	-0.024	2.4734	1.000
17		-0.016	-0.022	2.6131	1.000
18		-0.018	-0.025	2.7931	1.000
19		-0.017	-0.024	2.9431	1.000
20		0.027	0.020	3.3494	1.000
21		0.036	0.030	4.0500	1.000
22		0.025	0.021	4.3972	1.000
23		0.040	0.038	5.2670	1.000
24		-0.013	-0.014	5.3656	1.000
25		-0.013	-0.014	5.4615	1.000
26		-0.014	-0.015	5.5676	1.000
27		-0.014	-0.016	5.6798	1.000
28		-0.014	-0.016	5.7911	1.000
29		-0.013	-0.015	5.8775	1.000
30		-0.008	-0.010	5.9128	1.000
31		-0.014	-0.017	6.0284	1.000
32		-0.014	-0.017	6.1343	1.000
33		-0.015	-0.018	6.2536	1.000
34		-0.012	-0.016	6.3305	1.000
35		-0.014	-0.018	6.4382	1.000
36		-0.014	-0.018	6.5492	1.000

Üfe için seçilen en iyi modelde arch-1m etkisine bakılmıştır. Bunun için boş hipotez: değişken varyanslılık yoktur şeklindedir. Tablo 16'de görüldüğü gibi değerler %5'ten büyük olduğundan boş hipotezi reddedemeyiz. Yani seriler sabit varyanslıdır.

<sup>226</sup> Akay, Hülya Kanalcı ve Mehmet Nargeleçekenler, **Finansal Piyasa Volatilitesi ve Ekonomi**, Ankara Üniversitesi Siyasal Bilimler Fakültesi, Cilt:61, Sayı:4, 2006,s.24. <http://dergipark.gov.tr/ausbf/issue/3215/44755>, (15.02.2019).

**Tablo 16: ARCH-LM Test**

	F-İstatistik	P Değeri	Ki-Kare
ARCH-LM Testi	0,180965	0,6707	0,6700

Son olarak kalıntuların dağılımına bakılmıştır. Tablo 17'e göre %1 anlamlılık düzeyinde Jargue- Bera ve olasılık değerleri arzulanan şekilde değildir. Bu sebeple kalıntuların dağılımı normal değildir. Çarpıklık katsayısının 0'a yakın olmaması ve negatif olması nedeniyle sola doğru asimetrik olmadığının göstergesidir. 53.72 değerinde sivri uçludur.

**Tablo17: ÜFE Histogram**

Ortalama	-0,113911
Medyan	-0,019624
Maksimum	6,789551
Minimum	-11,33355
Standart Sapma	0,994449
Çarpıklık	-3,807467
Basıklık	53,72891
Jarque- Bera	57013,88
Olasılık	0,000000

TÜFE ve ÜFE bağımlı değişkenleri için yapılan modellerden elde edilen sonuçlara göre, bağımsız değişkenlerin denklemdeki anlamlılıkları ve birbirleriyle olan yüksek ilişkileri dikkat çekmektedir. TÜFE açısından bakıldığında MB'nin uygulamaya koyduğu geleneksel olmayan para politikaları anlamlı görünmektedir. Döviz kurundaki artış TÜFE'yi ters yönde etkilemektedir. ÜFE açısından ise, MB'nin yaptığı sözlü yönlendirmeler ÜFE ile ters yönlüdür. TCMB'nin öncelikli hedefinin fiyat istikrarını sağlamak olduğu düşünüldüğünde, MB tarafından yapılan açıklamaların enflasyonu düşürmede etkili olduğunu söylenebilir.



## SONUÇ

Ülkelerin para miktarının yönetimi o ülkenin Merkez Bankalarına verilmiştir. MB'ler bu sebeple ülkelerin para politikalarını uygulayan birimlerdir. Bu politikalar uygulanırken ilk olarak enflasyonu istikrarlı bir seviyede tutarak fiyat istikrarını sağlamak, ikinci olarak finansal istikrarı dengede tutmak amaçlanmaktadır. Bu sayede makroekonomik dengenin sağlanması hedeflenmektedir.

MB'ler hedeflerine ulaşmak için bazı politikalar kullanmaktadırlar. Bu politikalar, açık piyasa işlemleri, reeskont uygulaması, selektif kredi politikası, yasal karşılık politikası ve döviz efektif alım ve satımlarıdır. Geleneksel olarak adlandırılan bu politikalar, Mortgage krizi yaşanana kadar ekonomilerde, fiyat istikrarını sağlamaya yönelik olarak yoğun biçimde kullanılmıştır.

Konut krizi olarak başlayan, kısa zamanda likidite krizine dönüşen, hızlıca küresel boyuta ulaşan ve günümüze kadar yaşananlar arasında en yıkıcı kriz olarak adlandırılan 2008 krizinden çıkmak için mevcut politikaların yetersiz kaldığı hemen anlaşılmıştır. Gelişmiş ülkelerin faiz oranlarını neredeyse 0 düzeyine çekmesi ile hareket alanı kalmaması üzerine alternatif yollar düşünölmeye başlanmıştır. Bu krizden çıkışın anahtarı olacak yeni politikalara geleneksel olmayan politikalar denilmiştir.

MB'ler tarafından ilk başlarda denenerek uygulanmışlardır. Bu politikalar; likidite ve kredi imkanları, büyük ölçekli varlık alımları, zorunlu karşılık oranı uygulaması, faiz koridoru uygulaması ve sözlü yönlendirmedir. Zaman içinde şekillendirilerek, ülkelerin ihtiyaçlarına ve ekonomik yapısına uyarlanarak ve finansal istikrar gözetilerek kullanılmışlardır. Örneğin, gelişmiş ülkelere iyi gelen politikalar gelişmekte olan ülkelerde başka krizlere sebep olmuştur.

Kriz, ABD sınırlarında başlayıp kısa zamanda Euro Bölgesine yayılmıştır. Euro bölgesinde zaten yaşanmakta olan siyasi ve ekonomik dengesizlikler varken, krizin bu bölgeye ulaşması Euro Bölgesinin batağa sürüklenmesine sebep olmuştur. İlk çöken ekonomi Yunan ekonomisi olmuştur. Ardından Portekiz, İspanya, İtalya, İrlanda gibi ülkelerde ödeme güçlüklerinin yaşanmasıyla devam etmiştir. Kriz, Euro Bölgesinde kamu borcunu hızla arttırmış, işsizliğinde yükselmesine sebep olmuştur. Bölgeyi krizden kurtarmak için birçok ekonomi paketi hazırlanmış, yeni mekanizmalar geliştirilmiştir.

FED ve ECB geleneksel olmayan para politikalarını en aktif kullanan merkez bankalarıdır. FED sözlü yönlendirme politikasını faiz üzerine kullanırken, ECB varlık alımlarına yönelik olarak kullanmıştır. Miktarsal alım sayesinde piyasaya direk olarak likidite kazandırmışlardır. Kredi genişlemesi ve teminat çeşitlendirmesi de en çok kullandıkları politikalar olmuştur.

Türkiye ekonomisinde yakın zamanda yaşanan krizler nedeniyle yapılan düzenlemeler, 2008 yılındaki krizin olumsuz etkisinin biraz hafiflemesini sağlamıştır. Hatta kısa enflasyon hedeflemesi yapan ve kısa zamanda toparlanan ülkeler arasına girmeyi başarmıştır. Bu dönemde gelişmiş ülkelerin uyguladıkları miktarsal genişleme, likidite imkanları gibi politikalar, ülkemize sermaye girişinin artmasına neden olmuştur. Bu sermaye girişlerinin iyi yönlendirilmesi adına MB'nin en etkili politikaları faiz koridoru, rezerv opsiyon mekanizması gibi politikalar olmuştur. Böylelikle, Türkiye ekonomisinde büyüme sağlanmıştır.

TCMB sözlü yönlendirme uygulamasını, merkez bankası iletişimi kapsamında kullanmaktadır. Bunun için enflasyon raporu, finansal istikrar raporu gibi araştırmalarını kamuoyuna duyurmaktadır. Bu şekilde piyasa ajanlarını yönlendirmeyi hedeflemektedir.

Türkiye ekonomisinde kriz riski her zaman var olmuştur. Bu kriz riski, ekonomik kaynaklı ve siyasi kaynaklı olduğu gibi bazen de politik baskılardan olmuştur. Krizlerin tabiatında, krizin aslında kabul ile başladığına dair bazı söylemler vardır. Bu sebeple bazı durumlarda politika yapıcıların daha bütünleştirici, birleştirici olması kötünün yaşanmasını engellemektedir. Türkiye Cumhuriyetinin de son yıllarda yaşadığı ve bugün içinde bulunduğu ortam, para politikalarına ek ya da daha üst seviyede bazı düzenlemelerin yapılmasını gerektirmektedir.

Geleneksel olmayan para politikalarının değişken varyans üzerindeki etkisini ölçmeye yönelik yapılan araştırmada döviz kurunun faiz oranının ve rezerv opsiyon mekanizmasındaki değişiklikler ile Cumhurbaşkanlığı sözlü müdahalelerinin TÜFE ve ÜFE üzerinde etkili olduğu sonucuna ulaşılmıştır.

## KAYNAKÇA

1. Abel, B. Andrew, Ben S. Bernanke ve Dean Croushore. **Makro Ekonomi Dokuzuncu Baskı**, çev. Cemal Balcı, Elif Yayınları, Ankara, 2011.
2. Amadeo, Kimberly. **Euorzone Debt Crisis Causes, Cures and Consequences**, 2018, <https://www.thebalance.com/eurozone-debt-crisis-causes-cures-and-consequences-3305524>, (29.10.2018).
3. Aysoy Derya, **Türkiye’de Merkez Bankası Müdahaleleri ile Döviz Kuru Arasındaki İlişki (1 Ocak 2004 – 30 Haziran 2015)**, Başkent Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Doktora Tezi, 2017, (6.02.2019)
4. Bankacılık Düzenleme ve Denetleme Kurumu Çalışma Tebliği, **ABD Mortgage Krizi**, Sayı:3, 2008, (3.03.2017).
5. Blinder, Alan S, Michael Ehrmann, Marcel Fratzcher, Jacob De Haan and David-Jan Jansen. **Central Bank Communication and Monetary Policy: A Survey of Theory and Evidence**, NBER Working Paper Series, Cambridge, April 2008, , <https://www.nber.org/papers/w13932>, (06.10.2017).
6. Ceritoğlu, Evren, H. Burcu Gürcihan ve Temel Taşkın. **2001 ve 2008 Krizleri Sonrası İşsizlik Oranı Gelişmeleri**, TCMB Ekonomi Notları, 2012, Sayı 2012-23, <http://www.tcmb.gov.tr/wps/wcm/connect/tr/tcmb+tr/search+results?search-query=2001+ve+2008+kriz+sonras%C4%B1>, (17.04.2018)
7. Ceylan, Onur. **Genişletici Para Politikası**, 17.10.2016, <http://piyasarehberi.org/ekonomi/205-daraltici-ve-genisletici-para-politikasi>, (16.04.2018).
8. Ceylan, Onur. **Para Politikası ve Para Politikası Araçları**, 21.08.2014, <http://piyasarehberi.org/ekonomi/84-para-politikasi-ve-para-politikasi-araclari>, (19.04.2018).
9. Christensson, Jon, Kenneth Spong ve Jim Wilkinson. **What Can Financial Stability Reports Tell Us About Macroprudential Supervision?**, The Federal Reserv Bank of

Kansas City Economic Reserch Working Papers, December 2011,

<https://www.kansascityfed.org/publicat/reswkpap/pdf/rwp11-15.pdf>, (17.04.2018)

10. Cumhurbaşkanlığı Konuşmalar,

<https://www.tccb.gov.tr/receptayiperdogan/konusmalar/>, (12.02.2019)

11. Dalğar, Hüseyin, Adnan Kalkan ve Yusuf Kalkan. , **Ekonomik Krizlerin**

**Gelişmiş ve Gelişmekte Olan Ülkelerdeki İşletmelerin Finansal Yapılarına Etkileri:**

**İngiltere- Türkiye Karşılaştırması**, Süleyman Demirel Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler

Fakültesi Dergisi, Cilt.17, Sayı.3, 2012.

12. Darıcı, Burak. , **Finansal İstikrar ve Finansal İstikrara Yönelik Kamusal**

**Sorumluluk Çerçevesinde Para Politikası: Türkiye Analizi**, TBB Finansal İstikrar Raporu,

2012,

[https://www.tbb.org.tr/Content/Upload/Dokuman/1368/TBB\\_finansal\\_istikrar\\_raporu\\_19](https://www.tbb.org.tr/Content/Upload/Dokuman/1368/TBB_finansal_istikrar_raporu_19)

[092012.pdf](https://www.tbb.org.tr/Content/Upload/Dokuman/1368/TBB_finansal_istikrar_raporu_19092012.pdf), (27.05.2018).

13. Değişen Varyans,

<http://kisisel.ankara.edu.tr/politics.ankara.edu.tr/burca/ekonometri/8->

[%20Degisenvaryans.pdf](http://kisisel.ankara.edu.tr/politics.ankara.edu.tr/burca/ekonometri/8-%20Degisenvaryans.pdf), (13.02.2019).

14. Demirkaya, Şengül. , **Avrupa Borç Krizi**, 2016,

[https://www.academia.edu/35332589/Avrupa\\_Bor%C3%A7\\_Krizi](https://www.academia.edu/35332589/Avrupa_Bor%C3%A7_Krizi), (29.10.2018).

15. ECB. **Asset Purchase Programmes**, European Central Bank Monetary Policy

Instruments. <https://www.ecb.europa.eu/mopo/implement/omt/html/index.en.html>,

(7.10.2018).

16. ECB. ECB Economic Bulletin, **Impact of the ECB's Non-Standard Measures**

**on Financing Conditions: Taking Stock of recent Evidence**, , Issue 2, 2017,

<https://www.ecb.europa.eu/pub/economic->

[bulletin/html/eb201702.en.html#IDofOverview\\_Eb1](https://www.ecb.europa.eu/pub/economic-bulletin/html/eb201702.en.html#IDofOverview_Eb1), (8.10.2018).

17. ECB. ECB Economic Bulletin, **The Transmission Of The ECB's Recent Non-Standard Monetary Policy Measures**, , Issue 7, 2015,  
[https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/other/eb201507\\_article01.en.pdf](https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/other/eb201507_article01.en.pdf), (8.10.2018),
18. ECB. **ECB Economic Bulletin**, Basım 8, 2017.  
[https://www.ecb.europa.eu/pub/economicbulletin/html/eb201708.en.html#IDofOverview\\_Eb5](https://www.ecb.europa.eu/pub/economicbulletin/html/eb201708.en.html#IDofOverview_Eb5), (7.10.2018).
19. ECB. Monthly Bulletin, **The ECB's Forward Guidance**, 2014,  
[https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/other/art1\\_mb201404en\\_pp65-73en.pdf](https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/other/art1_mb201404en_pp65-73en.pdf),  
(6.10.2018).
20. ECB. **Monetary Policy Decisions**,  
<https://www.ecb.europa.eu/mopo/decisions/html/index.en.html>, (03.10.2018).
21. ECB. **What is Forward Guidance**, 2017.  
[https://www.ecb.europa.eu/explainers/tell-me/html/what-is-forward\\_guidance.en.html](https://www.ecb.europa.eu/explainers/tell-me/html/what-is-forward_guidance.en.html), (6.10.2018).
22. Eğilmez, Mahfi. **Merkez Bankası, Faizleri ve Faiz Politikası: Güncellenmiş Not**, 2017, <http://www.mahfiegilmez.com/2017/01/merkez-bankas-faizleri-ve-faiz.html>,  
(26.04.2018).
23. Eğilmez, Mahfi. **Para Politikası Ne Kadar Başarılı?**, Kendime Yazılar,  
27.03.2017, <http://www.mahfiegilmez.com/2017/03/para-politikas-ne-kadar-basarli.html>,  
(16.04.2018).
24. Ekonomi, Amerika Birleşik Devletleri Ülke Rehberi,  
<http://www.dilokulubul.com/ulkeler/amerika/eknomi.asp>, (08.03.2017).
25. Erol, İbrahim ve Ece Demiray Erol. **Para- Banka Teori ve Politika**, Orion Kitabevi, Manisa, 2013.
26. Ersoy, Hicabi ve Gökhan Işıl. **Küresel Kriz Sonrası Merkez Bankası Para Politikaları ve Finansal Sistem Üzerine Etkileri**, İstanbul Ticaret Üniversitesi Sosyal Bilimler Dergisi, Sayı:1, 2016,

<http://acikerisim.ticaret.edu.tr/xmlui/bitstream/handle/11467/1405/M00667.pdf?sequence=1&isAllowed=y>, (04.10.2016).

27. FED. Federal Reserv Issues FOMC Statement, June 13, 2018, <https://www.federalreserve.gov/monetarypolicy/files/monetary20180613a1.pdf>, (24.06.2018).
28. FED. Meeting of the Federal Open Market Committee on December 15-16, 2008, <https://www.federalreserve.gov/monetarypolicy/fomccalendars.htm>, (22.06.2018).
29. FED. Meetings of the Federal Open Market Committee on September 12-13, 2012, <https://www.federalreserve.gov/monetarypolicy/files/FOMC20120913meeting.pdf>, (23.05.2018).
30. FED. Minutes of the Federal Open Market Committee December 11-12, 2012, <https://www.fedsearch.org/fomc-docs/search?text=2012+fomc+meeeting>, (23.05.2018).
31. FED. Minutes of the Federal Open Market Committee June 18-19, 2013, <https://www.federalreserve.gov/monetarypolicy/fomccalendars.htm>, (21.06.2018).
32. FED. Minutes of the Federal Open Market Committee March 18-19, 2014, <https://www.federalreserve.gov/monetarypolicy/files/fomcminutes20140319.pdf>, (24.05.2018).
33. FED. Minutes of the Federal Open Market Committee June 17-18, 2014, <https://www.federalreserve.gov/monetarypolicy/files/fomcminutes20140618.pdf>, (23.06.2018).
34. FED. Minutes of the Federal Open Market Committee Septembere 16-17, 2014, <https://www.federalreserve.gov/monetarypolicy/files/fomcminutes20140917.pdf>, (23.06.2018).

35. FED. Minutes of the Federal Open Market Committee December 16-17, 2014, <https://www.federalreserve.gov/monetarypolicy/files/fomcminutes20141217.pdf>, (23.06.2018).
36. FED. Minutes of the Federal Open Market Committee December 15-16, 2015, <https://www.federalreserve.gov/monetarypolicy/files/fomcminutes20151216.pdf>, (23.06.2018).
37. FED. Minutes of the Federal Open Market Committee December 13-14, 2016, <https://www.federalreserve.gov/monetarypolicy/files/fomcminutes20161214.pdf>, (24.06.2018).
38. FED. Minutes of the Federal Open Market Committee March 14-15, 2017, <https://www.federalreserve.gov/monetarypolicy/files/fomcminutes20170315.pdf>, (24.06.2018).
39. FED. Minutes of the Federal Open Market Committee June 13-14, 2017, <https://www.federalreserve.gov/monetarypolicy/files/fomcminutes20170614.pdf>, (24.06.2018).
40. FED. Minutes of the Federal Open Market Committee December 12-13, 2017, <https://www.federalreserve.gov/monetarypolicy/files/fomcminutes20171213.pdf>, (24.06.2018).
41. FED. Minutes of the Fedederal Open Market Committee March 20-21, 2018, <https://www.federalreserve.gov/monetarypolicy/files/fomcminutes20180321.pdf>, (24.06.2018).
42. FED. **Monetary Policy**, <https://www.federalreserve.gov/monetarypolicy.htm>, (16.04.2018).
43. Gençtürk, Tuğçe. **Küresel Ekonomik Krizin Avrupa Birliği'ne Üye ve Aday Ülkelere Etkileri ve Krizle Mücadeleye Yönelik Alınan Tedbirler**, 2012. <http://www.tuicakademi.org/kuresel-kriz-ve-ab/>, (29.10.2018).

44. Gerbich, Hans ve Volker Hahn. **Effective Forward Guidance: Scrupulous Central Bankers and Forecast Contracts**, (Ed. Haan), 2013, ss.133-143.
45. Gökgöz, Gökhan. **Söz'ün Ekonomi Politikası: Finansal Kapitalizm Yeni İletişim Gündemi; Sözle Yönlendirme**, Bildiriler Kitabı, , LaborComm 2014 %. Uluslararası İşçi ve İletişim Konferansı, Ankara, 2014,  
[https://www.academia.edu/8211727/S%C3%B6z\\_%C3%BCn\\_Ekonomi-Politik%C4%9Fi\\_Finansal\\_Kapitalizmin\\_Yeni\\_%C4%B0leti%C5%9Fim\\_G%C3%BCndemi\\_S%C3%B6zle\\_Y%C3%B6nlendirme\\_The\\_Political\\_Economy\\_of\\_Word\\_Financial\\_Capitalisms\\_New\\_Communication\\_Agenda\\_Forward\\_Guidance](https://www.academia.edu/8211727/S%C3%B6z_%C3%BCn_Ekonomi-Politik%C4%9Fi_Finansal_Kapitalizmin_Yeni_%C4%B0leti%C5%9Fim_G%C3%BCndemi_S%C3%B6zle_Y%C3%B6nlendirme_The_Political_Economy_of_Word_Financial_Capitalisms_New_Communication_Agenda_Forward_Guidance) . (04.10.2016)
46. Haan, Wouter Den. Introduction, Forward Guidance Perspectives From Central Bankers, Scholars and Market Participants, Ed. Wouter den Haan, 2013,  
<https://voxeu.org/content/forward-guidance-perspectives-central-bankers-scholars-and-market-participants>, (21.12.2016).
47. Hazar, Adalet ve Sedat Yenice. **Zorunlu Karşılık Uygulamasının Bankaların Bilançolarına Etkisi- Türkiye Örneği**, Anadolu Üniversitesi Sosyal Bilimler Dergisi, Cilt:15, Sayı:4, Aralık 2015,  
[https://www.researchgate.net/publication/292190517\\_Zorunlu\\_Karsilik\\_Uygulamasinin\\_Bankaların\\_Bilançolarına\\_Etkisi\\_-\\_Türkiye\\_Örneği](https://www.researchgate.net/publication/292190517_Zorunlu_Karsilik_Uygulamasinin_Bankaların_Bilançolarına_Etkisi_-_Türkiye_Örneği), (20.04.2018).
48. IMF Survey, Cilt:36, Sayı:6, 11.04.2007,  
<https://www.imf.org/external/pubs/ft/survey/survey07.htm>, (18.03.2017).
49. Investopedia Academy, **Reserve Ratio**,  
<https://www.investopedia.com/terms/r/reserveratio.asp>.
50. Kara, Hakan. **Küresel Kriz Sonrası Para Politikası**, Türkiye Cumhuriyeti Merkez Bankası Çalışma Tebliği, Sayı:12, 2012,  
[https://www.researchgate.net/profile/Hakan\\_Kara/publication/254423678\\_Kuresel\\_kriz\\_sonrasi\\_para\\_politikasi/links/5406baf90cf23d9765a7ff2b/Kuresel-kriz-sonrasi-para-politikasi.pdf](https://www.researchgate.net/profile/Hakan_Kara/publication/254423678_Kuresel_kriz_sonrasi_para_politikasi/links/5406baf90cf23d9765a7ff2b/Kuresel-kriz-sonrasi-para-politikasi.pdf), (20.12.2017).
51. Karaçor, Zeynep. **Ekonomi Politikası ve Türkiye**, Çizgi Kitabevi, Konya, 2012.



52. Karaçor, Zeynep, Volkan Alptekin ve Korhan Gökmenoğlu. , **Finansal Kriz Üzerine Öngörülebilirlik ve Politikalar**, Çizgi Kitapevi, Konya, 2012.
53. Kaya, Vedat. **Para 12. Ünite**, Erzurum, [http://erzurum.edu.tr/Content/Yuklemeler/Personel/Vedat\\_KAYA/PARA\\_12.UNITE10788.pdf](http://erzurum.edu.tr/Content/Yuklemeler/Personel/Vedat_KAYA/PARA_12.UNITE10788.pdf), (16.04.2018).
54. Kibritçioğlu, Aykut. , **Avro Bölgesi Ülkelerindeki güncel “Borç Krizi”**, Ankara Üniversitesi, 2011, [https://www.researchgate.net/publication/236011596\\_Avro\\_Bolgesi\\_Ulkelerindeki\\_Guncel\\_Borc\\_Krizi\\_Current\\_Sovereign\\_Debt\\_Crisis\\_in\\_Eurozone\\_Countries](https://www.researchgate.net/publication/236011596_Avro_Bolgesi_Ulkelerindeki_Guncel_Borc_Krizi_Current_Sovereign_Debt_Crisis_in_Eurozone_Countries), (5,10.2018).
55. Kovancılar, Birol. , **ABD’de Bütçe Açık ve Fazlaları: Tarihsel Bir İnceleme**, Celal Bayar Üniversitesi İ.İ.B.F. Yönetim ve Ekonomi, Cilt:20, Sayı:2, 2013, <http://dergipark.gov.tr/download/article-file/146135>, (09.03.2017).
56. Morello, Manfredi. **QE in the Eurozone and the ECB**, School of Government, 2017, [https://www.academia.edu/33440893/QE\\_in\\_the\\_Eurozone\\_and\\_the\\_ECB](https://www.academia.edu/33440893/QE_in_the_Eurozone_and_the_ECB), (7.10.2018).
57. Mucuk, Mehmet. **Makro İktisat Ders Notları**, Dizgi Ofset Matbaacılık ve Cilt Sanayi, Konya, 2011.
58. Önder, Timur. **Para Politikası, Araçları, Amaçları ve Türkiye Uygulaması**, Uzmanlık Yeterlilik Tezi, TCMB Genel Müdürlüğü, Ankara, 2005, <http://sanalmuze.tcmb.gov.tr/kutuphane/TURKCE/tezler/timuronder.pdf>, (19.04.2018).
59. Özatay, Fatih. , **Finansal Krizler ve Türkiye**, Doğan Kitap, 5. Baskı, İstanbul, 2016.
60. Özatay, Fatih. **Parasal İktisat Kuram ve Politika**, genişletilmiş 3. Baskı, Elif yayınevi, Ankara, 2013.

61. Özer, Ali ve Oğuzhan Ece, Vadeli İşlem Piyasasında Anomalilerin ARCH-GARCH Modelleri ile Test Edilmesi: Türkiye Vadeli İşlemler Piyasası Üzerine Bir Uygulama, Nevşehir Hacı Bektaş Veli Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi, Cilt:6, Sayı:2, 2016. <http://dergipark.gov.tr/nevsosbilen/issue/24556/260058>, (08.02.2019)
62. Özker, A. Niyazi. Gelişmekte Olan Ülkelerde Selektif (Tercihli) kredi Politikalarında Yapısal Uyum ve Sektörel Gelişme, Yönetim ve Araştırma Dergisi, Cilt:6, Sayı:10, 2008, <http://dergipark.gov.tr/yead/issue/21821/234561>, ss.124-141.
63. Para Politikasının Nihai Amaçları, abs.cu.edu.tr/Dokumanlar/2015/PF%20409/934608806\_parapol.ppt, (16.04.2018).
64. Parasız, İlker. **Makro Ekonomi Teori ve Politika**, Ezgi Kitabevi, Bursa, 2013.
65. Perera, R. A. Anil. **Monetary Policy in Türbülans Times, Impact of Conventional Monetary Policies**, Central Bank of Sri Lanka, 2010, [https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=1669948](https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1669948), (04.10.2016).
66. Praet, Peter. **Forward Guidance and The ECB**, Forward Guidance Perspectives From Central Bankers, Scholars and Market Participants, (Ed. Wouter Den Haan), 2013, ss.25-35.
67. Santor, Eric ve Lena Suchanek. **Unconventional Monetary Policies: Evolving Practices, Their Effects and Potential Costs**, Bank of Canada, 2013, <https://www.bankofcanada.ca/wp-content/uploads/2013/05/boc-review-spring13-santor.pdf>, (04.10.2016).
68. Sezgin, Orhan ve Burak Darıcı. **Para Politikasını Finansal İstikrarı Sağlama-Sürdürme Sorumluluğu: Finansal İstikrara Yönelik Geleneksel Spesifik Para Politikası Uygulamaları**, Dergi Park, Cilt:7, Sayı:11, 2009, ss. 15-2, <http://dergipark.gov.tr/download/article-file/203487>, (17.04.2018)
69. Sheedy, Kevin D. **Conventional and Unconventional Monetary Policy Rules**, London School of England, 2016,

<http://personal.lse.ac.uk/sheedy/papers/ConventionalAndUnconventionalMPRules.pdf>,  
(23.10.2018).

70. Shirai, Sayuri. **The Bank of Japan's Current Monetary Easing and Forward Guidance**, (Ed. Haan), 2013, ss. 49-57.

71. Smaghi, Lorenzo Bini. **Conventional and Unconventional Monetary Policy**, Geneva, 2009, <https://www.bis.org/review/r090429e.pdf>, (23.10.2018).

72. Şanlıoğlu, Ömer. **Avrupa Birliği'nin Yapısal Bir Krizi Olarak Euro Krizinin Nedenleri Ve Etkileri Üzerine Bir Değerlendirme**, Dergipark, Cilt:6, Sayı:2, 2016, <http://dergipark.gov.tr/download/article-file/232260>, (29.10.2018).

73. Tahvil Faiz Oranı(2 yıllık) ve Dolar kuru(günlük değişim), <https://tr.investing.com/rates-bonds/turkey-2-year-bond-yield>, (5.02.2019)

74. TCMB, **2018 Yılı Para ve Kur Politikası**, 2017, Ankara, <http://www.tcmb.gov.tr/wps/wcm/connect/6a7bcb27-bfce-4968-a63b-2f545f875be3/2018parakur.pdf?MOD=AJPERES&CACHEID=ROOTWORKSPACE-6a7bcb27-bfce-4968-a63b-2f545f875be3-m3fB7u3>, (29.06.2018).

75. TCMB Başkan'ın Konuşmaları, <https://www.tcmb.gov.tr/wps/wcm/connect/TR/TCMB+TR/Main+Menu/Duyurular/Baskanin+Konusmalari>, (12.02.2019)

76. TCMB. **Bülten**, Sayı.32, Aralık 2013, <http://www.tcmb.gov.tr/wps/wcm/connect/37b3f2af-9a71-4d0a-bc7e-0:17261520dc/Bulten32.pdf?MOD=AJPERES&CACHEID=ROOTWORKSPACE-37b3f2af-9a71-4d0a-bc7e-0e17261520dc-m3fB9EG>, (04.10.2016).

77. TCMB. **Enflasyon Raporu 2006-I**, 2006, <http://www.tcmb.gov.tr/wps/wcm/connect/1b44b411-d10a-466c-b202-16b148645fb0/enf-ocak2006.pdf?MOD=AJPERES&CACHEID=ROOTWORKSPACE-1b44b411-d10a-466c-b202-16b148645fb0-m3fBaY>, (24.06.2018).

78. TCMB. **Enflasyon Raporu 2008- IV**,  
<http://www.tcmb.gov.tr/wps/wcm/connect/266628f8-a502-4239-a468-19b6b2bf7330/enf-ekim2008.pdf?MOD=AJPERES&CACHEID=ROOTWORKSPACE-266628f8-a502-4239-a468-19b6b2bf7330-m3fBaLA>, (25.06.2018).
79. TCMB. **Enflasyon Raporu 2010-I**,  
[http://www.tcmb.gov.tr/wps/wcm/connect/a55e6a1d-0f7f-4c10-a74f-fa6d94351f32/enf-ocak2010.pdf?MOD=AJPERES&CACHEID=ROOTWORKSPACE-a55e6a1d-0f7f-4c10-a74f-fa6d94351f32-m3fBaO1\\_](http://www.tcmb.gov.tr/wps/wcm/connect/a55e6a1d-0f7f-4c10-a74f-fa6d94351f32/enf-ocak2010.pdf?MOD=AJPERES&CACHEID=ROOTWORKSPACE-a55e6a1d-0f7f-4c10-a74f-fa6d94351f32-m3fBaO1_), (26.06.2018).
80. TCMB. **Enflasyon Raporu 2010-IV**,  
[http://www.tcmb.gov.tr/wps/wcm/connect/0ce9661e-e051-4388-86a8-169f72692ccb/enf-ekim2010.pdf?MOD=AJPERES&CACHEID=ROOTWORKSPACE-0ce9661e-e051-4388-86a8-169f72692ccb-m3fBaO1\\_](http://www.tcmb.gov.tr/wps/wcm/connect/0ce9661e-e051-4388-86a8-169f72692ccb/enf-ekim2010.pdf?MOD=AJPERES&CACHEID=ROOTWORKSPACE-0ce9661e-e051-4388-86a8-169f72692ccb-m3fBaO1_), (29.06.2018).
81. TCMB. **Enflasyon Raporu 2011- IV**, 2011,  
[http://www.tcmb.gov.tr/wps/wcm/connect/c3c7171d-eca5-4af2-86b6-25e7e36cb97a/5b11-4.pdf?MOD=AJPERES&CACHEID=ROOTWORKSPACE-c3c7171d-eca5-4af2-86b6-25e7e36cb97a-m3fBaTI\\_](http://www.tcmb.gov.tr/wps/wcm/connect/c3c7171d-eca5-4af2-86b6-25e7e36cb97a/5b11-4.pdf?MOD=AJPERES&CACHEID=ROOTWORKSPACE-c3c7171d-eca5-4af2-86b6-25e7e36cb97a-m3fBaTI_), (29.06.2018).
82. TCMB. **Enflasyon Raporu 2012- IV**, 2012,  
[http://www.tcmb.gov.tr/wps/wcm/connect/d61450af-71c0-411d-9e54-7c8d23c03354/5b12-4.pdf?MOD=AJPERES&CACHEID=ROOTWORKSPACE-d61450af-71c0-411d-9e54-7c8d23c03354-m3fBaZ9\\_](http://www.tcmb.gov.tr/wps/wcm/connect/d61450af-71c0-411d-9e54-7c8d23c03354/5b12-4.pdf?MOD=AJPERES&CACHEID=ROOTWORKSPACE-d61450af-71c0-411d-9e54-7c8d23c03354-m3fBaZ9_), (1.07.2018).
83. TCMB. **Enflasyon Raporu 2013-IV**,  
[http://www.tcmb.gov.tr/wps/wcm/connect/8e4474a9-40c8-4835-93ed-9e12fc00f996/5b13-4.pdf?MOD=AJPERES&CACHEID=ROOTWORKSPACE-8e4474a9-40c8-4835-93ed-9e12fc00f996-m3fBaZ7\\_](http://www.tcmb.gov.tr/wps/wcm/connect/8e4474a9-40c8-4835-93ed-9e12fc00f996/5b13-4.pdf?MOD=AJPERES&CACHEID=ROOTWORKSPACE-8e4474a9-40c8-4835-93ed-9e12fc00f996-m3fBaZ7_), (1.07.2018).
84. TCMB. **Enflasyon Raporu 2014-IV**,  
[http://www.tcmb.gov.tr/wps/wcm/connect/31d912c8-b047-450e-96c8-d3aa428b86ea/5b14-4.pdf?MOD=AJPERES&CACHEID=ROOTWORKSPACE-31d912c8-b047-450e-96c8-d3aa428b86ea-m3fBbbU\\_](http://www.tcmb.gov.tr/wps/wcm/connect/31d912c8-b047-450e-96c8-d3aa428b86ea/5b14-4.pdf?MOD=AJPERES&CACHEID=ROOTWORKSPACE-31d912c8-b047-450e-96c8-d3aa428b86ea-m3fBbbU_), (12.07.2018).

85. TCMB. **Enflasyon Raporu 2015-IV**, 2015,  
<http://www.tcmb.gov.tr/wps/wcm/connect/ea56c169-9c47-400e-8370-93b9186582bc/5b15-4.pdf?MOD=AJPERES&CACHEID=ROOTWORKSPACE-ea56c169-9c47-400e-8370-93b9186582bc-m3fBbes>, (12.07.2018).
86. TCMB. **Enflasyon Raporu 2016-I**, 2016,  
<http://www.tcmb.gov.tr/wps/wcm/connect/72f9ee93-369d-4779-a43c-49abea91d92e/5b16-1.pdf?MOD=AJPERES&CACHEID=ROOTWORKSPACE-72f9ee93-369d-4779-a43c-49abea91d92e-m3fBbjq>, (29.06.2018).
87. TCMB. **Enflasyon Raporu 2016-IV**, 2016,  
<http://www.tcmb.gov.tr/wps/wcm/connect/b492d363-1f5c-41f8-8190-66c8ab422a24/5b16-4.pdf?MOD=AJPERES&CACHEID=ROOTWORKSPACE-b492d363-1f5c-41f8-8190-66c8ab422a24-m3fBbjo>, (12.07.2018).
88. TCMB. **Enflasyon Raporu 2017-IV**, 2017,  
<http://www.tcmb.gov.tr/wps/wcm/connect/e623a83e-9807-422f-a264-367af3603a47/1b17-4.pdf?MOD=AJPERES&CACHEID=ROOTWORKSPACE-e623a83e-9807-422f-a264-367af3603a47-m3fBbrZ>, (12.07.2018).
89. TCMB. **Enflasyon Raporu 2018-I**, 2018,  
<http://www.tcmb.gov.tr/wps/wcm/connect/TR/TCMB+TR/Main+Menu/Yayinlar/Raporlar/Enflasyon+Raporu/2018/Enflasyon+Raporu+2018-I>, (29.06.2018).
90. TCMB, **Para Politikası Kurulu Kararı**, 2010, Sayı 2010-07.  
<http://www.tcmb.gov.tr/wps/wcm/connect/cb8ad649-71c9-49b0-a5d7-386b6049e26f/DUY2010-07.pdf?MOD=AJPERES&CVID=&CACHE=NONE&CONTENTCACHE=NONE>, (25.06.2018).
91. TCMB Rezerv Opsiyon Katsayısı,  
<https://www.tcmb.gov.tr/>, (5.02.2019)
92. Tunalı, Halil ve Yusuf Yalçınkaya. **Geleneksel Olmayan Para Politikası Uygulamasında Enflasyon ve Döviz Kuru Arasındaki Nedensellik İlişkisi Analizi**, İktisat

Fakültesi Mecmuası, Cilt:66, Sayı:2, 2016, <http://dergipark.gov.tr/download/article-file/329996>, (26.10.2018).

93. TÜFE ve ÜFE aylık değişim,  
<https://www.tcmb.gov.tr/wps/wcm/connect/TR/TCMB+TR/Main+Menu/Istatistikler/Enflasyon+Verileri/>, (5.02.2019)

94. Türkel, Jale Zeynep Bilkur. **Sözlü Döviz Müdahalelerinin Döviz Kuru Üzerindeki Etkisi: Türkiye Örneği**, Uzmanlık Yeterlilik Tezi, TCMB İletişim ve Dış İlişkiler Genel Müdürlüğü, Ankara, 2014,  
<https://www.tcmb.gov.tr/wps/wcm/connect/38cdf5c3-7859-45ce-b772-5e7b6809d726/jale+zeynep.pdf?MOD=AJPERES&CACHEID=ROOTWORKSPACE-38cdf5c3-7859-45ce-b772-5e7b6809d726-m4lhNE8>, (11.02.2016).

95. Ugai, Hiroshi. **Effects of The Quantitative Easing Policy: A Survey of Empirical Analyses**, Monetary Affairs Department, Bank of Japan, March 2007,  
[https://www.boj.or.jp/en/research/wps\\_rev/wps\\_2006/wp06e10.htm/](https://www.boj.or.jp/en/research/wps_rev/wps_2006/wp06e10.htm/), (26.10.2018).

96. Ünsal, Erdal M. **Makro Ekonomi**, İmaj Yayınevi, Ankara, 2011.

97. Vural, Umut. **Geleneksel Olmayan Para Politikaları Yükselişi**, Uzmanlık Yeterlilik Tezi, Türkiye Cumhuriyeti Merkez Bankası, Ankara, 2013,  
<http://www3.tcmb.gov.tr/kutuphane/TURKCE/tezler/umutvural.pdf>, (26.09.2016).

98. Yıldırım, Süreyya. **2008 Yılı Küresel Ekonomi Krizinin Dünya ve Türkiye Ekonomisine Etkileri**, KMÜ Sosyal ve Ekonomik Araştırmalar Dergisi 12(18), 2010,  
<http://dergipark.ulakbim.gov.tr/kmusekad/article/viewFile/5000134399/5000123210>, (24.06.2018).

99. Yılmaz, Canan B. ve Eyüp Kahveci. Merkez Bankası İletişiminde Yeni Bir Araç: Sözlü Yönlendirme (Forward Guidance) Ülke Örnekleri ve Türkiye Uygulamaları, Bankacılar Dergisi, sayı:88, 2014,  
[http://uvt.ulakbim.gov.tr/uvt/index.php?cwid=9&vtadi=TSOS&c=ebsco&ano=168697\\_7493596efeb0faaca466d10b778481e6&?](http://uvt.ulakbim.gov.tr/uvt/index.php?cwid=9&vtadi=TSOS&c=ebsco&ano=168697_7493596efeb0faaca466d10b778481e6&?), (26.09.2016).

100. Yücememiş, Başak Tanınmış, Ufuk Alkan ve Canan Dağdır, Yeni bir Para Politikası Aracı Olarak Faiz koridoru: Türkiye’de Para Politikası Kurulu Faiz Kararlarının Enflasyon Üzerindeki Etkisi, Finansal Araştırmalar Dergisi, Cilt:7, Sayı:13, 2015, <http://dergipark.gov.tr/download/article-file/218918>, (26.04.2018).

101. Williams, Brandon, GARCH (1,1) Models, Ruprecht- Karls- Universitat Heidelberg Fakultat Für Mathematik und Informatik, 2011, <https://math.berkeley.edu/~btw/thesis4.pdf>, (7.02.2019)

102. Williams, John C. , **“Forward Guidance at the Federal Reserv”**, Forward Guidance Perspectives from Central Benkers, Scholars and Market Partcipants (Ed.Haan) Federal Reserve Bank of San Francisco, 2013.

103. Wessel, David. **Ahead of Janet Yellen’s Testimony Fed’s Forward Guidance is Working**, 2014. <https://www.brookings.edu/opinions/ahead-of-janet-yellens-testimony-feds-forward-guidance-is-working/>, (24.06.2018).







EKLER

## EK 1: Araştırmada Kullanılan Veriler

Tarih	ROK	TÜFE	ÜFE	K-M	K-R	faiz	dolar	tarih	ROK	ÜFE	TÜFE	K-M	K-R	faiz	dolar
2.01.17	3,5805	1,64	2,98	0	0	-0,28	0,48	2.03.17	3,6357	0,81	1,26	0	0	0	2,02
3.01.17	3,5805	2,46	3,98	0	0	0	1,4	3.03.17	3,6357	1,02	1,04	0	0	1,56	-0,67
4.01.17	3,5805	2,46	3,98	0	1	-2,06	-0,64	6.03.17	3,6357	1,02	1,04	0	0	0,72	0,28
5.01.17	3,5805	2,46	3,98	0	0	1,05	0,6	7.03.17	3,6357	1,02	1,04	0	0	-0,54	-0,88
6.01.17	3,5805	2,46	3,98	0	0	-0,19	1,44	8.03.17	3,6357	1,02	1,04	1	0	0,99	1,79
9.01.17	3,5805	2,46	3,98	0	0	1,23	1,88	9.03.17	3,6357	1,02	1,04	0	0	-0,18	0,75
10.01.17	3,5805	2,46	3,98	0	0	0,47	2,04	10.03.17	3,702	1,02	1,04	0	0	0,18	-1,19
11.01.17	3,5805	2,46	3,98	0	0	4,76	2,01	13.03.17	3,702	1,02	1,04	0	0	0,8	0,32
12.01.17	3,5805	2,46	3,98	0	1	-1,96	-2,72	14.03.17	3,702	1,02	1,04	0	0	0	0,02
13.01.17	3,7929	2,46	3,98	0	0	0,27	-0,98	15.03.17	3,702	1,02	1,04	0	0	0,09	-1,8
16.01.17	3,7929	2,46	3,98	0	0	0,73	2,18	16.03.17	3,702	1,02	1,04	1	0	0	-1,35
17.01.17	3,7929	2,46	3,98	0	0	0	-1,14	17.03.17	3,702	1,02	1,04	0	0	0,35	0,24
18.01.17	3,7929	2,46	3,98	0	0	1,81	0,95	20.03.17	3,702	1,02	1,04	0	0	0,09	-0,51
19.01.17	3,7929	2,46	3,98	0	1	0	0,81	21.03.17	3,702	1,02	1,04	0	0	-0,62	0,47
20.01.17	3,7929	2,46	3,98	0	0	-1,24	-1,61	22.03.17	3,702	1,02	1,04	0	0	-0,35	-0,4
23.01.17	3,7929	2,46	3,98	0	0	-0,99	-0,22	23.03.17	3,702	1,02	1,04	0	0	-0,27	0,45
24.01.17	3,7929	2,46	3,98	1	0	0,54	0,69	24.03.17	3,6247	1,02	1,04	0	0	-0,27	-0,66
25.01.17	3,7929	2,46	3,98	0	0	2,62	1,27	27.03.17	3,6247	1,02	1,04	0	0	0,45	0,16
26.01.17	3,7929	2,46	3,98	0	0	-1,32	0,33	28.03.17	3,6247	1,02	1,04	0	0	-1,16	1,15
27.01.17	3,7826	2,46	3,98	0	0	-0,54	0,87	29.03.17	3,6247	1,02	1,04	0	0	1,26	-0,34
30.01.17	3,7826	2,46	3,98	0	0	-0,72	-2,47	30.03.17	3,6247	1,02	1,04	0	0	-1,51	0,17
31.01.17	3,7826	2,46	3,98	1	0	-1,36	-0,22	31.03.17	3,6247	1,02	1,04	0	0	0,27	-0,46
1.02.17	3,7826	2,46	3,98	0	0	0,37	-0,08	3.04.17	3,6247	1,31	0,76	0	0	0,09	0,27
2.02.17	3,7826	2,46	3,98	0	0	-0,64	-0,89	4.04.17	3,6247	1,31	0,76	0	0	0	0,94
3.02.17	3,7826	0,81	1,26	0	0	0,09	-1,06	5.04.17	3,6247	1,31	0,76	0	0	0,45	0,55
6.02.17	3,7826	0,81	1,26	0	0	1,83	-0,37	6.04.17	3,6247	1,31	0,76	0	0	0	0,32
7.02.17	3,7826	0,81	1,26	0	0	-0,36	1,66	7.04.17	3,6926	1,31	0,76	0	0	0	0,51
8.02.17	3,7826	0,81	1,26	0	0	0,09	-0,73	10.04.17	3,6926	1,31	0,76	0	0	-0,72	-0,01
9.02.17	3,7826	0,81	1,26	1	0	-0,09	-0,93	11.04.17	3,6926	1,31	0,76	0	0	-0,81	-0,86
10.02.17	3,665	0,81	1,26	0	0	0,54	0,33	12.04.17	3,6926	1,31	0,76	0	0	0,09	-1,3
13.02.17	3,665	0,81	1,26	0	0	-0,18	-0,64	13.04.17	3,6926	1,31	0,76	0	0	0,36	0,39
14.02.17	3,665	0,81	1,26	0	0	-0,81	-0,58	14.04.17	3,6926	1,31	0,76	0	0	0,81	1,89
15.02.17	3,665	0,81	1,26	0	0	1,18	0,27	17.04.17	3,6926	1,31	0,76	0	0	-0,18	-0,85
16.02.17	3,665	0,81	1,26	0	0	-0,36	0,18	18.04.17	3,6926	1,31	0,76	0	0	0	-1,09
17.02.17	3,665	0,81	1,26	0	0	0,27	-1,03	19.04.17	3,6926	1,31	0,76	0	0	-0,36	0,33
20.02.17	3,665	0,81	1,26	0	0	-1,08	-0,12	20.04.17	3,6926	1,31	0,76	1	0	-0,72	-0,86
21.02.17	3,665	0,81	1,26	0	1	-0,82	-0,12	21.04.17	3,5923	1,31	0,76	0	0	1	-0,04
22.02.17	3,665	0,81	1,26	0	0	-0,92	-1,11	24.04.17	3,5923	1,31	0,76	1	0	-1,26	-1,84
23.02.17	3,665	0,81	1,26	0	0	-0,55	-0,31	25.04.17	3,5923	1,31	0,76	0	0	0	0,19
24.02.17	3,6357	0,81	1,26	0	0	2,42	1,06	26.04.17	3,5923	1,31	0,76	1	0	2,19	-0,04
27.02.17	3,6357	0,81	1,26	0	0	-2,18	0,01	27.04.17	3,5923	1,31	0,76	0	0	-0,98	-0,48
28.02.17	3,6357	0,81	1,26	0	1	0,19	1,11	28.04.17	3,5923	1,31	0,76	1	0	0,27	-0,27
1.03.17	3,6357	0,81	1,26	0	1	1,02	0,19	1.05.17	3,5923	1,31	0,76	0	0	0	0,08

## EK 1: Araştırmada Kullanılan Veriler

2.05.17	3,5923	1,31	0,76	0	1	0	-0,77	4.07.17	3,5674	-0,27	0,07	0	0	-0,27	0,06
3.05.17	3,5923	0,45	0,52	0	0	-0,99	0,22	5.07.17	3,5674	0,15	0,72	0	0	1,1	1,31
4.05.17	3,5923	0,45	0,52	0	0	0,45	0,54	6.07.17	3,5674	0,15	0,72	0	0	0,82	0,42
5.05.17	3,5696	0,45	0,52	0	0	0,18	-0,28	7.07.17	3,5674	0,15	0,72	0	0	0,27	-0,08
8.05.17	3,5696	0,45	0,52	0	0	1,71	1,16	10.07.17	3,5674	0,15	0,72	0	0	0	-0,27
9.05.17	3,5696	0,45	0,52	0	0	-0,98	1,08	11.07.17	3,5674	0,15	0,72	0	0	1,17	0,16
10.05.17	3,5696	0,45	0,52	0	0	1,52	-1,01	12.07.17	3,5674	0,15	0,72	0	0	-0,62	-1,29
11.05.17	3,5696	0,45	0,52	0	0	-0,97	-0,32	13.07.17	3,5674	0,15	0,72	0	0	-0,27	-0,04
12.05.17	3,5696	0,45	0,52	0	0	0,98	-0,08	14.07.17	3,5402	0,15	0,72	0	0	-0,9	-0,77
15.05.17	3,5696	0,45	0,52	0	0	-0,97	-0,69	17.07.17	3,5402	0,15	0,72	0	0	0,63	-0,27
16.05.17	3,5696	0,45	0,52	0	0	0	-0,26	18.07.17	3,5402	0,15	0,72	0	0	-0,9	-0,15
17.05.17	3,5696	0,45	0,52	0	0	0,09	0,82	19.07.17	3,5402	0,15	0,72	0	0	0	-0,03
18.05.17	3,5697	0,45	0,52	0	0	1,87	1,6	20.07.17	3,5402	0,15	0,72	0	0	0,36	0,12
19.05.17	3,5697	0,45	0,52	0	0	0	-1,37	21.07.17	3,5402	0,15	0,72	0	0	0,09	0,28
22.05.17	3,5697	0,45	0,52	0	0	-1,48	-0,45	24.07.17	3,5402	0,15	0,72	0	0	0,99	0,57
23.05.17	3,5697	0,45	0,52	0	0	-2,66	0,31	25.07.17	3,5402	0,15	0,72	0	0	0,63	0,44
24.05.17	3,5697	0,45	0,52	0	0	-0,73	-0,28	26.07.17	3,5402	0,15	0,72	0	0	-0,35	-0,95
25.05.17	3,5697	0,45	0,52	0	0	-0,55	0,18	27.07.17	3,5402	0,15	0,72	1	0	0,36	-0,06
26.05.17	3,5697	0,45	0,52	0	0	-0,28	0,31	28.07.17	3,5275	0,15	0,72	0	0	-0,09	-0,24
29.05.17	3,5697	0,45	0,52	0	0	1,2	-0,01	31.07.17	3,5275	0,15	0,72	0	0	-0,27	-0,24
30.05.17	3,5697	0,45	0,52	0	0	-1,01	-0,79	1.08.17	3,5275	0,15	0,72	1	0	0,18	0,22
31.05.17	3,5697	0,45	0,52	0	0	-0,65	-0,62	2.08.17	3,5275	0,15	0,72	0	0	-0,09	0,1
1.06.17	3,5697	0,45	0,52	0	1	0,09	-0,07	3.08.17	3,5275	0,52	0,85	0	0	0,27	0,26
2.06.17	3,5245	0,45	0,52	0	0	1,58	-0,42	4.08.17	3,5275	0,52	0,85	0	0	0,2	-0,33
5.06.17	3,5245	-0,27	0,07	0	0	1,04	0,4	7.08.17	3,5275	0,52	0,85	0	0	0	0,03
6.06.17	3,5245	-0,27	0,07	0	0	0	-0,24	8.08.17	3,5275	0,52	0,85	0	0	0,53	0,13
7.06.17	3,5245	-0,27	0,07	0	0	0,84	1	9.08.17	3,5275	0,52	0,85	0	0	0,62	0,11
8.06.17	3,5245	-0,27	0,07	0	0	0,56	-0,73	10.08.17	3,5275	0,52	0,85	0	0	-0,44	0,12
9.06.17	3,5245	-0,27	0,07	0	0	-0,55	0,37	11.08.17	3,5262	0,52	0,85	0	0	0,44	-0,14
12.06.17	3,5245	-0,27	0,07	0	0	-0,74	-0,59	14.08.17	3,5262	0,52	0,85	0	0	0	-0,32
13.06.17	3,5245	-0,27	0,07	0	0	1,31	0,1	15.08.17	3,5262	0,52	0,85	0	0	0,26	0,27
14.06.17	3,5245	-0,27	0,07	0	0	-0,92	-0,91	16.08.17	3,5262	0,52	0,85	0	0	0,87	-0,55
15.06.17	3,5245	-0,27	0,07	1	0	0,74	0,72	17.08.17	3,5262	0,52	0,85	0	0	-1,21	0,28
16.06.17	3,5153	-0,27	0,07	0	0	-0,18	-0,29	18.08.17	3,5262	0,52	0,85	0	0	-0,44	-0,2
19.06.17	3,5153	-0,27	0,07	0	0	-0,18	0,57	21.08.17	3,5262	0,52	0,85	0	0	0,26	-0,61
20.06.17	3,5153	-0,27	0,07	0	0	0,28	0,61	22.08.17	3,5262	0,52	0,85	0	1	0,44	-0,07
21.06.17	3,5153	-0,27	0,07	0	0	0	-0,38	23.08.17	3,5262	0,52	0,85	0	0	0,09	-0,45
22.06.17	3,5153	-0,27	0,07	0	0	-0,28	-0,66	24.08.17	3,5262	0,52	0,85	0	0	-0,26	0,15
23.06.17	3,5153	-0,27	0,07	0	0	0,28	0,03	25.08.17	3,4605	0,52	0,85	0	0	-0,53	-1,29
26.06.17	3,5153	-0,27	0,07	0	0	0	-0,23	28.08.17	3,4605	0,52	0,85	0	0	-0,44	0,15
27.06.17	3,5153	-0,27	0,07	0	0	0	0,73	29.08.17	3,4605	0,52	0,85	0	0	0,09	0,07
28.06.17	3,5153	-0,27	0,07	0	0	0,37	-0,38	30.08.17	3,4605	0,52	0,85	0	0	0	0,15
29.06.17	3,5153	-0,27	0,07	0	0	0,55	0,39	31.08.17	3,4605	0,52	0,85	0	0	0,62	0,03
30.06.17	3,5674	-0,27	0,07	0	0	-0,55	-0,15	1.09.17	3,4605	0,52	0,85	0	0	0	-0,7
3.07.17	3,5674	-0,27	0,07	0	0	0,55	1,02	4.09.17	3,4605	0,52	0,85	0	0	0	0,19

## EK 1: Araştırmada Kullanılan Veriler

5.09.17	3,4605	0,65	0,24	0	0	-0,26	0,08	7.11.17	3,8506	1,49	2,02	0	1	0,62	1,47
6.09.17	3,4605	0,65	0,24	0	0	0,27	-0,34	8.11.17	3,8506	1,49	2,02	0	0	2,14	-0,46
7.09.17	3,4605	0,65	0,24	0	0	0	-0,62	9.11.17	3,8506	1,49	2,02	0	0	-0,82	-0,05
8.09.17	3,428	0,65	0,24	0	0	-0,18	0,21	10.11.17	3,8506	1,49	2,02	0	0	0,38	-0,03
11.09.17	3,428	0,65	0,24	0	0	-0,27	-0,17	13.11.17	3,8506	1,49	2,02	0	0	0,6	0,18
12.09.17	3,428	0,65	0,24	0	0	0,18	0,8	14.11.17	3,8506	1,49	2,02	0	0	0	0,4
13.09.17	3,428	0,65	0,24	0	0	0	0,72	15.11.17	3,8506	1,49	2,02	0	0	0,37	-0,13
14.09.17	3,428	0,65	0,24	1	0	0,35	-0,72	16.11.17	3,8506	1,49	2,02	0	0	0	-0,47
15.09.17	3,428	0,65	0,24	0	0	-0,44	0,13	17.11.17	3,9161	1,49	2,02	0	0	-0,07	0,37
18.09.17	3,428	0,65	0,24	0	0	0,44	1,51	20.11.17	3,9161	1,49	2,02	0	0	2,31	1,32
19.09.17	3,428	0,65	0,24	0	0	0,18	-0,02	21.11.17	3,9161	1,49	2,02	0	0	1,24	0,72
20.09.17	3,428	0,65	0,24	0	0	0,09	0,41	22.11.17	3,9161	1,49	2,02	0	0	-0,22	-0,97
21.09.17	3,428	0,65	0,24	0	0	0,97	-0,02	23.11.17	3,9161	1,49	2,02	0	0	-0,87	0,04
22.09.17	3,5389	0,65	0,24	0	0	0,61	-0,17	24.11.17	3,9161	1,49	2,02	0	0	0,29	0,6
25.09.17	3,5389	0,65	0,24	0	1	0	1,52	27.11.17	3,9161	1,49	2,02	0	0	-1,81	-0,95
26.09.17	3,5389	0,65	0,24	0	0	-0,26	-0,2	28.11.17	3,9161	1,49	2,02	0	0	-0,22	1,49
27.09.17	3,5389	0,65	0,24	0	0	0,87	0,99	29.11.17	3,9161	1,49	2,02	0	0	0,44	-0,08
28.09.17	3,5389	0,65	0,24	0	0	-0,34	-0,48	30.11.17	3,9161	1,49	2,02	0	0	-1,55	-1,07
29.09.17	3,5389	0,65	0,24	0	0	0,17	0,1	1.12.17	3,8811	1,49	2,02	0	0	-1,57	-0,15
2.10.17	3,5389	0,65	0,24	0	1	-0,34	-0,01	4.12.17	3,8811	0,69	1,37	0	0	-1,14	-0,99
3.10.17	3,5389	2,08	1,71	0	0	0,17	0,23	5.12.17	3,8811	0,69	1,37	0	0	0	-0,77
4.10.17	3,5389	2,08	1,71	0	0	0,43	0,01	6.12.17	3,8811	0,69	1,37	0	0	-0,38	0,16
5.10.17	3,5389	2,08	1,71	0	1	0	0,32	7.12.17	3,8811	0,69	1,37	0	0	0,39	0,32
6.10.17	3,6447	2,08	1,71	0	0	0,34	0,87	8.12.17	3,8811	0,69	1,37	0	0	-0,54	-0,63
9.10.17	3,6447	2,08	1,71	0	0	3,94	2,338	11.12.17	3,8811	0,69	1,37	0	0	-0,23	-0,05
10.10.17	3,6447	2,08	1,71	0	0	-1,73	0,28	13.12.17	3,8811	0,69	1,37	0	0	1,7	-0,94
11.10.17	3,6447	2,08	1,71	0	0	-0,25	-1,7	14.12.17	3,8811	0,69	1,37	1	0	-0,08	1,97
12.10.17	3,6447	2,08	1,71	1	0	-0,59	0,15	15.12.17	3,8317	0,69	1,37	0	0	-0,46	-0,65
13.10.17	3,6447	2,08	1,71	0	0	0,34	-0,52	18.12.17	3,8317	0,69	1,37	0	0	-0,23	-0,82
16.10.17	3,6447	2,08	1,71	0	0	0,17	0,31	19.12.17	3,8317	0,69	1,37	0	0	-0,31	0,09
17.10.17	3,6447	2,08	1,71	0	0	0,42	0,55	20.12.17	3,8317	0,69	1,37	0	0	0,31	-0,35
18.10.17	3,6447	2,08	1,71	0	0	0,34	0,29	21.12.17	3,8317	0,69	1,37	0	0	0,15	-0,07
19.10.17	3,6447	2,08	1,71	0	0	-0,25	-0,85	22.12.17	3,8317	0,69	1,37	0	0	-0,15	-0,05
20.10.17	3,7267	2,08	1,71	0	1	0	0,71	25.12.17	3,8317	0,69	1,37	0	0	0,92	-0,22
23.10.17	3,7267	2,08	1,71	0	1	1,51	1,22	26.12.17	3,8317	0,69	1,37	0	0	-1,14	0,12
24.10.17	3,7267	2,08	1,71	0	0	-0,08	0,68	27.12.17	3,8317	0,69	1,37	0	0	0,46	0,09
25.10.17	3,7267	2,08	1,71	0	0	0,91	0,68	28.12.17	3,8317	0,69	1,37	0	0	-1,37	-1,07
26.10.17	3,7267	2,08	1,71	1	0	3,19	1,42	29.12.17	3,7657	0,69	1,37	0	0	0,7	0,4
27.10.17	3,7267	2,08	1,71	0	0	-0,48	-0,83	1.01.18	3,7657	0,69	1,37	0	0	0	-0,07
30.10.17	3,7267	2,08	1,71	0	0	-1,19	-0,23	2.01.18	3,7657	0,69	1,37	0	0	-0,23	-0,55
31.10.17	3,7267	2,08	1,71	0	0	0,32	0,32	3.01.18	3,7657	1,02	0,99	0	0	-0,54	0,38
1.11.17	3,7267	2,08	1,71	1	0	0,64	0,55	4.01.18	3,7657	1,02	0,99	0	0	0,46	-0,88
2.11.17	3,7267	2,08	1,71	0	0	1,2	-0,41	5.01.18	3,7657	1,02	0,99	0	0	-0,23	-0,3
3.11.17	3,8506	1,49	2,02	0	0	2,6	2,34	8.01.18	3,7657	1,02	0,99	0	0	0,23	0,2
6.11.17	3,8506	1,49	2,02	0	0	-0,15	-1,5	9.01.18	3,7657	1,02	0,99	0	0	0,15	0,63

## EK 1: Araştırmada Kullanılan Veriler

10.01.18	3,7657	1,02	0,99	0	1	0,31	0,84	15.03.18	3,8605	0,99	1,54	0	0	0,9	0,41
11.01.18	3,7657	1,02	0,99	0	1	-0,08	-0,67	16.03.18	3,8605	0,99	1,54	0	0	0,15	0,62
12.01.18	3,7909	1,02	0,99	0	0	-0,38	-0,68	19.03.18	3,8605	0,99	1,54	0	0	0,22	0,42
15.01.18	3,7909	1,02	0,99	0	0	0,39	1,4	20.03.18	3,8605	0,99	1,54	0	1	0	-0,06
16.01.18	3,7909	1,02	0,99	0	0	0,77	-0,07	21.03.18	3,8605	0,99	1,54	0	0	-0,44	-0,65
17.01.18	3,7909	1,02	0,99	0	0	0,08	0,53	22.03.18	3,8605	0,99	1,54	0	0	0,22	0,66
18.01.18	3,7909	1,02	0,99	1	0	0	-1,26	23.03.18	3,9643	0,99	1,54	0	0	1,33	1,22
19.01.18	3,7909	1,02	0,99	0	0	0,23	0,97	26.03.18	3,9643	0,99	1,54	0	0	1,02	-0,42
22.01.18	3,7909	1,02	0,99	0	0	-0,61	-0,83	27.03.18	3,9643	0,99	1,54	0	0	0	0,41
23.01.18	3,7909	1,02	0,99	0	0	0,15	-0,2	28.03.18	3,9643	0,99	1,54	0	0	0,22	0,71
24.01.18	3,7909	1,02	0,99	0	0	-1,15	-0,77	29.03.18	3,9643	0,99	1,54	0	0	-1,16	-1,7
25.01.18	3,7909	1,02	0,99	0	0	-0,31	0,38	30.03.18	3,9643	0,99	1,54	0	0	-0,37	0,33
26.01.18	3,7564	1,02	0,99	0	0	1,47	0,06	2.04.18	3,9643	0,99	1,54	0	0	0,37	0,46
29.01.18	3,7564	1,02	0,99	0	0	-0,76	1,03	3.04.18	3,9643	1,87	2,6	0	0	0,29	0,38
30.01.18	3,7564	1,02	0,99	1	0	-0,77	-0,33	4.04.18	3,9643	1,87	2,6	0	0	-0,8	0,26
31.01.18	3,7564	1,02	0,99	0	0	-1,47	-0,67	5.04.18	3,9643	1,87	2,6	0	0	3,23	1,31
1.02.18	3,7564	1,02	0,99	0	0	-1,02	-0,64	6.04.18	4,0818	1,87	2,6	0	0	-0,36	-0,16
2.02.18	3,7564	1,02	0,99	0	0	-0,24	1,12	9.04.18	4,0818	1,87	2,6	0	0	0,14	0,71
5.02.18	3,7564	0,73	2,68	0	0	-0,24	0,44	10.04.18	4,0818	1,87	2,6	1	0	1,28	0,94
6.02.18	3,7564	0,73	2,68	0	1	0,96	-0,54	11.04.18	4,0818	1,87	2,6	0	0	-0,7	-0,58
7.02.18	3,7564	0,73	2,68	0	0	-0,24	0,93	12.04.18	4,0818	1,87	2,6	1	0	-0,78	-0,62
8.02.18	3,7564	0,73	2,68	0	1	1,03	0,44	13.04.18	4,0818	1,87	2,6	0	0	-0,21	-0,32
9.02.18	3,7871	0,73	2,68	0	0	1,02	0,03	16.04.18	4,0818	1,87	2,6	0	1	0,21	-0,01
12.02.18	3,7871	0,73	2,68	0	0	0	-0,6	17.04.18	4,0818	1,87	2,6	0	0	-0,71	0,03
13.02.18	3,7871	0,73	2,68	0	1	1,01	0,29	18.04.18	4,0818	1,87	2,6	0	0	0,29	-2,17
14.02.18	3,7871	0,73	2,68	0	0	1,23	-0,74	19.04.18	4,0818	1,87	2,6	0	0	-1,08	0,79
15.02.18	3,7871	0,73	2,68	0	0	-2,96	-0,48	20.04.18	4,0545	1,87	2,6	0	0	0,58	0,9
16.02.18	3,7871	0,73	2,68	0	0	-0,63	-0,45	23.04.18	4,5045	1,87	2,6	0	0	0	0,77
19.02.18	3,7871	0,73	2,68	0	0	-0,39	0,26	24.04.18	4,0545	1,87	2,6	0	1	0,07	-0,53
20.02.18	3,7871	0,73	2,68	0	0	0,24	1,09	25.04.18	4,0545	1,87	2,6	1	0	0	-0,12
21.02.18	3,7871	0,73	2,68	0	0	-0,24	-0,24	26.04.18	4,0545	1,87	2,6	0	0	0	-0,36
22.02.18	3,7871	0,73	2,68	0	0	2,61	-0,13	27.04.18	4,0545	1,87	2,6	0	0	0,22	-0,6
23.02.18	3,7959	0,73	2,68	0	0	-2,62	0,16	30.04.18	4,0545	1,87	2,6	1	0	-0,43	0,48
26.02.18	3,7959	0,73	2,68	0	0	0	-0,11	1.05.18	4,5045	1,87	2,6	0	0	0	1,02
27.02.18	3,7959	0,73	2,68	0	0	-0,24	0,77	2.05.18	4,0545	1,62	3,79	0	0	1,95	1,81
28.02.18	3,7959	0,73	2,68	0	0	1,03	-0,44	3.05.18	4,0545	1,62	3,79	0	0	3,61	0,86
1.03.18	3,7959	0,73	2,68	0	0	-0,31	0,18	4.05.18	4,2644	1,62	3,79	0	0	1,71	0,31
2.03.18	3,7959	0,73	2,68	0	0	0,32	0,04	7.05.18	4,2644	1,62	3,79	0	0	0,13	0,97
5.03.18	3,7959	0,99	1,54	0	0	0,55	0,03	8.05.18	4,2644	1,62	3,79	0	1	1,95	1,54
6.03.18	3,7959	0,99	1,54	0	1	0,23	-0,37	9.05.18	4,2644	1,62	3,79	0	0	0,2	-1,04
7.03.18	3,7959	0,99	1,54	1	0	1,09	0,22	10.05.18	4,2644	1,62	3,79	0	0	1,31	-1,22
8.03.18	3,7959	0,99	1,54	0	0	1	0,55	11.05.18	4,2644	1,62	3,79	0	0	0,84	1,85
9.03.18	3,8605	0,99	1,54	0	0	0,31	-0,33	14.05.18	4,2644	1,62	3,79	0	0	0,06	1,25
12.03.18	3,8605	0,99	1,54	0	0	1,14	0,86	15.05.18	4,2644	1,62	3,79	0	0	4,37	1,78
13.03.18	3,8605	0,99	1,54	0	0	0,38	0,77	16.05.18	4,2644	1,62	3,79	0	0	-0,49	-0,7

## EK 1: Araştırmada Kullanılan Veriler

17.05.18	4,2644	1,62	3,79	0	0	0,87	1,06	19.07.18	4,8124	0,55	1,77	0	0	1,9	0,24
18.05.18	4,6129	1,62	3,79	0	0	0,25	0,7	20.07.18	4,8124	0,55	1,77	0	0	-1,71	-0,29
21.05.18	4,6129	1,62	3,79	0	0	0,31	1,85	23.07.18	4,8124	0,55	1,77	0	0	-1,13	-0,85
22.05.18	4,6129	1,62	3,79	0	0	0,49	2,06	24.07.18	4,8124	0,55	1,77	1	0	2,28	3,09
23.05.18	4,6129	1,62	3,79	1	0	2	-1,99	25.07.18	4,8124	0,55	1,77	0	0	-1,37	-2,32
24.05.18	4,6129	1,62	3,79	0	0	-0,71	2,86	26.07.18	4,8124	0,55	1,77	0	0	-0,46	1,93
25.05.18	4,6129	1,62	3,79	0	0	2,34	0,02	27.07.18	4,9571	0,55	1,77	0	0	0,46	-0,25
28.05.18	4,6129	1,62	3,79	0	0	-3,34	-2,62	30.07.18	4,9571	0,55	1,77	0	0	0,98	0,52
29.05.18	4,6129	1,62	3,79	0	0	0,06	-0,73	31.07.18	4,9571	0,55	1,77	1	0	0,81	0,65
30.05.18	4,6129	1,62	3,79	1	0	0	-1,84	1.08.18	4,9571	0,55	1,77	0	0	1,21	1,64
31.05.18	4,6129	1,62	3,79	0	0	1,82	1,33	2.08.18	4,9571	0,55	1,77	0	0	4,09	1,42
1.06.18	4,5604	1,62	3,79	0	0	2,8	2,79	3.08.18	4,9571	2,3	6,6	0	0	0,96	0,31
4.06.18	4,5604	2,61	3,03	0	0	-1,16	-1,22	6.08.18	4,9571	2,3	6,6	0	0	1	4,5
5.06.18	4,5604	2,61	3,03	0	0	2,23	0,14	7.08.18	4,9571	2,3	6,6	0	0	1,5	-1,61
6.06.18	4,5604	2,61	3,03	0	0	-0,4	-0,94	8.08.18	4,9571	2,3	6,6	0	0	-0,83	0,68
7.06.18	4,5604	2,61	3,03	1	0	1,73	-1,56	9.08.18	4,9571	2,3	6,6	0	0	1,45	5,03
8.06.18	4,5604	2,61	3,03	0	0	1,47	-0,23	10.08.18	6,18	2,3	6,6	0	0	15,65	15,9
11.06.18	4,5604	2,61	3,03	0	0	0,89	1,13	13.08.18	6,18	2,3	6,6	0	1	0,12	0,82
12.06.18	4,5604	2,61	3,03	0	0	0,39	1,63	14.08.18	6,18	2,3	6,6	0	0	22,43	-7,69
13.06.18	4,7095	2,61	3,03	0	0	1,1	1,04	15.08.18	6,18	2,3	6,6	0	0	-12,8	-5,73
14.06.18	4,7095	2,61	3,03	0	0	0	1,74	16.08.18	6,18	2,3	6,6	0	0	0,11	-2,73
15.08.18	4,7095	2,61	3,03	0	0	0	0,09	17.08.18	6,18	2,3	6,6	0	0	-13,5	3,21
18.06.18	4,7095	2,61	3,03	0	0	0,76	-0,81	20.08.18	6,3301	2,3	6,6	0	0	-0,39	1,2
19.06.18	4,7095	2,61	3,03	0	0	0,27	0,77	21.08.18	6,3301	2,3	6,6	0	0	0	-0,08
20.06.18	4,7095	2,61	3,03	0	0	0,27	-0,16	22.08.18	6,3301	2,3	6,6	0	0	0	-0,4
21.06.18	4,7095	2,61	3,03	0	0	0,05	-0,22	23.08.18	6,3301	2,3	6,6	0	0	0	1,21
22.06.18	4,7095	2,61	3,03	0	0	-1,29	-0,96	24.08.18	6,3301	2,3	6,6	0	0	0	-1,92
25.06.18	4,7095	2,61	3,03	0	0	0,54	1,46	27.08.18	6,3301	2,3	6,6	0	1	-0,04	2,29
26.06.18	4,7095	2,61	3,03	0	0	0,54	-1,4	28.08.18	6,3301	2,3	6,6	0	0	0	2,47
27.06.18	4,7095	2,61	3,03	0	0	-0,91	0,15	29.08.18	6,3301	2,3	6,6	0	0	0	3,22
28.06.18	4,7095	2,61	3,03	0	0	-0,65	-0,8	30.08.18	6,3301	2,3	6,6	0	0	0	2,73
29.06.18	4,615	2,61	3,03	0	0	1,37	0,04	31.08.18	6,3301	2,3	6,6	0	1	-0,04	-1,71
2.07.18	4,615	2,61	3,03	0	0	0,05	0,44	3.09.18	6,3301	6,3	10,88	0	1	0	0,77
3.07.18	4,615	0,55	1,77	0	0	1,19	1,18	4.09.18	6,3301	6,3	10,88	0	0	-0,17	0,56
4.07.18	4,615	0,55	1,77	0	0	1,44	-0,08	5.09.18	6,3301	6,3	10,88	0	0	-0,13	-1,05
5.07.18	4,615	0,55	1,77	0	0	0,21	-1,59	6.09.18	6,3301	6,3	10,88	0	0	0	-0,28
6.07.18	4,615	0,55	1,77	0	0	0,32	-0,48	7.09.18	6,38	6,3	10,88	0	0	-0,17	-2,82
9.07.18	4,615	0,55	1,77	0	0	0,9	3,37	10.09.18	6,38	6,3	10,88	0	0	0	0,61
10.07.18	4,615	0,55	1,77	0	0	1,2	-0,55	11.09.18	6,38	6,3	10,88	0	0	5,6	-0,49
11.07.18	4,615	0,55	1,77	0	0	1,14	3,58	12.09.18	6,38	6,3	10,88	0	0	-0,04	-1,37
12.07.18	4,615	0,55	1,77	0	0	-0,92	-0,43	13.09.18	6,38	6,3	10,88	1	1	-2,51	-4,11
13.07.18	4,8124	0,55	1,77	0	1	0,93	0	14.09.18	6,38	6,3	10,88	0	0	0,55	1,47
16.07.18	4,8124	0,55	1,77	0	0	0,77	-0,21	17.09.18	6,38	6,3	10,88	0	0	0	2,46
17.07.18	4,8124	0,55	1,77	0	0	-0,86	-0,82	18.09.18	6,38	6,3	10,88	0	0	0	1,11
18.07.18	4,8124	0,55	1,77	0	0	-0,36	-0,23	19.09.18	6,38	6,3	10,88	0	0	1,3	-2,12

## EK 1: Araştırmada Kullanılan Veriler

20.09.18	6,38	6,3	10,88	0	0	0	-0,85	19.11.18	5,3229	-1,44	-2,53	0	0	1,79	-0,6
21.09.18	6,1309	6,3	10,88	0	0	0	1,58	20.11.18	5,3229	-1,44	-2,53	0	0	3,51	1,32
24.09.18	6,1309	6,3	10,88	0	0	2,2	-2,47	21.11.18	5,3229	-1,44	-2,53	0	1	-0,5	-1,29
25.09.18	6,1309	6,3	10,88	1	1	0	0,15	22.11.18	5,3229	-1,44	-2,53	0	0	-0,2	-0,23
26.09.18	6,1309	6,3	10,88	0	0	-0,73	-0,89	23.11.18	5,3229	-1,44	-2,53	0	0	-0,7	0,19
27.09.18	6,1309	6,3	10,88	0	0	0,74	-1,62	26.11.18	5,3229	-1,44	-2,53	0	0	-2,18	-0,94
28.09.18	6,1309	6,3	10,88	0	0	-0,73	0,8	27.11.18	5,3229	-1,44	-2,53	0	1	0	0,46
1.10.18	6,1309	6,3	10,88	0	1	0,74	-1,8	28.11.18	5,3229	-1,44	-2,53	0	1	0,67	-0,94
2.10.18	6,1309	6,3	10,88	0	1	0	0,82	29.11.18	5,3229	-1,44	-2,53	1	0	-0,15	-1,13
3.10.18	6,1309	2,67	0,91	0	0	0,73	1,02	30.11.18	5,2657	-1,44	-2,53	0	0	-0,21	0,96
4.10.18	6,1309	2,67	0,91	0	0	0,44	1,93	3.12.18	5,2657	-0,4	-2,22	0	0	-0,46	1,08
5.10.18	6,0417	2,67	0,91	0	0	0	-0,48	4.12.18	5,2657	-0,4	-2,22	0	0	0	2,62
8.10.18	6,0417	2,67	0,91	0	0	0,28	-0,89	5.12.18	5,2657	0,4	-2,22	0	0	0	-1,14
9.10.18	6,0417	2,67	0,91	0	0	5,88	-0,16	6.12.18	5,2657	-0,4	-2,22	0	0	-0,05	0,23
10.10.18	6,0417	2,67	0,91	0	1	-2,79	-0,41	7.12.18	5,2657	-0,4	-2,22	0	0	4,46	-0,67
11.10.18	6,0417	2,67	0,91	0	0	1,44	-2,47	10.12.18	5,2657	-0,4	-2,22	0	0	-1,04	0,02
12.10.18	6,0417	2,67	0,91	1	0	-2,76	-0,91	11.12.18	5,2657	-0,4	-2,22	0	0	2,81	0,76
15.10.18	6,0417	2,67	0,91	0	0	0	-1,84	12.12.18	5,2657	-0,4	-2,22	0	0	-0,54	-0,32
16.10.18	6,0417	2,67	0,91	0	0	-1,42	-1,75	13.12.18	5,2657	-0,4	-2,22	1	0	0,34	-0,17
17.10.18	6,0417	2,67	0,91	0	0	-1,6	-1,8	14.12.18	5,3272	-0,4	-2,22	0	0	-0,73	0,46
18.10.18	6,0417	2,67	0,91	0	0	-1,3	1,06	17.12.18	5,3272	-0,4	-2,22	0	0	-0,54	-0,08
19.10.18	5,6568	2,67	0,91	0	0	0,58	0	18.12.18	5,3272	-0,4	-2,22	0	0	0,54	-0,44
22.10.18	5,6568	2,67	0,91	0	0	0	0,31	19.12.18	5,3272	-0,4	-2,22	0	0	-2,51	-1,1
23.10.18	5,6568	2,67	0,91	0	0	0,57	1,2	20.12.18	5,3272	-0,4	-2,22	0	0	-0,76	-0,4
24.10.18	5,6568	2,67	0,91	0	0	0,04	-0,6	21.12.18	5,3272	-0,4	-2,22	0	0	1,42	1,01
25.10.18	5,6568	2,67	0,91	1	0	-1,46	-1,19	24.12.18	5,3272	-0,4	-2,22	0	0	-0,4	-0,53
26.10.18	5,6568	2,67	0,91	0	0	-1,48	-0,74	25.12.18	5,3272	-0,4	-2,22	0	1	0,4	0,4
29.10.18	5,6568	2,67	0,91	0	0	0	-0,53	26.12.18	5,3272	-0,4	-2,22	0	0	-0,4	-0,63
30.10.18	5,6568	2,67	0,91	0	0	-3,14	-1,56	27.12.18	5,3272	-0,4	-2,22	0	0	-4,03	0,16
31.10.18	5,6568	2,67	0,91	1	0	2,03	1,99	28.12.18	5,3414	-0,4	-2,22	0	0	-0,42	-0,24
1.11.18	5,6568	2,67	0,91	0	0	-2,88	-1,28	31.12.18	5,3414	-0,4	-2,22	0	0	-0,74	0,13
2.11.18	5,4432	2,67	0,91	0	0	-4,19	-1,49								
5.11.18	5,4432	-1,44	-2,53	0	0	-2,87	-2,19								
6.11.18	5,4432	-1,44	-2,53	0	0	-0,33	0,8								
7.11.18	5,4432	-1,44	-2,53	0	0	-3,9	0,1								
8.11.18	5,4432	-1,44	-2,53	0	0	2,2	1,81								
9.11.18	5,4432	-1,44	-2,53	0	0	1,91	0,04								
12.11.18	5,4432	-1,44	-2,53	0	0	-4,37	0,12								
13.11.18	5,4432	-1,44	-2,53	0	0	-6,04	0,17								
14.11.18	5,4432	-1,44	-2,53	0	0	1,14	-0,28								
15.11.18	5,4432	-1,44	-2,53	0	0	-1,8	-2,09								
16.11.18	5,3229	-1,44	-2,53	0	0	-0,1	-0,3								

Kaynak: <https://tr.investing.com/>, <https://www.tcgb.gov.tr/>,

<https://www.tcmb.gov.tr/wps/wcm/connect/TR/TCMB+TR>,

**TCMB Başkanın Sözlü Yönlendirmeleri**

Tarih	İçerik
24.01.2017 Faiz Oranlarına İlişkin Basın Duyurusu	Toplam talep gelişmeleri <b>enflasyona düşüş yönünde</b> katkı vermektedir... gözlenen aşırı hareketlilik enflasyon görünümüne dair <b>yukarı yönlü riskleri artırmıştır</b> . Döviz kuru gelişmelerinin gecikmeli etkisi <b>yükselişin devam edebileceği</b> öngörülmektedir.
31.01.2017 "Enflasyon raporu-1" Tanıtıma ilişkin bilgilendirme toplantısı sunumu	Yakın dönemde enflasyon görünümü iktisadi faaliyetin sınırlayıcı etkisine rağmen vergi artışları, <b>güçlenen maliyet yönlü baskılar</b> ve gıda fiyatlarındaki kısmi yükseliş sonucunda bozulmuştur.
09.02.2017 "Makroekonomik Görünüm ve Para" Politikası başlıklı konuşma (Londra)	... TÜFE enflasyonunda belirgin bir <b>artış gözlenirken</b> , çekirdek enflasyon göstergeleri <b>daha hafif bir yukarı yönlü hareket</b> göstermiştir. En son verilerde.... <b>enflasyon üzerinde gözle görülür bir etkisi</b> olmuştur. Kurdaki keskin düşüşe rağmen çekirdek enflasyondaki artış görece azaldı. Son zamanlarda gözlenen geçiş... <b>enflasyon üzerinde baskı yaratmaya devam etmektedir</b> .
08.03.2017 "Makroekonomik Görünüm ve Fiyat İstikrarı " başlıklı konuşma (Denizli)	... ifade ettiğimiz <b>tahmin patikasında belirgin bir farklılaşma beklemiyoruz</b> . Yılın ikinci yarısında döviz kurunun gecikmeli yansımaları... <b>enflasyon daha makul seviyelere inecektir</b> .
16.03.2017 Faiz Oranlarına İlişkin Basın Duyurusu	... fiyatlarındaki oynaklık <b>enflasyonun hızlı bir yükseliş göstermesine neden olmuştur</b> . Döviz kuru hareketlerinin gecikmeli yansımaları ve işlenmemiş gıda fiyatlarındaki baz etkisi nedeniyle kısa vadede enflasyondaki <b>belirgin yükselişin devam edebileceği öngörülmektedir</b> .
20.04.2017 "Makroekonomik Görünüm ve Para Politikası" başlıklı konuşma (Washington)	Döviz kuru geçişi çekirdek enflasyonun ana belirleyicisi olmuştur. <b>Enflasyonun, önümüzdeki dönemde kademeli olarak düşmeden önce Nisan ayında zirveye ulaşması bekleniyor</b> .
24.04.2017 " TCMB 85. Olağan Genel Kurul Toplantısı"	Enflasyonda <b>yakın dönemde artış gözlenmiştir</b> . İşlenmemiş gıda, enerji ve tütünün TÜFE'ye katkısı son dönemde önemli ölçüde artmıştır. Enflasyonla mücadelede bütüncül bir yaklaşım ve ortak çaba ihtiyacı dikkat çekmektedir.
26.04.2017 Faiz Oranlarına İlişkin Basın Duyurusu	Son aylarda yaşanan maliyet yönlü gelişmeler ve gıda fiyatlarındaki oynaklık enflasyonun hızlı bir yükseliş göstermesine neden olmuştur. Yakın dönemde risk iştahında gözlenen artış maliyet kaynaklı baskıları bir miktar sınırlasa da <b>enflasyonun bulunduğu yüksek seviyeler fiyatlama davranışlarına dair risk oluşturmaktadır</b> .
28.04.2017 "Enflasyon Raporu- 2"	Enflasyonu düşürmeye odaklı ve sıkı bir politika duruşu altında, enflasyonun yüzde 5'lik hedefe kademeli olarak yakınsayacağını; 2017 yılsonunda yüzde 8,5 olarak gerçekleşeceğini...enflasyonun, yüzde 70 olasılıkla, 2017 yılı sonunda yüzde <b>7,3 ile yüzde 9,7 aralığında</b> , 2018 yılı sonunda ise yüzde 4,6 ile yüzde 8,2 aralığında gerçekleşeceğini tahmin ediyoruz.
15.06.2017 Faiz Oranlarına İlişkin Basın Duyurusu	... <b>enflasyonun bulunduğu yüksek seviyeler fiyatlama davranışlarına dair risk oluşturmaktadır</b> . Enflasyon görünümünde <b>belirgin bir iyileşme sağlanana kadar</b> para politikasındaki sıkı duruş sürdürülecektir.
17.07.2017 "Türkiye Bankalar Birliği ve Türkiye Katılım Bankaları	Çekirdek enflasyondaki düşüş henüz sınırlı boyuttadır. Gıda enflasyonundaki <b>yüksek oynaklık devam etmektedir</b> . Enflasyon üzerindeki maliyet yönlü baskılar güçlü seyrini sürdürmektedir.



EK 1: Araştırmada Kullanılan Veriler

Birliği Üyelerine Yaptığı sunum”	Enflasyonun yılın ikinci yarısında dalgalı bir seyir izlemesi beklenmektedir. Fiyatlama davranışlarına dair riskler önemini korumaktadır.
27.07.2017 Faiz Oranlarına İlişkin Basın Duyurusu	Son aylarda yaşanan maliyet yönlü gelişmeler ve gıda fiyatlarında beklenen kısmi düzeltmenin sınırlayıcı etkisine rağmen, enflasyonun bulunduğu <b>yüksek seviyeler fiyatlama davranışlarına dair risk oluşturmaktadır.</b>
01.08.2017 Enflasyon Raporu-III	<b>Enflasyon eğiliminde yavaşlama</b> gözlenmesine karşın yüksek seviyeler korunmuştur. 2017 yılı için ham petrol fiyatı varsayımı aşağı yönlü, ABD doları cinsinden ithalat fiyatları varsayımı <b>yukarı yönlü güncellenmiştir.</b>
14.09.2017 Faiz Oranlarına İlişkin Basın Duyurusu	Enflasyonun bulunduğu yüksek seviyeler ve çekirdek enflasyon göstergelerine ilişkin gelişmeler fiyatlama davranışlarına dair risk oluşturmaktadır. <b>Enflasyon görünümünde belirgin bir iyileşme sağlanana kadar para politikasındaki sıkı duruş sürdürülecektir.</b>
12.10.2017 Makroekonomik Görünüm ve Para Politikası başlıklı sunum (Washington)	TÜFE enflasyonu ve temel göstergeler <b>yüksek seviyelerde</b> kalmaktadır. Maliyet faktörlerinden dolayı etki 2017 yılında enflasyonun ana itici güçlerinden biri olmuştur. Enflasyonun yılsonundan itibaren yavaşlaması bekleniyor.
26.10.2017 Para Politikası Kurulu Toplantı Özeti	Eylül ayında tüketici fiyatları <b>yüzde 0,65 oranında artmış</b> ve yıllık enflasyon 0,52 puan yükselerek <b>yüzde 11,20 olmuştur.</b> Enflasyonun bulunduğu yüksek seviyeler ve çekirdek enflasyon görünümüne ilişkin gelişmeler fiyatlama davranışlarına dair risk oluşturmaya devam etmektedir
1.11.2017 Enflasyon Raporu- IV	<b>... artışla birlikte tüketici enflasyonu önceki çeyreğe kıyasla yükseldi...</b> tüketici enflasyonu Eylül ayında yüzde 11,2 ile gözlenen <b>kur oynaklığı ve petrol fiyatlarındaki artış, kısa vadede enflasyondaki yükselişin devam etmesine sebep olabilir.</b>
14.12.2017 Para Politikası Kurulu Toplantı Özeti	Kasım ayında tüketici fiyatları yüzde <b>1,49 oranında artmış</b> ve yıllık enflasyon 1,08 puan yükselerek yüzde 12,98 olmuştur. Aralık ayına ilişkin ilk göstergeler işlenmemiş gıda kaynaklı olarak gıda yıllık <b>enflasyonunun gerileyeceğine</b> işaret etmektedir.
18.01.2018 Para Politikası Kurulu Toplantı Özeti	Aralık ayında tüketici fiyatları yüzde 0,69 oranında artmış ve yıllık enflasyon 1,06 puan düşerek <b>yüzde 11,92 olmuştur...</b> <b>enflasyonun yukarı yönlü eğilimini sürdürdüğü,</b> toplam talep koşullarının da bu yükselişi desteklediği izlenmektedir
30.01.2018 Enflasyon Raporu -I	Aldığımız önlemler sonrasında yakın dönemde beklentilerdeki ve enflasyon görünümündeki <b>bozulmanın durduğunu</b> görüyoruz. Atılan adımların etkilerini yıl içinde giderek daha belirgin şekilde görmeye başlayacağız. Birikimli maliyet etkilerinin azalması ile <b>enflasyondaki düşüşün sürmesini bekliyoruz.</b>
7.03.2018 Para Politikası Kurulu Toplantı Özeti	Şubat ayında tüketici fiyatları <b>yüzde 0,73 oranında artmış</b> ve yıllık enflasyon 0,09 puan düşerek yüzde 10,26 olmuştur.; küresel çekirdek enflasyon ise yatay bir seyir izlemektedir. Küresel enflasyon üzerinde önümüzdeki <b>dönemde yukarı yönlü riskler mevcuttur.</b>
10.04.2018 “Plan ve Bütçe Komisyonu Sunumu”	Enflasyon <b>göstergeleri yüksek seyrini</b> korumaktadır. Enflasyondaki artışta döviz kuru ve ithalat fiyatları belirleyici olmuştur.
12.04.2018 TCMB 86. Olağan Genel Kurul Toplantısı'nda Yaptığı Konuşma	İthalat fiyatlarından yurtiçi fiyatlara geçişin gecikmeli etkileri enflasyondaki yüksek seyrin temel belirleyici olmaktadır.
21.04.2018	İthalat fiyatları ve döviz kuru enflasyonun ana belirleyicileri olmuştur.

## EK 1: Araştırmada Kullanılan Veriler

“Makroekonomik Görünüm ve Para Politikası” başlıklı sunum (Washington)	
25.04.2018 “Faiz Oranlarına İlişkin Basın Duyurusu”	İç talep büyümeye devam ederken dış talepteki artışın ihracat üzerindeki <b>olumlu etkisi sürmektedir</b> . Enflasyon ve enflasyon beklentilerinin bulunduğu yüksek seviyeler fiyatlama davranışları üzerinde risk oluşturmaya devam etmektedir. İthalat fiyatlarındaki yükseliş söz konusu riskleri artırmıştır.
30.04.2018 “Enflasyon Raporu-II”	Tüketici fiyatları üzerinde üretici fiyatları kaynaklı <b>maliyet yönlü baskılar</b> sürerken, talep koşullarının güçlü olduğu sektörlerde bu durumun enflasyon üzerindeki etkisi daha belirgin şekilde hissediliyor.
23.05.2018 “Faiz oranlarına İlişkin Basın Duyurusu”	Yakın dönemde piyasalarda gözlenen sağlıksız fiyat oluşumları ve enflasyon beklentilerinde süregelen <b>yükseliş genel</b> fiyatlama davranışlarına dair riskleri artırmıştır.
30.05.2018 “Para Politikası Kurulu Toplantı Özeti”	Nisan ayında tüketici fiyatları yüzde 1,87 oranında artmış, yıllık enflasyon 0,62 puan yükselerek <b>yüzde 10,85 olmuştur</b> . Enflasyondaki yükselişte petrol fiyatları ve döviz kuru gelişmelerine bağlı olarak yükselen enerji ile temel mal grubu fiyatları etkili olmuştur.
7.06.2018 “Para Politikası Kurulu Toplantı Özeti”	Mayıs ayında tüketici fiyatları yüzde 1,62 oranında artmış, yıllık enflasyon 1,30 puan yükselerek <b>yüzde 12,15 olmuştur</b> . Bu dönemde enflasyondaki yükselişin alt gruplar geneline yayıldığı gözlenmiştir. Üretici fiyatları kaynaklı <b>maliyet baskıları</b> bir önceki aya kıyasla <b>önemli ölçüde artarak</b> güçlü seyrini korumuştur.
24.07.2018 “Para Politikası Kurulu Toplantı Özeti”	Haziran ayında tüketici fiyatları yüzde 2,61 oranında artmış, yıllık enflasyon 3,24 puan yükselerek <b>yüzde 15,39 olmuştur</b> ... Döviz kuru gelişmeleri kaynaklı olarak yükselen maliyetlerin yakın dönemde temel mal enflasyonunu <b>olumsuz etkilemeye devam edeceği</b> değerlendirilmektedir.
31.07.2018 “Enflasyon Raporu-III”	Türk lirasındaki değer kaybının yanı sıra, petrol ve emtia fiyatlarındaki artış da bu gelişmede etkili oldu. Talep koşullarının <b>enflasyonu yükseltici etkisi bir miktar zayıflamakla</b> birlikte yılın ikinci çeyreğinde de devam etti
13.09.2018 “Para Politikası Kurul Kararı” Faiz Oranlarına İlişkin Basın Duyurusu	Ağustos ayında tüketici fiyatları yüzde 2,30 oranında artmış, yıllık enflasyon 2,05 puan yükselerek yüzde <b>17,90 olmuştur</b> .... İç talep koşullarındaki zayıflamaya rağmen fiyatlama davranışlarında gözlenen bozulma enflasyon görünümüne dair <b>yukarı yönlü risk</b> oluşturmaya devam etmektedir.
23-25.09.2018 İslam İşbirliği Teşkilatına Üye Ülkeler Merkez Bankaları ve Para Otoriteleri Toplantısına İlişkin Basın Duyurusu	...Küresel ekonomik faaliyetin hafif bir şekilde ılımlı olduğu görülüyor ancak 2018 ve 2019'da <b>sabit kalması</b> bekleniyor. Enflasyon hem gelişmiş hem de gelişmekte olan ülkelerde arttı.
12.10.2018 “Makroekonomik Görünüm ve Para Politikası” (Bali)	TÜFE Enflasyonu ve temel göstergeler <b>belirgin olarak artış</b> kaydedildi. Döviz kuru değerinde düşme <b>enflasyon baskısını</b> arttırdı. Talep şartları enflasyon üzerindeki yükselen riski sınırlaması bekleniyor. Güçlü bir parasal sıkılaşma fiyat istikrarını desteklemek için uygulandı.

## EK 1: Araştırmada Kullanılan Veriler

25.10.2018 “Para Politikası Kurulu Toplantı Özeti”	Eylül ayında tüketici fiyatları yüzde 6,30 oranında artmış ve yıllık enflasyon 6,62 puan yükselerek yüzde <b>24,52</b> olmuştur. Ekim ayında da <b>yükselişin devam edeceğine</b> işaret vermektedir.
31.10.2018 “Enflasyon Raporu-IV”	Eylül ayındaki PPK toplantısında ise, fiyatlama davranışındaki bozulmanın enflasyon görünümüne dair <b>yukarı yönlü</b> risk oluşturması nedeniyle, fiyat istikrarını desteklemek amacıyla güçlü bir parasal sıkılaştırmaya giderek politika faiz oranını yüzde 24’e yükselttik. enflasyon görünümündeki <b>bozulmayı kısmen sınırlayacağı</b> değerlendirmesine...
30.11.2018 “JP Morgan Yatırımcı Toplantısı Makroekonomik Görünüm ve Para Politikası” (İstanbul)	Tüketici enflasyonu ve çekirdek enflasyon göstergeleri belirgin bir <b>yükseliş göstermiştir</b> . Enflasyondaki artışta döviz kuru gelişmeleri belirleyici olmuştur.
13.12.2018 “Para Politikası Kurulu Toplantı Özeti”	Kasım ayında tüketici fiyatları yüzde 1,44 oranında azalmış, yıllık enflasyon 3,62 puan gerileyerek yüzde <b>21,62</b> olmuştur. İç talepteki yavaşlamaya bağlı olarak ithalat talebindeki düşüşün cari dengeyi <b>olumlu etkilemeye</b> devam edeceğini not etmiştir.

Kaynak:<https://www.tcmb.gov.tr/wps/wcm/connect/TR/TCMB+TR/Main+Menu/Duyurular/Baskanin+Konusmalari>,

**Cumhurbaşkanı Sözlü Yönlendirmeleri**

Tarih	İçerik
04.01.2017 "33. Muhtarlar Toplantısında Yaptığı Konuşma"	... Döviz kurundaki artışın ithal hammaddeye dayalı üretim yapan iş yerlerimizi sıkıntıya soktuğu bir gerçektir. Bu sıkıntı zincirleme olarak tüm piyasayı etkiliyor. Döviz kuru üzerindeki spekülasyonların amacı da zaten budur. Kur seviyesinin geldiği yer, ekonominin gerçeklerine uygun değildir...
12.01.2017 "34. Muhtarlar Toplantısında Yaptığı Konuşma"	Türkiye'nin maruz kaldığı saldırıların bir de ekonomik boyutu olduğunu artık herkes görüyor, biliyor... Bunun için döviz kurunu bir silah gibi kullanıyorlar... Dünya ekonomisinin yapısal bir dönüşüm sürecinden geçtiği bir dönemde yaşanan bu hadiseler, yeni kurallar ve yeni kurumlar üretilmesine vesile olacaktır.
19.01.2017 "35. Muhtarlar Toplantısında yaptığı Konuşma"	küresel ekonomik kriz, gelişmiş ülkeler dahil herkesi etkilerken, Türkiye yaşadığı tüm sıkıntılara rağmen mali disiplininin taviz vermemiş, büyümesini belli bir çıtanın altına düşürmemiştir... döviz kuru üzerinden darbe vuruluyor Tüketicileri ve üreticileri tedirgin ederek ekonomiyi yavaşlatmak için her yola başvuruyorlar... Türkiye savunma durumunu terk edip hücum pozisyonuna geçmiştir...
01.03.2017 "13. EİT Liderler Zirvesinde Yaptığı Konuşma"	... ekonomik ve ticari ilişkilerimizi güçlendirmek, ancak güvenlik ve istikrarımıza yönelik tehditlerin bertaraf edilmesiyle mümkündür. Bu toplantı...asıl çerçevesini çizen siyasettir... mücadelede birbirimize olan dayanışmamız çok büyük önem arz etmektedir.
02.05.2017 "AK Parti'ye Katılım Töreninde Yaptığı Konuşma"	büyüme oranını daha da yükselteceğiz. Üretimi, ihracatı arttıracacağız. İstihdamı artırıyoruz arttıracacağız. Enflasyonu Allah'ın izniyle daha da düşüreceğiz... faizleri mutlaka aşağı çekeceğiz... faiz-enflasyon, bir sebep- netice meselesidir. Sebep faizdir, enflasyon neticedir, onun için bu adımı atacağız.
01.06.2017 "38. Muhtarlar Toplantısında Yaptıkları Konuşma"	Biz hem ekonomide maruz kaldığımız haksız engellemelerin üstesinden geliriz, hem de büyümemizi devam ettiririz... karmaşa dönemi artık geride bıraktık... önümüzdeki dönemde önce milletimizin birikmiş meselelerinin çözümüne yönelik programı hayata geçireceğiz. Ardından 2019... 2023... 2035 yılına yönelik hedeflerini hayata geçireceğiz.
22.08.2017 "39. Muhtarlar Toplantısında Yaptıkları Konuşma"	Uzun süredir tüm dünyayı istedikleri gibi yönetip yönlendirdikleri usullerle Türkiye'ye ellerinde tutmayacaklarını görenler, işi aynı amaca sahip olduklarını düşündükleri darbecileri ve terör örgütlerini desteklemeye karar verdiler... ülkemizin maruz kaldığı asimetrik saldırıların dünyada bir örneği daha yoktur.
25.09.2017 "Uluslararası Ombudsmanlık Konferansında Yaptıkları Konuşma"	Türkiye, hem krizlerle mücadele etme hem de projelerini hayata geçirme potansiyeline sahiptir... bir yandan terör örgütü üzerine gider... uluslararası düzeyde maruz kaldığımız saldırıları göğüsler... ekonomi başta olmak üzere her alanda hedeflerimiz doğrultusunda kararlılıkla yürüyoruz, yürüyeceğiz.
01.10.2017 "Türkiye Büyük Millet Meclisi 26. Dönem 3. Yasama Yılı Açılış Konuşması"	...ülkemizin son yıllarda yaşadığı sosyal, siyasi, ekonomik, diplomatik gelişmelerin hiçbiri de, bu genel fotoğraftan bağımsız değildir... ülkemizin hedeflerimiz doğrultusunda ilerlemesi... Türkiye'yi hedef alan saldırıların boşa çıkması...
05.10.2017 "Kanaat Önderleri ve STK Temsilcileri ile Buluşma Programında Yaptıkları Konuşma"	Ekonomik bakımdan kendi ayakları üzerinde duran Türkiye... aydınlık geleceğin müjdecisidir. Bunun için ülkemiz içeriden ve dışardan kuşatılmaya çalışılıyor.
20.10.2017 "D-8 Zirvesinde Yaptıkları konuşma"	Kur baskısı altında ekonomimizi eritmeye gerek yok. Dolar baskısı altında eritmeye gerek yok. Avro baskısı altında eritmeye gerek yok. Biz

## EK 1: Araştırmada Kullanılan Veriler

	yerli, milli paralarla bu ticaretimizi yaptığımız taktirde inanıyorum ki buradan ülkelerimiz ciddi manada da kazanacaktır.
10.01.2018 "Adalet Şurasında Yaptıkları Konuşma"	Adaletle ekonomi arasında da çok yakın bir ilişki vardır. Türkiye olarak en önemli yatırımları yaptığımız, en yüksek oranlı büyümeyi sağladığımız, en canlı üretime sahip olduğumuz dönemlerde dahi, kredi derecelendirme kuruluşlarının kasıtlı açıklamalarına maruz kalmış bir ülkeyiz...
11.01.2018 "43. Muhtarlar Toplantısı Yaptıkları Konuşma"	Türkiye, hiç kimsenin kendi ülkesindeki iktidar oyununa meze olacak bir devlet değildir. Türkiye, Avrupa Birliği'nin bölgemizde gelişmeler karşısında sergilediği kifayetsizliğin bedelini ödemek zorunda olan bir ülke de değildir...
06.02.2018 "AK Parti Grup Toplantısında Yaptıkları Konuşma"	...tüm milletimiz için daha güçlü, daha büyük, daha müreffeh bir Türkiye'yi inşa etmekle sorumlu olduğumuzdur. 2023 hedeflerimize ulaşmak, bunun sadece ilk adımımızdır. Eğer ülkemizi dış politikadan ekonomiye, eğitimden sağlığa, savunma sanayinden tarıma kadar her alanda dengeli bir şekilde ileriye taşımazsak iddialarımızı hayata geçiremeyiz.
08.02.2018 "45. Muhtarlar Toplantısında Yaptıkları Konuşma"	Türkiye her alanda büyüdükçe, güçlendikçe önümüze çıkan sıkıntıların, sorunların çapı da artıyor... Ekonomide ülkemizi 3,5 kat büyütürken, demokrasimizin standartlarını ileriye doğru götürürken, bölgesel ve küresel bir olarak da sürekli yükseldik.
13.02.2018 "AK Parti Grup Toplantısında Yaptıkları Konuşma"	Türkiye'nin alenen bir terör kuşatmasına maruz kalması karşısında gösterdiği refleks, olabilecek en asgari tepkidir. Buna dahi tahammül edemeyenler adeta bizden teröristlere teslim olmamızı istiyorlar.
06.03.2018 "AK Grup Toplantısında Yaptıkları Konuşma"	Biz bu süreçte sağlam duracak, taviz vermeden kendi hedeflerimize doğru yürümeyi sürdüreceğiz. Yine ekonomiden büyük projelere kadar her konuda reform gündemimize sıkı sıkıya sahip çıkıyoruz.
14.03.2018 "46. Muhtarlar Toplantısında Yaptıkları Konuşma"	Bunun için şöyle yeniden 2-2,5 katlık bir büyümeyi sağlamamız gerekiyor. İnşallah 2023 hedeflerimizi hayata geçirerek her bakımdan yepyeni bir döneme gireceğiz. Bunun için çok çalışacağız.
16.04.2018 "Global Girişimcilik Kongresi'nde Yaptıkları konuşma"	Geçtiğimiz 15 yılda yaptığımız reformlarla ülkemize demokraside ve ekonomide adeta sınıf atlattık... Geçtiğimiz yıl elde ettiğimiz yüzde 7,4 büyüme oranıyla G-20'de birinci... Bugün Türkiye gayrisafi milli hâsıla bakımından dünyanın 17'nci, eğer satın alma paritesine göre değerlendirirsek 13'üncü sırada yer alan büyük bir ekonomi. Burada güven var, burada istikrar var.
24.04.2018 "AK Parti Grup Toplantısında Yaptıkları Konuşma"	Kur üzerinde oynanan oyunların kayda değer bir ekonomik gerekçesinin ve derinliğinin olmadığı her geçen gün daha iyi anlaşılıyor... Milli para, yerli para. Milli ve yerli parayla birlikte inşallah bu kur oyununu da bozacağız. Bütçe disiplinimizden ve reform gündemimizden taviz ermeden, faiz ve enflasyon başta olmak üzere ekonomimizi tehdit eden tüm sorunların üstesinden yeni dönemde daha kolay geleceğimizi düşünüyorum.
08.05.2018 "AK Parti Grup Toplantısında Yaptıkları Konuşma"	Ekonomide hiçbir rasyonel ve teknik temeli olmayan, tamamen kur üzerinden yürütülen saldırı dalgasını tersine çevirmek için hayata geçirecek projelerimiz var.
13.07.2018 "Cumhurbaşkanlığı Kabinesi Birinci Toplantısı Açılış Töreni'nde Yaptıkları konuşma"	...Türkiye ve Türk milleti olarak yeni bir başlangıç yaptık. Bu yeni başlangıcın amacı, ülkemizi muasır medeniyetler seviyesine yükseltme idealimize daha kolay ve daha hızlı bir şekilde ulaşabilmektir... Türkiye'yi üç buçuk kat büyüttük. Bu dönemde ülkemizi iki kat daha büyütürken devletimizi payidar kılmakta, milletimizin mutluluğunu ve refahını arttırmakta kararlıyız.

## EK 1: Araştırmada Kullanılan Veriler

13.08.2018 "10. Büyükelçiler Konferansı'nda Yaptıkları Konuşma"	Kurun geldiği yerin ekonomik izahı olmadığı gibi, 'kur şöyle oldu, kur böyle oldu' demek suretiyle 'battık, bittik'; böyle bir şey yok. Türkiye'nin ekonomik dinamikleri sağlamdır, güçlüdür, yerindedir... Döviz kurunun özellikle ekonominin kuralları içerisindeki makul seviyesi neyse, en kısa zamanda mutlaka oraya da oturacaktır; hiç endişe etmeyin, bu konuda rahat olun...
26.08.2018 "Anadolu'nun Fethi Malazgirt 1071 Töreninde Yaptıkları Konuşma"	...Ülkemizin işte bir süredir yaşadığı sıkıntıların sebebini konjonktürel gelişmelerde arayanlar yanılırlar, hem de çok yanılırlar. Maruz kaldığımız saldırıların, üzerimizde oynanan oyunların, perde gerisinde yazılan senaryoların işte böyle tarihi bir arka planı vardır... Bunun için ekonomide, ticaretle, teknolojiye güçlü olmak mecburiyetindeyiz...
30.08.2018 "30 Ağustos Zafer Bayramı Resepsiyonunda Yaptıkları Konuşma"	Türkiye güçlendikçe karşı karşıya kaldığımız sorunların, uğradığımız saldırıların çapı da büyüyor. Bundan çeyrek asır önce Türkiye'yi 3-5 milyar dolarlık operasyonlarla ekonomik olarak çok derin krizlere sokabiliyorlardı.
31.08.2018 " Kara Astsubay Meslek Yüksekokulu Mezuniyet Töreninde Yaptıkları Konuşma"	...Ekonomi konusunda yaşananları bunlardan bağımsız görmüyoruz. Türkiye'de döviz kurunun böylesine yüksek rakamlara çıkartılmasının gerisindeki saikleri görmek için allame olmaya gerek yok, her şey apaçık ortadadır.
02.09.2018 " Türkiye- Kırgızistan İş Forumunda Yaptıkları Konuşma"	Kur manipülasyonu Türkiye'nin güçlü ve sağlam ekonomisi üstünde şüphe bulutları oluşturmaya çalışıyorlar. Bu malum kredi derecelendirme kuruluşları var ya, bunların her adımı politiktir, siyasidir.
13.09.2018 "Türkiye Esnaf ve Sanatkarlar Konfederasyonu'nun 20. Olağan Genel Kurul Toplantısı"	Faiz konusundaki hassasiyetim değişmedi. Merkez Bankası bağımsızdır o kendi kararını kendisi alır. Özel sektöre ait bankalar var bu bankalar Merkez Bankası'nın kararına göre hareket ediyor. Bakıyorsunuz ellilere varan faiz uygulaması var. Faiz denilen bu sömürü aracını kullanmaya aracı olamayız, vesile olamayız. Bankalarımız tüm göstergeleriyle ayakta. Paranın ürkek olması finans kesimlerini ihtiyatlı davranmaya itiyor. Faiz ve enflasyon bir sebep netice ilişkisi olarak masaya yatırdığınız zaman faiz sebeptir enflasyon neticedir.
25.09.2018 " 73. Birleşmiş Milletler Genel Kurulunda Yaptıkları Konuşma"	...Ekonomi konusunda da sorumlu hareket edilmesini bekliyoruz. Dünya Ticaret Örgütü, G-20, İslam İşbirliği Teşkilatı, Avrupa Birliği ile tesis ettiğimiz Gümrük Birliği gibi uluslararası platformlarda muhataplarımızla etkin, uyumlu ve yapıcı iş birliği içindeyiz.
01.10.2018 " TBMM 27. Dönem 2. Yasama Yılı Açılış Konuşması"	... Ekonomide, asla hak etmediğimiz ve ülkemizin gerçek durumunu kesinlikle yansıtmayan dalgalanma, bu tür sıkıntıların daha çok göze batmasına yol açıyor. ekonomimizi yeniden dengeye kavuşturmaya başladı .... Ancak, bir süredir yaşadığımız ve kurdaki yükselişin sebep olduğu hadiselerin, ülkemizin ekonomik gerçekleriyle, eksikleriyle ilgisi olmadığı çok açıktır... Türkiye ekonomisi, bu tür tehditler ve saldırılarla yıkılmayacak kadar güçlüdür.
02.10.2018 " AK Parti Grup Toplantısında Yaptıkları Konuşma"	Bu faiz-kur enflasyon saldırısına en iyi cevabı ekonomimizin çarklarını döndürmeye devam ederek işlerimize dört elle sarılarak kendimize yeni imkânlar oluşturarak verebiliriz.
10.10.2018 " Türkiye- Afrin Ekonomi ve İş Forumunda Yaptıkları Konuşma"	Son haftalarda yaşadığımız spekülasyon saldırıları sonrasında bu meseleyi öncelikle gündemimize aldık. Rusya, Çin, İran gibi ülkelerle bir süredir yürüttüğümüz müzakerelerde belli oranda mesafe kaydettik. Süreç içerisinde bu noktada çok daha önemli başarılar elde edeceğimize inanıyorum.
21.11.2018	Demokraside, ekonomide ve siyasette, bölgesinde ve dünyada bir üst lige çıkan Türkiye'ye diz çöktürme, milletimizi tabiri caizse yola getirme,

## EK 1: Araştırmada Kullanılan Veriler

“ 48. Muhtarlar Toplantısında Yaptıkları Konuşma”	“ülkemizi teslim alma projesinin elemanları hala dayanışma içindeler...Yaz aylarında faiz, kur, enflasyon üçgeninden kaynaklanan birtakım sıkıntılar yaşadık ya, bunlar hemen ellerini ovuşturmaya başladılar.
27.11.2018 “ AK Parti Grup Toplantısında Yaptıkları Konuşma”	Ekonomide yaz aylarında maruz kaldığımız saldırıların olumsuz etkilerini yavaş yavaş siliyoruz... Uluslararası yatırımcıların giderek artan ilgisi ülkemizdeki çevrelere de örnek olmalıdır. Kaynakları atıl tutarak değil, yatırıma, üretime, ihracata, ticarete, istihdama yönelterek değerlendirmek hem en doğru hem de en hayırlı yöntemdir. Aralık ayında bu çerçevede çok olumlu gelişmeler yaşanmasını bekliyoruz.
28.11.2018 “34. İSEDAK Toplantısında Yaptıkları Konuşma”	Aramızdaki ticarete milli para birimleri kullanmamız, kollarımıza vurulan emperyalist prangaları parçalamamız bakımından son derece önemlidir. İSEDAK’a üye ülkeler olarak birbirimize ne kadar çok yatırım yaparsak, ticaretimizi ne kadar arttırsak o kadar güçlü oluruz. Yerli ve milli paramızı kullanmaktan başka çıkış yolu yok, aksi takdirde döviz kuru altında ezilmeye devam edeceğiz.
26.12.2018 “AK Parti Grup Toplantısında Yaptıkları Konuşma”	Devlet ve millet olarak gösterdiğimiz dayanışma sayesinde, yaşadığımız onca badireye, operasyona rağmen hamdolsun dimdik ayaktaız. Enflasyonu da önümüzdeki yıl hedeflerimize uygun seviyeye geriletmekte kararlıyız... yeni ekonomik programımızın bu ilk bütçesini böyle önemli bir başarıyla taçlandırarak olmamızdan memnuniyet duyuyorum.

Kaynak: <https://www.tccb.gov.tr/>.

## EK 2: Modelde Kullanılan Değişkenlerin Birinci Farkları

a. Tüfe

	t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic	-23.08263	0.0000
Test critical values:		
1% level	-3.442722	
5% level	-2.866889	
10% level	-2.569680	

b. Üfe

	t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic	-22.81276	0.0000
Test critical values:		
1% level	-3.442722	
5% level	-2.866889	
10% level	-2.569680	

c. Faiz oranı

	t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic	-13.06081	0.0000
Test critical values:		
1% level	-3.442771	
5% level	-2.866911	
10% level	-2.569692	

d. ROK

	t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic	-26.13853	0.0000
Test critical values:		
1% level	-3.442722	
5% level	-2.866889	
10% level	-2.569680	

e. Dolar Kuru

	t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic	-15.83793	0.0000
Test critical values:		
1% level	-3.442746	
5% level	-2.866900	
10% level	-2.569686	



**TÜFE EGARCH Modeli**

$$\text{LOG(GARCH)} = \text{C(7)} + \text{C(8)} * \text{ABS(RESID(-1))} / \text{SQRT(GARCH(-1))} + \text{C(9)} * \text{RESID(-1)} / \text{SQRT(GARCH(-1))} + \text{C(10)} * \text{LOG(GARCH(-1))}$$

Variable	Coefficient	Std. Error	z-Statistic	Prob.
ROKFARK	-0.869545	0.048625	-17.88261	0.0000
FAIZ	-0.024660	0.002291	-10.76537	0.0000
DOLAR	0.036555	0.003193	11.44859	0.0000
KUKLAR	0.216847	0.013701	15.82660	0.0000
KUKLAM	-0.009313	0.049423	-0.188434	0.8505
C	-0.024230	0.007583	-3.195264	0.0014

Variance Equation				
C(7)	-3.304872	0.086512	-38.20124	0.0000
C(8)	1.772068	0.070653	25.08128	0.0000
C(9)	-1.418330	0.066110	-21.45399	0.0000
C(10)	-0.076309	0.029502	-2.586619	0.0097

R-squared	-0.054441	Mean dependent var	-0.003923
Adjusted R-squared	-0.064698	S.D. dependent var	0.356472
S.E. of regression	0.367823	Akaike info criterion	0.397275
Sum squared resid	69.54103	Schwarz criterion	0.479080
Log likelihood	-93.29163	Hannan-Quinn criter.	0.429321
Durbin-Watson stat	2.042129		

**ÜFE GARCH(1,1) Modeli**

$$\text{GARCH} = \text{C(7)} + \text{C(8)} * \text{RESID(-1)}^2 + \text{C(9)} * \text{GARCH(-1)}$$

Variable	Coefficient	Std. Error	z-Statistic	Prob.
ROKFARK	0.026054	0.009871	2.639549	0.0083
FAIZ	0.007163	0.000983	7.287207	0.0000
DOLAR	0.017091	0.002205	7.749453	0.0000
KUKLAM	-0.004038	0.002539	-1.590178	0.1118
KUKLAR	0.087144	0.011489	7.584948	0.0000
C	0.005525	0.000711	7.771861	0.0000

Variance Equation				
C	0.002468	0.000149	16.58261	0.0000
RESID(-1)^2	268.2585	70.26419	3.817855	0.0001
GARCH(-1)	-1.15E-05	4.68E-06	-2.465153	0.0137

R-squared	0.001799	Mean dependent var	-0.010000
Adjusted R-squared	-0.007911	S.D. dependent var	0.579361
S.E. of regression	0.581648	Akaike info criterion	0.454378
Sum squared resid	173.8938	Schwarz criterion	0.528002
Log likelihood	-109.1382	Hannan-Quinn criter.	0.483219
Durbin-Watson stat	1.992049		



