



**FİYAT İSTİKRARI VE FİNANSAL İSTİKRAR:  
TÜRKİYE EKONOMİSİ ÜZERİNE BİR ANALİZ**

**Murat AKÇA**

**Yüksek Lisans Tezi  
İktisat Anabilim Dalı**

**Yrd. Doç. Dr. Fatma GÜNDOĞDU ODABAŞIOĞLU  
2017**

**Her Hakkı Saklıdır**

**T.C.  
ATATÜRK ÜNİVERSİTESİ  
SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ  
İKTİSAT ANABİLİM DALI**

**Murat AKÇA**

**FİYAT İSTİKRARI VE FİNANSAL İSTİKRAR: TÜRKİYE  
EKONOMİSİ ÜZERİNE BİR ANALİZ**

**YÜKSEK LİSANS TEZİ**

**TEZ YÖNETİCİSİ  
Yrd. Doç. Dr. Fatma GÜNDOĞDU ODABAŞIOĞLU**

**ERZURUM - 2017**



T.C.  
ATATÜRK ÜNİVERSİTESİ  
SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ  
TEZ BEYAN FORMU



26/05/2017

SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ MÜDÜRLÜĞÜNE

BİLDİRİM

*Atatürk Üniversitesi Lisansüstü Eğitim ve Öğretim Uygulama Esaslarının ilgili maddelerine* göre hazırlamış olduğum "**FİYAT İSTİKRARI VE FİNANSAL İSTİKRAR: TÜRKİYE EKONOMİSİ ÜZERİNE BİR ANALİZ**" adlı tezin/raporun tamamen kendi çalışmam olduğunu ve her alıntıya kaynak gösterdiğimi taahhüt eder, tezimin/raporumun kâğıt ve elektronik kopyalarının Atatürk Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü arşivlerinde aşağıda belirttiğim koşullarda saklanmasına izin verdiğimi onaylarım:

*Lisansüstü Eğitim ve Öğretim Uygulama Esaslarının* ilgili maddeleri uyarınca gereğinin yapılmasını arz ederim.

- Tezimin/Raporumun tamamı her yerden erişime açılabilir.
- Tezim/Raporum sadece Atatürk Üniversitesi yerleşkelerinden erişime açılabilir.
- Tezimin/Raporumun <sup>3</sup>... yıl süreyle erişime açılmasını istemiyorum. Bu sürenin sonunda uzatma için başvuruda bulunmadığım takdirde, tezimin/raporumun tamamı her yerden erişime açılabilir.

  
Murat AKÇA



T.C.  
ATATÜRK ÜNİVERSİTESİ  
SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ



TEZ KABUL TUTANAĞI

SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ MÜDÜRLÜĞÜNE

Yrd. Doç. Dr. Fatma GÜNDOĞDU ODABAŞIOĞLU danışmanlığında, .....Merat AKCA.. tarafından hazırlanan bu çalışma 26 / 05 / 2017. tarihinde aşağıdaki jüri tarafından, .....İktisat..... Anabilim Dalı'nda Yüksek Lisans Tezi olarak kabul edilmiştir.

Başkan : Yrd. Doç. Dr. Fatma GÜNDOĞDU ODABAŞIOĞLU İmza: .....  
Jüri Üyesi : Prof. Dr. Kerem KARABULUT İmza: .....  
Jüri Üyesi : Doç. Dr. Erkan TOKUCU İmza: .....

Yukarıdaki imzalar adı geçen öğretim üyelerine aittir. ..26 / 05 / 2017...

Prof. Dr. Mehmet TÖRENEK  
Enstitü Müdürü

F-85/01/21.10.2016

## İÇİNDEKİLER

ÖZET.....	IV
ABSTRACT .....	V
KISALTMALAR LİSTESİ.....	VI
TABLolar DİZİNİ .....	VII
GRAFİKLER VE ŞEKİLLER DİZİNİ .....	VIII
ÖNSÖZ.....	IX
GİRİŞ .....	1

### BİRİNCİ BÖLÜM

#### FİYAT İSTİKRARI

1.1. FİYAT İSTİKRARININ TANIMI VE ÖNEMİ .....	4
1.2. FİYAT İSTİKRARINI SAĞLAMAYA YÖNELİK GELENEKSEL PARA POLİTİKALARININ GENEL ÇERÇEVESİ .....	5
1.2.1. Para Politikası Amaçları .....	6
1.2.1.1. Fiyat İstikrarı .....	6
1.2.1.2. Finansal İstikrar .....	6
1.2.1.3. İktisadi Büyüme .....	6
1.2.1.4. Tam İstihdam .....	7
1.2.1.5. Ödemeler Bilançosu Denkliği .....	7
1.2.1.6. Para Politikası Amaçları Arasındaki Çatışma ve Fiyat İstikrarı Hedefinin Ön Plana Çıkması.....	8
1.2.2. Para Politikası Araçları .....	9
1.2.2.1. Zorunlu Karşılık Oranı .....	10
1.2.2.2. Açık Piyasa İşlemleri .....	10
1.2.2.3. Reeskont Oranı .....	11
1.3. PARA POLİTİKALARININ UYGULAMA SÜRECİ – ARA HEDEF UYGULAMALARI .....	12
1.3.1. Ara Hedef Uygulamaları.....	12
1.3.2. Uygulamada Başvurulan Ara Hedefler .....	14
1.3.2.1. Ara Hedef Olarak Parasal Büyüklükler.....	14
1.3.2.2. Ara Hedef Olarak Faiz Oranları .....	15

1.3.2.3. Ara Hedef Olarak Döviz Kuru .....	16
1.3.2.4. Ara Hedef Olarak Nominal GSYİH .....	17
1.3.2.5. Ara Hedef Olarak Enflasyon Oranı .....	18
<b>1.4. ENFLASYON HEDEFLEMESİ REJİMİ.....</b>	<b>18</b>
1.4.1. Enflasyon Hedeflemesinin Önkoşulları .....	19
1.4.2. Enflasyon Hedeflemesinin Uygulanması.....	22
1.4.3. Enflasyon Hedeflemesinin Avantajları.....	27
1.4.4. Enflasyon Hedeflemesinin Dezavantajları.....	28

## İKİNCİ BÖLÜM

### FİNANSAL İSTİKRAR

<b>2.1. FİNANSAL İSTİKRARIN TANIMI.....</b>	<b>30</b>
<b>2.2. FİNANSAL İSTİKRARIN ÖNEMİ .....</b>	<b>34</b>
2.2.1. Finansal İstikrarsızlığın Bir Sonucu Olan Krizler .....	37
2.2.2. Finansal Kriz Türleri.....	39
<b>2.3. FİNANSAL İSTİKRARIN ÖLÇÜLMESİ.....</b>	<b>42</b>
2.3.1. Finansal Sağlık Göstergeleri.....	45
2.3.2. Stres Testleri .....	47
2.3.3. Erken Uyarı Sistemleri.....	47
2.3.4. Kompozit Göstergeler.....	49
<b>2.4. FİYAT İSTİKRARI İLE FİNANSAL İSTİKRAR ARASINDAKİ İLİŞKİ.....</b>	<b>50</b>

## ÜÇÜNCÜ BÖLÜM

### TCMB’NİN FİYAT İSTİKRARI VE FİNANSAL İSTİKRARI SAĞLAMAYA YÖNELİK PARA POLİTİKASI UYGULAMALARI

<b>3.1. PARA POLİTİKASI UYGULAMALARININ TARİHSEL GELİŞİMİ .....</b>	<b>52</b>
<b>3.2. KÜRESEL FİNANS KRİZİ SONRASI UYGULANAN PARA POLİTİKALARI .....</b>	<b>60</b>
3.2.1. Faiz Koridoru .....	61
3.2.2. Zorunlu Karşılıklar .....	64
3.2.3. Rezerv Opsiyon Mekanizması (ROM) .....	66

**DÖRDÜNCÜ BÖLÜM****TÜRKİYE EKONOMİSİ ÜZERİNE BİR İNCELEME**

<b>4.1. FİYAT İSTİKRARI VE MAKROEKONOMİK DEĞİŞKENLER .....</b>	<b>69</b>
4.1.1. Birim Kök Testi .....	71
4.1.2. VAR Analizi .....	72
4.1.2.1. Granger Nedensellik Testi.....	74
4.1.2.2. Varyans Ayrıştırması (Variance Decomposition) (VDC).....	75
4.1.2.3. Etki-Tepki (Impulse Response) Analizi.....	77
<b>4.2. FİNANSAL İSTİKRAR VE MAKROEKONOMİK DEĞİŞKENLER.....</b>	<b>78</b>
4.2.1. Finansal Sağlık Endeksi (FSE)' nin Elde Edilmesi .....	79
4.2.2. Birim Kök Testi .....	84
4.2.3. VAR Analizi .....	85
4.2.3.1. Granger Nedensellik Testi.....	87
4.2.3.2. Eş Bütünleşme (Koentegrasyon) Analizi .....	87
<b>4.3. SONUÇLARIN DEĞERLENDİRİLMESİ.....</b>	<b>89</b>
<b>SONUÇ.....</b>	<b>91</b>
<b>KAYNAKÇA .....</b>	<b>95</b>
<b>ÖZGEÇMİŞ.....</b>	<b>105</b>

**ÖZET****YÜKSEK LİSANS TEZİ****FİYAT İSTİKRARI VE FİNANSAL İSTİKRAR: TÜRKİYE EKONOMİSİ  
ÜZERİNE BİR ANALİZ****Murat AKÇA****Tez Danışmanı: Yrd. Doç. Dr. Fatma GÜNDOĞDU ODABAŞIOĞLU****2017, 105 sayfa****Jüri: Yrd. Doç. Dr. Fatma GÜNDOĞDU ODABAŞIOĞLU  
Prof. Dr. Kerem KARABULUT  
Doç. Dr. Erkan TOKUCU**

2008 yılında yaşanan küresel finans krizi, fiyat istikrarının yanında finansal istikrar kavramını da ön plana çıkarmıştır. Yaşanan bu kriz sonucunda fiyat istikrarını sağlamaya yönelik politikaların, finansal istikrarı sağlamaya yeterli olmadığı anlaşılmıştır. Bu nedenle merkez bankaları fiyat istikrarı ile birlikte finansal istikrarı da sağlayabilmek için para politikası araçlarında değişikliğe gitmişlerdir. Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası (TCMB) da 2010 Kasım ayı itibariyle para politikası stratejisini değiştirmiş ve geleneksel olmayan para politikası araçlarını kullanmaya başlamıştır.

Bu çalışmanın amacı, TCMB tarafından, geleneksel olmayan para politikası araçları kullanılarak uygulanan para politikalarının, fiyat istikrarı ve finansal istikrarın sağlanmasında, etkisinin ve başarısının test edilmesidir. Bu amaç doğrultusunda, fiyat istikrarı ve finansal istikrar için gösterge niteliğinde olan ve bunlar üzerinde etkisi olduğu düşünülen makroekonomik değişkenlerin 2011-2015 yılları arasındaki değerleri ile VAR analizi yapılmış ve bulunan sonuçlar tablolar yardımıyla değerlendirilmiştir.

**Anahtar Kelimeler:** Fiyat İstikrarı, Finansal İstikrarı, Para Politikası, TCMB



**ABSTRACT****MASTER'S THESIS****PRICE STABILITY AND FINANCIAL STABILITY: AN ANALYSIS ON  
TURKEY ECONOMY****Murat AKÇA****Advisor: Assist. Prof. Dr. Fatma GÜNDOĞDU ODABAŞIOĞLU****2017, Page:105****Jury: Assist. Prof. Dr. Fatma GÜNDOĞDU ODABAŞIOĞLU  
Prof. Dr. Kerem KARABULUT  
Assoc. Prof. Dr. Erkan TOKUCU**

Along with the global financial crisis that took place in 2008, as well as price stability, financial stability has also come to the forefront. After this crisis, it is understood that policy implementations to secure price stability are not enough for secure financial stability. Therefore, central banks has changed their policy tools to secure financial stability along with the price stability. Central Bank of The Republic of Turkey (CBRT) has also changed monetary policy strategy and has started to use unconventional monetary policy tools as of November 2010.

Purpose of this study is to test effects and success of monetary policies which has implemented using unconventional monetary policy tools by CBRT, to secure price and financial stability. For this purpose, the values of macroeconomic variables, which are indicators for price stability and financial stability and which are thought to have an effect on them, are analyzed with the values between 2011-2015 and the results are evaluated with the help of tables.

**Key Words:** Price Stability, Financial Stability, Monetary Policy, CBRT

**KISALTMALAR LİSTESİ**

<b>ABD</b>	: Amerika Birleşik Devletleri
<b>AMB</b>	: Avrupa Merkez Bankası
<b>AK</b>	: Aktif Kalitesi
<b>API</b>	: Açık Piyasa İşlemleri
<b>BDDK</b>	: Bankacılık Düzenleme ve Denetleme Kurulu
<b>CBRT</b>	: Central Bank of The Republic of Turkey
<b>FED</b>	: Federal Reserve System
<b>FSE</b>	: Finansal Sağlamlık Endeksi
<b>GSYİH</b>	: Gayri Safi Yurtiçi Hasıla
<b>HQ</b>	: Hannan-Quinn Bilgi Kriteri
<b><math>i^d</math></b>	: Borç Verme Faiz Oranı
<b><math>i^f</math></b>	: Borç Alma Faiz Oranı
<b>KRL</b>	: Karlılık
<b>LKTD</b>	: Likidite
<b>M2</b>	: Para Arzı
<b>PFO</b>	: Politika Faiz Oranı
<b>PPK</b>	: Para Politikası Kurulu
<b>ROK</b>	: Rezerv Opsiyon Katsayısı
<b>ROM</b>	: Rezerv Opsiyon Mekanizması
<b>ROO</b>	: Rezerv Opsiyon Oranı
<b>SC</b>	: Schwarz Bilgi Kriteri
<b>SY</b>	: Sermaye Yeterliliği
<b>TBB</b>	: Türkiye Bankalar Birliği
<b>TCMB</b>	: Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası
<b>TÜFE</b>	: Tüketici Fiyat Endeksi
<b>VAR</b>	: Vector Autoregression
<b>VDC</b>	: Variance Decomposition

## TABLOLAR DİZİNİ

<b>Tablo 1. 1.</b> Para Politikasının İşleyişi.....	5
<b>Tablo 1. 2.</b> Enflasyon Hedeflemesi Uygulayan Ülkelerde Enflasyon Hedeflemesi Belirleyicisi.....	22
<b>Tablo 1. 3.</b> Enflasyon Hedeflemesi Uygulayan Ülkelerin Hedef Ufku.....	24
<b>Tablo 1. 4.</b> Enflasyon Hedeflemesi Uygulayan Ülkelerin Bant-Nokta-Üst Sınır Hedef Tercihleri.....	25
<b>Tablo 2. 1.</b> Merkez Bankaları Finansal İstikrar Tanımları .....	32
<b>Tablo 2. 2.</b> Bankacılık Krizine Neden Olan Faktörler.....	41
<b>Tablo 2. 3.</b> Finansal İstikrarın Gözetiminde Kullanılacak Göstergeler.....	43
<b>Tablo 2. 4.</b> Finansal Sağlık Göstergelerinde Kullanılan Rasyolar .....	46
<b>Tablo 2. 5.</b> Öncü Göstergeler .....	48
<b>Tablo 2. 6.</b> Fiyat İstikrarı – Finansal İstikrar Karşılaştırılması .....	51
<b>Tablo 3. 1.</b> TCMB Politika Araçları ve Amaçları .....	61
<b>Tablo 4. 1.</b> Sabitli-Trendli Birim Kök Testi Sonuçları.....	71
<b>Tablo 4. 2.</b> Sabitli Birim Kök Testi Sonuçları.....	71
<b>Tablo 4. 3.</b> Uygun Gecikme Uzunluğu Test Sonuçları .....	72
<b>Tablo 4. 4.</b> Gecikme Uzunluğu 5 seçilerek yapılan VAR analizi sonuçları.....	73
<b>Tablo 4. 5.</b> Granger Nedensellik Testi Sonuçları .....	75
<b>Tablo 4. 6.</b> M2 Varyans Ayrıştırması Sonuçları.....	75
<b>Tablo 4. 7.</b> PFO Varyans Ayrıştırması Sonuçları.....	76
<b>Tablo 4. 8.</b> TÜFE Varyans Ayrıştırması Sonuçları .....	76
<b>Tablo 4.9.</b> Finansal Sağlık Endeksi ve Alt Endeksler .....	80
<b>Tablo 4. 10.</b> Sabitli -Trendli Birim Kök Testi Sonuçları.....	84
<b>Tablo 4. 11.</b> Sabitli Birim Kök Testi Sonuçları.....	85
<b>Tablo 4. 12.</b> Uygun Gecikme Uzunluğu Test Sonuçları .....	85
<b>Tablo 4. 13.</b> Gecikme Uzunluğu 1 Seçilerek Yapılan VAR Analizi Sonuçları .....	86
<b>Tablo 4. 14.</b> Nedensellik Testi Sonuçları .....	87
<b>Tablo 4. 15.</b> Johansen Eş Bütünleşme Analizi Sonuçları.....	88
<b>Tablo 4. 16.</b> Johansen Eş Bütünleşme Analizi Sonuçları.....	88

**GRAFİKLER VE ŞEKİLLER DİZİNİ**

<b>Şekil 2.1</b> Finansal İstikrarsızlığın Reel Ekonomiyi Etkileme Süreci.....	38
<b>Şekil 2.2</b> Finansal Krizlerin Sınıflandırılması .....	39
<b>Grafik 3.1</b> 2002-2005 Yılları TÜFE Enflasyon Oranları .....	58
<b>Grafik 3.2.</b> 2006-2009 Yılları Hedeflenen ve Gerçekleşen Enflasyon Oranları.....	59
<b>Şekil 3.1.</b> Bankalararası Para Piyasasında Faiz Koridoru.....	62
<b>Şekil 3.2.</b> TCMB Faiz Koridoru .....	63
<b>Şekil 3.3.</b> ROM Kullanımına Dair Örnek Uygulamalar .....	67
<b>Şekil 4.1.</b> Etki – Tepki Analizi Sonuçları .....	77
<b>Grafik 4.1.</b> Aktif Kalitesi Endeksi .....	81
<b>Grafik 4.2.</b> Likidite Riski Endeksi .....	81
<b>Grafik 4.3.</b> Karlılık Endeksi.....	82
<b>Grafik 4.4.</b> Sermaye Yeterliliği Endeksi.....	83
<b>Grafik 4.5.</b> Finansal Sağlamlık Endeksi .....	83

**ÖNSÖZ**

Fiyat istikrarı ve finansal istikrar bütün ülke ekonomilerinin ortak amaçlarıdır. Bu nedenle bu kavramlar birçok bilimsel araştırmanın da konusunu oluşturmaktadır. Bu çalışmanın amacı da fiyat istikrarı ve finansal istikrar kavramlarını açıklamak ve ülkemizde fiyat ve finansal istikrarı sağlamaya yönelik uygulanan politikaların başarısını test etmektir.

Dört bölümden oluşan çalışmanın ilk bölümünde, fiyat istikrarı kavramı tanımlanmış ve fiyat istikrarını sağlamaya yönelik uygulanan politikalar ve kullanılan politika araçları anlatılmıştır. İkinci bölümde, finansal istikrar kavramı tanımlanmış ve finansal istikrarsızlığın bir sonucu olan finansal krizler üzerinde durulmuştur.

Üçüncü bölümde, TCMB tarafından uygulanan para politikalarının tarihsel gelişimi ve küresel finans krizi sonrası uygulanan para politikalarına yer verilmiştir. Dördüncü bölümde ise, TCMB tarafından fiyat istikrarı ve finansal istikrarı sağlamaya yönelik uygulanan politikaların başarısı makroekonomik değişkenler kullanılarak test edilmiş ve literatürdeki diğer çalışmalarla karşılaştırılmıştır.

Çalışmanın her aşamasında desteklerini esirgemeyen danışman hocam sayın Yrd. Doç. Dr. Fatma GÜNDOĞDU ODABAŞIOĞLU'na tüm kalbi duygularıyla teşekkür ederim. Birlikte çalıştığım saygıdeğer hocam Doç. Dr. Erkan TOKUCU'ya çalışma süresi boyunca bana ve çalışmama yaptığı katkılardan dolayı sonsuz teşekkürlerimi sunarım. Ayrıca çalışmanın analiz kısmında yardımlarını esirgemeyen, Doç. Dr. Adem KARAKAŞ, Yrd. Doç. Dr. Ülker ÇAM ve Yrd. Doç. Dr. N. Savaş DEMİRCİ hocalarıma; çalışma hayatıma başladığım günden beri aynı odayı paylaştığım arkadaşım Arş. Gör. Samet TOPAL'a ve Ömer ATALAY'a da çok teşekkür ederim. Son olarak hayatımın her aşamasında yanımda olan aileme ve eşime de şükranlarımı sunarım.

## GİRİŞ

Fiyat istikrarını sağlamak ve korumak merkez bankalarının birincil amacıdır. Tarihsel süreç içerisinde fiyat istikrarını sağlamaya yönelik uygulanan para politikaları değişiklikler göstermiştir. 1980 yılı, Türkiye için para politikaları açısından bir kırılma noktası olarak kabul edilebilir. Bu dönemde 1960 yılından beri uygulanan politikalar terk edilerek, dışa açık bir politika izlenmeye başlamıştır.

Uygulanan para politikaları ile ulaşılması amaçlanan tek hedef fiyat istikrarı değildir. Finansal istikrar, tam istihdam, iktisadi büyüme ve ödemeler bilançosu dengesi, para politikalarının nihai amaçlarıdır. Fiyat istikrarının sağlanmadığı bir ekonomide, diğer nihai amaçlara da ulaşamayacağından, fiyat istikrarı birincil amaç olarak belirlenmiştir.

Merkez bankaları tarafından fiyat istikrarı hedefine ulaşabilmek için uygulamada kullanılan çeşitli ara hedefler vardır. Bir para politikası stratejisi olarak kullanılan ara hedefler; döviz kurları, parasal büyüklükler, faiz oranları, nominal GSYİH, fiyat düzeyi ve enflasyon oranıdır. Günümüzde fiyat istikrarını sağlamaya yönelik uygulanan stratejilerden en yaygın olanı enflasyon hedeflemesi rejimidir. Bu uygulamada, nokta veya bant olarak belirlenen enflasyon oranı, nihai hedeflere ulaşabilmek için bir ara hedef olarak kullanılmaktadır. 1990 yılında Yeni Zelanda tarafından uygulanmasına başlanan bu strateji, ilerleyen yıllarda birçok gelişmiş ve gelişmekte olan ülke tarafından kullanılmaya başlamıştır.

TCMB tarafından, fiyat istikrarını sağlamak için 2002-2005 yılları arasında örtük enflasyon hedeflemesi, 2005'ten sonra ise açık enflasyon hedeflemesi uygulanmıştır. Kısa vadeli faiz oranları ve geleneksel para politikası araçları olarak tanımlanan açık piyasa işlemleri, zorunlu karşılıklar ve reeskont oranları kullanılarak fiyat istikrarı sağlanmaya çalışılmıştır. 2008 küresel finans krizinden sonra enflasyon hedeflemesi uygulaması devam etmiş fakat para politikası araçlarında çeşitlendirilmeye gidilmiştir. Kısa vadeli faiz oranlarının kullanımı terk edilerek, borç alma, borç verme ve politika faiz oranlarının ayrı ayrı belirlendiği faiz koridoru, yeni bir politika aracı olarak etkin bir şekilde kullanılmaya başlanmıştır.

Fiyat istikrarının sağlandığı bir ekonomide, finansal istikrarın da kendiliğinden sağlanacağı görüşü, 2008 finansal krizi ile birlikte geçerliliğini yitirmiştir. Fiyat istikrarını sağlamaya yönelik uygulanan politikaların, finansal istikrarı sağlamada başarısız olduğu görülmüş ve merkez bankaları tarafından, fiyat istikrarı ile birlikte finansal istikrarı da sağlamaya yönelik yeni politika araçları geliştirilmeye başlanmıştır. TCMB tarafından 2011, 2012 ve 2013 yıllarında yayınlanan para ve kur politikası raporlarında, bankanın 2010 yılının son çeyreğinden itibaren, fiyat istikrarı ile birlikte finansal istikrarı da sağlamak amacıyla yeni bir para politikası tasarımına gittiği belirtilmiştir.

Bu bağlamda çalışmanın amacı, merkez bankaları tarafından fiyat istikrarını sağlamaya yönelik kullanılan para politikası araçları ile uygulamada başvuru alan ara hedefleri açıklayarak, küresel finans krizi sonrası kullanılan para politikası araçları ile karşılaştırmasını yapmak ve fiyat istikrarını sağlamaya yönelik uygulanan politikaların finansal istikrarın sağlanmasında başarılı olup olmadığını incelemektir. Bu amaç doğrultusunda, TCMB tarafından para politikası aracı olarak kullanılan para arzı ve faiz oranı değişkenlerinin, Türkiye’de fiyat istikrarı ve finansal istikrarın sağlanmasında etkilerinin gücü ve birbirleri arasındaki etkileşimi, ekonometrik model yardımıyla test edilmiştir.

Birinci bölümde fiyat istikrarının tanımı yapılarak, fiyat istikrarının sağlanmasının önemi ve fiyat istikrarını sağlamaya yönelik politikalara yer verilmekte; fiyat istikrarını sağlamaya yönelik uygulanan enflasyon hedeflemesi rejimi ele alınmakta ve Türkiye uygulaması incelenmektedir.

İkinci bölümde finansal istikrarın tanımı yapılarak, finansal istikrar kavramının önemi ve finansal istikrar ile bağlantılı olarak finansal istikrarsızlık ve finansal kriz konuları irdelenmektedir. Fiyat istikrarı ile finansal istikrar arasındaki ilişki ele alınmakta ve finansal istikrarın ölçülmesinde kullanılan yöntemler ve göstergeler açıklanmaktadır.

Üçüncü bölümde TCMB’nin para politikası uygulamalarının tarihsel gelişimi ve küresel finans krizi sonrasında geçilen alternatif para politikası uygulamalarının işleyişine yer verilmektedir.

Dördüncü bölümde ise, fiyat istikrarı ve finansal istikrarı etkileyen ve gösterge niteliğinde olan para arzı (M2), politika faiz oranı (PFO), tüketici fiyat endeksi (TÜFE) ve finansal sağlamlık endeksi (FSE) değişkenlerinin 2011:1 – 2015:12 tarihleri arasındaki aylık değerleriyle, Eviews7 paket programı kullanılarak, VAR analizi, nedensellik analizi, eş bütünleşme analizi yapılmış ve fiyat istikrarı ile finansal istikrarı sağlamaya yönelik uygulanan politikaların başarısı ve etkisi test edilmiştir.





## BİRİNCİ BÖLÜM

### FİYAT İSTİKRARI

#### 1.1. FİYAT İSTİKRARININ TANIMI VE ÖNEMİ

Merkez bankalarının temel hedefi olarak gösterilen fiyat istikrarının tanımı Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası'na (TCMB) göre; “*para politikasının büyüme ve istihdam gibi uzun dönemli temel amaçlarına yönelik olarak ekonomik birimlerin karar alma süreçlerinde etkili olmayacak ölçüde düşük ve istikrarlı bir enflasyon oranının sürdürülmesi durumudur.*” Yani üreticilerin ve tüketicilerin yatırım, tüketim ve tasarruf kararları alırken dikkat edilmeyecek ölçüde düşük bir enflasyon oranını ifade etmektedir. Fiyat istikrarının kalıcı olabilmesi için enflasyonun düşük olması değil, bu düşük seviyenin sürdürülebilir olması da gerekir.

Bir diğer tanıma göre ise; fiyat istikrarı, enflasyon oranlarının, firmaların ve hane halklarının kararlarına önemli ölçüde etki etmeyecek kadar düşük ve istikrarlı olduğu bir ortamın sağlanmasıdır (Greenspan, 2001). Avrupa Merkez Bankası (AMB) ise fiyat istikrarının sağlandığı enflasyon düzeyini %2'den az fakat %2'ye yakın olarak ifade etmektedir.

Fiyat istikrarı, iktisadi faaliyetler yapılırken ya da planlanırken, fiyatlardaki değişmelerin temel belirleyici olarak göz önüne alınmadığı durumu ifade eder. Fiyatlar genel düzeyindeki istikrarsız hareketler ekonomide belirsizliklere yol açmakta ve gelecek ile ilgili planlarda sağlıklı karar alınmasını güçleştirmektedir.

Fiyat istikrarının hangi fiyat düzeyinde sağlanacağını saptamak zordur. Fiyatlarda hiçbir artışın olmadığı sıfır enflasyon durumu ekonomiyi durgunluk içine sürükleyebilir, sürdürülebilir bir enflasyon ise, yani fiyatların belli bir ölçüde artış gösterdiği durum, ekonomik birimlerin gelecekle ilgili beklentilerinde kararsız kalma durumunu ortadan kaldırır (Orhan, Erdoğan, 2008: 66).

Fiyat istikrarına iki şekilde ulaşılabilir; ya fiyat düzeyi hedeflenerek ya da enflasyon oranı hedeflenerek. Fiyat düzeyi hedeflenmesinde; merkez bankası sabit ya da yavaşça artan bir fiyat düzeyi hedefi ilan eder. Fiyat düzeyi hedeflenmesinin ayırt edici özelliği, politika yapıcının fiyat düzeyi hedefine her dönemde ulaşabilmesi için geçmiş

şokları ortadan kaldırmak zorunda olmasıdır. Fiyat düzeyi hedeflemesinin uygulanması kısa dönemde enflasyonun çok hareketli olmasına yol açar, fakat uzun dönemde fiyat seviyesinde istikrarı sağlar.

Enflasyon hedeflemesinde ise, fiyat düzeyinde oynaklıklar fazla olur ve bu da uzak gelecekte fiyat düzeyinde önemli istikrarsızlıklarla sonuçlanır. Enflasyon hedeflemesinin avantajlarından biri, enflasyon oranındaki oynaklığın kısa dönemde az olması ve geçmişte yapılan enflasyon hedeflemesi hatalarını düzelterek mazide bırakmasıdır (Guender, Oh, 2006: 4-6).

## 1.2. FİYAT İSTİKRARINI SAĞLAMAYA YÖNELİK GELENEKSEL PARA POLİTİKALARININ GENEL ÇERÇEVESİ

Merkez bankalarının genel ekonomik hedeflerini gerçekleştirmek için para arzı ve faiz oranı gibi değişkenleri kullanarak ekonomiyi yönlendirme girişimleri para politikası olarak tanımlanır. Nihai amaçlara ulaşmak için merkez bankaları para politikası araçlarını kullanırlar. Para politikası araçları ile önce ara amaçlara daha sonra ise nihai amaçlara ulaşmaya çalışılır. Para politikalarının birincil amacı fiyat istikrarını sağlamaktır.

Para politikaları ile nihai amaçlara ulaşmak için öncelikle ara amaçlara ulaşılması gerekmektedir. Ara amaçlar da kendi içinde operasyonel (faaliyet) hedefler ve ara hedefler olmak üzere ikiye ayrılır.

Para politikasının işleyişi şu şekildedir;

PP Araçları→Operasyonel Hedef→Ara Hedef→PP Amaçları

**Tablo 1. 1.** Para Politikasının İşleyişi

PP Araçları	Operasyonel Hedefler	Ara Hedefler	PP Amaçları
- Açık Piyasa İşlemleri - Reeskont Oranı - Zorunlu Karşılık Oranı	- Rezervler - Gecelik Faiz Oranı	- Parasal Büyüklükler - Faiz Oranı - Döviz Kuru - Nominal GSYİH - Enflasyon Oranı	- Fiyat İstikrarı - Finansal İstikrar - İktisadi Büyüme - Tam İstihdam - Ödemeler Bilançosu Denklığı

Bu bölümde 2008 yılında ABD merkezli yaşanan küresel kriz sürecine kadar dünya genelinde uygulanan ve nihai amaçlara ulaşma konusunda başarılı olunan geleneksel para politikaları incelenecektir.

### **1.2.1. Para Politikası Amaçları**

Son yıllarda enflasyonun ortaya çıkardığı sosyal maliyetlerle birlikte para politikalarının öncelikli amacı fiyat istikrarını sağlamak olsa da, para politikalarının altı temel amacı vardır. Bunlar; fiyat istikrarı, finansal istikrar, ödemeler dengesi, faiz istikrarı, iktisadi büyüme ve tam istihdamdır. Fiyat istikrarının sağlanması diğer amaçlara daha kolay bir şekilde ulaşılmasını sağlamaktadır(Orhan, Erdoğan, 2008: 66).

#### **1.2.1.1. Fiyat İstikrarı**

Birinci bölümde detaylı olarak anlatılan fiyat istikrarı kavramının TCMB'ye göre tanımı; iktisadi büyüme ve tam istihdam gibi, para politikalarının uzun dönemli temel amaçlarına yönelik olarak, ekonomik karar birimlerini karar alma sürecinde etkilemeyecek derecede düşük ve istikrarlı bir enflasyon oranının sürekli hale getirilmesi durumudur.

#### **1.2.1.2. Finansal İstikrar**

Finansal istikrar kavramının tanımı üzerinde ortak görüş olmamakla birlikte, dalgalanma, şok veya yapısal değişim yaşandığı dönemlerde bile kaynakların etkin dağılımı, ödemeler sistemi ve risk dağıtımını gibi ekonomik fonksiyonların düzenli bir şekilde yerine getirilebilmesi durumu (Darıcı, 2012: 2) finansal istikrarı ifade eder. İkinci bölümde finansal istikrar kavramı detaylı olarak ele alınacaktır.

#### **1.2.1.3. İktisadi Büyüme**

Para politikalarının amaçlarından bir tanesi de iktisadi büyümeyi sağlamaktır. İktisadi büyüme, bir ülkenin belirli bir dönem içerisinde, genellikle bir yıllık bir süreçte reel gayri safi yurt içi hasılda veya üretim kapasitesinde meydana gelen ve sayısal olarak da ölçülebilen reel artış olarak tanımlanmaktadır (Üzümcü, 2012: 3).

Büyüme, kalkınma ve gelişme kavramları genellikle aynı anlamda kullanılmaktadır. Büyüme, gelişmiş ülkelerin bir sorunudur ve nicel yönü ağır basan bir kavramdır. Gelişme ve kalkınma ise az gelişmiş veya gelişmekte olan ülkelerin bir sorunu olup, kalkınma kavramı ile az gelişmiş ülkelerin gelişmiş ülkelerle arasındaki farkı ortadan kaldırma çabaları anlatılmaktadır (Sen, 1988: 12).

Para politikasının ekonomik büyüme üzerindeki etkileri iktisat teorisinde iktisat okullarının yaklaşımlarına göre farklılık göstermektedir. Klasik iktisatçılar ekonominin otomatik olarak tam istihdama geldiğini belirterek para politikasının reel çıktı üzerinde etkisi olmayıp ancak fiyatlar genel düzeyi üzerinde etkisi olacağını vurgularken, Keynezyen yaklaşım, gerek eksik istihdam dengesi gerekse de paranın dolanımındaki değişimlerin reel çıktı üzerinde etkili olabileceğini iddia etmektedir. Günümüzde iktisat okulları arasında genel eğilim bu çizgi üzerindedir. Para politikasının ekonomik büyümeyi etkileyebileceğini ve/veya etkileyemeyeceğini çeşitli koşullar altında ortaya koymaya çalışmaktadırlar (Oktar, Dalyancı, 2012: 2).

#### **1.2.1.4. Tam İstihdam**

Para politikalarının bir diğer amacı ise tam istihdamı sağlamaktır. Tam istihdamın tanımı geniş ve dar anlamda yapılabilir. Geniş anlamda tam istihdam; bir ekonomideki bütün üretim faktörlerinin (emek, sermaye, doğa, girişimci) üretime aynı anda dâhil edilmesidir. Dar anlamda ise üretim faktörlerden sadece birisi olan emek faktörünün bir ekonomide üretime dâhil edilmesidir (Bekiroğlu, 2010: 10). İstihdam oranının %100 olması hem arzu edilen bir durum değildir hem de olanaksızdır. % 4-5 dolaylarında bir arıza işsizliğin olması tam istihdam hedefi ile çelişmemektedir. İstihdam oranının % 100 olması durumunda; çalışacak yeni kişiler olmaması dolayısıyla yeni ekonomik kuruluşlar kurulamaz, yeni meslek grupları oluşamaz ve ekonominin dinamizmi frenlenir (Hesapçıoğlu, 1986: 166).

#### **1.2.1.5. Ödemeler Bilançosu Denkliği**

Ödemeler bilançosu, ülkelerin belli bir dönem içerisindeki dış ekonomik ve mali durumunu gösterir. Bir ülkenin mal, hizmet ve sermaye akımları işlemlerden ötürü dış dünyaya yaptığı ödemelerin dış dünyadan elde ettiği gelirlere eşit olup olmadığını ortaya koyar. Bir ülkenin ödemeler bilançosundaki dengesizlik, o ülkenin uluslararası

ödeme gücündeki bozulmaları veya düzelmeleri gösterir ve bu nedenle de ödemeler bilançosu dengesi ülkenin uluslararası alandaki ekonomik ve mali itibarının bir göstergesi olarak yorumlanır. Ödemeler dengesi uygulanan ekonomik ve mali politikaların bir sonucudur ve bu nedenle hükümetlerin ekonomik politika uygulamalarındaki başarısının bir göstergesi olarak değerlendirilir (Seyidoğlu, 2013: 327-328). Para politikası uygulamaları açısından ödemeler bilançosu dengesinin amaçlanması, ödemeler bilançosunun iyileştirilmesi şeklinde yorumlayabiliriz (Altınışık, 1996: 22).

#### **1.2.1.6. Para Politikası Amaçları Arasındaki Çatışma ve Fiyat İstikrarı Hedefinin Ön Plana Çıkması**

Para politikası amaçları her zaman birbiriyle uyumlu değildir. Fiyat istikrarı hedefi tam istihdam ve iktisadi büyüme hedefleri ile uyum halinde değildir. Aynı şekilde tam istihdam ile ödemeler bilançosu dengesinin sağlanması birbiriyle uyumlu değildir. Politika yapıcılar ekonominin durumuna göre gerekli olan politika hedefini seçerler. Örneğin işsizliğin olduğu bir ekonomide işsizliği azaltmak için uygulanan politikalar fiyatların artmasına sebep olacaktır. İşsizliği azaltmak için uygulanacak para politikaları talebi artıracak buda fiyatların yükselip enflasyonun artmasına neden olacaktır. Bu durumda fiyat istikrarı hedefinden vazgeçilmiş olacaktır. Bu durum fiyat istikrarı hedefi ile tam istihdam hedefinin aynı anda gerçekleşmesinin zor olduğunu göstermektedir. Para politikasının amaçları arasındaki bu çatışma para politikası araçları ile giderilmektedir (Altınışık, 1996: 23).

Merkez bankacılarına göre fiyat istikrarı hedefine odaklanmanın bir takım avantajları vardır. En önemlisi, fiyat istikrarının sağlandığı bir ekonomide yatırımcılar ve tasarruf sahipleri enflasyondan kaynaklanabilecek risklerden dolayı risk primi talebinde bulunmayacaklardır. Fiyat istikrarına odaklanan bir merkez bankasının uygulayacağı para politikalarının makroekonomik yönden de olumlu etkileri olacaktır. Firmalar ve hane halkları düşük enflasyon sayesinde karar verirken güvenilir bilgilere sahip olacaklardır. Düşük enflasyonun olduğu durumlarda nispi fiyat hareketlerini takip etmek daha kolay olacaktır. Fiyat istikrarı hedefinin öncelikli olmasının bir diğer nedeni ise yüksek enflasyonun sebep olduğu maliyetlerdir. Yüksek enflasyonun neden olduğu maliyetlerin en önemlisi yüksek faiz oranlarıdır. Enflasyon oranları ne kadar yüksek

olursa faiz oranları da aynı derecede yüksek olur. Fiyat istikrarının öncelikli tercih edilmesinin bir başka nedeni ise fiyat istikrarı ile finansal istikrar arasındaki sıkı bağıdır. Fiyat istikrarının olmadığı bir ekonomide finansal istikrarın sağlanması zordur (Oktar, Tokucu, Kaya, 2012: 13-17).

### 1.2.2. Para Politikası Araçları

Para politikası araçları doğrudan ve dolaylı araçlar olmak üzere iki gruba ayrılabilir. Doğrudan araçlar, faiz oranları ve kredi hacmi gibi büyüklükleri doğrudan etkilerken, dolaylı araçlar ise parasal büyüklükleri piyasada geçerli arz talep koşullarını etkileyerek değiştirir (Barth, 2002: 6).

Doğrudan araçların en yaygın uygulamaları, idari kararlar faiz oranlarına veya banka kredi hacmine sınırlamalar getirmektir. En yaygın dolaylı araçlar ise açık piyasa işlemleri, reeskont oranları ve zorunlu karşılıklardır (Paya, 2013: 457).

2008 yılında yaşanan küresel finans krizi ile birlikte geleneksel para politikası araçlarının fiyat ve finansal istikrarı sağlama konusunda yetersiz olduğu görülmüş ve merkez bankaları geleneksel olmayan yeni para politikası araçlarına yönelmiştir.

Geleneksel para politikası araçları aşağıdaki gibi sıralanabilir;

- Zorunlu Karşılık Oranı
- Açık Piyasa İşlemleri
- Reeskont Oranı
- Disponibilite Oranı
- Faiz Oranı
- İthalat Teminat Oranı
- Asgari Ödeme Oranı
- Selektif Kredi Kontrolü
- Zorunlu Döviz Devir Oranı (Keyder, Ertunga, 2012: 56)

Bu para politikası araçlarından, “zorunlu karşılık oranı, açık piyasa işlemleri ve reeskont oranı “ merkez bankaları tarafından en yaygın olarak kullanılan araçlardır.

### 1.2.2.1. Zorunlu Karşılık Oranı

Ticari bankalar, bünyelerinde bulunan mevduat hesaplarının, Merkez Bankası tarafından belirlenen belli bir oran kadarını, ya kendi kasalarında ya da Merkez Bankası kasalarında tutmak zorundadır.

Zorunlu karşılık oranının ne kadar olacağı, hangi yükümlülüklerin buna tabi olacağı, bunların tesis süresi ve tesis edilen bu karşılığa gerekirse yapılacak olan faiz ödemelerinin oranı Merkez Bankası tarafından belirlenmektedir. Zorunlu karşılık oranı yükseldikçe bankaların krediye veya kâr elde etme amaçlı diğer varlıklara ayıracakları para miktarı azalacak buna karşılık zorunlu karşılık oranı azaldıkça krediye veya diğer varlıklara ayrılan para miktarı artacaktır (Öztürk, 2011: 156)

Zorunlu karşılık oranı ekonominin likiditesini kontrol etmek amacıyla uygulanan bir sistemdir. Merkez Bankası tarafından belli bir tesis süresi sonunda uygulamaya girdiğinden dolayı bu yöntem çok esnek değildir, yani oran belirlenip finansal kurumlara uygulanmaya başlandığından belli bir süre sonra etkin olmaktadır. Esnek olmamasına rağmen finansal sistemin sağlığı açısından, zorunlu karşılık oranı oldukça önemli bir araçtır. Zorunlu karşılık oranının olmadığı bir ortamda, finansal kurumlar ellerindeki bütün mevduatı kredi olarak kullanabilirler. Beklenmedik mevduat çekilişleri olduğu durumda bankalar bunları karşılayacak finansman kaynağını bulamazlar. Başka bir açıdan baktığımızda, bu kredileri kullanan kişiler, aldıkları kredilerle bir takım yatırımlar yapacaklar. Artan talep sonucu bir kredi balonu ortaya çıkacak ve bu balon patladığında 2008'de ki gibi bir kriz meydana gelecektir (Özatay, 2011: 448).

### 1.2.2.2. Açık Piyasa İşlemleri

Açık piyasa işlemleri (APİ), hazine bonosu, devlet tahvili, merkez bankası senetleri gibi finansal enstrümanların açık piyasada merkez bankası tarafından alınarak veya satılarak, bankacılık sistemindeki toplam rezerv miktarını daraltarak veya genişleterek, ülkenin para arzını etkileyebilmesi olarak tanımlanabilir. Diğer bir tanıma göre ise; aktif olarak menkul kıymetler, para ve interbank piyasalarının kullanıldığı ülkelerde, menkul kıymetlerin piyasa fiyatları üzerinden merkez bankası tarafından

alınır veya satılarak bankacılık sistemindeki toplam rezervin etkilenmesidir (Iden, 2001).

Açık piyasa işlemleri en önemli para politikası aracıdır. Açık piyasa işlemleri rezerv paranın değiştirilmesinde en belirleyici para politikasıdır. Açık piyasa işlemleri sonucunda, menkul değer alışları para arzını genişletirken, menkul değer satışları para arzını daraltır (Orhan, Erdoğan, 2008: 71).

Açık piyasa işlemleri para veya sermaye piyasalarında gerçekleştirilebilir. Kısa vadeli senetlerin alım-satım işlemi para piyasasında, tahvil alım-satım işlemleri sermaye piyasasında gerçekleştirilir (N.Öztürk, 2011: 153).

Açık piyasa işlemleri sadece parasal tabanda değil, kısa dönemli faiz oranları üzerinde de etkiye sahiptir. Açık piyasa alımları sonucu para arzının artmasından dolayı kısa dönem faiz oranları düşerken, açık piyasa satımları sonucunda para arzının azalmasıyla kısa dönem faiz oranları artar (Mishkin, 2000b: 69).

Türkiye’de açık piyasa işlemleri TCMB tarafından iki farklı biçimde gerçekleştirilmektedir. TCMB ya kendi bünyesinde ihale ve kotasyon yöntemi kullanarak bu işlemleri gerçekleştirir ya da BIST Repo- Ters Repo pazarında doğrudan alım satım yaparak bu işlemleri gerçekleştirir. TCMB kendi bünyesinde işlemi gerçekleştireceği zaman önceden miktar veya faiz oranlarını açıklar ve bankalardan, bu miktar ve faizler doğrultusunda gelen teklifleri değerlendirerek alım veya satım işlemi gerçekleştirir. Hem faiz hem de miktarın aynı anda ilan edildiği “miktar ihalesi” yönteminde ise, işlemler TCMB’nin ilan ettiği politika faiz oranı üzerinden gerçekleştirilir. Bu yöntem 2010 yılından itibaren bir haftalık repo ihalesi için kullanılmaktadır (Özatay, 2013: 457).

### **1.2.2.3. Reeskont Oranı**

Ödünç veren son merci olarak tanımlanan Merkez Bankası bankalardan mevduat kabul eder ve onlara ödünç para verir. Merkez Bankası’nın bankalara borç verirken uyguladığı faize, reeskont oranı denir (Keyder, Ertunga, 2012: 82).

Reeskont işlemleri iki farklı şekilde gerçekleştirilir. Birincisi reeskont kredileri, ikincisi ise avanslardır. Reeskont kredileri işlemi, ticari bankaların ellerinde bulunan vadesi dolmamış senetler Merkez Bankası’nın cari faiz oranlarıyla iskonto edilerek,



bankalara ödeme yapılır. Avans işlemlerinde ise, ıskonto işlemi yapılmadan bankalara belli bir faiz oranı karşılığında kredi sağlanır (Orhan, Erdoğan, 2008: 76).

Reeskont oranı ve Merkez Bankası tarafından kabul edilen teminatlar, likiditeyi ayarlamak için Merkez Bankası tarafından çeşitlendirilebilir. Açık piyasa işlemleri kadar sık kullanılan bir yöntem olmasa da, son küresel kriz döneminde, özellikle FED tarafından kredi piyasasının canlandırılması amacıyla kullanılmıştır (Özatay, 2013: 450).

### **1.3. PARA POLİTİKALARININ UYGULAMA SÜRECİ – ARA HEDEF UYGULAMALARI**

Para politikalarının uygulanması beş aşamalı bir süreçten oluşur. Öncelikle para politikasının amacı ve görevi belirlenir. İkinci aşamada ise belirlenen nihai hedefe ulaşılmasını sağlayacak olan ara hedefler belirlenir. Üçüncü aşamada ise ara hedefe ulaşılmasını sağlayacak operasyonel hedefler belirlenir. Operasyonel hedefler merkez bankalarının tamamen kendi kontrolündeki araçlarla uygulayabileceği büyüklüklerdir. Dördüncü aşamada gösterge büyüklük belirlenir. Operasyonel hedeflerin ve ara hedeflerin para politikası üzerindeki etkileri zamanla ortaya çıkmaktadır. Operasyonel hedeflerin ve ara hedeflerin para politikası hedefini tutturamaması ihtimal dahilindedir ve geri dönüp bunları değiştirmek zaman kaybına yol açacaktır. Bundan dolayı merkez bankaları para politikalarının belirlenen yörüngede gelişip gelişmediğini gözlemlemek için gösterge büyüklükler kullanırlar. Son aşamada ise operasyonel hedefleri yönlendirecek para politikası araçları belirlenir (Paya, 2013: 457).

#### **1.3.1. Ara Hedef Uygulamaları**

Ara hedef; nihai hedef ile para politikası arasında yer alan, nihai hedefe ulaşabilmek için para politikası araçları ile etkilenebilen, para arzı, döviz kuru, faiz oranı gibi nominal değişkenlerden birisinin değerinin dışsal olarak belirlenmesi ve sabitlenmesidir. Buradaki nihai hedefler; fiyat istikrarı, finansal istikrar, iktisadi büyüme gibi para politikası ile etkilenmek istenen hedeflerdir (Patinkin, 1993: 112).

Para politikası araçları ile nihai hedefler arasında direkt bir bağlantı kurulamadığından veya para politikası araçları ile nihai hedefler direkt olarak

etkilenemediğinden ara hedeflere ihtiyaç duyulmaktadır. Nihai hedeflere ulaşmak için uygulanan para politikalarının etkilerinin gözlemlenmesi zaman aldığından ve geri dönüp bunları değiştirmek maliyetli olduğundan dolayı daha kolay gözlemlenebilen ve nihai hedeflerdeki değişimler hakkında daha rahat bilgi verebilen ara hedeflere ihtiyaç duyulur. Ara hedefler nihai hedeflere ulaşma konusunda para politikası araçlarından daha etkindirler (Paya, 1994: 112).

Ara hedefler nihai hedefler arasında bağlantı kurulurken faaliyet hedefleri olarak adlandırılan değişkenlere de ihtiyaç duyulmaktadır. Nihai hedeflere ulaşmak için ara hedefler kullanılırken, ara hedeflere ulaşmak için ise faaliyet hedefleri kullanılmaktadır. Para politikası araçları ile ara hedefler arasında direkt bir bağlantı kurmak mümkün değildir. Bundan dolayı öncelikle faaliyet hedefleri ile ara hedefler, ara hedefler ile de nihai hedefler etkilenir. Kısa dönem faiz oranları ve rezerv büyüklükler faaliyet hedefleri olarak işlem görmektedir. Kısa dönem faiz oranları bankalar arası piyasada belirlenir. Rezerv büyüklükler ise açık piyasa işlemleri, parasal taban gibi para politikası araçları ile etkilenmeye çalışılır (Tokucu, 2001: 109).

Merkez bankası tarafından belirlenen faaliyet hedefleri likidite ve faiz araçlarından oluşmaktadır. Likidite araçları merkez bankası tarafından kısa vadeli olarak belirlenir. Likidite araçlarının kısa vadeli olması, merkez bankasına sahip olduğu aktiflerini kontrol edebilme ve yeri geldiğinde tasfiye edebilme kolaylığı sağlamaktadır. Faiz araçlarında ise faiz oranlarını belirleme ve yönlendirmede merkez bankası kendi inisiyatifini kullanabilmektedir (Erçel, 1996: 6).

Merkez bankası faaliyet hedeflerini ve ara hedefleri kullanarak nihai hedeflere ulaşmaya çalışır. Merkez bankasının para politikası araçları ile ekonomiyi etkilemesi belirli bir zamanda meydana gelir. Teoride anlatılan bu durumun pratikte hayata geçmesi çok da kolay olmamaktadır. Ekonomilerin gelişmişlik düzeyi, piyasalarda kullanılan finansal türevler, merkez bankası tarafından arz edilen para miktarının toplam para miktarı içindeki önemi gibi hususlar merkez bankası tarafından uygulanan para politikalarının etkinliğini belirler.

Para politikası araçları ile ara hedefler arasında tutarlı bir ilişki kurulması gerekmektedir. Şayet bu ilişki kurulamaz ise merkez bankası tarafından uygulanan para politikalarının ekonomiyi etkilemede gösterdiği performans azalacaktır. Bundan dolayı

seçilecek ara hedeflerin; merkez bankası tarafından kolayca kontrol edilebilmesi ve merkez bankası dışındaki aktörlerce kolayca etkilenmemesi, ekonomi içindeki iktisadi ajanlar tarafından kolayca izlenebilmesi, nihai hedefler ile korelasyonunun yüksek olması ve fiyat istikrarı dışındaki nihai hedeflere ulaşmada engel teşkil etmeme gibi özelliklerinin olması gerekmektedir (Malatyalı, 1998: 5).

### **1.3.2. Uygulamada Başvurulan Ara Hedefler**

Merkez bankaların belirledikleri nihai hedeflere ulaşabilmek için başvurdukları çeşitli ara hedefler şunlardır;

- Parasal Büyüklükler
- Faiz Oranları
- Döviz Kuru
- Nominal GSYİH
- Fiyat Düzeyi
- Enflasyon Oranları

#### **1.3.2.1. Ara Hedef Olarak Parasal Büyüklükler**

Para arzını para politikaları ile kontrol etmenin yani para arzının bir ara hedef olarak belirlenmesinin temel nedeni enflasyonun daha çok para arzından kaynaklandığının düşünülmesidir. Yani enflasyon ile para arzı arasında kuvvetli bir ilişki vardır ve merkez bankası para arzını istediği doğrultuda hareket ettirebilirse nihai hedef olan fiyat istikrarına ulaşmış olacaktır. Ekonomideki para arzı miktarı mal ve hizmet miktarından fazla olduğu durumda enflasyonist etkiler ortaya çıkacak ve istikrarsızlık görülecektir. Böyle bir durumda merkez bankası para arzını kısarak fiyatları aşağıya çekebilir. Para arzının kontrolü döviz ve faize göre daha kolay olduğu için merkez bankaları ara hedef olarak para arzını daha çok tercih ederler (Osman, Orhan, 1995: 52).

Ara hedef olarak tercih edilen parasal büyüklük; merkez bankası bilançosunda yer alan parasal taban olabileceği gibi, bankacılık sistemindeki mevduatları içeren M1 gibi büyüklüklerde olabilir (Erçel, 1996:6). Ara hedef olarak herhangi bir parasal büyüklük tercih edilebilir. Zaman içerisinde tercih edilen parasal büyüklük değiştirilip, başka bir

parasal büyüklük ara hedef olarak tercih edilebilir. Örneğin 1988 yılında Bundesbank M1 parasal büyüklüğünü terk ederek M2 parasal büyüklüğünü ara hedef olarak tercih etmiştir (Oktar, 1998: 20).

Parasal büyüklüklerin ara hedef olarak tercih edildiği bir durumda, para talebinin ve paranın dolanım hızının istikrarlı olduğu varsayılır. Parasal büyüklükler ara hedef olarak seçildiğinde para arzında merkez bankasının isteği dışındaki değişimlere merkez bankası müdahale ederek, para arzının hedeflenen düzeye geri dönmesine neden olacaktır. Parasal büyüklükler ara hedef olarak tercih edildiği zaman mal ve hizmet piyasalarından kaynaklanan şokların reel gelir üzerindeki etkisi minimum düzeye inecektir. Ara hedef olarak parasal büyüklüklerin tercih edilmesinin en önemli dezavantajı para talebi değiştiğinde ortaya çıkmaktadır. Para arzını sabitleyen merkez bankası bu duruma müdahale edememekte ve milli gelirden dalgalanmalar ortaya çıkmaktadır.

Parasal büyüklüklerin ara hedef olarak seçilmesinin bir başka dezavantajı ise hangi parasal büyüklüğün ara hedef olarak tercih edileceğidir. Bu noktada iki yaklaşım söz konusudur; birincisi işlem yaklaşımı, diğeri ise likidite yaklaşımıdır. İşlem yaklaşımı paranın mübadele aracı olması fonksiyonunu ön plana çıkarır ve parasal büyüklüklerin bu bağlamda hesaplanması gerektiğini ileri sürer. Likidite yaklaşımı ise paranın bir değer saklama aracı olarak finansal bir varlık olduğunu ileri sürer ve bu nedenle parasal büyüklükler hesaplanırken para piyasası fonları gibi finansal varlıklarında hesaba dahil edilmesi gerektiğini söyler. Bu durumda tercih yapılırken hangi parasal büyüklüğün nihai hedefler ile ilişkisinin daha güçlü olduğuna bakılacaktır (Miller, VanHoose, 1993: 634-639).

### **1.3.2.2. Ara Hedef Olarak Faiz Oranları**

Faiz oranları hem faaliyet hedefi hem de ara hedef olarak kullanılabilir. Harcamalar ile faiz oranlarının arasında güçlü bir ilişki olması ve harcama akımlarının faiz oranları aracılığıyla etkilenebilecek olması faiz oranlarının ara hedef olarak seçilmesinde önemli bir etkidir (Paya, 1994: 105).

Faiz oranlarının kontrol edilmesiyle fiyat istikrarı ve finansal istikrar hedeflerine daha kolay bir şekilde ulaşılabileceği düşünülüyorsa yani faiz oranları ile fiyat istikrarı

ve finansal istikrar arasında sıkı bir ilişki varsa, merkez bankası tarafından faiz oranları ara hedef olarak seçilecektir. Merkez bankası faiz oranlarını ara hedef olarak belirlemişse, reel para arzındaki ve reel para talebinde meydana gelecek değişikliklerin faiz oranları üzerindeki etkisini ortadan kaldıracak politikalarda uygulayacaktır. (Miller, VanHoose, 1993: 629)

Merkez bankalarının ara hedef uygulamalarındaki temel amaçlarından birisi milli gelir düzeyindeki dalgalanmaları engellemektir. Faiz oranı ara hedef olarak seçildiğinde mal ve hizmetler piyasasının istikrarlı olduğu kabul edilir ve para piyasasındaki değişimlerin reel gelir üzerindeki etkisi ortadan kaldırılmış olur. Fakat mal ve hizmetler piyasası istikrarlı değilse yani; otonom tüketim, otonom yatırım ve maliye politikalarında önemli değişiklikler varsa, faiz oranının ara hedef olarak belirlenmesi reel gelir düzeyinde ciddi dalgalanmalara sebep olacaktır ve böyle bir ortamda faiz oranı yerine parasal büyüklüklerin ara hedef olarak belirlenmesi daha rasyonel olacaktır (Miller, VanHoose, 1993: 632).

### **1.3.2.3. Ara Hedef Olarak Döviz Kuru**

Döviz kuru hedeflemesi ilk uygulandığı dönemlerde ülke paralarının değerinin altına sabitlenmesi biçiminde uygulanırken, daha sonraları ülke paralarının düşük enflasyonlu bir ülkenin parasına sabitlenmesi biçiminde uygulanmıştır. Yakın geçmişte gelişmekte olan ülkeler tarafından başvurulan döviz kuru hedeflemesinin katı ve esnek uygulama biçimleri vardır. Para Kurulu ve tam dolarizasyon katı uygulamalara örnek iken, yarı sabit kur hedeflemesi esnek uygulama biçimine bir örnektir (Mishkin, 1999: 2).

Enflasyonla mücadele eden ülkeler tarafından sabit ya da önceden belirlenmiş döviz kuru rejimleri tercih edilmektedir. Döviz kuru hedeflemesinde başarıya ulaşan ülkeler olmakla birlikte, birçok ülke çok sayıda hedefin tek bir araca bağlanmasından dolayı sıkıntılarla karşı karşıya kalmıştır (Darıcı, 2009: 190-191).

Döviz kurları mali yeniliklerden daha az etkilendiğinden dolayı merkez bankası tarafından kontrolü daha kolaydır. Döviz kurunu hedefleyen merkez bankaları faiz oranlarını gerekli seviyelerde tutarak, kur hedeflerine ulaşmaya çalışırlar (Sırmacı, 1997: 24).

Döviz kuru hedeflemesinin çeşitli avantajları vardır, birincisi uluslararası ticari mallar için enflasyon oranı sabitlendiğinden dolayı bu direkt olarak enflasyonun kontrol altında tutulmasına katkıda bulunmaktadır. İkincisi, kurun çapa olması ile birlikte faiz oranı paritesi ile kur riski azaltılarak nominal faiz oranlarının düşmesi sağlanır ve iç borç yükü fazla olan ülkelerde enflasyon beklentilerinin kırılmasına yol açar. Üçüncüsü, otomatik bir kural olması sebebiyle zaman tutarsızlığı sorununu ortadan kaldırmaktadır (Mishkin, 1999: 3).

Döviz kurunun nominal çapa olarak kullanılması, uygulanan para politikalarının daha kolay anlaşılabilir ve izlenebilir olmasından dolayı, para politikalarının başarı şansını arttırmaktadır. Fakat, hem ülke içerisinde hem de ülke dışarısında meydana gelebilecek olan şoklara karşı esnekliğinin zayıf olması ve spekülasyon sermaye hareketlerinin oluşturabileceği olumsuz etkiler, uygulamada sorunların çıkmasına sebep olmaktadır (Karasoy ve diğerleri, 2011: 4).

#### **1.3.2.4. Ara Hedef Olarak Nominal GSYİH**

Faiz oranları ve parasal büyüklükler ara hedef olarak tercih edilirken iki temel varsayımdan yola çıkılır. Bunlar, fiyatlar genel düzeyinin ve toplam arzın sabit olmasıdır. Fiyatlar ve toplam arzın sabitliği varsayımı altında merkez bankası faiz oranı ya da parasal büyüklükleri ara hedef olarak kullandığında toplam talebin istikrarını sağlayarak milli gelirdeki dalgalanmaların önüne geçebilir. Toplam arzın ve buna bağlı olarak fiyatların değiştiği durumlarda merkez bankasının faiz oranlarını ya da parasal büyüklükleri ara hedef olarak kullanması rasyonel değildir. Bunun yerine nominal GSYİH'nin ara hedef olarak seçilmesi merkez bankası için daha rasyonel olacaktır. (Miller, VanHoose, 1993: 639-645)

Enflasyon hedeflemesinin yaygın bir uygulama olmasına rağmen, bazı iktisatçılar merkez bankasının GSYİH seviyesini veya artış oranını hedeflemesi gerektiğini savunmaktadırlar. Bunun gerekçesi olarak ise, enflasyon hedeflemesinin reel ve nominal değişkenler arasındaki karşılıklı ve karmaşık ilişkileri anlaması gerektiğini ve buna karşın GSYİH'nin hedeflenmesinin daha kolay olduğunu, ayrıca, üretimin parasal faaliyetlere fiyatlardan daha hızlı tepki vermesi ve GSYİH hedeflemesi ile üretimin kısa dönemde istikrarlı kılınması enflasyon hedeflemesine göre daha başarılı olacağı, gösterilmektedir.

GSYİH hedeflemesi, enflasyon hedeflemesine alternatif bir politika olmasına rağmen, enflasyon hedeflemesinin daha çok tercih edilmesinin bazı nedenleri vardır. Bunlar, enflasyon kavramının, GSYİH kavramına göre halk tarafından daha kolay anlaşılabilir olması ve hedef olarak belirlenecek bir GSYİH miktarının bazı politik problemler ortaya çıkarma ihtimalidir. Örneğin, düşük bir GSYİH miktarının hedeflenmesi halk tarafından tepkilere yol açabilecekken, yüksek bir oranın belirlenmesi halkın kolaylıkla benimsemesi açısından klasik bir zaman tutarsızlığına yol açabilir (Yay, 2006: 7).

#### **1.3.2.5. Ara Hedef Olarak Enflasyon Oranı**

Enflasyon hedeflemesi, merkez bankaları tarafından uygulanan para politikalarının nihai hedefi olan fiyat istikrarı hedefine ulaşabilmek için uygulanan bir para politikası stratejisidir. Bu stratejide, enflasyon oranı için bir hedef ya da hedef aralığı belirlenir ve bu da kamuoyuna duyurulur (Bernanke ve Mishkin, 1997: 98).

Bir sonraki bölümde enflasyon hedeflemesi yaklaşımı daha detaylı biçimde ele alınacaktır.

### **1.4. ENFLASYON HEDEFLEMESİ REJİMİ**

1990 yılında ilk defa bir para politikası olarak Yeni Zelanda tarafından uygulanmaya başlanan enflasyon hedeflemesi, daha sonraki yıllarda bir çok gelişmiş ve gelişmekte olan ülke tarafından para politikası olarak uygulanmıştır.

Enflasyon hedeflemesi, merkez bankası ya da hükümetin bireysel olarak veya her ikisinin ortak çalışması sonucunda belirli bir zaman dilimi için belirlenen enflasyon hedeflerinin kamuoyuna ilan edilmesidir (Bernanke, Mishkin, 1997: 97-116).

Enflasyon hedeflemesi birkaç unsuru içinde barındırması gerekmektedir;

- Orta Vadede hedeflenen enflasyon oranının kamuoyuna duyurulması,
- Uzun vadede para politikasının temel amacının fiyat istikrarı olduğu kamuoyuna duyurulması,
- Para arzı ve döviz kuru gibi ara hedeflerin rolünün azaltılması,

- Merkez bankasının amaçlarını, aldığı kararları ve bunların nedenleri konusunda kamuoyunu düzenli olarak bilgilendirmesi, iletişim kurması yani şeffaf bir politika izlemesi,

- Merkez bankasının amaçlarına ulaşmasında hesap verebilirliğinin ve güvenilirliğinin artırılması (Mishkin, Posen, 1997: 9-11).

Enflasyon hedeflemesi, belli bir politika kuralı değildir. Aksine para politikasının daha geniş çerçevede ele alınmasını gerektiren bir hedeflemedir. Diğer para politikası stratejilerine nazaran, enflasyon hedeflemesi daha sistematik ve rasyonel bir para politikası taahhüdüdür (Debelle, 1997: 7).

Enflasyon hedeflemesi rejiminde nihai hedefe iki farklı yöntem ile ulaşılmaya çalışılır. Birinci yöntemde enflasyon oranı doğrudan hedeflenir. Bu durumda merkez bankası orta vadeli para politikasının işlemesi için, çıpa olarak bir enflasyon oranı belirler. İkinci yöntemde ise merkez bankası, enflasyon oranını tahmin etmek için parasal toplamalar, faiz oranları, döviz kuru, tahvil fiyatları gibi değişkenleri kullanır (Oh, 2002: 4).

Enflasyon hedeflemesi rejiminde, para politikasının asıl amacı düşük ve istikrarlı bir enflasyon oranı gerçekleştirmektir. Merkez bankası enflasyonun gelecekteki seyri hakkında tahminlerde bulunur, tahmin edilen değerler merkez bankası tarafından belirlenen hedeflerle karşılaştırılır ve hedefle tahmin arasındaki fark, para politikalarının ne şekilde ayarlanması gerektiğini gösterir. Enflasyon hedeflemesi uygulayan ülkeler, bu yöntemin merkez bankası tarafından uygulanan klasik yöntemlerle karşılaştırıldığı zaman, bu yöntemin para politikasının performansını arttırdığına inanmaktadırlar (Debelle, 1997: 7).

#### **1.4.1. Enflasyon Hedeflemesinin Önkoşulları**

Enflasyon hedeflemesi rejiminin uygulanabilmesi ve başarıya ulaşabilmesi için, fiyat istikrarının merkez bankasının temel hedefi olması gerekmektedir (Schaechter ve diğerleri, 2000: 3-5).

Enflasyon hedeflemesinin uygulanabilmesi için gerekli olan koşulların yerine getirilmesi gerekmektedir. Bunlar enflasyon dışında herhangi bir parasal büyüklük için



taahhütte bulunulmaması, merkez bankalarının bağımsızlığı, sağlam bir mali yapı, finansal piyasaların güçlü ve gelişmiş olmasıdır.

Birinci koşul, para otoritelerinin enflasyon hedefi dışında, parasal büyüklük veya döviz kuru gibi herhangi bir katı taahhütte bulunmaması gerekir. Enflasyon hedefi dışında başka bir taahhütte bulunulması para politikalarında çelişkiye neden olur ve para otoritelerinin enflasyon hedefi taahhüdünden sapmasına neden olur. Bu nedenle enflasyon hedefi rejimine geçmeden önce para otoritelerinin enflasyon hedefi dışında başka bir parasal büyüklüğe ilişkin taahhütte bulunmaması gerekir (Masson ve diğerleri, 1997: 8).

Enflasyon hedeflemesi rejiminin bir diğer ön koşulu ise merkez bankasının bağımsızlığıdır. Merkez bankasının bağımsızlığı; fiyat istikrarını korumaya yönelik uygulayacağı para politikası rejimini ve kullanacağı araçları kendisinin seçip ve uygulaması olarak tanımlanabilir (Alparlan ve Erdönmez, 2000: 15). Bir diğer tanıma göre ise; merkez bankasının bağımsızlığı, kendisine verilen hedefler doğrultusunda herhangi bir siyasi baskı olmadan para politikalarını uygulayabilme ve gerektiğinde değişiklik yapma yetkisine sahip olmasıdır (Oktar, 1996: 84).

Merkez bankasının bağımsızlığı para politikası amaçlarını belirleme yetkisinde elinde bulundurması olarak tanımlanabileceği gibi, para politikası amaçlarını belirleme yetkisinin siyasilere bırakılıp sadece bu amaçlara ulaşmak için kullanacağı para politikası araçlarının merkez bankası tarafından belirlenmesi olarak da tanımlanabilir. Bunlardan birincisi amaç bağımsızlığı, ikinci ise araç bağımsızlığıdır. Esasında araç bağımsızlığına sahip olması merkez bankaları için bir bağımsızlık göstergesidir (Duman, 2002: 12).

Grilli, Masciandaro ve Tabelli'nin 1991 yılında yaptığı politik ve ekonomik bağımsızlık ayrımı, son yıllarda merkez bankası bağımsızlığının tanımlanmasında esas olarak alınmıştır. Bir merkez bankasının bağımsız olabilmesi için hem politik hem de ekonomik yönden bağımsız olması gerekmektedir. Politik yönden bağımsız olmak en genel haliyle, merkez bankasının politika hedeflerini herhangi bir hükümet baskısı olmadan özgürce seçebilmesidir. Yapılan ampirik çalışmalarda, bir merkez bankasının politik bağımsızlığı; başkan ve yönetim kurulunun kim tarafından seçildiği, yönetim kurulunda hükümet adına bir temsilci olup olmadığı, merkez bankasının para politikası

kararları alırken hükümetten onay alma zorunluluğunun olup olmadığı ve merkez bankasının kanununda temel amaç olarak fiyat istikrarının açık bir şekilde belirlenip belirlenmediği gibi kriterlerle ölçülmektedir. Ekonomik bağımsızlık ise, para politikası araçlarının merkez bankası tarafından herhangi bir sınırlama olmadan özgürce kullanılabilmesidir. Bir merkez bankasının ekonomik bağımsızlığı için kullanılabilecek en iyi ölçüt; hükümetin kamu harcamalarını finansa etmek için, merkez bankası kredilerine ne ölçüde başvurduğudur. Kamu harcamalarının finansmanı için merkez bankası kredilerine ne kadar az başvuruluyorsa merkez bankası ekonomik özgürlüğe o kadar çok sahiptir (Alesina and Summers, 1993: 153).

Merkez bankasının bağımsız olması enflasyon hedeflemesinin olmazsa olmaz koşullarından birisidir. Merkez bankasının bağımsız olmadığı bir ortamda para politikaları siyasal otorite tarafından etkilenecek ve politikaların nihai hedefi olan fiyat istikrarı ve finansal istikrardan sapmalar olacaktır.

Enflasyon hedeflemesinin önkoşullarından bir tanesi de sağlam bir mali yapının olması ve mali baskının olmamasıdır. Özellikle gelişmekte olan ülkelerde yaşanan politik istikrarsızlıklar, kısa vadeli politikaların uygulanmasına neden olmaktadır. Bu da bütçe açıklarının artmasına ve kamu borç stokunun yükselmesine neden olarak mali baskının oluşmasına sebep olmaktadır. Kamu borcunun yüksek olması özel sektöre verilebilecek kredi miktarının azalmasına ve borç verilebilecek kaynakların kamu sektörüne aktarılmasına neden olmaktadır. Bu durum kısa vadeli faiz oranları ile piyasa faizi arasındaki ilişkinin zayıflamasına neden olmaktadır. Bunun sonucu olarak da para politikalarının enflasyon üzerindeki etkisi düşmektedir (Khan, 2003: 1-18).

Enflasyon hedeflemesinin uygulanabilmesi için gerekli olan bir diğer ön koşul ise sağlam bir finansal yapının olmasıdır. Aktarım mekanizmasının iyi çalışabilmesi, diğer bir ifadeyle merkez bankası faiz kararlarının enflasyonu istenildiği düzeyde ve istikrarlı bir biçimde etkileyebilmesi için finansal sistemin temellerinin güçlü olması: sağlam bir bankacılık sektörü ile gelişmiş para, sermaye ve döviz piyasalarının bulunması gerekmektedir (TCMB, 2006).

### 1.4.2. Enflasyon Hedeflemesinin Uygulanması

Enflasyon hedeflemesi rejimi uygulandığı ülkelerin hemen hepsinde ana hatlarının aynı olmasıyla birlikte, hem rejimin esnek yapısı hem de ülkedeki ekonomik, sosyal ve siyasi yapıya göre farklı şekillerde uygulanabilmektedir. Enflasyon hedeflemesi uygulamasında, uygulamaya geçilmeden önce belirlenmesi gereken bazı unsurlar vardır. Bunlar; hedef enflasyon oranı, bu orana karar verecek olan karar organı, dikkate alınacak olan enflasyon ölçütü ve uygulamanın nasıl yapılacağı gibi unsurlardır.

- **Karar Organı:** Enflasyon hedeflemesi, hedef enflasyon oranının rakamsal olarak ilan edilmesiyle başlar. Enflasyon hedefinin belirlenmesi ülkeden ülkeye farklılık göstermektedir. Kimi ülkelerde hükümet ile merkez bankası birlikte karar verirken, kimi ülkelerde merkez bankası tek başına, kimi ülkelerde ise hükümet tek başına buna karar vermektedir. Tablo 1.2’de bu durum gösterilmiştir.

**Tablo 1. 2.** Enflasyon Hedeflemesi Uygulayan Ülkelerde Enflasyon Hedeflemesi Belirleyicisi

Hükümet	Merkez Bankası	Hükümet + Merkez Bankası
Güney Afrika	Çek Cumhuriyeti	Avustralya
İngiltere	İsveç	Brezilya
İsrail	Slovak Cumhuriyeti	Filipinler
Norveç	Polonya	İzlanda
Endonezya	Şili	Kanada
	Tayland	Kolombiya
	Meksika	Macaristan
	Kore	Peru
		Romanya
		Yeni Zelanda
		Türkiye

**Kaynak:** TCMB, Merkez Bankası Enflasyon Hedeflemesi Rejimi Kitapçığı, 2006,

(Erişim: [www.tcmb.gov.tr](http://www.tcmb.gov.tr))

- **Enflasyon Hedefinin Türü:** Halk tarafından daha rahat anlaşılabilir olması enflasyon hedeflemesinin en önemli özelliklerinden birisidir. Bunun için özellikle hem rahat izlenebilmesi hem de yaşam maliyetini gösteren bir ölçü olmasından dolayı Tüketici Fiyat Endeksi (TÜFE) daha çok tercih edilmektedir. Fakat TÜFE bir çok mal ve hizmetin fiyatlarındaki değişimleri yansıttığı için bazı sorunlara neden olabilmektedir. Bundan dolayı bazı ülkelerde geçici şoklardan daha az etkilenen ve para politikasının kontrolü dışındaki fiyatları barındırmayan çekirdek enflasyon hedeflenmektedir (Ermışoğlu, 2011). Örneğin; Yeni Zelanda faiz maliyetlerindeki değişiklikleri, dış ticaret ve dolaylı vergilerde meydana gelecek olan dalgalanmaları barındırmayan çekirdek enflasyon göstergelerini kullanmıştır. Kanada ise gıda ve enerji fiyatları ile dolaylı vergilerin arındırıldığı çekirdek enflasyon oranını kullanmıştır (Gündoğan, 2013: 22-23).
- **Hedef Ufku:** Merkez bankalarının hedefledikleri enflasyon oranına ulaşmayı taahhüt ettikleri süre hedef ufku olarak tanımlanır (Schaechter ve diğerleri, 2000). Hedef ufku ülkeden ülkeye farklılık göstermektedir. Fiyat istikrarını sağlamış ve bunu sürdürmeyi hedefleyen ülkeler genelde enflasyon hedefini orta veya uzun vadeli adı altında zaman sınırı olmadan ilan ederler. Diğer ülkeler ise fiyat istikrarına ulaşma çabası içinde enflasyon hedeflerini 1-3 yıl arası için ilan etmektedirler. Tablo 1.3'de enflasyon hedeflemesi uygulayan ülkelerin hedef ufku gösterilmiştir.

**Tablo 1. 3.** Enflasyon Hedeflemesi Uygulayan Ülkelerin Hedef Ufku

SÜREKLİ/ORTA VADELİ HEDEF UFKU	1-3 YILLIK HEDEF UFKU
<ul style="list-style-type: none"> <li>- Avustralya</li> <li>- Çek Cumhuriyeti</li> <li>- İngiltere</li> <li>- İsrail</li> <li>- İsveç</li> <li>- İzlanda</li> <li>- Kanada</li> <li>- Meksika</li> <li>- Norveç</li> <li>- Peru</li> <li>- Polonya</li> <li>- Tayland</li> <li>- Yeni Zelanda</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Brezilya</li> <li>- Endonezya</li> <li>- Filipinler</li> <li>- Güney Afrika</li> <li>- Kolombiya</li> <li>- Kore</li> <li>- Macaristan</li> <li>- Romanya</li> <li>- Slovak Cumhuriyeti</li> <li>- Şili</li> <li>- Türkiye</li> </ul>

**Kaynak:** TCMB, **Merkez Bankası Enflasyon Hedeflemesi Rejimi Kitapçığı**, 2006, (Erişim: [www.tcmb.gov.tr](http://www.tcmb.gov.tr))

- **Nokta Hedef – Bant Hedef:** Enflasyon hedeflemesi uygulayan ülkelerin bir kısmı nokta hedef belirlerken, bir kısmı ise bant hedef belirlemektedir. Nadiren de olsa bazı ülkeler hedef olarak enflasyon oranının alabileceği üst sınırı hedef olarak belirlerler. Nokta hedefin tutturulması zordur, hatta imkânsızdır. Bunun nedeni ise, para politikasının kontrolü dışında olan; petrol fiyatları, uluslararası gelişmeler, dolaylı vergilerdeki değişiklikler, tarım fiyatlarındaki iklime bağlı değişiklikler gibi ani hareketlerin enflasyon üzerinde oluşturduğu olumsuz etkilerdir. Bu ani hareketler, enflasyon hedefinin belirlenen noktadan sapmasına neden olmaktadır. Bu nedenle nokta hedef belirleyen ülkeler, nokta hedefin etrafında, ülkeden ülkeye değişen, çeşitli büyüklükte bir aralık belirlerler. Bu

aralığa bazı ülkeler “ belirsizlik”, bazı ülkeler “güven”, bazı ülkeler ise “hoşgörü” aralığı demektir. Bant hedefte ise, enflasyon oranının belirlenen bandın içinde olması hedefin tutturulduğu anlamına gelmektedir. Hedefin tutturulması açısından bant hedef uygulaması nokta hedef uygulamasına göre daha avantajlı olmasına rağmen, halk tarafından anlaşılması daha zor olduğundan ve bant aralığında hedefin tutturulamaması durumunda çok daha fazla itibar kaybına neden olmasından dolayı bant hedef uygulaması nokta hedef uygulamasına nazaran daha az tercih edilmektedir. Tablo 1.4’de enflasyon hedeflemesi uygulayan ülkelerin hedef tercihleri gösterilmiştir.

**Tablo 1. 4.** Enflasyon Hedeflemesi Uygulayan Ülkelerin Bant-Nokta-Üst Sınır Hedef Tercihleri

Nokta Hedef Belirleyen Ülkeler	Bant Hedef Belirleyen Ülkeler	Üst Sınır Belirleyen Ülkeler
<ul style="list-style-type: none"> <li>- Brezilya</li> <li>- Çek Cumhuriyeti</li> <li>- Endonezya</li> <li>- İngiltere</li> <li>- İsveç</li> <li>- İzlanda</li> <li>- Macaristan</li> <li>- Meksika</li> <li>- Norveç</li> <li>- Peru</li> <li>- Polonya</li> <li>- Romanya</li> <li>- Türkiye</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Avustralya</li> <li>- Filipinler</li> <li>- Güney Afrika</li> <li>- İsrail</li> <li>- Kanada</li> <li>- Kolombiya</li> <li>- Kore</li> <li>- Şili</li> <li>- Tayland</li> <li>- Yeni Zelanda</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Slovak Cumhuriyeti</li> </ul>

**Kaynak:** TCMB, Merkez Bankası Enflasyon Hedeflemesi Rejimi Kitapçığı, 2006, (Erişim: [www.tcmb.gov.tr](http://www.tcmb.gov.tr))

- ***Diğer Uygulamalar:*** Enflasyon hedeflemesi uygulayan ülkelerin tamamı politika aracı olarak kısa vadeli faiz oranlarını kullanırlar. Faiz oranlarına ilişkin kararlar genelde kurul tarafından alınmakta, sadece bazı ülkelerde merkez bankası başkanı tarafından alınmaktadır (Erhart-Vasquez-Paz, 2007). Alınan kararlar genelde aynı gün içinde kamuoyuna duyurulurken nadiren bir sonraki gün ilan edilir. Enflasyon hedefinden sapılması durumunda merkez bankası bu durumun nedenlerini ve geleceğe dair beklentilerini kamuoyuyla paylaşmak zorundadır (Debelle, 1997). Bazı ülkelerde ise hedeften sapılması durumunda merkez bankası hükümete yazılı rapor sunmak zorundadır. Uygulanan iletişim aracında ülkeler arasında farklılık göstermektedir. Temel iletişim aracı olarak pek çok ülkede “Enflasyon Raporu” kullanılmaktadır (Ermişoğlu, 2011: 56).
- ***Taylor Kuralı:*** Özellikle gelişmiş ülke ekonomileri üzerine yapılan çalışmalarda, düşük enflasyon ve istikrarlı büyüme hedeflerine ulaşabilmek için kısa dönemli nominal faiz oranlarının kullanılmasının önemli ölçüde katkısı olduğu görülmüştür. Enflasyon oranının veya üretim düzeyinin uzun dönem dengesinden sapması durumunda, merkez bankaları kısa dönemli faiz oranlarını kullanarak enflasyon oranı veya üretim düzeyini etkileyebilmektedir. Bu çerçevede Taylor (1993), nominal faiz oranını (R), gerçekleşen enflasyonun hedeflenenden sapması ( $P-P^*$ ) ve üretim açığının ( $Y-Y^*$ ) bir fonksiyonu olarak tanımlamıştır (Kesriyeli ve Yalçın, 1997: 2).

$$R = a + b_1 (P - P^*) + b_2 (Y - Y^*)$$

Bu denklem ile enflasyon hedefinde bir sapma olması durumundan veya potansiyel üretim düzeyinden farklı bir üretim düzeyi olması durumunda, faiz oranlarının nasıl ayarlanması gerektiği, denklemdeki katsayılara göre belirlenmektedir. Amerika ekonomisi için Taylor tarafından yapılan çalışmada, hem enflasyon hedefindeki fark için hem de potansiyel üretim düzeyindeki fark için katsayılar eşit ağırlıkta alınmıştır. Bu katsayıların ağırlığı ülkeden ülkeye farklılık gösterebilmektedir.

### 1.4.3. Enflasyon Hedeflemesinin Avantajları

Diğer ara hedef uygulamalarına göre enflasyon hedeflemesi rejiminin bazı avantajları vardır. Enflasyon hedeflemesi uygulamasının avantajları şu şekilde sıralanabilir (Mishkin, 2002: 2-3);

- Enflasyon hedefinin rakamsal olarak açık bir şekilde hedeflenmesi, bu hedefe ulaşamaması halinde, merkez bankasının hesap verilebilirlik özelliğini ortaya çıkarmaktadır.
- Enflasyon hedeflemesi uygulaması, dışarıdan gelebilecek şoklara karşı hazırlıklı olmaya olanak sağlar ve para politikaları odak noktası ülke ekonomisi olur.
- Enflasyon hedeflemesi, kamuoyu tarafından kolaylıkla anlaşılabilen ve herhangi bir kavram kargaşası ortaya çıkmamaktadır.
- Enflasyon hedeflemesi uygulamasında, enflasyon ile parasal büyüklükler arasında istikrarlı bir ilişkinin olması önemli değildir.

Bu avantajlarının yanı sıra, enflasyon hedeflemesi uygulaması, merkez bankalarının şeffaflığını ve bağımsızlığını ön plana çıkarmaktadır. Diğer uygulamalara göre daha anlaşılır olan enflasyon hedeflemesi para politikalarının operasyonel olarak uygulanmasına yardımcı olmaktadır (Oktar, 1998: 20-22).

Enflasyon hedeflemesi rejiminde uygulanan politikalar hakkında kamuoyu, finansal piyasalar ve politikacılar, şeffaflık ve hesap verebilirlik kriteri çerçevesinde düzenli olarak bilgilendirilirler. Merkez bankası;

- Enflasyon hedeflemesinin gerekçesi de dâhil olmak üzere para politikasının amaçları ve sınırları,
- Enflasyon hedeflerinin sayısal değerleri ve bunların nasıl belirlendiği,
- Veri ekonomik koşullar altında enflasyon hedeflerine nasıl ulaşılacağı,
- Hedeflerden herhangi bir sapma olması durumunda bunun nedenleri hakkında kamuoyunu bilgilendirmektedir.

Enflasyon hedeflemesi rejimi merkez bankalarının sorumluluklarını artırmaktadır. Örneğin; Yeni Zelanda'da üçer aylık dönemlerde dahi hedef tutturulamazsa hükümetin merkez bankası başkanını görevden alma yetkisi vardır. Merkez bankasının kamuoyunu



sürekli bilgilendirmesi ve uyguladığı politikaları açıkça ilan etmesi merkez bankasının sorumluluğunu şeffaflıkla birlikte artırmaktadır (Mishkin, 2000a: 154).

Enflasyon hedefinin açık bir şekilde sayısal olarak ilan edilmiş olması ve bu hedefe ulaşamaması durumunda merkez bankasının hesap vermesi gerekliliği, enflasyon hedeflemesi rejimi uygulayan bir merkez bankasına genişleyici para politikası izlemesi yönünde gelebilecek politik baskıları ve böylece merkez bankasının zaman tutarsızlığı tuzağına düşme ihtimalini de azaltmaktadır (Mishkin, 2000b: 2-4).

#### 1.4.4. Enflasyon Hedeflemesinin Dezavantajları

Enflasyon hedeflemesi uygulamasının avantajlarının yanı sıra bir takım dezavantajları da vardır. Denetlenmesi ve uygulanması bakımından enflasyon hedeflemesi uygulamasının bazı zorlukları vardır (Şanlı, 2006: 42);

- “ *Enflasyon hedeflemesi uygulaması, beklentileri esas aldığı ve Merkez Bankası merkezli olduğu için, çok katı ve tavizsiz uygulanması gereken bir stratejidir.*
- *Enflasyon hedefinin ilanı ile bu hedefin gerçekleşmesi arasında kontrol boşlukları bulunması, para politikasının kamu tarafından takibini zorlaştırırken; Merkez Bankasının kontrolü dışında oluşan şoklar da, kamunun Merkez Bankası'na olan güvenini sarsarak enflasyon hedeflerinin sapmasına sebep olabilir.*
- *Diğer para politikaları stratejileri ile karşılaştırıldığında enflasyon hedeflemesi, kısa dönemde ekonomik büyümeyi sınırlandırabildiği gibi, üretim dengesinde etkinliği bozucu ve istihdamda da büyümeyi düşürücü bir sonuca yol açabilmektedir.*
- *Enflasyon hedeflemesi uygulamasını benimseyen ülkelerde yeterli bir mali disiplin sağlanamayabilir; bunun sonucu olarak da mali baskınlık önlenemeyebilir. Uzun dönemde meydana gelebilecek yüksek baskınlık düzeyinin oluşmaması enflasyon hedeflemesinin başarısı için oldukça önemlidir.*
- *Enflasyon hedeflemesi nominal döviz kuru esnekliğini gerektirdiği için, kur dalgalanmalarını da kaçınılmaz olarak beraberinde getirir. Bu durum, ulusal*

*paranın değerinde ani dūŕüŕler yaratarak, dıŕ ticaret bilançosunda da ciddi bozulmalara yol aęar (S.Öztürk, 2003: 105-106). Tüm bu gelişmeler ülke ekonomisini mali istikrarsızlığa sürükleyebilir (Şanlı, 2006: 42).*

- *Enflasyon hedeflemesinin ekonominin reel yönü bakımından yaratacağı etkilerin belirsiz olması ise, stratejinin eleŕtiri alan bir diğer yönüdür (S.Öztürk, 2003: 105).”*

Enflasyon hedeflemesine yöneltlen eleŕtirilerin başlıca olanları; enflasyon hedeflemesi rejiminin çok katı olması, düşük ekonomik büyümeye sebep olma ihtimali, esnek döviz kurundan dolayı finansal istikrarsızlığa sebep olma ihtimali ve mali baskıyı engelleyememesi. Bu eleŕtirilerden ilk ikisi gerçekte çok problem oluşturmamaktadır, çünkü enflasyon hedeflemesi uygulayan ülkeler enflasyon hedeflemesini esnek bir şekilde uygulamaktadır ve para politikaları uygulanırken reel ekonominin istikrarı da göz önünde bulundurulmaktadır (Bernanke ve diğerleri, 2001: 10).

## İKİNCİ BÖLÜM

### FİNANSAL İSTİKRAR

Çalışmanın bu bölümünde 2008 krizinden sonra daha çok önem kazanmaya başlayan ve merkez bankalarının yeni para politikası stratejileri izlemesini gerektiren finansal istikrar kavramı ele alınacaktır. Finansal istikrar kavramının tanımı ve önemi anlatıldıktan sonra, finansal istikrarın ölçülmesi ve merkez bankalarının finansal istikrarı sağlamaya yönelik kullandıkları para politikası araçları ele alınacaktır.

#### 2.1. FİNANSAL İSTİKRARIN TANIMI

Finansal istikrar kavramı tanımlanmasında zorluklar yaşanan bir kavramdır. Finansal istikrar hakkında ortaya çıkmış belirgin ve tam anlamıyla açıklayıcı bir tanımlama yoktur ve yapılan tanımlamaların büyük bir çoğunluğu karşıt bir kavram olan finansal istikrarsızlıkla alakalıdır (Herrero, Rio, 2003: 8).

Schinasi (2004: 12)'ye göre finansal istikrarı tanımlamayı zorlaştıran beş neden vardır. Bunlar:

- a) Finansal istikrardaki gelişmeleri açıklamak için tek bir nitel gösterge olmadığı için finansal istikrarın net bir ölçümü yoktur
- b) Finansal istikrardaki gelişmelerin tahmin edilmesi zordur.
- c) Finansal istikrardaki gelişmeler sadece kısmen kontrol edilebilir.
- d) Finansal istikrar için hedeflenen politikalar genellikle verimlilik ve toparlanma arasında bir değişime yol açmaktadır.
- e) Finansal istikrar için politika gereksinimleri zamanlama açısından tutarsız olabilmektedir

Bir diğer görüşe göre ise; finansal istikrarı tanımlamaktaki ana sorun, oynaklığın finansal piyasalar için mutlak kötü bir durum olmamasına rağmen, istikrar kavramının oynaklık ile bağdaştırılmasıdır (Herrero-Rio 2003: 8).

Finansal istikrar kavramının tanımı üzerinde ortak görüş olmamakla birlikte, dalgalanma, şok veya yapısal değişim yaşandığı dönemlerde bile kaynakların etkin dağılımı, ödemeler sistemi ve risk dağıtımı gibi ekonomik fonksiyonların düzenli bir şekilde yerine getirilebilmesi durumu (Darıcı, 2012: 2) finansal istikrarı ifade eder.

Bir finansal sistemin istikrarlı olabilmesi için, hem ekonomik performansı kolaylaştırma hem de içerden veya dışarıdan oluşabilecek beklenmedik durumlardan kaynaklanan finansal dengesizliği ortadan kaldırabilme kapasitesine sahip olması gerekir (Schinasi, 2004: 8).

Foot (2003) (Aktaran: Central Bank of Bahreyn; Financial Stability Paper Series) ise bir ekonomide finansal istikrarın olabilmesi için gerekli olan şartları şu şekilde sıralamıştır:

- a) Parasal istikrarın olması
- b) İstihdam seviyesinin ekonomin doğal oranına yakın olması
- c) Ekonomideki önemli finansal kuruluşların ve piyasaların çalışmalarına güven olması
- d) Parasal istikrarı ve istihdam seviyesini sarsacak şekilde, reel veya finansal varlıklarda göreceli fiyat hareketlerinin olmaması

Yukarıdaki tanım ve açıklamalardan da görülebileceği gibi finansal istikrarın tanımlanabilmesi için tek somut bir gösterge yoktur. Ekonominin işleyişine ve içinde bulunulan koşullara göre değişebilen finansal istikrar tanımları yapılabilmektedir. Ayrıca her ülke için geçerli tek bir finansal istikrar reçetesinden söz etmek mümkün değildir.

Finansal istikrar kavramı ile ilgili yapılan tanımlamaların genelde finansal istikrarsızlık kavramından yola çıkılarak tanımlanmaya çalışıldığı daha önce belirtilmişti. Finansal istikrarsızlıkla ilgili yapılan bir tanımlama; finansal sistemdeki şokların bilgi akışına etki etmesiyle birlikte, finansal sistemin artık kaynaklarını üretken yatırım fırsatlarına aktarma işini yerine getiremeyeceği ve finansal istikrarsızlığın ortaya çıkacağı söylenmektedir (Mishkin, 1999: 20).

Chant (2003) finansal sistemin çalışmasına yönelik etkileri doğrultusunda, ekonominin performansına zarar veren veya zarar tehdidi olarak görülen koşulları finansal istikrarsızlık olarak tanımlamaktadır.

Bazı ekonomistler ise finansal istikrar/istikrarsızlık kavramlarını açıklamaya çalışırken finansal kırılganlık kavramını ele almışlardır. Bu kavram açıklanırken de daha çok finansal krizlerden yola çıkılarak bir açıklama yapılmıştır. Finansal krizlerin oluşum aşamasında küçük dışsal şoklara izin veren ve finansal yapı ve reel faaliyetler üzerinde geniş bir etkisi olan yayılma mekanizmasına sahip olan ekonomiler finansal kırılganlık gösterirler (Lagunoff and Schreft, 1998: 15).

**Tablo 2. 1.** Merkez Bankaları Finansal İstikrar Tanımları

<b>Merkez Bankası</b>	<b>Tanım</b>	<b>Kaynak</b>
<b>Arjantin Merkez Bankası</b>	“Finansal İstikrar, finansal hizmet sektörünün halkın tasarruflarını kanalize edebileceği ve zamanla ülke genelinde güvenilir ve sürdürülebilir bir ödemeler sistemi sağlayabilme durumudur.”	Finansal İstikrar Bülteni 2007/2
<b>Avustralya Merkez Bankası</b>	“İstikrarlı bir finansal sistemde; finansal araçlar, piyasalar ve piyasa altyapısı tasarruf sahipleri ve yatırımcılar arasındaki kaynak akışını kolaylaştırır ve ekonomik faaliyetlerin büyümesine yardımcı olur.”	<a href="http://www.rba.gov.au">http://www.rba.gov.au</a>
<b>Avusturya Merkez Bankası</b>	“En kısa tanımıyla finansal istikrar; şok durumlarında bile finansal piyasaların tahsis fonksiyonunu tatmin edici bir şekilde yerine getirmesi durumudur.”	<a href="http://www.oenb.at">http://www.oenb.at</a>
<b>Bundesbank</b>	“ Finansal istikrar; finansal sistemin stres durumlarında ve yapısal düzenleme dönemlerinde bile, temel makroekonomik fonksiyonlarını yerine getirebilme kabiliyettir.”	<a href="http://www.bundesbank.de">http://www.bundesbank.de</a>
<b>Çek Cum. Merkez Bankası</b>	“ Finansal istikrar; şoklara karşı yüksek derecede esneklik gösterildiği durumlarda, finansal sistemin, ekonominin şimdiki ve gelecekteki gelişimi üzerinde beklenmedik etkiler ve ciddi hatalar olmadan	Finansal İstikrar Raporu

	yönetilmesidir.”	
<b>Finlandiya Merkez Bankası</b>	“ Finansal sistem; finansman aracılığı, ödemelerin iletimi, finansal araçların fiyatlandırılması ve risklerin dağıtılması gibi temel görevlerini sorunsuzca yerine getirdiği zaman istikrarlı ve güvenilirdir.”	Finansal İstikrar Raporu
<b>Norveç Merkez Bankası</b>	“ Finansal istikrar; finansal sistemin tatmin edici bir şekilde ekonomideki bozulmalara direnç göstermesi, sermayeyi kanalize edebilmesi, ödemeleri gerçekleştirebilmesi ve riskleri yeniden dağıtabilmesidir.”	Finansal İstikrar Raporu
<b>Japonya Merkez Bankası</b>	“ Finansal istikrar; finansal sistemin düzgün çalışmasını ve finansal katılımcılarının, firmalar ve bireyler, finansal sistem içinde güvende olmaları durumudur.”	<a href="http://www.boj.or.jp">http://www.boj.or.jp</a>
<b>Sri Lanka Merkez Bankası</b>	“ Finansal istikrar; içsel ve dışsal şoklara direnebilen, güvenli bir finansal sistemdir.”	<a href="http://www.cbsl.gov.lk">http://www.cbsl.gov.lk</a>
<b>İsviçre Merkez Bankası</b>	“ İstikrarlı bir finansal sistem; finansal araçlar ve finansal piyasa altyapısı gibi bileşenlerinin kendi fonksiyonlarını yerine getiren ve potansiyel şoklara dayanabilen bir sistem olarak tanımlanabilir.”	<a href="http://www.snb.ch/">http://www.snb.ch/</a>
<b>İzlanda Merkez Bankası</b>	“ Finansal istikrar; finansal piyasalarda ve ekonomide oluşabilecek şoklara karşı dayanabilecek, kredi ve ödemelerde aracılık edecek ve risklerin uygun şekilde yeniden dağıtılmasını sağlayacak donanımlara sahip bir finansal sistemin olmasıdır.”	Finansal İstikrar Raporu
<b>Güney Afrika Merkez Bankası</b>	“ Finansal istikrar; hane halkları, işletmeler ve finansal hizmet firmaları arasındaki finans borsasında finansal sistem bozukluklarında kaynaklı makroekonomik maliyetlerin olmamasıdır.”	<a href="http://www.reservebank.co.za">http://www.reservebank.co.za</a>

**Kaynak:** Central Bank of Bahrain, Financial Stability Paper Series, 2008

## 2.2. FİNANSAL İSTİKRARIN ÖNEMİ

Son yıllarda yaşanan bir çok gelişme finansal istikrar konusunu daha da önemli hale getirmiştir. Finansal istikrar konusu belli başlı otoritelerin yanı sıra politika yapıcılar içinde dikkate alınması gereken bir konu olarak öne çıkmıştır. Finansal istikrar kavramının daha da önemli hale gelmesinde rol oynayan başlıca nedenler; finansal piyasalardaki işlem hacminin giderek artması, finansal araç çeşitliliğinde ve yapısında meydana gelen gelişmeler ve en önemlisi, kar oranı yüksek birkaç firmadan kaynaklı olarak ortaya çıkan ve maliyeti oldukça yüksek olan finansal krizlerdir (Crockett, 1997: 7).

Merkez bankalarının fiyat istikrarını ve finansal istikrarı sağlamak gibi iki temel fonksiyonu vardır. Her ne kadar fiyat istikrarının sağlanması ön plana çıksa da finansal istikrarın sağlanması da en az fiyat istikrarı kadar önemlidir. Finansal sistemde meydana gelebilecek bir istikrarsızlık reel ekonomiyi etkileyerek ekonominin genelinde önemli sorunlara neden olabilmektedir. Bu nedenle merkez bankaları için finansal istikrarın sağlanması da büyük önem arz etmektedir (Çondur ve Bölükbaş,2013: 177).

Yaşanan küresel finans krizi sonrası merkez bankalarının çıkardığı önemli derslerden biri; fiyat istikrarı hedefine odaklanırken, finansal piyasalarda oluşan riskleri ve varlık fiyatlarındaki artışları da göz önünde bulundurması gerektiğidir. Bu bağlamda, merkez bankaları tarafından finansal istikrara daha fazla önem verilmesi gerektiği görüşü, uluslararası platformlarda giderek yaygınlaşmaktadır (Kara, 2012: 2).

*“ Finansal istikrar kavramının öneminin daha iyi anlaşılabilmesi için Schinasi (2004) tarafından belirtilen bazı ilkelerin incelenmesi önemlidir. Bu ilkeler;*

1. *Finansal istikrar; altyapı, kurumlar ve piyasalar gibi finansal sistemin farklı yönlerini kapsayan geniş bir kavramdır. Finansal sistemin içinde bulunan özel kesim ve kamu kesimi etkileşim halindedir ve herhangi birinde ortaya çıkabilecek bir aksaklık finansal istikrara zarar verebilir. Ortaya çıkabilecek olan finansal istikrar veya istikrarsızlık, özel kesim ve faaliyetlerinin, kamu kesimi ve faaliyetlerinin veya her ikisinin bir sonucu olabilir.*
2. *Finansal istikrar, sadece finansal sistemin yeteri derecede kaynakların ve riskin dağıtımı, tasarrufların mobilitesi ve servet birikimi, gelişmenin ve büyümenin sağlanmasındaki rolünü yerine getirmesini ifade etmemektedir, aynı zamanda*

*ekonomideki ödeme sisteminin düzenli bir biçimde işlemlerini ifade etmektedir. Bu, merkez bankası parasının ve onun yakın ikame paralarının, evrensel ölçüde ödeme aracı, hesap birimi ve değer saklama görevini yeteri derecede yerine getirebilmesini gerektirir.*

3. *Finansal istikrar sadece finansal krizlerin olmaması ile ilgili değil aynı zamanda finansal dengesizliklerin ekonomi üzerinde tehdit oluşturmadan önce kontrol edilmesi, sınırlandırılması ve giderilmesinde finansal sistemin kabiliyeti ile ilgilidir. Bu iyi işleyen ve istikrarlı bir finansal sistemde, sistem genelindeki risklerin büyümesinden kaynaklanan sorunları önleyen ve direnç oluşturan kendini düzelten piyasa disiplini mekanizmaları aracılığıyla oluşur. Bu bakımdan finansal istikrar hem önleyici hem de iyileştirici boyutları kapsamaktadır.*
4. *Finansal istikrar, reel ekonominin potansiyel sonuçları aracılığıyla ifade edilir. Finansal piyasalarda veya bireysel finansal kurumlardaki bozulmaların genel olarak ekonomik faaliyete zarar vermesi beklenmiyorsa finansal istikrar için bir tehdit olarak görülmesine gerek yoktur.*
5. *Finansal istikrar süreklilik göstermektedir. Finansal istikrarın sağlanması, finansal sistemin her parçasının en yüksek noktada süreklilik gösteren bir performansta faaliyette bulunmasını gerektirmemektedir” (Demirhan, 2013: 570-571).*

Finansal istikrarın ekonomiler için gerekli bir koşul olduğuna dair herhangi bir şüphe yoktur. Finansal istikrarın sağlandığı ve sürdürüldüğü bir ekonomide tasarruf sahipleri ve yatırımcılar faaliyetlerini sürdürmekte istekli olacaklardır. Finansal istikrarın sağlandığı bir finansal sistemde, finansal kurumların kaynaklarını etkin dağıtma ve finansal etkinliği sağlama şansları daha yüksek olacak, makroekonomik politikaların yürütülmesinde de etkinlik daha yüksek olacaktır. Finansal istikrarsızlığın yaşanması durumunda ise, reel gelirden hızlı düşüşler, finansal varlıkların fiyatlarında düşüşler ve sonuç olarak bankacılık ve finans krizleri ortaya çıkacaktır (Darıcı, 2012: 33).

Türkiye’de, uluslararası platformda yaşanan gelişmeler ve küresel kriz sonrasında ortaya çıkan gereksinimler doğrultusunda, 4059 sayılı Hazine Müsteşarlığının Teşkilat ve Görevleri Hakkında Kanun'a 8 Haziran 2011 tarih ve 637 sayılı Ekonomi



Bakanlığının Teşkilat ve Görevleri Hakkında Kanun Hükmünde Kararname ile eklenen Ek Madde 4 hükmü uyarınca; Hazine Müsteşarlığının bağlı olduğu Bakanın başkanlığında, Hazine Müsteşarı ile Merkez Bankası, BDDK, SPK ve TMSF Başkanlarından oluşan ve başlıca görevleri sistemik riskin izlenmesi ve önlenmesi ile sistemik risk yönetimine ilişkin koordinasyonu sağlamak olan Finansal İstikrar Komitesi kurulmuştur. Komitenin görevleri şunlardır:

- Finansal sistemin bütününe sirayet edebilecek sistemik risklerin belirlenmesi, izlenmesi ve bu tür risklerin azaltılması için gerekli tedbir ve politika önerilerini tespit etmek,
- İlgili birimlere sistemik risklerle ilgili uyarılar yapmak, uyarı ve politika önerileri ile ilgili uygulamaları takip etmek,
- İlgili kurumlar tarafından hazırlanacak sistemik risk yönetim planlarını değerlendirmek,
- Sistemik risk yönetimine ilişkin koordinasyonu sağlamak,
- Görev alanı ile ilgili olarak, kamu kurum ve kuruluşlarından her türlü veri ve bilgiyi sağlamak, kurumlar arasında politikaların ve uygulamaların koordinasyonunu sağlamak,
- Mevzuatla yetki verilen diğer konularda karar almak.

Diğer yandan, Komitenin görüşeceği konuların mahiyet ve özelliğinin gerektirdiği durumlarda, Komiteye Bakan tarafından diğer bakanlar ve kamu görevlileri de çağrılmaktadır. Ayrıca, Komite toplantılarının sonuçları ve Komite tarafından alınan kararlar hakkında Bakan tarafından Bakanlar Kuruluna bilgi sunulmaktadır. Kurulan alt çalışma grupları ise, finansal istikrarı ilgilendiren çeşitli konularda detaylı araştırma ve incelemeler yapmaktadır. Komitenin sekretarya görevi ise, Hazine Müsteşarlığı tarafından yürütülmektedir. Komite, kurumlar arası koordinasyonun kurumsal bir yapıya oturması ve etkin bir iletişim kanalı oluşturulması bakımından, makro riskleri azaltıcı politikaların tasarımında ülkemiz için önemli bir adımdır (TCMB, 2017).

### 2.2.1. Finansal İstikrarsızlığın Bir Sonucu Olan Krizler

“Yapılan literatür taramaları sonucu finansal istikrarsızlık nedenleri aşağıdaki gibi sıralanmıştır;

- Bankaların iflas etmesi,
- Hükümetlerin finansal piyasalara müdahalelerin yetersiz olması,
- Yurtiçi tasarrufların düşük seviyede ve yetersiz olması,
- Küresel finansal sistemdeki değişikliklerin yarattığı yeni finansal araçlar , buna bağlı finansal işlem hacmindeki aşırı büyüme, artan sistemik risk ve sermaye hareketlerindeki aşırı oynaklık,
- Yeni finansal tekniklerdeki karmaşıklığın artması,
- Büyük ölçekli finans kuruluşlarının yaşadığı sorunlar,
- Yanlış bilgilendirme ve toplumsal bilinçsizlikten kaynaklanan istikrarsızlık beklentileri ve bu beklentilerin kendi kendini besleyen nitelikte olması,
- Finansal serbestleşme sonrasında bankacılık sisteminde artan rekabet,
- Mevduat garanti sisteminin ters seçim ve ahlaki tehlike sorunlarına yol açabilecek şekilde uygulanmasıdır” (Erdem ve diğerleri, 2011: 12-13).

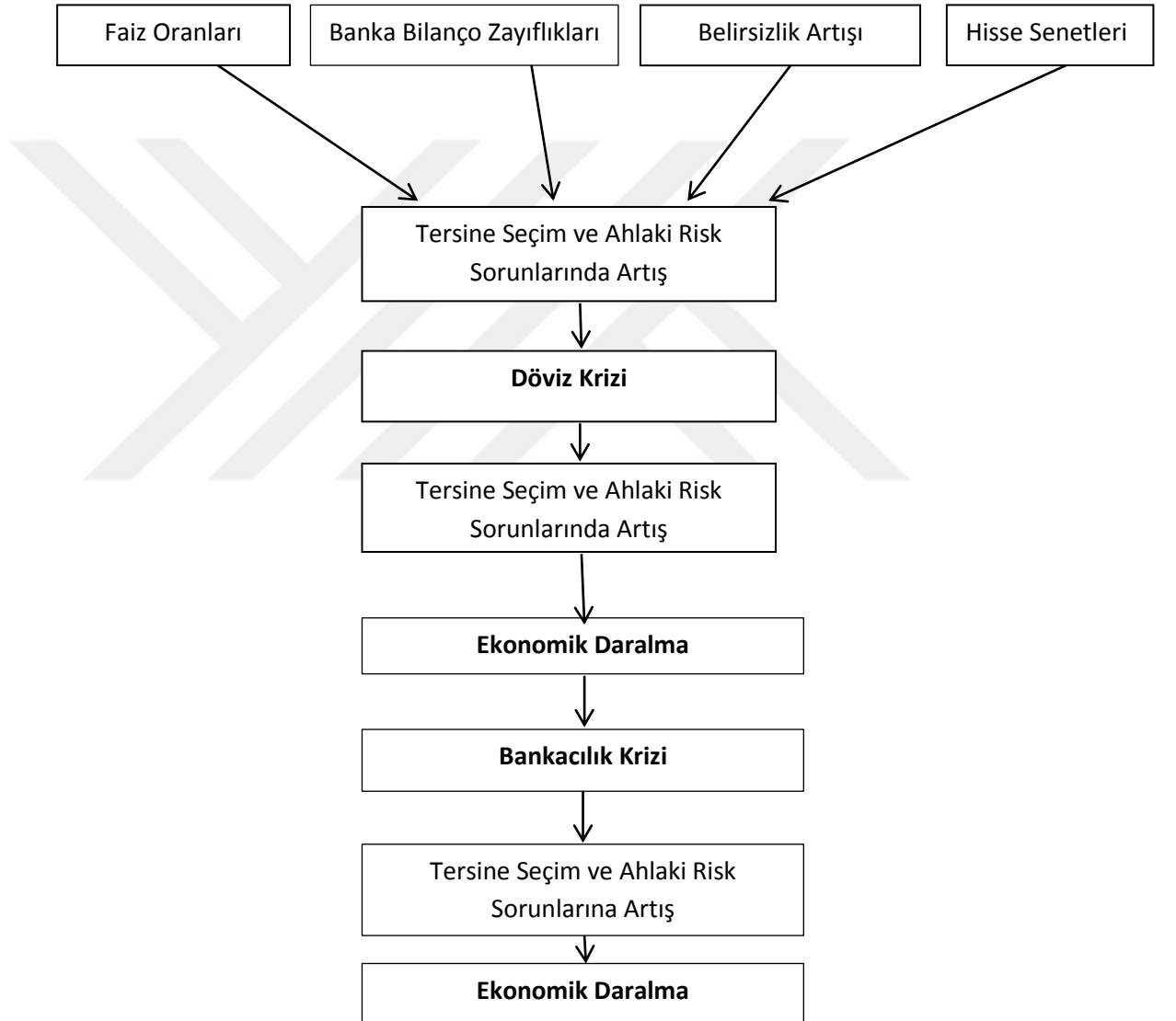
1990’lı yılların başından itibaren birçok finansal kriz yaşanmıştır. Fakat 2008 yılında yaşanan ve etkisi bütün dünya da hissedilen finansal kriz neticesinden finansal istikrarı sağlamanın ve korumanın önemi açık bir şekilde ortaya çıkmıştır. 1992-1993 yıllarında yaşanan Avrupa Para Sistemi’nin Döviz Kurunda yaşanan kriz, 1994-1995 yıllarında yaşanan Meksika finansal krizi, 1994 Türkiye finansal krizi, 1997 Asya, 1998 Rusya, 1999 Brezilya ve 2001 yılında Türkiye ve Arjantin’de yaşanan finansal krizler bugüne kadar yaşanmış finansal krizlere örnek olarak gösterilebilir.

Çeşitli risklere bağlı olarak meydana gelen bu krizler neticesinde finansal sistem üzerinde daha fazla durulmaya başlanmıştır. Meydana gelen bu krizlerin hem reel sektöre hem de diğer ülkelere etki etmesi bu konuyu daha da önemli hale getirmiştir. 1997 yılında Uzakdoğu Asya ülkelerinde meydana gelen büyük finansal kriz, finansal istikrar kavramını bütün ülkeler için önemli bir hale getirmiştir. Bu dönemden sonra yapılan çalışmalarda finansal krizlerin meydana geliş süreci, finansal krizleri önlemeye

yönelik politikalar, finansal kırılganlığın nasıl azaltılacağı gibi konular önemli bir yer teşkil etmektedir (Darıcı, 2009: 40).

Şekil 2.1’de Finansal istikrarsızlık ve bunun sonucu olan finansal krizin reel ekonomiyi etkileme süreci gösterilmiştir.

**Şekil 2.1** Finansal İstikrarsızlığın Reel Ekonomiyi Etkileme Süreci



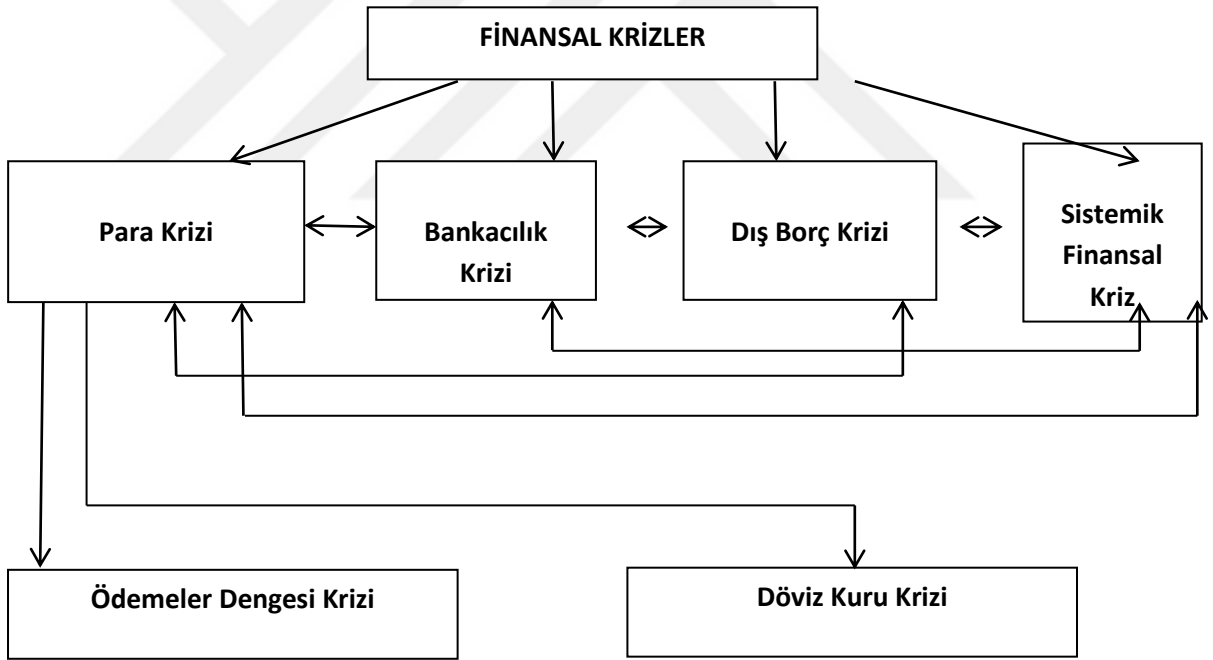
**Kaynak:** Melih İpeker, TCMB Uzmanlık Tezi, 2002: 20

Şekil 2.1 incelendiğinde finansal piyasalarda risk unsuru oluşturan dört temel faktör gösterilmiştir. Bunlar; faiz oranları, banka bilanço zayıflıkları, belirsizlik artışı ve hisse senetleridir. Finansal istikrarsızlık sonucu ekonomik faaliyetlerde ortaya çıkacak sıkıntılar bu dört faktörün tamamında bir sorun yaşanması durumunda da ortaya çıkabilir sadece bir tanesinde oluşacak bir durumda da ortaya çıkabilir.

### 2.2.2. Finansal Kriz Türleri

Finansal krizler temel olarak dört ana başlık altında incelenmektedir. Bunlar; para krizi, bankacılık krizi, dış borç krizi ve sistemik finansal krizlerdir. Şekil 2.2’de finansal krizlerin sınıflandırılması gösterilmiştir.

Şekil 2.2 Finansal Krizlerin Sınıflandırılması



**Kaynak:** Delice, G. (2003). Finansal Krizler: Teorik ve Tarihsel Bir Perspektif. Erciyes Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi, s. 57-81

- **Para Krizi:** Özellikle sabit döviz kuru rejimi uygulayan ekonomilerde piyasa katılımcılarının yerli para birimini terk ederek yabancı paraya yönelmesi ve bunun neticesinde döviz rezervinde bir azalma meydana

gelmesi sonucu oluşan kriz türüdür. Bir ülke parasının üzerinde bir spekülâtif saldırı olur ve bu devalüasyon veya paranın büyük miktarda değer kaybetmesiyle sonuçlanırsa, veya merkez bankası rezervlerini satmak zorunda kalırsa veya parayı korumak için faiz oranlarını yükseltmek zorunda kalırsa bu durum bir döviz veya para krizine neden olur (Delice, 2003: 5 9).

- **Bankacılık Krizi:** Bankacılık krizleri genel olarak bankaların bilançolarındaki küçülmelerden ve banka bilançosunun aktif yapısının bozulmasından kaynaklanmaktadır. Geri dönmeyen krediler, reel sektördeki daralma ve menkul değerler piyasasındaki dalgalanmalar, bankaların aktif yapısını bozmakta ve buda bankacılık krizlerine neden olmaktadır (Sarpkaya, 2009: 15).

Bankacılık krizleri ile döviz krizleri birbirlerini tetikleyebilmektedir. Döviz krizlerin bankacılık krizlerine yol açabileceği iki kanal vardır. Bunlar;

1) Kriz olmadan önceki dönemde uygulanan sabit döviz kuru rejiminin terk edilmesinden önce spekülâtif saldırılar, uluslararası rezervlerin büyük oranda kaybolmasına ve baz para stokunda ve kredi hacminde ani düşüşlerin yaşanmasına neden olabilir. Azalan kredi hacmi üretim üzerinde olumsuz etkiler oluşturacaktır ve geri dönmeyen kredilerin artması sonucu bankacılık krizi ortaya çıkacaktır.

2) Döviz krizinin bir sonucu olarak yerli para değer kaybedecektir ve bankalar arasında kur riskine karşı korunmamış ve büyük miktarda olan döviz borçların ödenmesinde sorunlar ortaya çıkacaktır. Bankaların kendi döviz pozisyonları küçük olsa bile, uluslararası sermaye girişine açık ekonomilerde, emlak sektörü gibi bazı sektörlerin borç yükümlülükleri yüksek olacaktır. Banka kredilerinin büyük oranda bu sektörler tarafından kullanılması ve geri ödeme sıkıntılarının yaşanması bankacılık sektörünü zayıflatacaktır (Coşkun, 2001: 41).

Tablo 2.2’de bankacılık krizine neden olabilecek faktörler gösterilmiştir.

**Tablo 2. 2.** Bankacılık Krizine Neden Olan Faktörler

<b>Makroekonomik Faktörler</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Reel GSYİH Büyüme Hızı</li> <li>- Uluslararası Faiz Oranları</li> <li>- Yurtiçi Faiz Oranları</li> <li>- Yüksek Miktarda Sermaye Girişi</li> <li>- Sermaye Çıkışı</li> <li>- Enflasyon</li> <li>- Sabit Döviz Kuru Rejimi</li> </ul>
<b>Finansal Faktörler</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Özel Sektör Tarafından Kullanılan Banka Kredi Hacminin Büyümesi</li> <li>- Bankacılık Sistemindeki Likidite Düşüklüğü</li> <li>- Varlık Yükümlülük Dengesinin Sağlanamaması</li> </ul>
<b>Yapısal Faktörler</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Bankacılık Kanunları</li> <li>- Mevduat Sigortası Uygulaması</li> <li>- Finansal Serbestleşme</li> </ul>

**Kaynak:** Herrero ve Rio, 2003: 13

- **Dış Borç Krizi:** Bir ülkenin kamu veya özel kesimine ait dış borçları ödeyememe durumu dış borç krizi olarak adlandırılır. Hükümetlerin dış borçların çevrilmesi konusunda ve yeni dış kredi bulma konusunda sıkıntı yaşaması ve dış borcun yeni bir ödeme planına bağlanması veya yükümlülüklerin ertelenmesi şeklinde ortaya çıkar (Delice, 2003: 61). Bankacılık krizi ile karşı karşıya kalan bir ülkede dış borç geri ödemelerinde de aksama olabilir. Dış borç krizi, bir ülkenin dış borç yükümlülüklerini vadesinde tam veya eksiksiz bir şekilde yerine getiremeyeceğini beyan etmesi ile başlar. Bu tanımdan da anlaşılacağı üzere bu aksama sürekli değil belli bir döneme ait olabilir. Bazı durumlarda ülkenin dış borçlarını ödeme imkanı olduğu halde, bu

ödemeleri yapmayıp bunun cezai yaptırımına katlanarak mevcut kıt kaynaklarını yatırım ve üretim gibi alanlara tahsis edebilir. Bu durum “kıt kaynakların öncelikli alanlara tahsis ve tercih sorunu” olarak adlandırılmaktadır. Dış borç krizi, bankacılık krizinde olduğu gibi küresel çapta bir etki göstermez. Dış borç krizi sadece ödeme sıkıntısı yaşayan ülke ve alacaklı ülkelerle sınırlıdır (Çalışkan, 2003: 226).

- **Sistemik Finansal Kriz:** Sistemik finansal kriz, finansal sistemlerin ödeme sistemlerini bozan, kaynak tahsislerinde sıkıntı oluşturan büyük bir şok olarak tanımlanabilir. Böyle bir şokun reel ekonomi üzerinde yıkıcı etkileri olmakta ve büyük oranda çıktı kayıplarına yol açabilmektedir. Sistemik finansal krizlerin temelinde likidite sorunu yatmaktadır. Fakat ülke borcundaki ani artışlar, mevduat sigorta sisteminden kaynaklanan ahlaki risk, merkez bankalarının likidite sağlama sıkıntısı ve öngörülemeyen şoklar gibi faktörler de sistemik finansal bir krize neden olabilir (Darıcı, 2009: 50).

### 2.3. FİNANSAL İSTİKRARIN ÖLÇÜLMESİ

Bir ekonominin sağlıklı bir şekilde büyüebilmesi, kaynak tahsislerin doğru yapılması ve risklerin doğru yönlendirilebilmesi için finansal istikrarın sağlanmış olması gerekmektedir. 1970 ve sonrasında yaşanan finansal krizler, finansal istikrar olgusuna daha çok önem verilmesine neden olmuştur. Finansal istikrarsızlığın bir sonucu olan krizlerin hem ekonomi hem de toplum üzerine yıkıcı etkileri olacaktır. Finansal krizlerin yaşanmaması için finansal sistemler sürekli takip edilmeli ve oluşabilecek riskler önceden önlenmelidir. Finansal istikrarın tanımı yapılırken de belirtildiği gibi finansal istikrarın tanımı üzerine dahi bir görüş birliği söz konusu değildir. Bu nedenle finansal istikrarın ölçülmesi de zordur. IMF tarafından yapılan çalışmalar sonucu finansal istikrarının gözetiminde kullanılacak göstergeler Tablo 2.3’de gösterilmiştir.

**Tablo 2. 3.** Finansal İstikrarın Gözetiminde Kullanılacak Göstergeler

<b>Birleştirilmiş Mikroekonomik Göstergeler</b>	<b>Makroekonomik Göstergeler</b>
<p><b>Sermaye Yeterliliği</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>-Toplam Sermaye Oranları</li> <li>-Sermaye Oranlarının Frekans Dağılımı</li> </ul> <p><b>Aktif Kalitesi</b></p> <p><i><b>Kredi Kurumu</b></i></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>- Sektörel Kredi Konsantrasyonu</li> <li>- Yabancı Para Cinsinden Kredi</li> <li>- Batık Krediler ve Karşılıkları</li> <li>- Zarar Eden Kamu Sektörü Kuruluşlarına</li> </ul> <p>Kullandırılan Krediler</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>- Aktiflerin Risk Profili</li> <li>- Bağlı Krediler</li> <li>- Kaldıraç Oranları</li> </ul> <p><i><b>Kredi Borçluları</b></i></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>- Borç – Özsermaye oranları</li> <li>- Kurumsal Karlılık</li> <li>- Kurumsal Koşulların Diğer Göstergeleri</li> <li>- Hane Halkı Borçluluğu</li> </ul> <p><b>Yönetimin Sağlamlığı</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>- Gider Oranları</li> <li>- Çalışan Başına Kazanç</li> <li>- Finansal Kurumların Sayısındaki Artış</li> </ul> <p><b>Kazanç ve Karlılık</b></p>	<p><b>Ekonomik Büyüme</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>- Toplam Büyüme Oranları</li> <li>- Sektörel Düşüşler</li> </ul> <p><b>Ödemeler Dengesi</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>- Cari İşlemler Açığı</li> <li>- Döviz Rezervlerinin Yeterliliği</li> <li>- Dış Borç ( Vade Yapısı Dahil)</li> <li>- Ticaret Hadleri</li> <li>- Sermaye Akımlarının</li> </ul> <p>Kompozisyonu ve Vadesi</p> <p><b>Enflasyon</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>- Enflasyondaki Oynaklık</li> </ul> <p><b>Faiz ve Döviz Kurları</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>- Faiz ve Döviz Kurlarındaki</li> </ul> <p>Oynaklık</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>- Yurtiçi Reel Faiz Oranlarının</li> </ul> <p>Seviyesi</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>- Döviz Kurunun Sürdürülebilirliği</li> <li>- Döviz Kuru Garantileri</li> </ul> <p><b>Kredi ve Varlık Fiyatlarındaki Aşırı Büyümeler</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>- Kredilerde Aşırı Büyüme</li> </ul>



<ul style="list-style-type: none"> <li>- Aktif Getirisi</li> <li>- Özkaynak Karlılığı</li> <li>- Gelir ve Gider Oranları</li> <li>- Yapısal Karlılık Göstergeleri</li> </ul> <p><b>Likidite</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>- Finansal Kurumlara Merkez Bankası Kredisi</li> <li>- Bankalararası Oranların Segmentasyonu</li> <li>- Parasal Büyüklükler ile İlgili Olarak Mevduatlar</li> <li>- Kredi-Mevduat Oranı</li> <li>- Varlık ve Yükümlülüklerin Vade Yapısı</li> <li>- İkincil Piyasa Likiditesinin Ölçülmesi</li> </ul> <p><b>Piyasa Riskine Duyarlılık</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>- Kur Riski</li> <li>- Faiz Riski</li> <li>- Hisse Senedi Fiyatı Riski</li> <li>- Emtia Fiyat Riski</li> </ul> <p><b>Piyasa Temelli Göstergeler</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>- Finansal Araçların Piyasa Fiyatları ( Sermaye Dahil)</li> <li>- Aşırı Getirilerin Göstergeleri</li> <li>- Kredi Derecelendirme</li> <li>- Ülke Getiri Açıklıkları</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Varlık Fiyatlarında Aşırı Büyüme</li> </ul> <p><b>Bulaşma Etkisi</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>- Ticaret Yayılımı</li> <li>- Finansal Piyasa İlişkisi</li> </ul> <p><b>Diğer Faktörler</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>- Yönlendirilmiş Kredilendirme ve Yatırım</li> <li>- Bankacılık Sistemine Hükümet Başvuruları</li> <li>- Ekonomideki Gecikmiş Borçlar</li> </ul>
---	--

**Kaynak:** Evans, O., Leone, A. M., Gill, M., & Hilbers, P. (2000). *Macroprudential Indicators of Financial System Soundness*. Washington DC: IMF. s.4

Finansal istikrarı ölçülmesi için yukarıda verilen göstergelerin değerlendirilmesi oldukça zordur, bunun dışında finansal istikrar sadece bugünü değil geleceği de

kapsıyor olması bu göstergelerin tahminini zorlaştırmaktadır. Finansal istikrarı ölçmek ve gözlemek için tarih boyunca birçok uygulama yapılmıştır. Finansal istikrarı ölçmek için yapılan uygulamalar;

- Finansal Sağlık Göstergeleri
- Stres Testleri
- Erken Uyarı Sistemleri
- Kompozit Göstergeler olarak ayrıştırılabilir (Haznedaroğlu, 2014: 65).

### 2.3.1. Finansal Sağlık Göstergeleri

Finansal istikrarın tanımlanmasında yaşanan zorluklardan dolayı finansal istikrarın ölçülmesi de zordur. Bu nedenle finansal istikrarın ölçümü, finansal sağlık göstergeleri ve makroekonomik göstergelerle değerlendirilmektedir. IMF tarafından yapılan toplantılar ve üye ülkelerden alınan anketler sonucunda asıl ve destekleyici olmak üzere finansal sağlık göstergeleri yayınlanmıştır. Finansal sağlık göstergeleriyle birlikte izlenmesi gereken makroekonomik göstergelerde aynı yıl içerisinde farklı bir çalışmada yayınlanmıştır (Gençay, 2007: 27).

*“Bankacılık sektörünün finansal sağlığının ve kırılganlıklarının genel hatlarıyla tespit edilebilmesi ve tek bir göstergede özet bir şekilde izlenebilmesi amacıyla, seçilmiş bazı rasyolardan yararlanılarak bir endeks oluşturulmuştur. Seçilen rasyolar öncelikle aktif kalitesi, likidite riski, kur riski, karlılık, sermaye yeterliliği bloklarında endekse dönüştürülmekte, sonraki aşamada ise endekslerin ortalaması alınarak finansal sağlık endeksi oluşturulmaktadır”* (TCMB, 2005 Finansal İstikrar Raporu). Finansal sağlığın ölçülmesinde kullanılan rasyolar Tablo 2.4’de gösterilmiştir.

Tüm dünya da, merkez bankaları tarafından hazırlanan finansal istikrar raporları ile oluşturulan endeks ve göstergeler, erken uyarı sistemleri ile finansal istikrarı takip etmek için kullanılır. Avrupa Merkez Bankası finansal istikrar raporunda dört spesifik dört gruba baz alarak analiz yapmaktadır. Öncelikle bankacılık kesiminin bilançolarına dayalı bir inceleme yapılmaktadır. Sistemik açıdan önemli olan bankalar ele alınarak, bu bankaların karlılık, sermaye yeterliliği ve aktif kalitesi incelenmektedir. İkinci olarak Finansal sektör için temel risk unsurları incelenmektedir. Bu bağlamda, kredi büyümesi,

ekonomik konjonktür, varlık fiyatlarındaki değişimler, bankalar arası rekabet, risk yoğunlaşması ve parasal koşullar değerlendirilmektedir. Üçüncü olarak finansal sistemin dayanıklılığı ve risklere karşı dayanma gücü ölçülmektedir. Dördüncü olarak ise sermaye piyasasında yer alan yatırım ürünlerinin fiyatlarından hareketle geleceğe dair hesaplamalar yapılmaktadır (Tiryaki, 2012: 47).

**Tablo 2. 4.** Finansal Sağlık Göstergelerinde Kullanılan Rasyolar

	<b>Finansal Sağlık Göstergeleri</b>	<b>Etki Yönü</b>
<b>Aktif Kalitesi</b>	Brüt Takipteki Alacaklar/Brüt Kredi	Negatif
	Net Takipteki Alacaklar/ Öz Kaynaklar	Negatif
	Duran Aktifler/Toplam Aktifler <sup>1</sup>	Negatif
<b>Likidite</b>	Likit Aktif/Toplam Aktif <sup>2</sup>	Pozitif
	3 Aya Kadar Vadeli Aktif/3 Aya Kadar Vadeli Pasif	Pozitif
<b>Kur Riski</b>	Bilanço İçi Yabancı Para Poz./Öz Kaynaklar <sup>3</sup>	Negatif
	Yabancı Para Net Gelir Poz./Öz Kaynaklar <sup>4</sup>	Negatif
<b>Karlılık</b>	Net Kar/Toplam Aktif	Pozitif
	Net Kar/Öz Kaynaklar	Pozitif
<b>Sermaye Yeterliliği</b>	Serbest Sermaye/Toplam Aktif <sup>5</sup>	Pozitif
	Sermaye Yeterlilik Rasyosu	Pozitif
<p><sup>1</sup> Duran Aktifler, iştirak bağlı ortaklık, elden çıkarılacak kıymetler, sabit kıymetler ve net takipteki alacaklar toplamından oluşmaktadır.</p> <p><sup>2</sup> Likit Aktifler, nakit değerler, merkez bankası, piyasalar, bankalar ve ters repo işlemlerinden alacaklar toplamından oluşmaktadır.</p> <p><sup>3</sup> Öz Kaynaklar, yasal öz kaynak tanımı olup, bilançonun pasifinden yer alan özkaynak tanımından farklıdır.</p> <p><sup>4</sup> Bilanço içi yabancı para pozisyonu ile bilanço dışı kalemlerin toplanması ile yabancı para net genel pozisyonu elde edilmektedir.</p> <p><sup>5</sup> Serbest sermaye, öz kaynak tutarından duran aktiflerin çıkartılmasıyla hesaplanmaktadır.</p>		

**Kaynak:** TCMB, 2005

### 2.3.2. Stres Testleri

Stres testleri, finansal istikrarın değerlendirilmesinde, finansal kırılganlıklarla alakalı sayısal analizler içermesinden dolayı merkez bankalarınca başvurulan temel yöntemlerden biridir. Stres testleri; finansal sistemin veya herhangi bir finansal kuruluşun şoklar ve olağan dışı piyasa koşullarında kırılganlığının ölçülmesi amacıyla uygulanan teknikler bütünüdür. İlk zamanlarda finansal kuruluşların içsel risk yönetiminin bir parçası olarak kullanılan stres testleri, daha sonra zaman içinde başta uluslararası kuruluşlar olmak üzere, merkez bankaları ve gözetim otoriteleri tarafından finansal sistem içinde uygulanmaya başlamıştır. Stres testleri hem finansal sistem kırılganlığının ölçülmesinde, hem de sistem içerisindeki zayıf bankaların belirlenmesinde kullanılmaktadır. Stres testleri uygulamaları amacına göre “ portföy düzeyinde stres testleri” ve “finansal sistem stres testleri” ya da “ sistem odaklı stres testleri” olarak ikiye ayrılır (Beşe, 2007: 1-4).

Portföy düzeyinde stres testi; bir portföyün makroekonomik çevrede meydana gelebilecek büyük çapta bir değişikliğe veya istisnaide olsa beklenen bir durum karşısında dayanıklılığını ölçen teknikler olarak tanımlanabilir. Bir stres testinin amacı, piyasalardaki normal olmayan gelişmeler durumunda portföyde olası kayıpları ölçerek riskleri daha şeffaf hale getirmektir. Stres testleri finansal kuruluşlar tarafından sermayenin etkin dağılımına ilişkin kararlarda yönetim sistemini ve içsel değerlendirme modellerini tamamlayıcı olarak kullanılır (Blaschke ve diğerleri, 2001: 4).

Finansal sistem stres testleri ise portföy düzeyinde uygulanan stres testlerinden daha farklı olarak uygulanmaktadır. Finansal sistem stres testlerinin nihai amacı portföy düzeyinde stres testinden farklı olarak tüm finansal sistem istikrarını olumsuz etkileyecek ve kırılganlıklara neden olabilecek risk içeren faaliyetlerin dağılımını ve risk yönetiminin belirlenmesidir (Beşe, 2007: 10).

### 2.3.3. Erken Uyarı Sistemleri

Erken uyarı sistemlerinin amacı bir finansal krizi veya ekonomik durgunluğu tespit etmekten daha ziyade, kriz öncesi ortaya çıkan belirtileri algılayıp bunlara erken müdahale etme imkânının sağlanmasıdır. Bir finansal krizin tespit edilebilmesi için çok sayıda karmaşık ve ölçülmesi zor olan veri setine ihtiyaç vardır. Finansal bir krize gelir

veya varlık fiyatlarındaki olağan dalgalanmalar veya ekonomik birimlerin beklentilerindeki herhangi bir değişiklik bile neden olabilmektedir (Haznedaroğlu, 2014: 70).

Birçok değişkeni kapsayan ve bunları sinyallere çeviren öncü göstergeler modeli en önemli erken uyarı göstergelerinden birisidir. Literatürde yer alan öncü göstergeler Tablo 2.5’te gösterilmiştir.

**Tablo 2. 5.** Öncü Göstergeler

<b>Döviz Kuru ve Ödemeler Dengesi Göstergeleri</b>	<b>Parasal ve Finansal Göstergeler</b>	<b>Reel Sektör Göstergeleri</b>
a. Reel Döviz Kuru	a. (Kısa Vadeli Borç)/(Rezervler)	a. İmalat Sanayi Üretim Endeksinin Büyümesi
b. İhracatın Büyümesi	b. Merkez Bankası Döviz Rezervlerinin Büyümesi	b. Reel Sektöre Yönelik Banka Kredileri
c. İthalatın Büyümesi	c. (M2Y/Rezervler) ‘in Büyümesi	c. İmalat Sanayi Haftalık Ya da Aylık Çalışma Saati
d. Cari İşlemler Dengesi	d. Reel Mevduat Faizleri	d. İşsizlik Oranı
e. Kısa Vadeli Sermaye Hareketleri	e. Toplam Mevduatların Büyümesi	e. Reel Sektör Sabit Sermaye Yatırımları
f. (Cari Açık)/(GSYİH)	f. Borsa Endeksinin Büyümesi	f. Yatırımlar/GSYİH
g. İhracatın İthalatı Karşılama Oranı	g. M2/M2Y	g. Kapasite Kullanım Oranı
h. Net Hata Değişim Oranı	h. Toplam Yurt İçi Kredilerin Büyümesi	h. Stoklardaki Değişme
ı. (İhracat/GSYİH)	ı. Reel Ankes (M1) Fazlası	
j. (İthalat/GSYİH)	j. Paranın Reel Değer Artışı	
	k. Hisse Senedi Fiyatları	
	l. Enflasyon Oranı	

**Kaynak:** Yücel, F. ve Kalyoncu, H. (2010), Finansal Krizlerin Öncü Göstergeleri ve Ülke Ekonomileri Etkileme Kanalları: Türkiye Örneği. *Maliye Dergisi Sayı:159, s.58.*

### 2.3.4. Kompozit Göstergeler

Kompozit göstergeler, her bir bireysel göstergenin görelî önemini temsil eden ve bu göstergelerin ağırlıklarını içeren toplu bir endekstir. Ancak kompozit göstergelerin oluşturulması kolay değildir. Metodolojik değışiklikler yeterince ele alınmadığı takdirde kompozit göstergeler yanlış yorumlanabilir veya manipüle edilebilir. Bu nedenle kompozit göstergelerin oluşturulmasına ve kullanılmasına büyük önem verilmelidir. Kompozit göstergeler ülkelerin ekonomik, çevre, toplumsal ve teknolojik gelişme gibi konularda performansı hakkında bilgi sahibi olabilmek için politika yapıcılar için önemli bir araç olarak kabul edilmektedir. Kompozit göstergelerin yorumlanması bir çok ayrı gösterge arasında ortak bir eğilim bulmaktan daha kolaydır (Nardo ve diğerleri, 2005: 5-6). Kompozit göstergelerin bazı olumlu ve olumsuz yönleri şu şekilde sıralanabilir;

#### ***Olumlu Yönleri***

- Karmaşık ve çok boyutları konuları, kara vericileri göz önünde bulundurarak özetler.
- Tek bir göstergeyi yorumlamak, birçok ayrı göstergeden bir eğilim tespit etmeye çalışmaktan daha kolaydır.
- Karmaşık konularda ülkeleri sıralama görevinde kıyaslama çalışmalarını kolaylaştırır.
- Ülkelerin zaman içerisinde karmaşık konulardaki ilerlemelerini değerlendirmede yardımcı olur.
- Bir gösterge setinin boyutunu azaltır veya mevcut bir gösterge içinde daha fazla bilgiye yer verir.
- Politika arenasının merkezine ülke performansını ve ilerlemesini yerleştirir.
- Sıradan vatandaşlar ile olan iletişimi kolaylaştırır ve hesap verebilirliği teşvik eder.

#### ***Olumsuz Yönleri***

- Göstergeler hatalı oluşturulmuş veya yorumlanmışsa yanıltıcı politika mesajları gönderebilir.

- Göstergeler ile birlikte kullanılmazsa basit politika sonuçları çıkartılmasına sebep olabilir.

- Göstergelerin seçimi, model seçimi ve ağırlıklar gibi aşamalarda şeffaf olunmaz veya kavramsal ilkelere bağlı kalınmazsa, istenilen bir politikayı desteklemek için kullanılabilirler.

- Göstergelerin ve ağırlıklarının seçimi politik zorlukların hedefi olabilir.

- Olguların bazı boyutlarında meydana gelebilecek başarısızlıkları gizleyebilir ve düzeltici eylemlerin tamamlanmasındaki zorlukları artırabilir.

- Şayet ölçülmesi zor olan performansa boyutları ihmal edilirse bu yanlış politikalara sebep olabilir (Nardo ve diğerleri, 2005: 6).

#### **2.4. FİYAT İSTİKRARI İLE FİNANSAL İSTİKRAR ARASINDAKİ İLİŞKİ**

1990'lı yıllarda finansal piyasaların gelişmesi ve finansal serbestleşmeyle birlikte, merkez bankaları parasal hedeflemeden ziyade enflasyon hedeflemesini benimsemeye başlamışlardır. Aynı zamanda finansal krizlerinde etkisiyle, merkez bankaları fiyat istikrarının yanı sıra finansal istikrarı da gündemlerine almışlardır. Böylece merkez bankalarının aynı anda gerçekleştirmesi gereken iki ayrı nihai hedefi olmuştur.

Fiyat istikrarı ve finansal istikrar birbirini tamamlayan ve destekleyen durumlardır. Her ikisi de pek çok şekilde birbirlerine katkı yapmaktadırlar. Fiyat istikrarı, finansal sözleşmelerde borç alanlar ile borç verenler arasında, beklenmedik fiyat gelişmelerinden ortaya çıkabilecek sorunları en aza indirmektedir. Ayrıca fiyat istikrarı finansal strese neden olabilecek, gelir ve refah dağılımını olumsuz etkileyecek durumları da ortadan kaldırmaktadır.

Finansal istikrarın olduğu bir ekonomide, para politikası kararları daha rahat bir şekilde aktarılabilir ve oluşabilecek makroekonomik şokların finansal sektör yoluyla tüm ekonomiyi etkilemesi önlenmiş olur ve fiyat istikrarının sağlanmasında para politikalarının etkinliği artar (Posen, 1995: 256-257).

Papademos (2009) konuşmasında, 2007 yılında ABD merkezli başlayan kriz sırasında, ECB (Avrupa Merkez Bankası) tarafından uygulanan tedbirler sayesinde,

likidite ktlığından kaynaklı ödeme gücü sorununun önlendiğini ve bunun finansal istikrarın sağlanmasına katkıda bulunduğunu belirtmiştir.

Politika hedeflerine ulaşabilmek için, fiyat istikrarı veya finansal istikrarın herhangi birinden feragat etmeye gerek yoktur. Fiyat istikrarı ve finansal istikrarı eş zamanlı sağlamak merkez bankalarına bazı zorluklar doğurmaktadır. Yaşanan son finansal krizde istikrarlı fiyatların ve düşük faiz oranlarının sağlandığı ortamlarda finansal dengesizliklerin ortaya çıktığı görülmüştür. Bu durumda merkez bankalarının fiyat istikrarını ve finansal istikrarı eş zamanlı olarak koruyabilmesi için genişletilmiş politika araçlarına ihtiyaç duymaktadır.

**Tablo 2. 6.** Fiyat İstikrarı – Finansal İstikrar Karşılaştırılması

	<b>Fiyat İstikrarı</b>	<b>Finansal İstikrar</b>
Genel Tanım	Açık ve net	Çeşitli tanımlar mevcut
Operasyonel Tanım	Açık ( değişken ve hedef) özellikle enflasyon hedeflemesi uygulamasında	Belirlenmemiştir
Merkez Bankasının Rolünün Alt Yapısı	Kanunla belirlenmiş	Kanunun yorumlanmasına dayalı
Merkez Bankasının Sorumluluğu	Tam sorumluluk	Kısmi/paylaşılmış sorumluluk
Müdahale	Düzenli, sık aralıklarla	Zaman zaman
Teorik Araştırmalar	Gelişmiş düzeyde	Gelişmekte

**Kaynak:** Čihák, 2010: 47



## ÜÇÜNCÜ BÖLÜM

### TCMB’NİN FİYAT İSTİKRARI VE FİNANSAL İSTİKRARI SAĞLAMAYA YÖNELİK PARA POLİTİKASI UYGULAMALARI

2008 küresel finans krizi öncesinde TCMB’nin tek hedefi fiyat istikrarını sağlamaktı ve para politikalarını ve araçlarını sadece fiyat istikrarını sağlamaya yönelik kullanıyordu. Krize kadar olan dönemde fiyat istikrarı sağlandığı zaman finansal istikrarında sağlandığı düşünülüyordu, fakat küresel finans krizi ile birlikte fiyat istikrarının sağlandığı durumlarda finansal istikrarın sağlanmadığı ve finansal istikrarın sağlanabilmesi için yeni para politikası araçlarına ihtiyaç duyulduğu görülmüştür. Bu bağlamda TCMB 2010 Kasım ayı itibariyle fiyat istikrarının yanında finansal istikrarı da sağlamaya yönelik yeni para politikası bileşenleri uygulamaya başlamıştır. Bu bölümde öncelikle para politikası uygulamalarının tarihsel gelişimine yer verilecek, daha sonra krizle birlikte neden yeni politika araçlarına ihtiyaç duyulduğu anlatılacak ve yeni para politikası araçları ile para politikası uygulamaları anlatılacaktır.

#### 3.1. PARA POLİTİKASI UYGULAMALARININ TARİHSEL GELİŞİMİ

1980 yılı iktisat politikaları açısından Türkiye’de bir kırılma noktasıdır. 1960 yılından beri uygulanan politikalar terk edilerek, liberal ve dışa açık politikalara geçiş yapılmıştır. 1980 yılından sonra uygulanan para politikalarını beş ana grup altında inceleyebiliriz. Bunlar; 1980-1990 dönemi, 1990-1999 dönemi, 2000-2001 dönemi, 2002-2005 dönemi ve 2006 ve sonrası (Tokucu, 2008: 169-171).

- **1980-1990: Para ve Sermaye Piyasalarında Yapısal Dönüşümler:** 1980 yılı hem para politikası uygulamaları olarak hem de genel ekonomik anlayış açısından Türkiye’nin geleceğine damga vuracak olan bir dönem olmuştur. Türkiye’de 1950-1980 yılları arasında ekonomi politikaları kapalı ekonomi anlayışı ile oluşturulmuş, sabit kur rejimi uygulanmış, iç talep kamu harcamaları yapılarak yüksek tutulmuş ve kamu açıkları TCMB kaynaklarıyla finanse edilmiştir. 1960 sonrası ithal ikameci büyüme modeli uygulanmaya başlamış fakat her 10 yıllık süreç sonunda enflasyon oranlarında artış görülmüş,

ekonomik büyüme yavaşlamış, ödemeler dengesi krizleri yaşanmış ve bunun neticesinde yüksek oranlı devalüasyonlar yapılmıştır (Önder, 2005: 146-147).

1970'li yıllarda yaşanan maliyet enflasyonu zamanla talep enflasyonuna daha sonra ise bir krize dönüşmüştür. Bu nedenle 24 Ocak 1980 tarihinde bir takım tedbir kararları alınmıştır. Alınan bu tedbirler; döviz kurunun devalüe edilmesi, kamu fiyatlarının artırılması ve faizlerin yükseltilmesi gibi parasal tedbirlerdir. Bunlarla TL'ye olan talebin artması, vadeli mevduatların teşvik edilmesi ve iç talebin azaltılması amaçlanmıştır. 1981 yılından itibaren döviz kurlarının her gün yeniden belirlenmesi uygulanmaya başlamıştır ve faizlerdeki sınırlamalar kaldırılmıştır. 24 Ocak ve sonrasında alınan kararlar, bankaları ilk etapta faiz artırımına zorlamıştır ve para piyasaları canlanmıştır. Fakat gerekli yasal düzenlemeler yapılmadığından "Banker Faciası" olarak adlandırılan kriz meydana gelmiştir. Bundan dolayı 1983-1985 döneminde bir dizi önlemler alınmış ve 30 sayılı kararnameyle banka kredi faizleri serbest bırakılırken mevduatlara uygulanacak olan faizler merkez bankası tarafından belirlenmeye başlamıştır (Sarı, 2007: 8-9).

1980-1990 yılları arasında para ve sermaye piyasalarında gerçekleştirilen düzenlemeler neticesinde, para politikalarını uygulamakla sorumlu olan Merkez Bankası politika uygulama sürecinde ihtiyaç duyduğu serbestliği ve araç donanımını elde etmiştir. Bir Merkez Bankası'nın politika uygulama sürecinde karşılaştığı en büyük sıkıntılardan birisi hazine kaynak kullandırma zorunluluğudur. 1985 yılında yapılan bir düzenleme ile hazine bütçe açıklarının finansmanı için tahvil ve bono ihraç etmeye başlamıştır. 1989 yılında hazine ile Merkez Bankası arasında kaynakların kullanımına bir disiplin getirilmesine yönelik bir protokol imzalanmış ve hazine bu disipline bağlı kaldığı müddetçe Merkez Bankası'ndan kullanılan kaynaklar makroekonomik dengeyi bozucu etkiler meydana getirmemiştir (Tokucu, 2008: 175).

- **1990-1999: Para Programları Dönemi:** Merkez Bankası 1990 yılı itibariyle parasal programlama dönemine girmiştir. 1986, 1987 ve 1989 yıllarında da parasal programlar hazırlanmış fakat kamuoyuna ilan edilmemiştir. 1990 yılında

kamuoyuna açıklanan parasal programın esas hedefi banka bilançosunun denetim altına alınmasıdır. 1990 yılında yürütülecek olan para politikası kamuoyuna ilan edilmiş aynı zamanda kontrol edilmek istenen değişkenler için orta vadeli hedefler de belirlenmiştir (Orhan ve Erdoğan, 2008: 364). 1991 yılı hem Körfez Krizi'nin ortaya çıkması, hem de ülkede erken seçim kararı alınmasından dolayı oluşan belirsizliklerden dolayı para politikalarını uygulama açısından zor bir yıl olmuştur. Merkez Bankası bu yıl para programı ilan etmek yerine, Türk Lirası ve döviz piyasalarındaki istikrarı korumayı ve rezerv paradaki büyümeyi kontrol altına almayı amaçlamıştır. Savaşın etkisiyle oluşan politik belirsizlik piyasaları olumsuz yönde etkilemiş ve bu yıl içerisinde döviz kurları enflasyondan daha hızlı bir artış göstermiş ve Türk Lirası değer kaybetmiştir. Bu dönemde kamu finansman açığının kontrol altına alınamamış olması da parasal büyüklüklerin kontrolünü zorlaştırmış ve bir para programının açıklanmasını olanaksız kılmıştır (Kesriyeli, 1997: 23). 1992 yılında orta vadeli hedefler için para programı ilan edilmiştir. Ancak hem Körfez Savaşı'nın etkileri hem de kamu kesimin artan borç yükünden bu programın uygulanması mümkün olmamıştır. Kamudaki artan borç yükünden dolayı Merkez Bankası kaynaklarına başvurulması Merkez Bankası bilançosundaki iç varlıkların artmasına neden olmuş ve bilanço büyüklüğünün kontrol altına alınması güçleşmiştir (Tokucu, 2008: 177). 1993 yılında parasal program ilan edilmemiştir. Artan kamu açıklarının denetim altına alınamaması sonucunda parasal büyüklüklerin kontrol edilmesi zorlaşmıştır. Merkez Bankası bu dönemde finansal piyasalardaki istikrarın korunmasına öncelik vermiştir. Merkez Bankası artan likiditenin kurlar üzerinde oluşturacağı baskıyı rezerv kaybına neden olmadan kontrol altında tutmaya çalışmıştır (Karataş, 2000: 140). Kamu kesiminin Merkez Bankası kaynaklarını yoğun şekilde kullanmasından dolayı, para programlarındaki parasal hedefler yakalanamamıştır. Bundan dolayı 1993 yılında kur ayarlamalarına dayalı olan döviz kuru hedeflemesine geçilmiştir. Fakat kur ile faiz arasındaki denge bozulduğundan dolayı ülke ekonomisi 1994 yılında krize sürüklenmiştir (Tokucu, 2008: 178). 1994 yılının ilk çeyreği ekonomik krizin yaşandığı dönemdir. Bu dönemde yaşanan gelişmeler sonucu bozulan dengeleri kısa sürede eski haline getirecek kalıcı önlemleri içeren istikrar politikalarının

uygulanması zorunlu hale gelmiştir. Bu nedenle, kısa vadede enflasyonu düşürüp, döviz kurlarında ve mali piyasalarda dengeyi sağlayacak, mali istikrarsızlığa neden olan yüksek kamu açıklarına ve dış açık sorununa kalıcı çözümler getirecek uzun vadede istikrarlı büyümeyi sağlamayı amaçlayan kararları içeren 5 Nisan İstikrar Paketi hazırlanmıştır (Karataş, 2000: 140). 5 Nisan kararları ile birlikte para politikalarının daha etkin şekilde yürütülebilmesi için mali piyasalarla ilgili bazı düzenlemeler yapılmıştır. Öncelikle, Merkez Bankası'nın hazine ile ve diğer kamu kuruluşları ile olan kredi ilişkileri yeniden düzenlenmiştir. 1995 yılının ilk on ayında izlenen para politikası 1994 yılının izlenen para politikalarının devamı niteliğindedir. Bu dönemde enflasyonla mücadele için kurların nominal bir çapa olarak kullanılmasına devam edilmiş ve kur politikalarının kredibilitésinin arttırmak için dış varlık artışına önem verilmiştir. 1995 yılı sonunda erken genel seçim yapılması, gümrük birliğine girilmesi, yıl içinde yaşanan hükümet değişiklikleri gibi nedenler ekonomideki belirsizlikleri arttırmıştır. Bu nedenle, 1996 yılında finansal piyasalarda istikrarın sağlanması ve korunmasına yönelik politikalar uygulamaya koyulmuştur (Kesriyeli, 1997: 27-28). 1997 yılında uygulamaya konulan para politikalarında bir önceki yıla göre ciddi bir değişiklik olmamıştır. Bu dönemde uygulanan para politikaları daha çok mali piyasalardaki istikrarı sağlamayı amaçlamıştır. Bu bağlamda Türk Lirası ve döviz piyasalarındaki belirsizlikler ve dalgalanmalar azaltılmaya çalışılmıştır (Orhan ve Erdoğan, 2008: 373). 1998 yılında ilan edilen yeni programda bütçe disiplinin mutlaka sağlanması gerektiği vurgulanmıştır. Parasal genişlemenin kontrol altına alınabilmesi için kamuya açılan kredileri içeren net iç varlıklar kaleminin kontrol edilmesi ve dış varlıklarda herhangi bir artış olduğu zaman piyasaya para sürülmesi kabul edilmiştir. Ancak bu dönemdeki para programı da uygulamada başarılı olamamıştır. 1997 yılında Güneydoğu Asya'da ve 1998 yılında Rusya'da meydana gelen mali krizler tüm dünya da olduğu gibi Türkiye'de de etkisini göstermiştir. Yüksek miktarda yaşanan sermaye çıkışı faiz oranlarının önemli derecede yükselmesine neden olmuştur (Tokucu, 2008: 179).

- **2000-2001 Dönemi:** 1990'lı yıllarda uygulanan ve gerek kamu finansmanı ihtiyaçlarından gerekse yurtdışı krizlerden kaynaklı olarak başarılı olamayan parasal programlardan sonra 2000 yılında enflasyonu düşürme programı uygulamaya konulmuştur. Program kapsamında para, maliye ve kur politikalarının nasıl yürütüleceği konusunda detaylı bilgiler verilmiştir. Program kapsamında sıkı bir maliye politikasının uygulanacağı ve bu sayede faiz dışı fazlanın arttırılması, özelleştirmelerin hızlandırılması, kamu harcamalarının kısılması ve kamu gelirlerinin arttırılması amaçlanmıştır. Kur politikasında ise, iktisadi birimlerin kurlarla ilgili herhangi bir belirsizliği maruz kalmaması için önceden ilan edilen günlük döviz kuru uygulanacağı açıklanmıştır. Kurların önceden açıklanması ile enflasyonla mücadelenin daha rahat yürütüleceği ifade edilmiştir. Önceden açıklanan kurlar sayesinde, borçlanmalardaki kur riski azalacak ve borçlanma maliyetleri düşecektir. Program kapsamında para politikalarında kullanılacak araçlar; açık piyasa işlemleri, zorunlu karşılıklar ve disponibilitate oranı olarak belirtilmiştir (Tokucu, 2008: 180).

2000 yılında uygulamaya konulan enflasyonu düşürme programı, Kasım 2000 ve Şubat 2001 krizlerinin etkisiyle uygulanabilir olmaktan çıkmıştır. Bu dönemde döviz kuru politikası terk edilerek, para tabanı nominal çapa olarak belirlenmiştir (Sarı, 2007: 16). Yaşanan krizlerin etkisinden kurtulmak ve sürdürülebilir bir büyüme sağlamak için Güçlü Ekonomiye Geçiş Programı ilan edilmiştir. Programın nihai amacı; ekonomide sürdürülebilir bir gelişme ortamını sağlayarak kaynak kullanım sürecindeki verimliliği arttırmak, dışa açık bir yaklaşımla piyasalarda rekabet gücünü arttırmak ve bu sayede büyümeyi, istihdamı, yatırımı ve refah düzeyini arttırmak olarak belirtilmiştir. Program kapsamında 15 adet yasal düzenleme getirilmiştir. Bu düzenlemelerin temel amaçları;

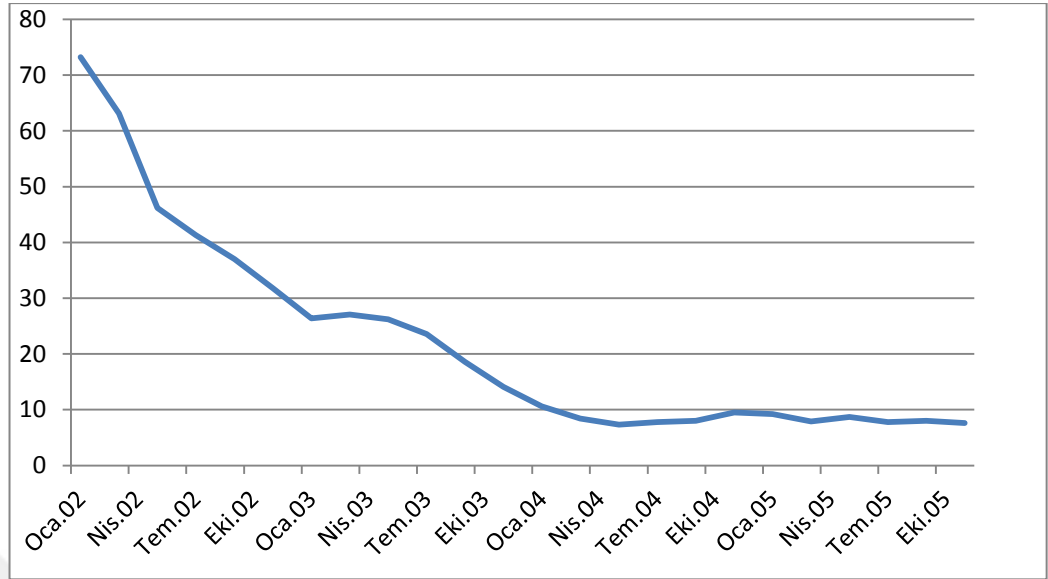
“1-) *Mali Sektörün Yeniden Yapılandırılması*

2-) *Devlette Şeffaflığın Artırılması ve Kamu Finansmanının Güçlendirilmesi*

3-) *Ekonomide Rekabetin ve Etkinliğin Artırılması*

4-) *Sosyal Dayanışmanın Güçlendirilmesi*” (TCMB, 2001: 12-13).

- **Enflasyon Hedeflemesi Uygulaması:** Enflasyon hedeflemesi uygulaması gelişmiş ve gelişmekte olan birçok ülkede uygulanmış ve olumlu sonuçlar vermiştir. Bunun üzerine Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası (TCMB) 2002 yılında para politikasında nihai hedefinin enflasyon hedefine geçmek olduğunu belirtmiştir. Türkiye’de enflasyon hedeflemesi üç ayrı dönem için incelenebilir. Birinci dönem enflasyon hedeflemesine geçiş süreci olan 2002-2005 dönemi. İkinci dönem kriz öncesi uygulanan açık enflasyon hedeflemesi süreci ve 2008 küresel finans krizinden sonra yeniden yapılandırılarak uygulanan enflasyon hedeflemesi süreci (Öztürk, Sözdemir, Ülger, 2013).
- **Örtük Enflasyon Hedeflemesi (2002-2005):** Enflasyon hedeflemesi rejimini uygulayan bütün ülkelerde olduğu gibi Türkiye’de de bu uygulamaya geçilmeden önce gerekli ön koşulların bir kısmının sağlanması hedeflenmiş ve bu nedenle 2002-2005 yılları arasında bir geçiş süreci olan “örtük enflasyon hedeflemesi” uygulanmıştır. 2001 yılı itibariyle Türkiye enflasyon hedeflemesi için gerekli ön koşulları büyük ölçüde sağlamamaktaydı. Enflasyon hedeflemesinin uygulanmasında en önemli koşullardan biri olan düşük enflasyon oranı Türkiye için geçerli değildi, çünkü 2001 krizinden sonra enflasyon oranı çok yüksek seviyelerde seyretmekteydi. Bir diğer sıkıntı ise mali baskı ve dolarizasyon sorunu idi. 2001 krizinden sonra Türkiye’de ki kamu borç stoku %90,5 ile en yüksek seviyesine ulaşmış, dolarizasyon ise tarihin en yüksek oranı olan %43 olmuştu. Bu süreçte enflasyon hedeflemesi ön koşullarından sadece merkez bankasının bağımsızlığı sağlanabilmişti. Bu nedenle enflasyon hedeflemesi rejimine geçmeden önce bir geçiş süreci olan örtük enflasyon hedeflemesi rejimi uygulamaya konulmuştur (Kara,Orak, 2008: 37-40). Örtük enflasyon hedeflemesi sürecini Türkiye çok iyi şekilde değerlendirmiş ve enflasyon hedeflemesini uygulamak için gerekli olan ön koşulların büyük bir çoğunluğunu sağlamıştır. Örtük enflasyon hedeflemesine geçildiği zaman %70 olan TÜFE enflasyon oranı bu zaman içerisinde tek haneye düşmüş, bütçe açığının ve kamu borç stokunun milli hâsıla içindeki oranı azalmış ve kriz sürecinde çok düşük olan finansal sağlamlık endeksi bu süreçte yüksek değerlere ulaşmıştır (Ermişoğlu, 2011).

**Grafik 3.1** 2002-2005 Yılları TÜFE Enflasyon Oranları

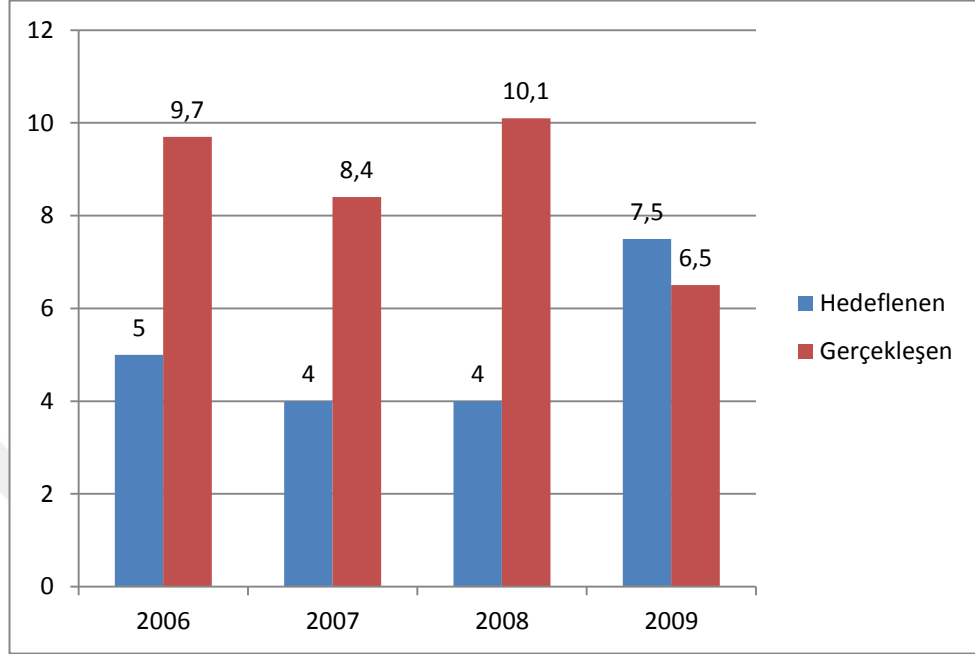
**Kaynak:** TÜİK, Enflasyon ve Fiyat İstatistikleri  
[http://www.tuik.gov.tr/PreTablo.do?alt\\_id=1014](http://www.tuik.gov.tr/PreTablo.do?alt_id=1014)

- **Açık Enflasyon Hedeflemesi (2006-2009):** 2002-2005 dönemi enflasyon hedeflemesine geçiş süreci olarak değerlendirilmiş ve enflasyon oranları tek haneli seviyelere indirilerek bu süreçte başarılı olunmuştur. Nokta hedef belirleyen TCMB 2006 yılı için hedef enflasyon oranını %5 olarak belirlemiş, belirsizlik aralığını ise 2 puan olarak ilan etmiştir. Fakat oluşan arz şokları neticesinde 2006 yılı enflasyonu %9,7 olarak gerçekleşmiş ve belirlenen belirsizlik aralığının da üstünde olmuştur.

Grafik 3.2’de açık enflasyon hedeflemesinin uygulandığı dönemlerde hedeflenen ve gerçekleşen enflasyon oranları gösterilmiştir. Açık enflasyon hedeflemesinin uygulandığı dönemlerde enflasyon oranlarının tutturulamaması, TCMB tarafından, uygulanan politikaların bir başarısızlığı olarak değil, yurt dışı gelişmeler, petrol ve gıda fiyatlarındaki artışlar ve arz şoklarından kaynaklı olarak değerlendirilebilmektedir. 2006 yılında yoğun sermaye çıkışlarının olması, TL’nin aşırı değer kaybetmesine neden olmuştur. Hedeflerin tutturulamaması, hem uygulamanın bir başarısızlığı olarak görülebilmekte, hem de merkez bankasına olan güveni sarsabilmektedir. Fakat özellikle örtük enflasyon hedeflemesi döneminde tek haneli seviyelere inen enflasyon oranının,

bu dönemde de tek haneli seviyelerde kalması, enflasyon hedeflemesinin bir başarısı olarak algılanabilmektedir.

**Grafik 3.2.** 2006-2009 Yılları Hedeflenen ve Gerçekleşen Enflasyon Oranları



**Kaynak:** TCMB, Para Politikası, Fiyat İstikrarı

<http://www.tcmb.gov.tr/wps/wcm/connect/TCMB+TR/TCMB+TR/Main+Menu/Para+Politikasi/Fiyat+Istikrari/Enflasyon+Hedefleri>

- **Küresel Finans Krizi Sonrası Enflasyon Hedeflemesi Uygulaması:** 2008 yılında yaşanan ve tüm dünya da etkileri hissedilen küresel finans krizi neticesinde TCMB’de enflasyon hedeflemesi uygulamasını revize etmiştir. Modern enflasyon hedeflemesi uygulaması olarak adlandırılan bu uygulamada sadece enflasyonun hedef olarak belirlenmesinin krizden çıkmak için yeterli olmadığı, fiyat istikrarı ile birlikte reel piyasalar üzerinde etkisi daha çok hissedilen finansal istikrarın da sağlanabilmesi daha farklı politika araçlarına ihtiyaç duyulduğu vurgulanmıştır. Finansal istikrarı sağlamaya yönelik para politikası araçları bir sonraki bölümde detaylı olarak anlatılacaktır.



### 3.2. KÜRESEL FİNANS KRİZİ SONRASI UYGULANAN PARA POLİTİKALARI

Fiyat istikrarını sağlamaya yönelik olarak klasik enflasyon hedeflemesinin neticesinde fiyat istikrarı ile birlikte finansal istikrarında sağlandığı varsayılıyordu. Fakat 2008 küresel finans krizi ile birlikte klasik enflasyon hedeflemesinin yeterli olmadığı ve fiyat istikrarını sağlamaya yönelik politikalar sonucu finansal istikrarsızlıklar ortaya çıktığı görülmüştür.

2008 finansal krizi sonrasında oluşan yeni konjonktür merkez bankalarını geleneksel politika uygulamalarından farklı politika uygulamalarına yönlendirmiştir. Bu bağlamda, 2010 yılı sonu itibariyle TCMB tarafından yeni bir para politikası çerçevesi tasarlanmış ve uygulamaya başlanmıştır. Yeni politika çerçevesi kapsamında, enflasyon hedeflemesi finansal istikrarı destekleyecek bir amaç olarak tekrar gözden geçirilmiş ve bu amaç doğrultusunda ek politika araçları geliştirilmiştir. Geleneksel enflasyon hedeflemesinde, merkez bankaları esas olarak enflasyonu hedeflenen enflasyon oranlarıyla uyumlu seviyelerde tutmayı amaçlamakta ve bunu yaparken de genelde tek araç olarak kısa vadeli faiz oranlarını kullanmaktaydı. Finansal istikrarı da dikkate alan bir parasal otorite, para politikasını oluştururken bu amaçla ilişkili gördüğü diğer değişkenlere de doğrudan tepki verebilmektedir. Finansal istikrar ile fiyat istikrarı arasında ortaya çıkabilecek değişim nedeniyle TCMB politika faizinin yanında ek araçlara da ihtiyaç duymaktadır. Bu nedenle TCMB yeni politika tasarımına giderken politika araçlarını da çeşitlendirmiştir (A.Kara, 2012: 2-6).

Fiyat istikrarı ile birlikte finansal istikrarın da sağlanabilmesi için merkez bankaları geleneksel olmayan alternatif para politikası araçları kullanmaya başlamışlardır. Bu para politikası araçları; faiz koridoru, zorunlu karşılık oranları ve rezerv opsiyon mekanizması (ROM)' dur.

**Tablo 3. 1.** TCMB Politika Araçları ve Amaçları

	<b>ESKİ YAKLAŞIM</b>	<b>YENİ YAKLAŞIM</b>
<b>AMAÇLAR</b>	-Fiyat İstikrarı	-Fiyat İstikrarı -Finansal İstikrar
<b>ARAÇLAR</b>	-Politika Faizi	-Politika Faizi -Zorunlu Karşılıklar -Likidite Yönetimi -Rezerv Opsiyon Mekanizması (ROM)

**Kaynak:** TCMB, 2013

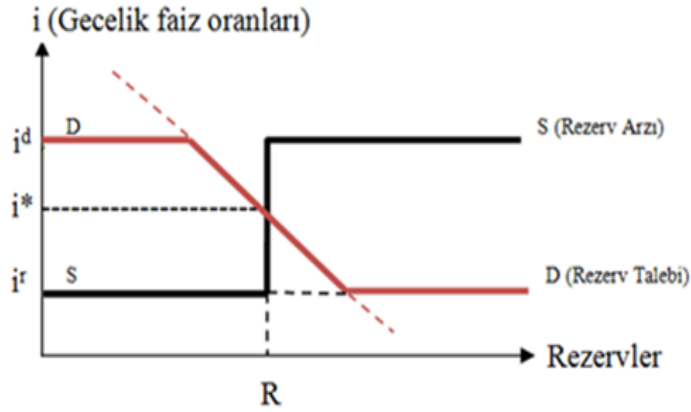
### 3.2.1. Faiz Koridoru

2008 yılında yaşanan küresel kriz sonrasında, gelişmekte olan ülkelerin piyasaları, küresel para politikalarına karşı aşırı duyarlı bir hale gelmiştir. Risk iştahındaki ve sermaye akımlarındaki ani değişimlerin, yurtiçi finansal koşullara hızlı bir şekilde yansması, ekonomideki öngörülebilirliği azaltarak makroekonomik istikrarı tehdit etmektedir. Bu durum risk iştahı ve ani likidite değişimlerine zamanında tepki verebilecek bir aracın kullanılmasını gerekli hale getirmiştir. Bunun neticesinde, TCMB tarafından 2010 yılının sonlarından itibaren, fiyat istikrarı ile finansal istikrar arasındaki ödünleşmeyi hafifleten faiz koridoru sistemi uygulamaya konulmuştur (H.Kara, 2015: 2).

Faiz koridoru sisteminde üçlü faiz oranı söz konusudur. Bunlar; borç alma, borç verme ve politika faiz oranıdır. Likidite sıkıntısı çeken bir bankanın merkez bankasından borç alırken ödemeyi kabul ettiği faiz oranı merkez bankasının borç verme faiz oranıdır. Likidite fazlası olan bir bankanın faiz getirisi elde etmek için bu fazla likiditeyi merkez bankasına mevduat şeklinde yatırdığı zaman merkez bankasının ödemeyi taahhüt ettiği faiz oranı borç alma faiz oranıdır. Borç alma ve borç verme faiz oranları arasındaki bant faiz koridoru olarak adlandırılmaktadır. Politika faiz oranı ise

bu bant içerisinde yer almaktadır. Koridor sistemin bankalar arası piyasada işleyişi Şekil 3.1’de gösterilmiştir.

**Şekil 3.1.** Bankalararası Para Piyasasında Faiz Koridoru

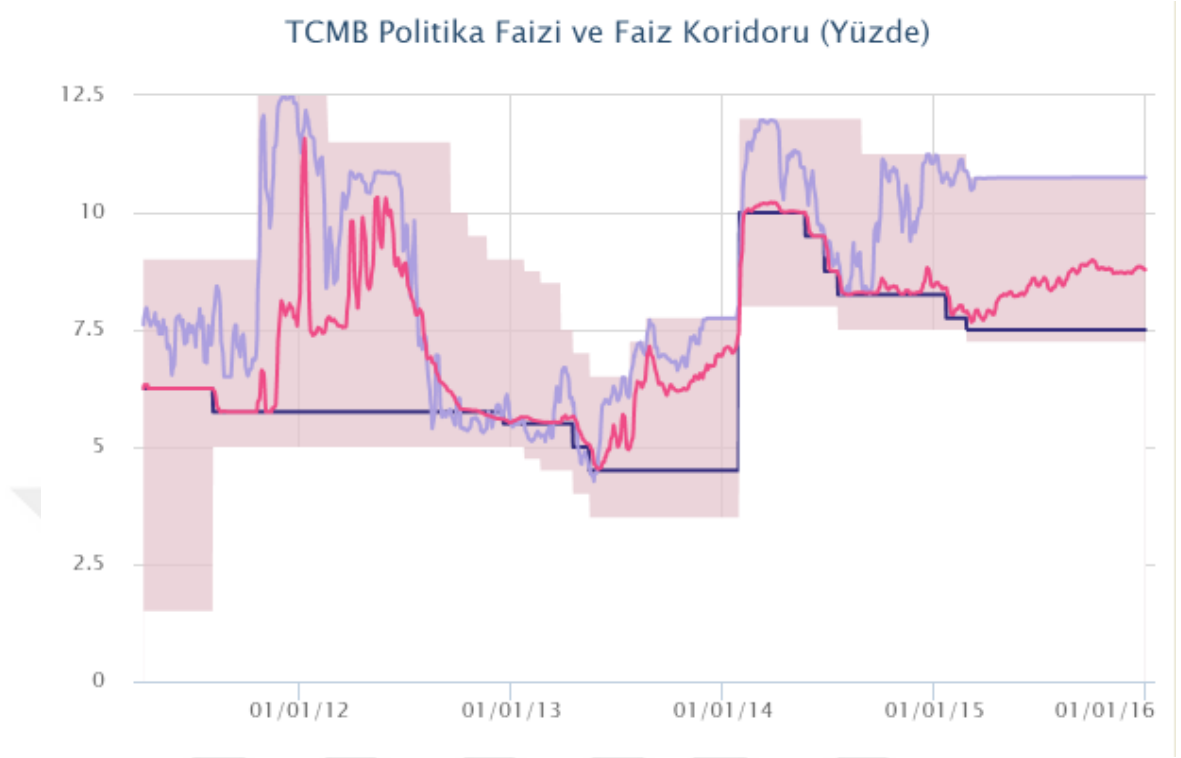


**Kaynak:** Tokucu, 2013

Şekilde gösterilen rezerv arz eğrisi iki noktada sonsuz esnekliğe sahiptir. Bu noktalar merkez bankasının borç verme ( $i^d$ ) ve borç alma ( $i^r$ ) faiz oranlarının bulunduğu noktalardır. Bankalar arası faiz oranı merkez bankasının borç alma faiz oranının altına düştüğü zaman hiçbir banka fazla rezervlerini diğer bankalara yatırmak istemeyecektir ve rezervlerini merkez bankasına yatıracaktır. Merkez bankası bu faiz oranında kendisine gelen bütün rezervleri alacaktır ve bu noktada rezerv arzı sonsuz olacaktır. Bankalar arası faiz oranı merkez bankası tarafından belirlenen borç verme faiz oranından yüksek olduğu zaman, bankalar kendi aralarından borçlanmak yerine merkez bankasından borçlanmayı tercih ederler (Tokucu, 2013: 11).

Para piyasalarındaki gecelik faiz oranını hedeflenen orana yakın tutabilmek için faiz koridoru sistemi tercih edilmektedir. Tam koridor sistemi uygulamasında herhangi bir açık piyasa işlemi yapılmadan, sadece koridorda değişiklik yapılarak politika değişikliği yapılabilir. Merkez bankaları piyasalarda döviz kurlarını kontrol etmek için doğrudan politika faizine müdahale etmek yerine koridoru daraltarak ya da genişleterek, döviz kurunu kontrol altında tutmaya çalışırlar. Faiz koridorunun asıl amacı piyasadaki belirsizlikleri ortadan kaldırmaktır. Merkez bankaları faiz koridorunu kullanarak hem piyasadaki değişen koşullara hızlı bir şekilde reaksiyon verebiliyor hem de faiz konusunda daha esnek davranabiliyor (Vural, 2013: 31).

Şekil 3.2. TCMB Faiz Koridoru



**Kaynak:** TCMB, Para Politikası

<http://www.tcmb.gov.tr/wps/wcm/connect/TCMB+TR/TCMB+TR/Main+Menu/Para+Politikasi/Interaktif+Grafikler>

Bir haftalık repo faizi oranı her ay Para Politikası Kurulu (PPK) tarafından gözden geçirilerek kamuoyuna ilan edilmektedir. TCMB tarafından ilan edilen borç alma, borç verme ve politika faizlerinin yanı sıra, gecelik piyasada oluşan faiz oranları da para politikasının duruşu açısından önem arz etmektedir. Uygulanan bu yeni sistemde likidite operasyonlarıyla kısa vadeli piyasa faizinin koridor içerisinde istenilen seviyede tutulması sağlanabilmektedir. Faiz koridoru sisteminde uygulanan yöntemler geleneksel enflasyon hedeflemesinde de kullanılmaktadır. Fakat 2011 yılı itibariyle uygulanan sistem ile eski sistem arasında iki temel fark vardır;

“1) Geleneksel sistemde kısa vadeli ortalama fonlama faizi ile piyasada oluşması hedeflenen faiz arasında bir fark gözetilmemektedir. Yeni sistemde ise likidite operasyonlarıyla bu iki faiz birbirinden ayrıştırılabilmektedir. Söz konusu farklılaşma, bazı dönemlerde TCMB'nin kredi ve döviz kuru kanallarını ayrı ayrı etkilemesine olanak tanımaktadır.

2) *Geleneksel sistemde ortalama kısa vadeli fonlama faizinin seviyesi aylık frekanslarda PPK toplantılarında gözden geçirilmektedir. Yeni çerçevede ise küresel risk iştahındaki oynaklıklara vakitli olarak tepki verebilmek amacıyla ortalama fonlama faizi (yine kurul üyelerinin onayı dâhilinde) gerek duyulduğunda günlük frekansta ayarlanabilmektedir”* (A.Kara, 2012: 9).

### **3.2.2. Zorunlu Karşılıklar**

Dünya genelinde son yirmi yılda, zorunlu karşılık oranlarının bir para politikası aracı olarak kullanılması önemli ölçüde azalmıştır. Bunun başlıca sebebi gelişmiş ülkelerin para politikalarını, faiz oranlarına göre belirlemesidir. Hatta Kanada ve Yeni Zelanda’da zorunlu karşılık uygulaması tamamen kaldırılmıştır (Montoro,2010:4). Fakat 2008 küresel finans kriziyle birlikte zorunlu karşılık uygulamalarında artış görülmüş hatta gelişmekte olan ülkelerde sıkça kullanılan bir para politikası aracı olmuştur. Kriz sonrasında, zorunlu karşılık uygulaması merkez bankaları tarafından geleneksel olmayan para politikası kapsamında kullanılmıştır. Zorunlu karşılık uygulaması esnek bir politika aracı değildir ve hassas bir şekilde kullanılmalıdır. Çünkü zorunlu karşılık oranında yapılacak küçük bir değişiklik para arzını büyük oranda artırabilmektedir (Vural, 2013: 29).

Zorunlu karşılık oranlarının uygulanma gerekçesi zaman içerisinde değişse de, zorunlu karşılıklar genel olarak üç amaç için kullanılır. Bunlar; ihtiyat, likidite yönetimi ve parasal kontrol. Günümüzde gelişmiş finansal piyasalara sahip ekonomilerde etkisini yitirmiş olsa da bu amaçlardan en eskisi, bankalardan aşırı derecede likidite çekişi olduğu durumlarda zorunlu karşılıkların ihtiyati rezerv olarak kullanılmasıdır. Merkez bankalarının likidite yönetiminde de zorunlu karşılıklar önemli bir rol oynamaktadır. Piyasadaki likidite fazlalığının ya da eksikliğinin döviz kuru ve faiz oranları üzerinde oluşturabileceği olumsuz durumları engellemek için merkez bankaları zorunlu karşılıkları kullanırlar. Zorunlu karşılıkların uygulanma gerekçelerinden bir diğeri ise parasal kontrol amaçlı kullanılmasıdır. Özellikle küresel finans krizinden sonra merkez bankalarının makroekonomik istikrarı sağlamaya yönelik politikalarda zorunlu karşılık oranlarını parasal kontrol aracı olarak kullanması önem kazanmıştır. Küresel finans kriz sonrasında, gelişmiş ekonomilerde devam eden genişletici para politikaları ve buna

bağlı olarak ortaya çıkan güçlü sermaye akımları, uluslararası iktisadi konjonktürün en belirleyici unsurları olmuştur (Alper, Tiryaki, 2011: 2-3).

Bankaların ve düzenleyici kurumlar tarafından gerekli görülebilecek diğer finansal kuruluşların genellikle mevduat ve benzeri yükümlülüklerinin TCMB tarafından belirlenen bir oranda merkez bankası bünyesinde tutulmasıyla uygulanan bir politika aracıdır. Türkiye’de zorunlu karşılıklara ilişkin esaslar 1211 sayılı TCMB Kanunu’nun 40. maddesinin II numaralı fırcasına dayanılarak çıkarılan 2005/1 sayılı tebliğle belirlenmiştir. Bu tebliğle göre zorunlu karşılık kapsamına alınan yükümlülükler; vadesiz, ihbarlı mevduatlar, özel cari hesaplar, vadeli mevduatlar ve mevduat fonu dışındaki diğer yükümlülüklerdir (Alper, Tiryaki, 2011: 1).

17 Aralık 2010’da bankaların kendi arasında ve TCMB ile yaptıkları repo işlemlerinden sağlanan fonların dışında kalan yurt içi ve yurt dışı tüm repo işlemlerinden sağladıkları fonlar da zorunlu karşılığa tabi tutularak zorunlu karşılık tabanı genişletilmiştir. TL cinsinden zorunlu karşılık oranında vade yapısına göre farklılaştırmaya gidilmesi ve bankaların müşterileriyle yaptıkları repo işlemlerinden sağladıkları fonların zorunlu karşılık yükümlülüklerine dahil edilmesiyle parasal koşullarda sıkılaştırmanın sağlanması amaçlanmaktadır (Vural, 2013: 68).

*“Temel olarak bankaların yurt içi toplam pasiflerinden öz kaynaklar, TCMB’ye olan yükümlülükler gibi kalemler indirildikten sonra yurt dışı şubeler adına Türkiye’den kabul edilen mevduat/katılım fonu ve bankalarca temin edilip yurt dışı şubeler nezdinde izlenen kredi tutarları zorunlu karşılığa tabi yükümlülükleri oluşturmaktadır. Son yayınlanan tebliğle göre zorunlu karşılık yükümlülükleri hesaplanırken indirilecek kalemler şöyle sıralanmaktadır:*

- i) Öz kaynaklar,
- ii) Öz kaynak hesaplamasında dikkate alınan sermaye benzeri borçlar,
- iii) Pasifte yer alan karşılıklar,
- iv) TCMB’ye yükümlülükler,
- v) Kredi ve diğer alacaklar değerlendirme fonu,
- vi) DİBS Ödünç İşlemleri Piyasası’ndan kaynaklanan yükümlülükler,

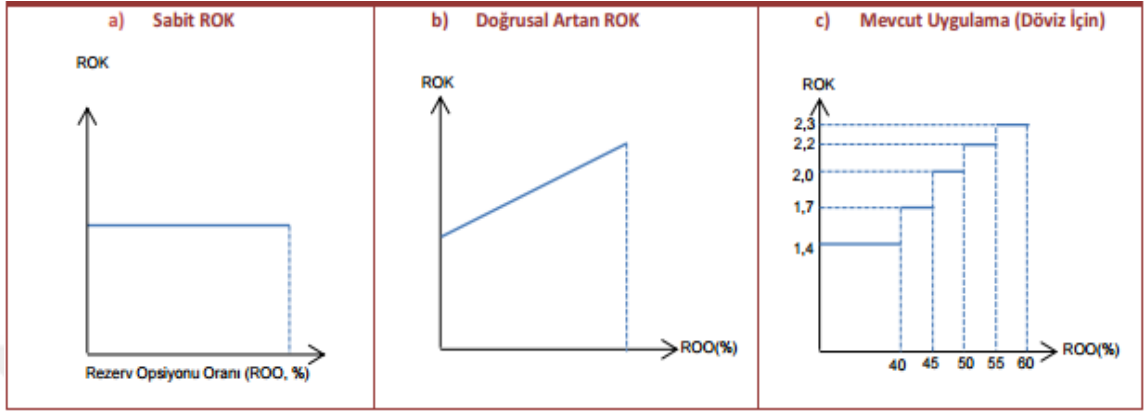
- vii) Hazineye olan yükümlülükler,
- viii) Hazine garantisizle yurt dışından sağlanan krediler,
- ix) Fonlar ve fonlardan kullanılan kredi karşılıkları,
- x) Yurt içi bankalara yükümlülükler,
- xi) Faiz/kar payı ve gider reeskontları,
- xii) Kazanılmamış gelirler,
- xiii) Ertelenmiş vergiler,
- xiv) İhraç edilen gayrimenkul sertifikası bedelleri,
- xv) Yurt dışı merkez ve şubelere yükümlülüklerin(net), yurtdışı şubeler adına Türkiye'den kabul edilen mevduat ya da katılım fonu ve bankalarca temin edilip yurt dışı şubeleri nezdinde izlenen kredi tutarlarına kadar olan kısmı,
- xvi) Takasa ibraz edilen diğer bankalara ait çeklerle ilgili yükümlülükler.
- xvii) Repo işlemleri” (Sözer, 2013: 32).

### 3.2.3. Rezerv Opsiyon Mekanizması (ROM)

Rezerv opsiyon mekanizması (ROM), bankaların zorunlu karşılık olarak tutmak zorunda oldukları paranın bir kısmını yabancı para cinsinden veya altın cinsinden tesis edebilmelerine imkan sağlayan bir uygulamadır. Bunun hangi ölçüde kullanılacağı ise rezerv opsiyon oranı (ROO) ile belirlenmektedir. Zorunluk karşılık olarak tutulması gereken Türk Lirası (TL) yerine tesis edilebilecek yabancı para veya altın karşılığını belirleyen katsayılar ise rezerv opsiyon katsayısı (ROK) olarak tanımlanmıştır. ROM'un işleyişi basit bir örnekle açıklanabilir. Bankaların tutmaları gereken zorunlu karşılığın 100 TL olduğunu, yabancı para için ROO'nun yüzde 90 olduğunu ve ROK'un 1 olduğunu ( 1 TL zorunlu karşılık yerine 1 TL'ye denk gelen tutarda yabancı para tutulabileceği) varsayalım. ABD doları / TL kuru ise 1,80 olsun. Bu durumda zorunlu karşılık olarak yabancı para cinsinden 90 TL tutma imkanı olan bankalar bunun tamamını kullanmak isterse 90 TL'ye karşılık gelen, yani 90/1,80:50 ABD doları zorunlu karşılık tutmaları gerekecektir. Şayet ROK 1 değil de 2 olsaydı, bu sefer 90 TL

zorunlu karşılık için 180 TL değerinde yabancı parayı zorunlu karşılık olarak tutmaları gerekecekti (Alper, H.Kara, Yörükoğlu, 2012: 2).

**Şekil 3.3.** ROM Kullanımına Dair Örnek Uygulamalar



**Kaynak:** Alper ve diğerleri, 2012

Şeklin a panelinde ROK'un sabit olduğu yani ROO değerine göre değişmediği durum gösterilmiştir. Şeklin b panelinde ROK'un ROO değerine göre doğrusal olarak arttığı durum gösterilmiştir. Bu durumda bankalar TL zorunlu karşılıklarının yerine yabancı tutmak isterlerse artan oranda yabancı para tutmalar gerekmektedir. Şeklin c panelinde gösterilen durum ise ROK'un mevcut uygulamasını göstermektedir. Bu uygulamada ROK rezerv imkânının kullanımına bağlı olarak artan oranlı bir yapı göstermekte ancak uygulamada kolaylık sağlanması açısından ROO ve katsayılar yüzde 5'lik dilimler halinde tanımlanmaktadır (Alper ve diğerleri, 2012: 3).

Sermaye girişlerinin yoğun olduğu dönemlerde, yabancı para cinsinden kaynakların maliyetinin TL cinsinden kaynakların maliyetine göre daha düşük olduğundan, bankalar zorunlu karşılıklarını yabancı para cinsinden tutmak isteyeceklerdir. Dolayısıyla, yurt içine gelen dövizin bir kısmı, zorunlu karşılık olarak TCMB nezdinde bulunacak ve piyasadan çekilmiş olacaktır. Böylece TL üzerindeki değerlenme baskısı sınırlanacak ve yurt içine gelen dövizin krediye dönüşme oranı da azalacaktır. Bankaların zorunlu karşılıklarını yabancı para olarak tesis etmeleri sonucunda bir miktar TL likidite ortaya çıkacak olsa da, sterilize edilmesi gereken TL likidite miktarı aynı miktarda dövizin merkez bankasınca satın alındığı duruma göre daha az olacaktır. Sermaye girişlerinin daha az olduğu dönemlerde ise, yabancı para kaynaklarının maliyeti TL kaynaklarının maliyetine göre daha fazla olmaktadır ve



yurtdışı fonlara erişim zorlaşmaktadır. Bu durumda bankalar yabancı para cinsinden zorunlu karşılık tutma imkânını daha az kullanacak ve bu da piyasada döviz likiditesinin artmasına neden olurken bankaların TL likidite ihtiyacını artırmaktadır. Ancak, ortaya çıkacak TL likidite ihtiyacı aynı tutarda dövizin merkez bankasınca doğrudan piyasaya satıldığı duruma göre daha az olacaktır. Sonuç olarak ROM, hem döviz kurunun hem de piyasa likiditesinin oynaklığını sınırlama potansiyeli taşımaktadır (Alper ve diğerleri, 2012: 5).

Bu politika aracının temel kullanılma amaçları;

- “1) Hızlı sermaye girişlerinin neden olabileceği kredi genişlemesini sınırlandırmak,*
- 2) Özellikle yabancı para cinsinden verilebilecek kredi miktarının arz yönünden kısıtlanmasına,*
- 3) Bu politika aracını hem genişletici hem de daraltıcı şekilde kullanarak sermaye akımlarının krediler üzerindeki etkisinin azaltılmasına,*
- 4) Kur oynaklığının azaltılmasına,*
- 5) TCMB brüt döviz rezervlerinin artırılmasına,*
- 6) Brüt rezervlerin özel sektör lehine artırılmasıyla rezervlerin daha etkin kullanılmasına katkı sağlamaktır” (Vural, 2013: 71).*

## DÖRDÜNCÜ BÖLÜM

### TÜRKİYE EKONOMİSİ ÜZERİNE BİR İNCELEME

Bu bölümde fiyat istikrarı ve finansal istikrarı etkileyen ve gösterge niteliğinde olan makroekonomik değişkenler arasındaki ilişkiler incelenmiştir. Fiyat istikrarı için Tüketici Fiyat Endeksi (TÜFE), Politika Faiz Oranı (PFO) ve Para Arzı(M2) arasındaki ilişkiler incelenmiş, finansal istikrar için ise Finansal Sağlık Endeksi (FSE), PFO ve M2 arasındaki ilişkiler incelenmiştir.

#### 4.1. FİYAT İSTİKRARI VE MAKROEKONOMİK DEĞİŞKENLER

Fiyat istikrarı üzerine yapılan çalışmalar genel olarak enflasyon hedeflemesi üzerine yoğunlaşmış olup bu konuda literatürde yerli ve yabancı birçok çalışma mevcuttur. Bernanke ve Mishkin (1997) çalışmalarında enflasyon hedeflemesini yeni bir para politikası stratejisi olarak ele almış ve Yeni Zelanda örneği üzerinden enflasyon hedeflemesinin uygulamada nasıl olacağını anlatmışlardır. Enflasyon hedeflemesi uygulamasının teorik olarak ele alındığı bu çalışmada, uygulamanın birçok avantajının olduğu ve uzun dönemde daha etkili bir uygulama olabileceğine vurgu yapılmıştır. Oh (2002) Kore ekonomisi üzerine yaptığı çalışmada, enflasyon hedeflemesi rejiminin işleyişini incelemiş ve para arzı, faiz oranı ve enflasyon oranları arasındaki ilişkiyi Vector Autoregression (VAR) modeli ile incelemiştir. Çalışmada, faiz oranı ile enflasyon arasında ters yönlü bir ilişki belirlenirken, para arzı ile enflasyon arasında doğru yönlü bir ilişki olduğu belirlenmiştir. Çalışmada ayrıca, enflasyon hedeflemesi rejiminin uygulanmaya başlandığı dönemden sonra enflasyon oranlarının daha düşük düzeylerde olduğu vurgulanmıştır. Yiğit (2006) çalışmasında, para stoku ve enflasyon arasındaki ilişkiyi VAR ve eş bütünleşme analizleri ile test etmiştir. Türkiye ekonomisi üzerine yapılan bu çalışmada da, para stoku ile enflasyon arasında hem kısa hem de uzun dönemde doğru yönlü bir ilişki olduğu saptanmıştır. Artar (2011) çalışmasında TCMB'nin faiz politikasının fiyat istikrarı üzerindeki etkisini VAR analizi ve etki-tepki analizleriyle incelemiştir. Uygulama sonucunda TCMB'nin faiz politikasının kısa dönemde sınırlı bir etkiye, uzun dönemde ise daha fazla etkiye sahip olduğu görülmüştür. Ermişoğlu (2011) çalışmasında enflasyon hedeflemesi rejimini fiyat istikrarının sağlanması açısından incelemiş ve açık enflasyon hedeflemesinin

uygulanmaya başlandığı 2006 yılından sonraki enflasyon beklentileri ve oluşan enflasyon arasındaki ilişkileri incelemiştir. Ceylan (2013) ise Türkiye’de enflasyon hedeflemesi rejiminin başarısını enflasyon beklentileri üzerinden incelemiş ve enflasyon hedeflemesi rejiminin uzun dönemde enflasyonun sürekliliğini azalttığını belirtmiştir. Ayrıca para politikaları uygulamaları ile enflasyon arasındaki ilişkiyi VAR analizi ve etki-tepki analizleriyle incelemiş ve para stokuna gelecek bir şokun enflasyon hedeflemesi rejimi öncesi dönemde enflasyon üzerinde olumsuz bir etkisi olduğunu, fakat enflasyon hedeflemesi uygulandığı dönemde, merkez bankasına olan güvenin de artmasıyla para stokuna gelecek bir şokun enflasyon beklentilerinde ve dolayısıyla enflasyon üzerinde bir etkisi olmadığı belirlenmiştir. Doğan vd (2016) çalışmasında enflasyon ve faiz oranları arasındaki nedensellik ilişkisini incelemiştir. Yapılan çalışma sonucunda enflasyondan faiz oranına doğru bir nedensellik varken, faiz oranından enflasyona doğru bir nedensellik olmadığı saptanmıştır.

Fiyat istikrarını etkileyen ve gösterge niteliğinde olan makroekonomik değişkenler TÜFE, PFO ve M2 olarak alınmıştır. TCMB tarafından fiyat istikrarını sağlamaya yönelik enflasyon hedeflemesi rejimi uygulanmaktadır ve fiyat istikrarının göstergesi olarak da yurtiçi enflasyon oranları kabul edilmektedir. Bu nedenle çalışmada TÜFE gösterge olarak tercih edilmiştir. Bir diğer değişken olan PFO ise TCMB’nin özellikle 2008 finansal krizinden sonra aktif olarak kullandığı bir politika aracı olmasından dolayı çalışmaya dâhil edilmiştir. PFO olarak, TCMB tarafından belirlenen bir haftalık repo faizi oranları kullanılmıştır. M2 para arzı ise merkez bankası tarafından ara hedef olarak kullanılan ve enflasyon üzerinde etkisi olduğu düşünülen makroekonomik bir değişken olduğundan dolayı modele dâhil edilmiştir.

Çalışmada dikkate alınan değişkenlerin Ocak 2011 ve Aralık 2015 tarihleri arasındaki aylık değerleri kullanılmıştır. Bütün değerlerin logaritması alınmış, daha sonra ise aylık yüzde değişimleri hesaplanarak uygulama yapılmıştır. Bütün veriler TCMB resmi internet sitesi üzerinden, Elektronik Veri Dağıtım Sistemi (EVDS) aracılığıyla elde edilmiştir.

Değişkenlerin durağanlıklarının test edilmesi için öncelikle birim kök testleri yapılmıştır, daha sonra VAR modeli tahmin edilerek; nedensellik, varyans ayrıştırma ve etki tepki analizleri yapılmıştır.

#### 4.1.1. Birim Kök Testi

Değişkenlerin bir önceki dönemde aldıkları değerlerin, bu dönemi ne şekilde etkilediğinin belirlenmesiyle, bir serinin uzun dönemde sahip olduğu özellik ortaya çıkarılabilir. Bu nedenle, serinin nasıl bir süreçten geldiğini anlamak için, serinin her dönemde aldığı değer, daha önceki dönemdeki değerleriyle regresyonunun bulunması gerekmektedir. Bu nedenle serilerin durağan olup olmadıklarını belirlemek için birim kök testi yapılmaktadır (Tarı, 2006: 393).

Birim kök testi yapılırken, sabitli ve sabitli-trendli modeller tahmin edilmiştir. Bu modeller hem kırılmaları dikkate alması hem de olası bir sahte regresyon problemine işaret etmeleri bakımından tercih edilmiştir.

**Tablo 4. 1.** Sabitli-Trendli Birim Kök Testi Sonuçları

Değişkenler	ADF Test İstatistiği	%1 Kritik Değer	%5 Kritik Değer	%10 Kritik Değer	Sabit/Trend	Sonuç
TÜFE	-9.171336	-4.121303	-3.487845	-3.172314	Sabit ve Trend	<u>Durağan</u>
PFO	-5.779078	-4.121303	-3.487845	-3.172314	Sabit ve Trend	<u>Durağan</u>
M2	-11.15210	-4.121303	-3.487845	-3.172314	Sabit ve Trend	<u>Durağan</u>

**Tablo 4. 2.** Sabitli Birim Kök Testi Sonuçları

Değişkenler	ADF Test İstatistiği	%1 Kritik Değer	%5 Kritik Değer	%10 Kritik Değer	Sabit/Trend	Sonuç
TÜFE	-9.172971	-3.546099	-2.911730	-2.593551	Sabit	<u>Durağan</u>
PFO	-5.680472	-3.546099	-2.911730	-2.593551	Sabit	<u>Durağan</u>
M2	-11.20016	-3.546099	-2.911730	-2.593551	Sabit	<u>Durağan</u>

Tablo 4.1 ve Tablo 4.2 incelendiğinde, hem sabitli-trendli hem de sabitli birim kök testi sonuçlarına göre ADF ( Augmented Dickey-Fuller) test istatistiği değerlerinin mutlak değeri, %1, %5 ve %10 kritik değerlerin mutlak değerlerinden büyük

olduğundan dolayı bütün değişkenler düzeyde durağandır. Bütün değişkenler düzeyde durağan olduğundan dolayı bu değişkenlerle VAR analizi yapılabilir.

#### 4.1.2. VAR Analizi

Christopher Sims'e göre bir değişken akımı arasında gerçekten eşanlılık varsa, hepsi eşit biçimde ele alınmalıdır; içsel ve dışsal değişkenler arasında önsel bir ayırım yapılmamalıdır. Sims işte bu düşünceyle VAR (Vector Auto Regression – Vektör Ardışık Bağlanımı) modelini geliştirmiştir (Gujarati, Porter, 2012: 784).

Tutarlı bir VAR analizi yapabilmek için değişkenlerin tamamının aynı dereceden durağan olması gerekmektedir. Değişkenler için yapılan birim kök testi sonuçlarında hepsi düzeyde durağan olduğundan değişkenlerin tamamı VAR analizine dahil edilmiştir.

VAR analizi yapmak için öncelikle uygun gecikme uzunluğunun bulunması gerekmektedir.

**Tablo 4. 3.** Uygun Gecikme Uzunluğu Test Sonuçları

Lag	LogL	LR	FPE	AIC	SC	HQ
0	-616.0487	NA	31962811	25.79370	25.91065	25.83789
1	-593.2223	41.84849	17986386	25.21759	25.68539	25.39438
2	-556.7704	62.27195	5759831.	24.07377	24.89242	24.38314
3	-515.5457	65.27239	1522724.	22.73107	23.90057	23.17303
4	-506.1722	13.66979	1534097.	22.71551	24.23586	23.29005
5	-476.2249	<b>39.92963*</b>	665647.7	21.84271	<b>23.71391*</b>	<b>22.54984*</b>
6	-464.4508	14.22704	<b>628239.7*</b>	21.72712	23.94917	22.56683
7	-457.3527	7.689611	739647.2	21.80636	24.37927	22.77867
8	-444.1385	12.66366	698740.1	21.63077	24.55452	22.73566
9	-440.5135	3.020819	1031063.	21.85473	25.12933	23.09221
10	-423.5378	12.02442	929574.4	21.52241	25.14786	22.89247
11	-413.6687	5.756998	1233727.	<b>21.48620*</b>	25.46250	22.98885
12	-405.6868	3.658372	2031435.	21.52862	25.85577	23.16385

Uygun gecikme uzunluğunun bulunabilmesi için öncelikle sabit terim içeren ve gecikme sayısının 12 olduğu bir VAR modeli tahmin edilmiştir. Tablo 4.3 de “\*” ile gösterilen değerlere denk gelen gecikme sayısı söz konusu kriter tarafından belirlenen

gecikme sayısını göstermektedir. SC (Schwarz Bilgi Kriteri) ve HQ (Hannan – Quinn Bilgi Kriteri) dikkate alınarak, gecikme uzunluğu 5 olarak alınmış ve Tablo 4.4 deki VAR modeli tahmin edilmiştir.

**Tablo 4. 4.** Gecikme Uzunluğu 5 seçilerek yapılan VAR analizi sonuçları

Vector Autoregression Estimates			
Date: 11/18/16 Time: 10:07			
Sample (adjusted): 6 60			
Included observations: 55 after adjustments			
Standard errors in ( ) & t-statistics in [ ]			
	M2	PFO	TÜFE
M2(-1)	-1.417729 (0.29072) [-4.87666]	-2.219018 (0.23385) [-9.48897]	-0.262674 (0.06196) [-4.23910]
M2(-2)	1.170781 (0.50572) [ 2.31509]	0.255367 (0.40680) [ 0.62775]	0.184323 (0.10779) [ 1.71001]
M2(-3)	1.049061 (0.49858) [ 2.10408]	1.483424 (0.40106) [ 3.69876]	0.195772 (0.10627) [ 1.84221]
M2(-4)	-0.999880 (0.48721) [-2.05225]	-0.422574 (0.39191) [-1.07824]	-0.244521 (0.10385) [-2.35465]
M2(-5)	-0.085723 (0.40298) [-0.21272]	0.417625 (0.32416) [ 1.28834]	-0.021896 (0.08589) [-0.25493]
PFO(-1)	1.138369 (0.30059) [ 3.78715]	1.451794 (0.24179) [ 6.00431]	0.247688 (0.06407) [ 3.86600]
PFO(-2)	-0.415949 (0.36816) [-1.12981]	-0.085567 (0.29614) [-0.28894]	-0.061933 (0.07847) [-0.78926]
PFO(-3)	-0.324435 (0.32728) [-0.99131]	-0.346095 (0.26326) [-1.31464]	-0.064718 (0.06976) [-0.92776]
PFO(-4)	0.426521 (0.23403) [ 1.82253]	0.380747 (0.18825) [ 2.02256]	0.125249 (0.04988) [ 2.51095]
PFO(-5)	-0.176129 (0.15757) [-1.11780]	-0.305369 (0.12675) [-2.40929]	-0.032196 (0.03358) [-0.95865]

TÜFE(-1)	0.539705	2.231717	-0.366848
	(0.90605)	(0.72883)	(0.19312)
	[ 0.59567]	[ 3.06207]	[-1.89959]
TÜFE(-2)	-2.514950	-2.543880	-0.909884
	(1.03434)	(0.83202)	(0.22046)
	[-2.43145]	[-3.05747]	[-4.12714]
TÜFE(-3)	-0.683521	-1.957224	-0.460357
	(1.12826)	(0.90757)	(0.24048)
	[-0.60582]	[-2.15656]	[-1.91432]
TÜFE(-4)	1.089353	0.338634	-0.008132
	(1.19933)	(0.96474)	(0.25563)
	[ 0.90830]	[ 0.35101]	[-0.03181]
TÜFE(-5)	-0.238579	-0.504889	-0.264232
	(1.05204)	(0.84626)	(0.22424)
	[-0.22678]	[-0.59662]	[-1.17837]
C	-4.190619	4.758458	1.516590
	(6.99183)	(5.62421)	(1.49027)
	[-0.59936]	[ 0.84607]	[ 1.01766]
R-squared	0.490175	0.829784	0.617890
Adj. R-squared	0.294089	0.764316	0.470925
Sum sq. resids	44508.56	28799.50	2022.038
S.E. equation	33.78232	27.17441	7.200495
F-statistic	2.499792	12.67467	4.204326
Log likelihood	-262.1845	-250.2131	-177.1661
Akaike AIC	10.11580	9.680475	7.024223
Schwarz SC	10.69975	10.26443	7.608175
Mean dependent	4.385675	20.87092	1.288205
S.D. dependent	40.20818	55.97509	9.899282
Determinant resid covariance (dof adj.)		1867855.	
Determinant resid covariance		665961.1	
Log likelihood		-602.8720	
Akaike information criterion		23.66807	
Schwarz criterion		25.41993	

#### 4.1.2.1. Granger Nedensellik Testi

Nedensellik analizinde değişkenler arasındaki ilişkinin yönü araştırılmaktadır. Değişkenler arasında herhangi bir ilişki olup olmadığı, şayet ilişki varsa bunun tek yönlü mü yoksa karşılıklı mı olduğu nedensellik testleri ile araştırılmaktadır. Uzun dönemli zaman serilerine uygulanabilen nedensellik testi 1967 yılında Granger tarafından geliştirilmiştir. Nedensellik testinin uygulanabilmesi için serilerin durağan olması gerekmektedir fakat aynı dereceden durağan olma zorunlulukları yoktur (Tarı, 2006: 419).

**Tablo 4. 5.** Granger Nedensellik Testi Sonuçları

Hipotez	Olasılık Değeri
H <sub>0</sub> : PFO , TÜFE'nin nedeni değildir	0,0001
H <sub>0</sub> : TÜFE , PFO'nun nedeni değildir	0,0000
H <sub>0</sub> : M2 , TÜFE'nin nedeni değildir	0,0013
H <sub>0</sub> : TÜFE, M2'nin nedeni değildir	0,1080
H <sub>0</sub> : PFO, M2'nin nedeni değildir	0,0011
H <sub>0</sub> : M2, PFO'nun nedeni değildir	0,0000

Olasılık değerlerinin 0,05'den küçük olduğu durumlarda H<sub>0</sub> hipotezi reddedilir ve tam tersi olan H<sub>1</sub> hipotezi kabul edilir. Tablo 4.5'de ki Granger Nedensellik Testi sonuçları incelendiğinde; PFO ve TÜFE arasında çift yönlü bir nedensellik, PFO ile M2 arasında çift yönlü bir nedensellik olduğu görülmektedir. M2 ile TÜFE arasında ise M2'den TÜFE'ye doğru tek yönlü bir nedensellik olduğu görülmektedir.

#### 4.1.2.2. Varyans Ayrıştırması (Variance Decomposition) (VDC)

Varyans ayrıştırma yapılmasının amacı, bir değişkendeki değişimin % kaçının kendinden, % kaçının diğer değişkenlerden kaynaklandığını tespit etmektir. Şayet bir değişken varyansındaki değişimin %100'e yakın bir değerini kendi başına açıklıyorsa, bu değişken dışsal değişken olarak nitelendirilir. VDC makroekonomik değişkenler arasındaki ilişkileri ortaya çıkarmayı amaçlayan bir yaklaşımdır (Tarı, 2006: 453).

**Tablo 4. 6.** M2 Varyans Ayrıştırması Sonuçları

DÖNEM	S.E.	M2	PFO	TÜFE
1	33.78232	100.0000	0.000000	0.000000
2	43.60554	80.32524	19.58185	0.092906
3	44.33654	79.40819	20.23073	0.361077
4	44.71273	79.55212	20.03739	0.410488
5	45.03378	79.10289	20.48738	0.409727
6	45.68960	79.26175	20.33827	0.399981
7	45.89134	79.24574	20.35768	0.396579
8	46.17996	79.48094	20.11460	0.404455
9	46.50679	79.62138	19.97581	0.402805
10	46.60675	79.28046	20.31845	0.401095



**Tablo 4. 7.** PFO Varyans Ayrıştırması Sonuçları

<b>DÖNEM</b>	<b>S.E.</b>	<b>M2</b>	<b>PFO</b>	<b>TÜFE</b>
<b>1</b>	27.17441	63.45479	36.54521	0.000000
<b>2</b>	47.76095	56.49666	42.17917	1.324176
<b>3</b>	52.47637	63.56426	34.95500	1.480747
<b>4</b>	53.48629	61.74251	36.20034	2.057148
<b>5</b>	53.64391	61.42603	36.52765	2.046323
<b>6</b>	58.39181	67.29136	30.97918	1.729463
<b>7</b>	59.71377	67.66147	30.68370	1.654828
<b>8</b>	61.11210	68.73272	29.67889	1.588383
<b>9</b>	61.55209	67.93728	30.48809	1.574625
<b>10</b>	61.95913	67.47743	30.96300	1.559575

**Tablo 4. 8.** TÜFE Varyans Ayrıştırması Sonuçları

<b>DÖNEM</b>	<b>S.E.</b>	<b>M2</b>	<b>PFO</b>	<b>TÜFE</b>
<b>1</b>	7.200495	85.95577	2.346854	11.69738
<b>2</b>	10.08091	78.81948	14.40959	6.770928
<b>3</b>	10.34287	75.69151	17.12379	7.184696
<b>4</b>	10.43613	74.91373	17.95908	7.127194
<b>5</b>	10.53671	74.18324	18.78234	7.034411
<b>6</b>	10.76500	74.51078	18.74216	6.747060
<b>7</b>	10.90167	74.96055	18.36796	6.671486
<b>8</b>	10.92703	74.87488	18.44044	6.684682
<b>9</b>	10.93851	74.77447	18.53833	6.687204
<b>10</b>	10.95102	74.73669	18.59137	6.671936

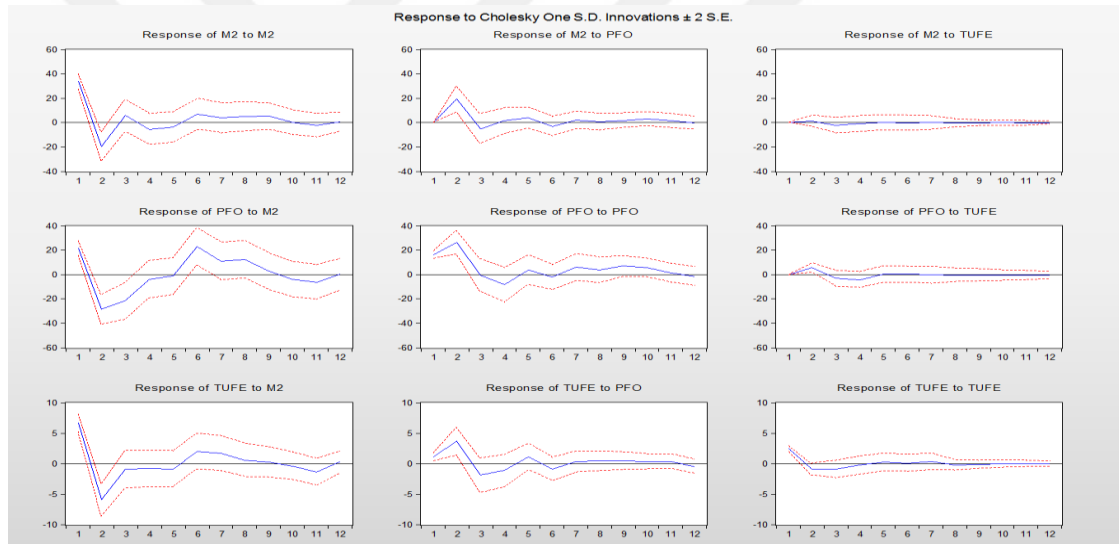
Tablo 4.4 de gösterilen VAR modelinden elde edilen VDC sonuçları Tablo 4.6 - 4.7 ve 4.8'de gösterilmiştir. Tablo 4.6 incelendiğinde M2 değişkenindeki değişimlerin tamamı birinci dönemde kendisi tarafından açıklanmakta ve bu da M2'nin en dışsal değişken olduğunu göstermektedir. İlerleyen dönemlerde M2'de ki değişimlerin %20'ye yakın kısmı PFO, %0.5'e yakın kısmı ise TÜFE tarafından açıklanmaktadır. Tablo 4.8 incelendiğinde ise TÜFE'de ki değişimlerin ortalama %75'e yakın kısmı M2 tarafından, yaklaşık %18'lik kısmı ise PFO tarafından açıklanmaktadır. Bu durum TÜFE'nin en içsel değişken olduğunu ve M2 ve PFO'da ki hareketlerden etkilendiğini, fakat M2'de ki hareketlerin TÜFE üzerinde daha etkili olduğunu göstermektedir. Varyans ayrıştırması sonuçları ile nedensellik sonuçları birlikte incelendiğinde, TÜFE'nin hem PFO'dan hem de M2'den etkilendiğini ve içsel bir değişken olduğu görülmektedir.

### 4.1.2.3. Etki-Tepki (Impulse Response) Analizi

“Etki-tepki analizi; sistem içinde yer alan her bir değişkene sıra ile verilecek şoklar (hata payı) karşısında hem ilgili değişkenin, hem de diğerlerinin tepkisinin ölçüldüğü bir tekniktir.” (Gujarati, 2012)

Etki-tepki analizi sonucunda, grafiklerin dikey ekseninde ilgili değişkene verilen bir standart sapmalı artış şokuna diğer değişkenlerin verdiği tepkinin yönü ve yüzdesel büyüklüğü, yatay ekseninde ise şokun verilmesinden sonra geçen süre gösterilmektedir. Kesikli çizgiler, değişkenlerin tepkisi için güven aralığını temsil etmekte ve sonuçların istatistiksel olarak anlamlılığının bir ölçütü olarak kullanılmaktadır.

Şekil 4.1. Etki – Tepki Analizi Sonuçları



Şekil 4.1 incelendiğinde, PFO’ya gelen bir şoka TÜFE’nin ilk tepkisinin pozitif yönlü olduğu, daha sonra negatife döndüğü ve uzun vadede ortadan kalktığı görülmektedir. M2’ye gelen şoka TÜFE’nin tepkisi ilk aylarda negatif olurken, ilerleyen aylarda tepkiler pozitif dönmüştür. TÜFE’nin kendisinde oluşan bir şoka verdiği tepki ise çok düşük olup uzun dönemde sifira yaklaşmaktadır. M2’ye gelen bir şoka karşılık PFO’nun tepkisi ilk aylarda negatif, daha sonra pozitif olmaktadır. Uzun dönemde ise etki sifira yaklaşmaktadır. PFO’ya gelen bir şoka M2’nin tepkisi ilk aylarda pozitif olmakta daha sonra ise sifira yaklaşmaktadır.

## 4.2. FİNANSAL İSTİKRAR VE MAKROEKONOMİK DEĞİŞKENLER

Literatürde finansal istikrar üzerine yapılmış birçok teorik çalışma bulunurken, finansal istikrar üzerine yapılmış çok fazla ekonometrik çalışma bulunmamaktadır. Blaschke (2001) çalışmasında likidite riski, faiz oranı riski ve kredi riski üzerinden finansal sağlamlık değerlendirmesi yapmıştır. Schinasi (2003) çalışmasında finansal istikrarın sağlanmasında merkez bankalarının sorumluluğunu ve merkez bankalarının finansal istikrarı sağlamak için uygulaması gereken politikaları anlatmıştır. Morris (2011) tarafından Jamaika ekonomisi finansal istikrarı üzerine yapılan çalışmada ülke merkez bankası tarafından oluşturulan FSE ile para arzı ve faiz oranları arasındaki ilişki incelenmiş ve değişkenler arasındaki nedenselliklere bakılmıştır. FSE'nin bir erken uyarı sistemi olarak kullanılabileceği ve para arzı ve faiz oranları şoklarının finansal istikrarı olumsuz yönde etkilediği belirtilmiştir. Aynı şekilde Petrovska ve Mihajlovska (2013) tarafından Makedonya ekonomisi finansal istikrarı üzerine yapılan çalışmada FSE sağlamlık endeksi kredi riski, likidite riski, kur riski ve karlılık alt endeksleri ile birlikte oluşturulmuş ve her bir endeksin finansal istikrar üzerindeki etkisi tek tek incelenmiştir. Özcan (2006)'da TCMB Uzmanlık Yeterlilik tezinde daha önce TCMB tarafından 2005 yılında oluşturulan FSE'den yola çıkarak 1992-2005 dönemi için bir FSE oluşturmuş ve fiyat istikrarı ile finansal istikrar arasındaki ilişkinin değerlendirilebilmesi için, FSE ile enflasyon, faiz oranları ve GSMH arasındaki ilişkileri incelemiştir. Çalışmada istikrarsız enflasyonun ve faiz oranlarındaki artışların finansal istikrarı olumsuz yönde etkilediği, GSMH'de ki büyümelerin ise finansal istikrarı olumlu bir yönde etkilediği belirtilmiştir. Gündoğan (2013) ise finansal istikrarın göstergesi olarak yurtiçi kredi hacmini almış ve para arzı ve politika faiz oranı ile ilişkilerini incelemiştir. Çalışmada son dönemde kredi hacmindeki aşırı büyümenin finansal istikrarı olumsuz yönde etkilediği belirtilmiştir. Haznedaroğlu (2014) çalışmasında finansal istikrarı ölçmek için öncelikle faiz koridoru uygulamasının kredileri üzerindeki etkisini test etmiş, daha sonra ise kredilerin çıktı açığı üzerindeki etkisini test etmiştir. Çalışmada kredi hacmi finansal istikrarın bir göstergesi olarak kabul edilmiş ve 2010 yılının sonlarından itibaren uygulanan faiz koridoru uygulamasının krediler üzerinde etkili olduğu ve uygulanan çoklu para politikalarının kredi dalgalanmalarındaki kontrolü sağlayarak finansal istikrara pozitif etki yaptığı belirtilmiştir.

Finansal istikrarının göstergesi olarak TCMB tarafından ilk defa 2005 yılı finansal istikrar raporunda hazırlanan FSE alınmıştır. FSE; kredilerin geri ödenebilme durumunu gösteren aktif kalitesi, aktiflerin kullanım durumunu gösteren likidite riski, öz kaynaklar içindeki yabancı para pozisyonunu gösteren kur riski, aktifler ve öz kaynaklar içindeki kar oranını gösteren karlılık ve sermaye durumunu gösteren sermaye yeterliliği alt başlıklarından oluşmaktadır. M2 ve PFO hem TCMB tarafından etkin olarak kullanılan politika araçları olması hem de FSE üzerinde direkt etkileri olduğu düşünüldüğünden dolayı çalışmaya dâhil edilmişlerdir. FSE oluşturulurken, FSE içerisinde yer alan değişkenlere ait veriler Bankacılık Düzenleme ve Denetleme Kurulu (BDDK) ve Türkiye Bankalar Birliği (TBB) resmi internet siteleri üzerinden elde edilmiştir. FSE'nin alt başlıklarından olan Kur Riski 'ne ait verilere ulaşılamadığından dolayı FSE hesaplanırken bu alt başlık dâhil edilmemiştir. Bütün değişkenlerin Ocak 2011 ve Aralık 2015 tarihleri arasındaki değerlerinin logaritması alınmış ve daha sonra aylık yüzde değişimleri alınarak çalışmaya dâhil edilmiştir.

Çalışmada öncelikle FSE oluşturulmuş ve FSE içinde yer alan alt endekslerin Ocak 2011 ve Aralık 2015 tarihleri arasındaki değişimleri grafikler yardımıyla incelenmiştir. Daha sonra ise, FSE, M2 ve PFO değişkenlerinin birbirleri arasındaki ilişkilerin incelenebilmesi için, öncelikle durağanlıklarının test edilmesi için birim kök testleri yapılmıştır, daha sonra VAR modeli tahmin edilerek; nedensellik ve eş bütünleşme analizleri yapılmıştır.

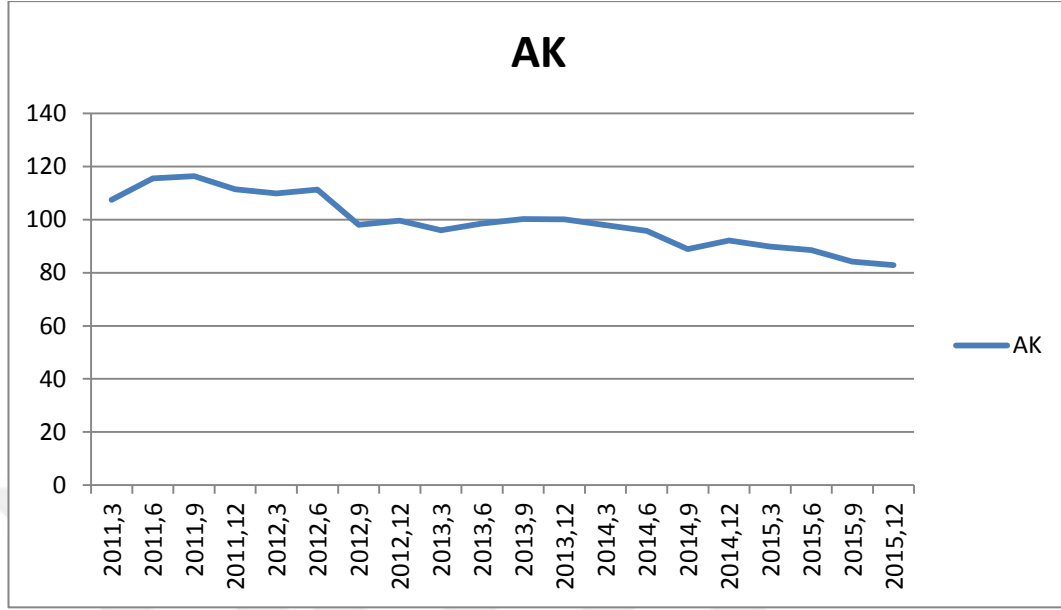
#### **4.2.1. Finansal Sağlık Endeksi (FSE)' nin Elde Edilmesi**

Finansal istikrarın ve finansal sağlamlığın bir göstergesi olarak kullanılacak olan FSE, TCMB 2005 finansal istikrar raporunda alt başlıklarıyla birlikte gösterilmiş ve hesaplanma yöntemi detaylı olarak açıklanmıştır. Çalışmada kullanılan FSE hesaplanırken, TCMB tarafından belirtilen hesaplama yöntemi kullanılmış, fakat kur riskine dair verilere ulaşılamadığından bu alt başlık hesaplama dışında bırakılmıştır.

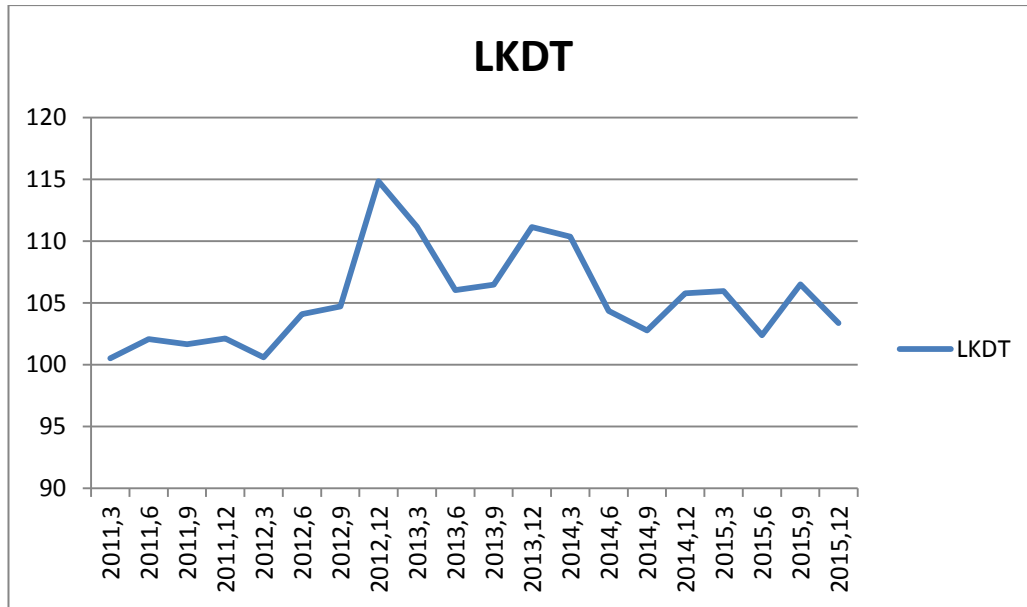
**Tablo 4.9.** Finansal Sağlamlık Endeksi ve Alt Endeksler

<b>ENDEKSLER</b>					
<b>Dönem</b>	<b>Aktif Kal. Endeksi</b>	<b>Likidite Riski Endeksi</b>	<b>Karlılık Endeksi</b>	<b>Sermaye Yet. Endeksi</b>	<b>FSE</b>
<b>Ocak 2011</b>	<b>100</b>	<b>100</b>	<b>100</b>	<b>100</b>	<b>100</b>
<b>Haziran 2011</b>	<b>115,44</b>	<b>102,07</b>	<b>118,54</b>	<b>93,77</b>	<b>107,46</b>
<b>Aralık 2011</b>	<b>111,38</b>	<b>102,11</b>	<b>92,89</b>	<b>93,10</b>	<b>99,87</b>
<b>Haziran 2012</b>	<b>111,32</b>	<b>104,10</b>	<b>104,51</b>	<b>91,42</b>	<b>102,84</b>
<b>Aralık 2012</b>	<b>99,62</b>	<b>114,83</b>	<b>81,78</b>	<b>100,53</b>	<b>99,19</b>
<b>Haziran 2013</b>	<b>98,56</b>	<b>106,03</b>	<b>103,87</b>	<b>89,82</b>	<b>99,57</b>
<b>Aralık 2013</b>	<b>100,09</b>	<b>111,13</b>	<b>82,45</b>	<b>83,74</b>	<b>88,89</b>
<b>Haziran 2014</b>	<b>95,76</b>	<b>104,34</b>	<b>90,04</b>	<b>88,40</b>	<b>94,64</b>
<b>Aralık 2014</b>	<b>92,12</b>	<b>105,76</b>	<b>71,28</b>	<b>88,12</b>	<b>89,32</b>
<b>Haziran 2015</b>	<b>88,47</b>	<b>102,38</b>	<b>93,34</b>	<b>81,75</b>	<b>91,49</b>

Tablo 4.9’da gösterilen endeksler incelendiğinde, FSE’nin yıllar içerisinde dalgalı bir şekilde değiştii fakat genel olarak bir düşüş olduğu görölmektedir. Grafik 4.1. incelendiğinde ise özellikle 2013 ve 2015 yılları boyunca sürekli bir düşüş olduğu görölmektedir. Finansal istikrarın göstergesi olarak ele aldığımız FSE’deki düşüşleri daha iyi anlayabilmek için alt endeksler incelenmelidir.

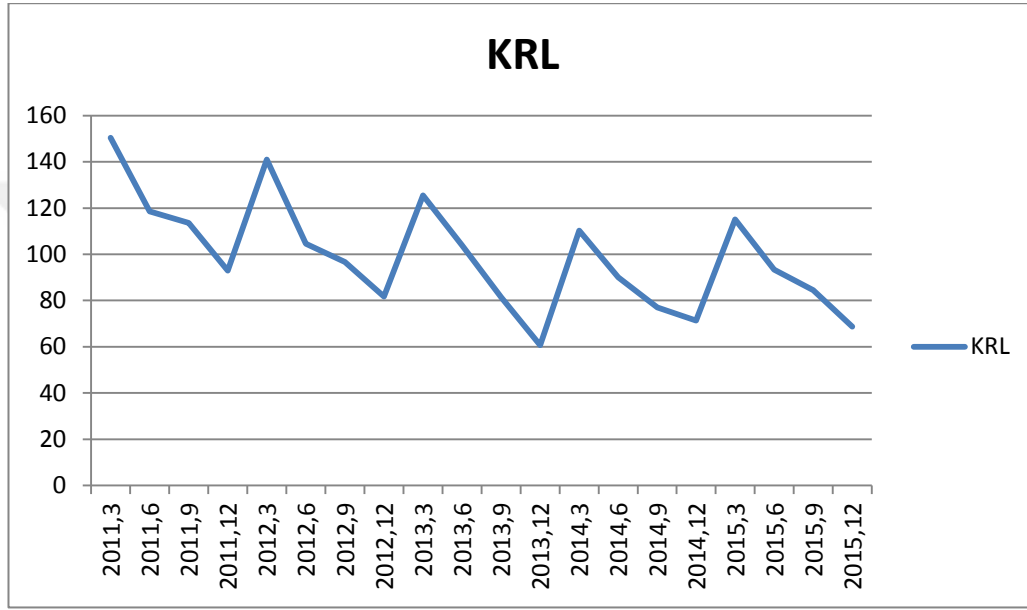
**Grafik 4.1.** Aktif Kalitesi Endeksi

Aktif kalitesi endeksinden, 2008 krizinden sonra bankaların aktif kalitesinde gerileme olduğu görülmektedir. Takipteki alacakların, toplam kredi miktarına ve öz kaynaklara olan oranının artması aktif kalitesinin düşmesinde önemli rol oynamıştır. Kredi hacminin giderek genişlemesi kredi riskini artırmakta ve aktif kalitesinin daha da düşmesine sebep olmaktadır.

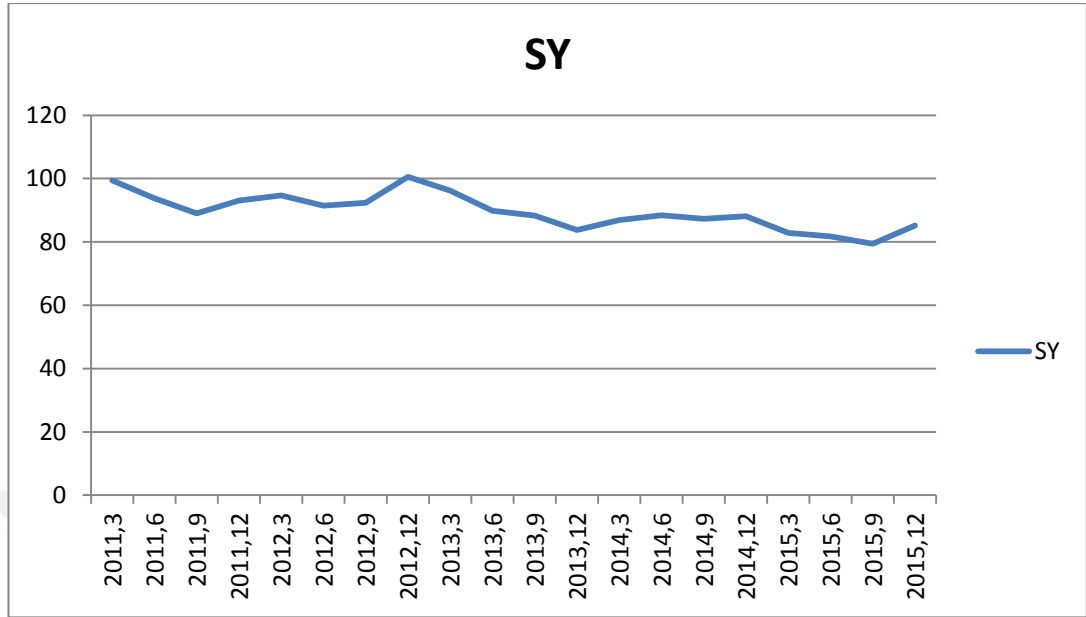
**Grafik 4.2.** Likidite Riski Endeksi

Likidite riski endeksi incelendiğinde, likidite riskinin 2013 yılı başına kadar artarak devam ettiği, daha sonra ise dalgalanmalar gösterdiği görülmektedir. Toplam aktifler içerisindeki likit aktiflerin yüksek olması likidite riskini artmasına sebep olmaktadır. Fakat istikrarlı olmayan ekonomi ortamı likidite riskini artıran en temel sebep olarak görülmektedir.

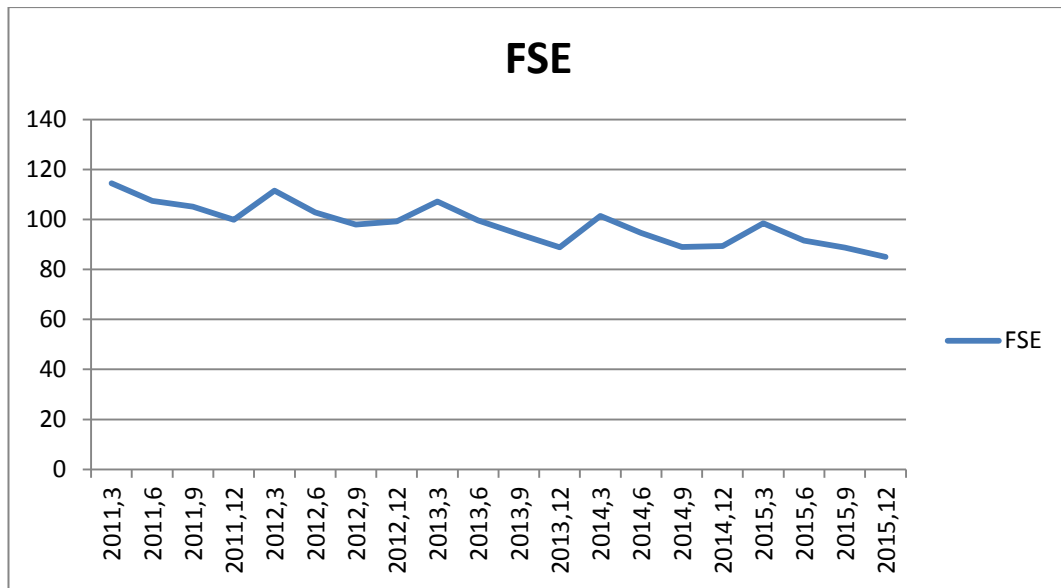
**Grafik 4.3.** Karlılık Endeksi



Karlılık endeksi, 2011 yılının başından itibaren dalgalı bir seyir izlemekte ve yıllar itibariyle sürekli bir düşüş göstermektedir. Kredilerin geri ödenme oranının düşük olması ve takipteki alacakların sürekli artması, aktif kalitesiyle birlikte karlılık endeksinde de bir düşüşe sebep olmaktadır.

**Grafik 4.4.** Sermaye Yeterliliği Endeksi

Sermaye yeterliliği endeksi belli bir trend etrafında dalgalanmasına rağmen, 2013 yılı başından itibaren belli bir düşüş görülmektedir. Sermaye endeksindeki bu düşüş, bankacılık sektörünün öz kaynaklarının geçmiş yıllara göre zayıfladığını göstermektedir. Sermaye yapısının güçlü olması, bankacılık sektörünün olası şoklara karşı daha dayanıklı olmasını sağlamaktadır.

**Grafik 4.5.** Finansal Sağlık Endeksi



Finansal sağlamlık endeksini oluşturan bütün alt endekslerdeki düşüşe bağlı olarak, FSE de yıllar itibariyle düşüş eğilimindedir. Hem bankacılık sektörünün sermaye yapısındaki zayıflama hem de takipteki alacakların sürekli artması, aktif kalitesi ve karlılık oranlarının düşürdüğü gibi, FSE üzerinde de olumsuz etkiler meydana getirmektedir.

Çalışmanın bu bölümünde, finansal istikrarın bir göstergesi olarak ele alınan FSE'nin para arzı (M2) ve politika faiz oranı ( PFO) yani bir haftalık repo faizi oranları ile arasındaki ilişkiler incelenmiştir.

#### 4.2.2. Birim Kök Testi

VAR model tahmin edebilmemiz için öncelikle bütün değişkenlerin aynı dereceden durağan olmaları gerekmektedir. Bunun için değişkenlere birim kök testi uygulanmış ve birim kök testi sonuçları Tablo 4.10 ve 4.11'de gösterilmiştir.

Tablo 4.9 incelendiğinde bütün değişkenlerin sabitli ve trendli düzey değerlerinde birim köke sahip olduğu, fakat birinci farkları alındığı zaman durağanlaştığı grlmektedir. Tablo 4.10 incelendiğinde ise değişkenlerin sabitli düzey değerlerinin birim köke sahip olduğu, birinci farklarının durağan olduğu grlmektedir.

**Tablo 4. 10.** Sabitli -Trendli Birim Kök Testi Sonuçları

Değişkenler	ADF Test İstatistiği	%1 Kritik Değer	%5 Kritik Değer	%10 Kritik Değer	Sabit/Trend	Sonuç
FSE	-2.063745	-3.548208	-2.912631	-2.594027	Sabit ve Trend	Durağan Değil
$\Delta$ FSE	-10.08492	-4.127338	-3.490662	-3.173943	Sabit ve Trend	<b>Durağan</b>
PFO	-1.914886	-4.124265	-3.489228	-3.173114	Sabit ve Trend	Durağan Değil
$\Delta$ PFO	-5.758692	-4.124265	-3.489228	-3.173114	Sabit ve Trend	<b>Durağan</b>
M2	-1.917604	-4.124265	-3.489228	-3.173114	Sabit ve Trend	Durağan Değil
$\Delta$ M2	-5.727634	-4.124265	-3.489228	-3.173114	Sabit ve Trend	<b>Durağan</b>

**Tablo 4. 11.** Sabitli Birim Kök Testi Sonuçları

Değişkenler	ADF Test İstatistiği	%1 Kritik Değer	%5 Kritik Değer	%10 Kritik Değer	Sabit/Trend	Sonuç
FSE	-2.063745	-3.548208	-2.912631	-2.594027	Sabit	Durağan Değil
$\Delta$ FSE	-10.18634	-3.550396	-2.913549	-2.594521	Sabit	<b>Durağan</b>
PFO	-0.806916	-3.546099	-2.911730	-2.593551	Sabit	Durağan Değil
$\Delta$ PFO	-5.782171	-3.548208	-2.912631	-2.594027	Sabit	<b>Durağan</b>
M2	-0.795059	-3.546099	-2.911730	-2.593551	Sabit	Durağan Değil
$\Delta$ M2	-5.751251	-3.548208	-2.912631	-2.594027	Sabit	<b>Durağan</b>

Bütün değişkenler aynı dereceden, yani birinci dereceden, durağan olduklarından dolayı VAR modeli tahmin edilebilir.

#### 4.2.3. VAR Analizi

Tutarlı bir VAR analizi yapabilmek için değişkenlerin tamamının aynı dereceden durağan olması gerekmektedir. Değişkenler için yapılan birim kök testi sonuçlarında hepsi birinci dereceden durağan olduğundan değişkenlerin tamamı VAR analizine dâhil edilmiştir.

VAR analizi yapmak için öncelikle uygun gecikme uzunluğunun bulunması gerekmektedir.

**Tablo 4. 12.** Uygun Gecikme Uzunluğu Test Sonuçları

Lag	LogL	LR	FPE	AIC	SC	HQ
0	528.2937	NA	1.50e-13	-21.01175	-20.89703	-20.96806
1	623.7019	<b>175.5510*</b>	<b>4.75e-15*</b>	<b>-24.46807*</b>	<b>-24.00919*</b>	<b>24.29333*</b>
2	632.4030	14.96592	4.83e-15	-24.45612	-23.65307	-24.15031
3	637.6805	8.444009	5.67e-15	-24.30722	-23.16001	-23.87035
4	645.2357	11.18176	6.12e-15	-24.24943	-22.75805	-23.68150
5	647.2805	2.780865	8.36e-15	-23.97122	-22.13568	-23.27223
6	659.2335	14.82176	7.82e-15	-24.08934	-21.90963	-23.25930
7	668.6992	10.60157	8.25e-15	-24.10797	-21.58410	-23.14686
8	677.3229	8.623754	9.28e-15	-24.09292	-21.22488	-23.00075
9	688.1404	9.519365	9.94e-15	-24.16562	-20.95342	-22.94239
10	694.4628	4.805038	1.34e-14	-24.05851	-20.50215	-22.70423

Uygun gecikme uzunluğunun bulunabilmesi için öncelikle sabit terim içeren ve gecikme sayısının 10 olduğu bir VAR modeli tahmin edilmiştir. Tablo 4.12’ de “\*” ile gösterilen değerlere denk gelen gecikme sayısı söz konusu kriter tarafından belirlenen gecikme sayısını göstermektedir. Bütün test istatistiklerine göre gecikme uzunluğu 1 çıktığından, gecikme uzunluğu 1 olarak alınmış ve Tablo 4.12’ deki VAR modeli tahmin edilmiştir.

**Tablo 4. 13.** Gecikme Uzunluğu 1 Seçilerek Yapılan VAR Analizi Sonuçları

Vector Autoregression Estimates			
Date: 12/23/16 Time: 16:35			
Sample (adjusted): 2 60			
Included observations: 59 after adjustments			
Standard errors in ( ) & t-statistics in [ ]			
	FSE	LPFO	M2
FSE(-1)	0.202545 (0.14174) [ 1.42896]	-0.007380 (0.01147) [-0.64330]	-0.173428 (0.26292) [-0.65963]
LPFO(-1)	98.58861 (49.5507) [ 1.98965]	0.322860 (4.01047) [ 0.08050]	-10.93737 (91.9102) [-0.11900]
M2(-1)	-4.367854 (2.15531) [-2.02656]	0.027188 (0.17444) [ 0.15586]	1.424249 (3.99782) [ 0.35626]
C	-53.31497 (27.8773) [-1.91248]	0.420212 (2.25630) [ 0.18624]	7.046508 (51.7089) [ 0.13627]
R-squared	0.453742	0.924964	0.925958
Adj. R-squared	0.423947	0.920871	0.921920
Sum sq. resids	0.040547	0.000266	0.139504
S.E. equation	0.027152	0.002198	0.050363
F-statistic	15.22837	225.9939	229.2754
Log likelihood	131.1261	279.4574	94.67498
Akaike AIC	-4.309359	-9.337538	-3.073728
Schwarz SC	-4.168509	-9.196688	-2.932878
Mean dependent	1.982976	1.003264	10.07703
S.D. dependent	0.035774	0.007812	0.180236
Determinant resid covariance (dof adj.)		3.29E-15	
Determinant resid covariance		2.66E-15	
Log likelihood		738.8567	
Akaike information criterion		-24.63921	
Schwarz criterion		-24.21666	

#### 4.2.3.1. Granger Nedensellik Testi

VAR modeli tahmin edildikten sonra değişkenlerin birbirleri arasındaki ilişkinin hangi yönde olduğunu tespit etmek amacıyla Granger Nedensellik Testi yapılmıştır ve Tablo 4.14’de ki sonuçlar elde edilmiştir.

**Tablo 4. 14.** Nedensellik Testi Sonuçları

Hipotez	Olasılık Değeri
H <sub>0</sub> ; PFO, FSE’nin nedeni değildir	0,0466
H <sub>0</sub> ; FSE, PFO’nun nedeni değildir	0,5200
H <sub>0</sub> ; M2, FSE’nin nedeni değildir	0,0427
H <sub>0</sub> ; FSE, M2’nin nedeni değildir	0,5095

Olasılık değerlerinin 0,05’den küçük olduğu durumlarda H<sub>0</sub> hipotezi reddedilir ve tam tersi olan H<sub>1</sub> hipotezi kabul edilir. Tablo 4.13 incelendiğinde; hem PFO’dan hem de M2’den FSE’ye doğru bir nedensellik olduğu görülmektedir. FSE’nin ise hem PFO’nun hem de M2’nin bir nedeni olmadığı görülmektedir.

#### 4.2.3.2. Eş Bütünleşme (Koentegrasyon) Analizi

Eş bütünleşme analizi, makro değişkenlere ait serilerin durağan olmadığı durumlarda bile, bu serilere ait durağan bir doğrusal kombinasyon var olabileceğini ve eğer varsa bunun ekonometrik olarak belirlenebileceğini ileri sürmektedir (Tarı,2006:405). 1987 yılında Engle ve Granger tarafından geliştirilen koentegrasyon teorisine karşılık daha sonra 1988 yılında Johansen,Stok ve Watson maksimum olabilirlik tahmin yöntemini kullanarak koentegre (eş bütünsel) vektörlerin varlığını test etmişlerdir (Kutlar, 2007: 359).

Değişkenler ile Johansen Eş Bütünleşme analizi yapılmış ve sonuçları Tablo 4.14 ve 4.15’de gösterilmiştir.

**Tablo 4. 15.** Johansen Eş Bütünleşme Analizi Sonuçları

Hypothesized		Trace	0.05	
No. of CE(s)	Eigenvalue	Statistic	Critical Value	Prob.**
None *	0.405696	43.12338	42.91525	0.0476
At most 1	0.140235	12.94230	25.87211	0.7427
At most 2	0.069513	4.178754	12.51798	0.7161
<b>Trace testi %5 düzeyinde 1 adet eşbütünleşme olduğunu göstermektedir.</b>				
Hypothesized		Max-Eigen	0.05	
No. of CE(s)	Eigenvalue	Statistic	Critical Value	Prob.**
None *	0.405696	30.18108	25.82321	0.0125
At most 1	0.140235	8.763545	19.38704	0.7485
At most 2	0.069513	4.178754	12.51798	0.7161
<b>Max-eigenvalue testi %5 düzeyinde 1 adet eş bütünleşme olduğunu göstermektedir.</b>				

**Tablo 4. 16.** Johansen Eş Bütünleşme Analizi Sonuçları

<b>Eş Bütünleşme Katsayıları</b>				
FSE	LPFO	M2		
1.000000	-44.66264	1.986484		
	(35.9061)	(1.56228)		
<b>Ayarlama Katsayıları</b>				
D(FSE)	-1.211447			
	(0.20656)			
D(LPFO)	0.010608			
	(0.01991)			
D(M2)	0.247132			
	(0.45576)			

Eş bütünleşme analizi sonucunda bir adet eş bütünleşme olduğu tespit edilmiştir. FSE ile PFO arasında doğru yönlü bir ilişki varken, FSE ile M2 arasında ters yönlü bir ilişki vardır.

### 4.3. SONUÇLARIN DEĞERLENDİRİLMESİ

Enflasyon hedeflemesinin uygulandığı ülkemizde makroekonomik değişkenlerin hem enflasyon üzerindeki etkisi hem de birbirleri arasındaki ilişkiler incelenmiştir. Yapılan analizler sonucunda fiyat istikrarı hedefinde gösterge olan enflasyon oranının hem para arzındaki hem de politika faiz oranındaki değişimlerden etkilendiği görülmektedir. Enflasyon ile para arzı arasında doğru yönlü bir ilişki varken, faiz oranı ile enflasyon arasında ters yönlü bir ilişki vardır. 2008 küresel finans krizinden sonra etkin bir şekilde kullanılmaya başlanılan faiz koridoru sisteminin enflasyon hedefini tutturma konusunda etkisi olduğu fakat enflasyon üzerindeki temel belirleyici olmadığı görülmektedir. Para arzının kontrol edilmesi, enflasyon hedefinin tutturulması açısından çok daha etkili bir politika aracı olarak görülmektedir. Enflasyon, para arzındaki değişimlere daha hızlı ve daha büyük tepkiler verirken, faiz oranlarındaki değişimler enflasyon üzerinde daha küçük etkilere neden olmaktadır. Para arzındaki değişimlerin enflasyonu etkilediği gibi faiz oranı üzerinde de önemli etkileri vardır. Hem enflasyonu hem de faiz oranını etkilemesinden dolayı para arzı en dışsal makroekonomik değişken olarak görülmektedir. Oh (2002) yaptığı çalışmada, benzer bir şekilde faiz oranı ve enflasyon arasında ters yönlü bir ilişki saptarken, para arzı ile enflasyon arasında doğru yönlü bir ilişki olduğu sonucuna ulaşmıştır. Yiğit (2006), çalışmasında da para arzı ile enflasyon arasında doğru bir ilişki olduğunu ve bu ilişkinin hem kısa hem de uzun dönemde var olduğunu ortaya koymuştur. Bu çalışmada faiz oranları ile enflasyon arasında çift yönlü bir nedensellik ortaya çıkmıştır, fakat Doğan (2006), çalışmasında enflasyondan faiz oranlarına doğru bir nedensellik olduğunu, faiz oranlarından enflasyona doğru bir nedensellik olmadığını ortaya koymuştur. Modenesi ve Araujo (2012) Brezilya ekonomisi üzerine yaptıkları çalışmada benzer bir şekilde faiz oranlarının enflasyon üzerindeki etkisinin sınırlı olduğunu ve enflasyon hedeflemesi rejiminde farklı para politikası araçlarının kullanılması gerektiğini belirtmişlerdir. A.Mishra ve V.Mishra (2010) tarafından Hindistan ekonomisi üzerine yapılan çalışmada da faiz oranı ile enflasyon ve para arzı ile enflasyon arasındaki ilişkilerin tutarlı olduğu fakat enflasyon hedeflerinin sağlanabilmesi için döviz kuru politikalarının daha etkin olacağı vurgulanmıştır.

Finansal istikrarın bir göstergesi olarak ele alınan FSE, hem para arzındaki hem de politika faiz oranındaki değişimlerden etkilenmektedir. Politika faiz oranı ile FSE arasında doğru yönlü bir ilişki vardır. Faiz oranları arttıkça FSE değerleri de artış göstermektedir. Artan faiz oranlarıyla birlikte bankacılık sektöründeki sermaye artışı FSE'yi olumlu yönde etkilemektedir. Para arzı ile FSE arasında ise ters yönlü bir ilişki vardır. Artan para arzının faiz oranlarını düşürmesi sonucu, faiz oranları ile FSE arasındaki doğru yönlü ilişkiden dolayı, FSE artan para arzından olumsuz olarak etkilenmektedir. Morris (2011) tarafından Jamaika ekonomisi üzerine yapılan çalışmada, benzer şekilde para arzı artışlarının FSE'yi olumsuz yönde etkilediği tespit edilmiştir, fakat bu çalışmada çıkan sonuçların aksine Morris çalışmasında faiz oranı ile FSE arasında da ters yönlü bir ilişki olduğunu, faiz oranı artışlarının FSE'yi düşürdüğünü belirtmiştir. Özcan (2006) çalışmasında, Türkiye ekonomisi için 1992-2005 tarihleri arası kapsayacak şekilde bir FSE oluşturmuş ve söz konusu tarihler arasında FSE ile faiz oranları arasında ters yönlü bir ilişki olduğunu belirtmiştir. Aynı şekilde enflasyon oranları ile FSE arasında da ters yönlü bir ilişki olduğunu belirtmiştir. Gündoğan (2013) çalışmasında finansal istikrarın göstergesi olarak kredi hacmini almış ve artan kredi hacminin finansal istikrarı olumsuz yönde etkilediğini belirtmiştir. Benzer şekilde çalışmamızda da artan kredi hacminden kaynaklı aktif kalitesi ve karlılık endekslerindeki düşüşün doğrudan FSE üzerinde olumsuz bir etki oluşturduğu belirtilmiştir. Blot vd (2014) çalışmalarında, Amerika Birleşik Devletleri ve Avro Bölgesi için fiyat istikrarı ve finansal istikrarın sağlanmasına yönelik uygulanan para politikalarını incelemiş ve düşük enflasyonun olduğu dönemlerde finansal istikrarsızlığın ortadan kalkacağını belirtmişlerdir. Faiz oranları ile finansal istikrar arasında bir ilişki olduğu fakat finansal istikrarın sağlanabilmesi için faiz oranlarının değil farklı makroekonomik değişkenlerin kullanılması gerektiğini ve finansal istikrarın fiyat istikrarından bağımsız bir hedef olarak görülmesi gerektiğini belirtmişlerdir. Tüzün (2014) çalışmasında, finansal istikrarın göstergesi olarak, FSE'nin alt endekslerinden birisi olan sermaye hareketlerini uygulamaya dâhil etmiş ve sermaye hareketlerinin çok yüksek derecede olmasa da enflasyondan etkilendiği sonucuna ulaşmıştır.

## SONUÇ

Bu çalışmada, genel olarak merkez bankaları tarafından yürütülen para politikası uygulamaları incelenmiş ve küresel finans krizi öncesi ve sonrası uygulamaların karşılaştırılması yapılmıştır. Fiyat istikrarını sağlamaya yönelik uygulanan para politikalarının, küresel finans krizi ile birlikte finansal istikrarı sağlamak için yeterli olmadığı görülmüş ve yeni politika araçları kullanılmaya başlanmıştır. Yeni politika araçları hem enflasyon hedeflemesi rejimini uygulayan ülkeler hem de ABD, Çin, Japonya ve AMB tarafından kullanılmıştır.

Diğer merkez bankaları gibi TCMB'nin de öncelikli amacı fiyat istikrarını sağlamak ve sürdürmektir. Bu amaç doğrultusunda TCMB 2002 yılından itibaren enflasyon hedeflemesi yaklaşımını uygulamaktadır. 2008 finans krizine kadar olan dönemde TCMB tarafından kısa vadeli faiz oranları politika aracı olarak kullanılırken, 2010 Kasım ayı itibariyle para politikası araçlarında çeşitlendirmeye gidilerek, faiz koridoru, zorunlu karşılıklar ve ROM para politikası aracı olarak kullanılmaya başlanmıştır.

Fiyat istikrarının temel göstergesi olarak enflasyon oranı ele alınmakta ve TCMB tarafından her yıl için hedef bir enflasyon oranı belirlenmektedir. Örtük enflasyon hedeflemesinin uygulandığı 2002-2005 döneminde enflasyon oranları büyük oranda düşmüş, fakat açık enflasyon hedeflemesine geçildikten sonra, gerçekleşen enflasyon oranı daima hedeflenen enflasyon oranının üstünde olmuştur. Sadece 2009 ve 2010 yıllarında gerçekleşen enflasyon oranı hedeflenen enflasyon oranından daha düşük olmuştur. 2012 yılından itibaren enflasyon hedefi %5 olarak belirlenmiş fakat bu oran gerçekleşmemiştir. Gerek faiz teorilerinde ki gerekse de ampirik çalışmalarda ki faiz oranları ile enflasyon oranı arasındaki ters yönlü ilişki dikkate alındığında, düşük enflasyon oranı ile birlikte düşük faiz oranlarının bir arada olması mümkün gözükmemektedir. Türkiye'nin enflasyon hedeflemesi performansı incelendiğinde ise, hedeflenen enflasyon oranının son yıllarda hiç tutturulamaması, TCMB'nin fiyat istikrarının sağlanması konusunda başarısız olduğunu göstermektedir. Fakat enflasyon hedeflemesi uygulamasının başarısız ya da başarılı olduğunu söyleyebilmek için sadece hedeflenen oranlarının tutturulmasına bakmak çok sağlıklı olmayacaktır. Enflasyon hedeflemesi uygulamasında önemli olan enflasyonun sürdürülebilirliğini sağlamak ve



para politikalarının etkinliğini kaybetmemesidir. Bu açıdan bakıldığında enflasyon hedeflemesi rejimine geçilmeden önceki dönemlerde çok yüksek olan enflasyon oranları örtük ve açık enflasyon hedeflemesi rejiminin uygulandığı dönemlerde giderek düşmüş ve bir istikrar yakalamıştır. Bu açıdan incelendiğinde ise enflasyon hedeflemesi rejiminin fiyat istikrarını sağlama konusunda başarılı olduğu söylenebilir.

Fiyat istikrarının temel göstergesi olarak ele alınan enflasyon oranının, faiz oranları ve para arzı ile olan ilişkilerini incelemek için, bu değişkenlerin 2011:1-2015:12 tarihleri arasındaki aylık veriler kullanılarak VAR analizi yapılmış ve para arzının enflasyon oranı üzerindeki etkisinin, faiz oranlarının etkisinden daha fazla olduğu ortaya çıkmıştır. Bu nedenle, hedeflenen enflasyon oranına ulaşabilmek için, faiz oranı düzenlemelerinden daha çok para arzı düzenlemelerinin etkili olabileceği düşünülmektedir. Merkez bankası tarafından 2010 yılı sonundan itibaren zorunlu karşılık oranları kullanımına ağırlık verilmesi ve bunun ROM uygulaması ile genişletilmesi, para arzı kontrolünün fiyat istikrarı üzerindeki etkisini göstermektedir.

TCMB tarafından uygulanan para politikalarının bir diğer nihai hedefi ise finansal istikrardır. 2008 küresel finans krizinden sonra finansal istikrar kavramı daha çok önem kazanmış ve birçok merkez bankası tarafından fiyat istikrarının yanında finansal istikrarı da sağlayabilmek için farklı politika araçları kullanılmaya başlanmıştır.

Çalışmada, finansal istikrarın bir göstergesi olarak, TCMB tarafından 2005 yılı için oluşturulan FSE, 2001-2015 yıllarını kapsayacak şekilde tekrar analiz edilmiştir. Aktif kalitesi, sermaye yeterliliği, karlılık ve likidite durumlarını gösteren FSE sonuçlarına göre, krizden sonraki dönemde aktif kalitesi ve karlılık endekslerinde, kredi hacmindeki artıştan kaynaklı kredi riskinin artması sonucu, sürekli bir düşüş görülmektedir. Takipteki alacakların öz kaynaklar içindeki oranının artması ve geri ödenmeyen kredi miktarındaki artışlar, bu endekslerdeki düşüşün temel sebepleri olarak gösterilebilir. Toplam aktifler içerisindeki likit aktiflerin fazlalığı ve istikrarsız ekonomi ortamı likidite riski endeksinin yüksek olmasına sebep olmaktadır. Sermaye yeterlilik endeksi ise bankacılık sektörünün öz kaynaklarının geçmiş yıllara göre zayıflamasından dolayı 2012 yılının sonundan itibaren düşüş içerisindedir.

Söz konusu yıllar arasındaki FSE değerleri incelendiğinde, bu yıllarda FSE'de sürekli bir düşüş gözlemlenmektedir. Bu düşüşün başlıca sebepleri;

- Takipteki alacakların sürekli artması ve bu nedenden dolayı aktif kalitesi endeksinin düşüş göstermesi,
- Kredilerin geri ödenememesinden dolayı karlılık endeksinin düşüş göstermesi,
- Bankacılık sektörünün sermaye yapısının geçmiş yıllara göre daha güçsüz olması,
- Özel sektör dış borçlarının son yıllarda çok fazla oranda artış göstermesi

olarak sıralanabilmektedir.

Finansal istikrarın bir göstergesi olarak ele alınan FSE'nin faiz oranları ve para arzı ile olan ilişkilerini incelemek için, bu değişkenlerin 2011:1-2015:12 tarihleri arasındaki değerleri ile VAR analizi yapılmış ve Türkiye FSE'sinin hem faiz oranlarındaki hem de para arzındaki değişimlerden etkilendiği ortaya çıkmıştır. FSE, faiz oranları ile doğru yönlü bir ilişkiye sahipken, para arzı ile ters yönlü bir ilişkiye sahiptir.

Sonuç olarak, hem fiyat istikrarının bir göstergesi olarak kabul edilen düşük enflasyon oranlarının gerçekleşebilmesi için hem de finansal istikrarın bir göstergesi olarak kabul edilen yüksek FSE değerlerinin gerçekleşebilmesi için faiz oranlarının daha yüksek oranda belirlenmesi gerektiği görülmektedir. Yüksek faiz oranları neticesinde bankalar daha fazla kredi vermek isteyecekler, fakat kredi hacmi, düşük faiz oranlarına göre daha az olacaktır. Hem literatürdeki çalışmalarda, hem de bizim çalışmamızda, finansal istikrarın kredi hacmi ile ters orantılı olduğu sonucunun ortaya çıkmış olması nedeniyle; yüksek faiz oranlarının, kredi hacmini düşürmesi açısından finansal istikrarın sağlanmasında veya daha yüksek FSE değerlerinin elde edilmesinde olumlu yönde katkısı olacağı düşünülmektedir. Enflasyon ile faiz oranı arasındaki ilişki, enflasyon türüne göre değişiklik göstermektedir. Talep enflasyonunun olduğu durumlarda enflasyonla faiz oranı arasında ters yönlü bir ilişki, maliyet enflasyonu olduğu durumlarda ise enflasyon ile faiz oranı arasında doğru yönlü bir ilişki gerçekleşmektedir. Talep enflasyonunun olduğu durumlarda faiz oranları artırılarak enflasyon düşürülebilmekte, maliyet enflasyonunun olduğu durumlarda ise, faiz oranı düşürülerek enflasyon oranı düşürülebilmektedir. Çalışmamızda, enflasyon ile faiz oranı arasında ters yönlü bir ilişki çıkmıştır ve bu da ülkemizde talep enflasyonunun maliyet

enflasyonuna göre daha baskın olduğunu göstermektedir. Bu durumda düşük enflasyon oranlarının sağlanabilmesi için faiz oranlarının daha yüksek olması gerektiği düşünülmektedir.



**KAYNAKÇA**

- Alesina, A ve Summers, H. L. (1993). "Central Bank Independence and Macroeconomic Performance: Some Comparative Evidence". *Journal of Money, Credit and Banking*. 25(2), 151-162.
- Alparslan, M. ve Erdönmez, P.A. (2000). "Enflasyon Hedeflemesi". *Bankacılar Dergisi*. SAYI: 35, 14-41.
- Alper, K. , Kara, H. ve Yörükoğlu, M. (2012)." Rezerv Opsiyonu Mekanizması". *TCMB Ekonomi Notları*. Sayı: 28, 1-14.
- Alper, K. ve Tiryaki, S.T. (2011). " Zorunlu Karşılıkların Para Politikasındaki Yeri". *TCMB Ekonomi Notları*. Sayı: 08, 1-10.
- Altınışik, İ. (1996). *Enflasyonu Önlemede Mali Araçların Etkisi*. Yayımlanmamış Yüksek Lisans Tezi. Konya: Selçuk Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü.
- Artar, O. K. (2011). "Türkiye’de Para Politikası Kararlarının Makroekonomik Değişkenler Üzerindeki Etkisi: Vektör Otoregresyon (Var) Analizi". *Marmara Sosyal Araştırmalar Dergisi*. Sayı: 1, 1-17.
- Barth, R. C. (2002). " The Framework of Monetary Policy". M. S. Khan, S. M. Nsouli & C. H. Wong (Eds.), *Macroeconomic Management Programs and Policies*. Washington.
- Bekiroğlu, C. (2010). *Türkiye’de İşsizlik Sorununun Çözümlemesinde Uygulanan Ekonomi Politikalarının Analizi*. Yayımlanmamış Yüksek Lisans Tezi. İstanbul: Kadir Has Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü.
- Bernanke, B. S. Laubach, T., Mishkin, S.F. & Posen, A.S.(2001). "The Rationale for Inflation Targeting". *Princeton University Press*.
- Bernanke, B.S. & Mishkin, S.F. (2010). "Inflation Targeting: A New Framework for Monetary Policy?". *The Journal of Economic Perspectives*. 11(2), 97-116.

- Beşe, E. (2007). *Finansal Sistem Stres Testi Uygulamaları ve Türkiye örneği*. Uzmanlık Yeterlilik Tezi. Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası Bankacılık ve Finansal Kuruluşlar Genel Müdürlüğü.
- Blasckhe, H., Jones, M.T., Majnoni, G. & Peria, S.M. (2001). “Stress Testing of Financial Systems: An Overview of Issues, Methodologies, and FSAP Experiences”. *IMF Working Paper*. Sayı: 88, 3-56.
- Blot, C., Creel, J., Hubert, P., Labondance, F. & Saraceno, F. (2014). “Assesing the link between Price and Financial Stability “. HAL-Working Paper, 2014-02, 1-27.
- Central Bank of Bahreyn. (2008). *Financial Stability Paper Series, No:1*.
- Ceylan, İ. M. (2013). *Fiyat İstikrarını Sağlamaya Yönelik Enflasyon Hedeflemesi Politikaları: Türkiye Örneği*. Yayımlanmamış Yüksek Lisans Tezi. Hacettepe Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü.
- Chant, J. (2003). “Financial Stability as a Policy Goal”. *Bank of Canada, Technical Report*. No:95.
- Cihak, M. (2010). “Price Stability, Financial Stability, and Central Bank Independence”.
- Coşkun, M. N. (2001). “Gelişmekte Olan Ekonomilerde Bankacılık Krizleri”. *Gazi Üniversitesi İ.İ.BF. Dergisi*. Sayı:2, 39-50.
- Crockett, A. (1997). “Why Is Financial Stability a Goal of Public Policy?”. *Economic Review*. 4, 5-22.
- Çalışkan, Ö. V. (2003). “Uluslararası Finansal Krizler”. *Ekonomik Yaklaşım*. 14(49), 225-240.
- Çondur, F. ve Bölükbaş, M. (2013). “TCMB’nin Finansal İstikrar Araçları ve Çıkış Stratejisi Olarak Uygulamaları”. *Gümüşhane Üniversitesi Sosyal Bilimler Elektronik Dergisi*. Sayı: 7, 175-193.
- Darıcı, B. (2009). *Para Politikası ve Finansal İstikrar: Türkiye Örneği*. Yayımlanmamış Doktora Tezi. Marmara Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü.

- Darıcı, B. (2012). “Finansal İstikrar ve Finansal İstikrara Yönelik Kamusal Sorumluluk Çerçevesinde Para Politikası: Türkiye Analizi”. *TBB Bankacılar Dergisi*. 23(83), 34-66.
- Debelle, G. (1997) “Inflation Targeting in Practice”. *IMF Working Paper*. 1997-35, 1-34.
- Delice, G. (2003). “Finansal Krizler: Teorik ve Tarihsel Bir Perspektif”. *Erciyes Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi*. Sayı: 20, 57-81.
- Demirhan, B. (2013) “Türkiye’de Yeni Yaklaşım Çerçevesinde Para Politikalarının Finansal İstikrarı Sağlama Yönünde Uygulanması”. *Afyon Kocatepe Üniversitesi, İİBF Dergisi*. 15(2), 567-589.
- Doğan, B., Eroğlu, Ö. Ve Değer, O. (2016) “Enflasyon ve Faiz Oranı Arasındaki Nedensellik İlişkisi: Türkiye Örneği”. *Çankırı Karatekin Üniversitesi İİBF Dergisi*, <http://dx.doi.org/10.18074/cnuiibf.258>
- Duman, A. (2002) “Inflation Targeting as a Monetary Policy and its Applicability to Developing Countries”. *TCMB, Research Department Working Paper*. No: 7.
- Erçel, G. (1996) “Türkiye’de Para Politikası Uygulamaları ve Etkileri”. *İktisat, İşletme ve Finans Dergisi*. 11(129).
- Erdem, E., İlgün, M. F. ve Dumrul, C. (2011) “Finansal İstikrarın Bankacılık Sisteminin Borç Verme Politikaları Üzerindeki Etkisi: 2008 Küresel Krizi Çerçevesinde Türkiye Üzerine Bir İnceleme”. *BDDK Bankacılık ve Finansal Piyasalar Dergisi*. 5(1), 9-34.
- Erhart, S. & Vasquez-paz, J. L. (2007) “Optimal Monetary Policy Committee Size: Theory and Cross Country Evidence”. *MNB Working Papers*. 2007(6), 1-28.
- Ermışoğlu, E. (2011). *Enflasyon Hedeflemesi Rejiminin Türkiye’deki Başarısının Değerlendirilmesi*. Uzmanlık Yeterlilik Tezi. Ankara: Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası Piyasalar Genel Müdürlüğü.

- Evans, O., Leone, M. A., Gill, M. & Hilbers, P. (2000). "Macprudential Indicators of Financial System Soundness". *International Monetary Fund, Occasional Paper*. No: 192.
- Gençay, O. (2007). *Finansal Dolarizasyon ve Finansal İstikrar Arasındaki İlişki: Türkiye Değerlendirmesi*. Uzmanlık Yeterlilik Tezi. Ankara: Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası Bankacılık ve Finansal Kuruluşlar Genel Müdürlüğü.
- Greenspan, A. (2011). "Transparency in Monetary Policy". (videoconference), *Economic Policy Conference, St.Louis, Missouri*.
- Guender, A. V., & Oh, D. Y. (2006) "Price Stability through Price-Level Targeting or Inflation Targeting? A Tale of Two Experiments". *Journal Of Economics And Business*. 58(5), 373-391.
- Gujarati, N. D., Porter, C. D. (2012). *Temel Ekonometri*. ( Çev.: Ümit Şenesen, Gülay Günlük Şenesen). İstanbul: Literatür Yayınları
- Gündoğan, H. (2013). *Enflasyon Hedeflemesi: Fiyat İstikrarından Finansal İstikrara*. Yayımlanmamış Yüksek Lisans Tezi. Bursa: Uludağ Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü.
- Haznedaroğlu, A. B. (2014). *Finansal İstikrar: Türkiye’de Finansal İstikrara Yönelik Olarak Uygulanan Faiz Koridorunun Etkinliği Üzerine Bir Analiz (2006 – 2013)*. Yayımlanmamış Doktora Tezi. İstanbul: Maltepe Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü.
- Herrero, A. G. & Rio, P. (2003). "Financial Stability and Design of Monetary Policy". *BANCO DE ESPAÑA, Research Department, Working Paper*. No:0315.
- Hesapçioğlu, M. (1986) "Gelişmekte Olan Ülkelerde İstihdam ve İşsizlik". *Ankara Üniversitesi Eğitim Bilimleri Fakültesi Dergisi*. 19(1), 162-282.
- Iden, G. (May 2001). Presentation on Open Market Operations. IMF Institute/MAE Course, Monetary and Exchange Operations, IMF Monetary and Exchange Affairs Department.

- İpeker, M. (2002). *Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankasının Finansal Sistem İstikrarının Sağlanmasındaki Rolü*. Uzmanlık Yeterlilik Tezi. Ankara: Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası Bankacılık ve Finansal Kuruluşlar Genel Müdürlüğü.
- Kara, A.H. (2012). “Küresel Kriz Sonrası Para Politikası”. *TCMB Çalışma Tebliği*. No: 17.
- Kara, A.H. (Ekim 2008). “Enflasyon Hedeflemesi”[Bildiri]. Ekonomik Tartışmalar Konferansı, İstanbul.
- Kara, A.H. (2015). “Faiz Koridoru ve Para Politikası Duruşu”. *TCMB Ekonomi Notları*. Sayı: 13, 1-12.
- Kara, A.H., Orak, M. (2008). “ Enflasyon Hedeflemesi “. *Ekonomik Tartışmalar Konferansı*, 2008. 1-69.
- Karasoy, A., Saygıl, M. ve Yalçın, C. (1998). Enflasyonun Doğrudan Hedeflenmesi Politikası ve Bazı Ülke Deneyimleri. *TCMB Tartışma Tebliği*. No: 9801.
- Karataş, M . (2000). “1990 Sonrası Türkiye'de Uygulanan Para Programları”. *Balıkesir Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi*. 3(4), 131-153.
- Kesriyeli, M. (1997). “1980’li Yıllardan Günümüze Para Politikası Gelişmeleri”. TCMB Araştırma Genel Müdürlüğü. 97/4, 1-35.
- Kesriyeli, M. Ve Yalçın, C. (1998). “Taylor Kuralı ve Türkiye Uygulaması Üzerine Bir Not”. TCMB Araştırma Genel Müdürlüğü. No:9802, 1-6.
- Keyder, N. , Ertunga, E. İ. (2012). *Para; Teori – Politika – Uygulama*. Ankara: Seçkin Yayıncılık ve Dağıtım.
- Khan, M.S. (2003). “Current Issues In The Design And Conduct Of Monetary Policy”. *IMF Working Paper*. 3/56, 1-18.
- Kutlar, A. (2007). *Ekonometriye Giriş*. Ankara: Nobel Yayın Dağıtım.
- Lagunoff, R. & Schreft, S. (September 1998). “ A Model of Financial Fragility”[Bildiri] Texas Monetary Conference, Texas.



- Masson, P.R., Savastana, M.A. & Sharma, S. (1997). "The Scope For Inflation Targeting In Developing Countries". *IMF Working Paper*. 97/10, 1-53.
- Miller, R.L., VanHoose, D.D. (1993). *Modern Money and Banking*. Unites States of America: McGraw-Hill.
- Mishkin, F. (2000a). *Para Teorisi ve Politikası*. ( Çev.: İlyas Şıklar, Ahmet Çakmak, Suat Yavuz). İstanbul: Bilim Teknik Yayınevi.
- Mishkin, F. S. (2002). "Inflation Targeting". Brian Snowdon & Howard R. Vane (Eds), *An Encyclopedia of Macroeconomics*, Cheltenham, UK and Northampton, MA, USA: 361-5.
- Mishkin, F.S. & Posden, A.S. (1997). "*Inflation Targeting: Lessons From Four Countries*". NBER Working Papers Series. No: 6126, 1-134.
- Mishkin, F.S. (1999). "International Experiences With Different Monetary Policy Regimes". *NBER Working Papers Series*. No: 7044, 1-48.
- Mishkin, F.S. (2000b). "*Inflation Targeting In Emerging Market Countries*". NBER Working Papers Series. No: 7618, 1-14.
- Mishra A. & Mishra V. (2010). " A VAR Model of Monetary Policy and Hypothetical Case of Inflation Targeting in India ". Monash University – Business and Economics Discussion Paper, 15/10, 1-42.
- Modenesi, A.M. & Araujo, E.C. (2012). "*Price Stability under Inflation Targeting in Brazil: an empirical analysis of the monetary policy transmission mechanism based on a VAR model (2000-2008)*". IE-UFRJ Discussion Paper 003/2012 1-46.
- Morris, V.C. (2011). Measuring and Forecasting Financial Stability: The Composition of an Aggregate Financial Stability Index for Jamaica. *Journal Of Business, Finance And Economice In Emerging Economies*. 6(2), 34-51.
- Nardo, M., Saisona, M., Saltelli, A. & Tarantola, S. (2005). "Tools for Composite Indicators Building". *European Commission, Joint Research Centre, Report*.

- Oh, J. (July, 2002). Inflation Targeting: The Korean Experience and Issues. [Bildiri]. International Finance Research Team, The Bank Of Korea. Korea.
- Oktar, S ve Dalyancı, L.(2012). Türkiye Ekonomisinde Para Politikasının Ekonomik Büyüme Üzerine Etkisi. *Marmara Üniversitesi İ.İ.B.F. Dergisi*. 32(1), 1-18.
- Oktar, S. (1996). *Merkez Bankalarının Bağımsızlığı*. İstanbul: Bilim Teknik Yayınevi.
- Oktar, S. (1998). “Para Politikasının Güvenilirliği ve Güvenilirliğin Sağlanmasında Enflasyon Hedeflemesi Yaklaşımı”. *Banka ve Ekonomik Yorumlar Dergisi*, 35(2).
- Oktar, S. , Tokucu, E. , Kaya, Z. (2012). *Finansal Küreselleşme Sürecinde Merkez Bankacılığı ve Para Politikaları*. Ankara: Nobel Akademik Yayıncılık.
- Orhan, Z. O. , Erdoğan S. (2008). *Para Politikası*. Ankara: Yazıt-Yayın Dağıtım.
- Önder, T. (2005). *Para Politikası: Araçları, Amaçları ve Türkiye Uygulaması*. Uzmanlık Yeterlilik Tezi. Ankara: Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası Piyasalar Genel Müdürlüğü.
- Özatay, F. (2013). *Parasal İktisat Kuram ve Politika*. Ankara: Efil Yayınevi.
- Özcan, S.(2006) *Para Politikası Tercihleri İle Finansal İstikrar Arasındaki İlişki, Enflasyon Hedeflemesi Politikasında Finansal İstikrar Ve Türkiye Analizi*. Uzmanlık Yeterlilik Tezi. Ankara: Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası Bankacılık ve Finansal Kuruluşlar Genel Müdürlüğü.
- Öztürk, N. (2011). *Para Banka Kredi*. Bursa: Ekin Basım Yayım Dağıtım.
- Öztürk, S. (2003). *Enflasyon Hedeflemesi*. İstanbul: Derin Yayınevi.
- Öztürk, S., Sözdemir, A., Ülger, Ö. (2013). “Enflasyon Hedeflemesi Yaklaşımı: Türkiye’deki Uygulama Sürecinin Değerlendirilmesi” [Bildiri]. Selahattin Sarı, Alp H. Gencer, İlyas Sözen (Editörler). *International Conference on Eurasian Economies-2013, 17-18 September 2013*, (ss. 346-354), St. Petersburg – Russia.
- Patinkin, D. (1993). “Israel’s Stabilization Program of 1985, Or Some Simple Truths of Monetary Theory”. *Journal of Economic Perspectives*, 7(2), 103-128.

- Papademos, L. (2009). "Financial Stability and Macro-Prudential Supervision: Objectives, Instruments and The Role of The ECB". (conference speech), *The ECB and It's Watchers Conference – XI*, Frankfurt.
- Paya, M. (1994). *Para Teorisi ve Para Politikası*. İstanbul: Filiz Kitapevi.
- Paya, M. M. (2013). *Küresel Ortamda İktisat Politikaları*. İstanbul: Türkmen Kitapevi.
- Petrovska, M. & Mihajlovska, E. M. (2013). "Measures of Financial Stability in Macedonia". *Journal of Central Banking Theory and Practice*, 2013-3, 85-110.
- Posen, A.S. (1995). "Declarations Are Not Enough: Financial Sector Sources of Central Bank Independence". Ben S. Bernanke, Julio J. Rotemberg (Eds.), *NBER Macroeconomics Annual 1995, Volume 10*, (pp. 253-274). MIT Press.
- Sarı, Y. (2007). "Cumhuriyetten Günümüze Türkiye'de Uygulanan Para Politikaları". *Mustafa Kemal Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi*. 4(7), 37-59.
- Sarpkaya, S.S. (2009). *Finansal Krizler ve Kriz Dönemlerinde Uygulanan Para Politikası Araçları*. Yayımlanmamış Yüksek Lisans Tezi. Ankara Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü.
- Schaechter, A., Stone, M. R. Ve Zelmer, M. (2000). "Adopting Inflation Targeting : Practical Issues for Emerging Market Countries". *IMF Occasional Paper*, 202, 1-62.
- Schinasi, G.J. (2003). "Responsibility of Central Banks for Stability in Financial Markets". *IMF Working Paper*. 3/121, 1-17.
- Schinasi, G.J. (2004). "Defining Financial Stability". *IMF Working Paper*. 4/187, 1-18.
- Sen, A. (1988). "The Concept of Developmet". Chenery H. & Srinivasan T.N. (Eds.), *Handbook of Developmet Economics, Volume I*, (pp. 10-26). Elsevier Science Publishers.
- Seyidoğlu, H. (2013). *Uluslararası İktisat; Teori Politika ve Uygulama*. İstanbul: Beta Yayıncılık.

- Sırmacı, S. (1997). "Para Politikası ve Türkiye'deki Uygulamalar". *Türkiye Bankalar Birliği Yayını*, Sayı.22.
- Sözer, Ç. (2013). *Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası Para Politikalarının Banka Bilançolarına Etkisi*. Yayımlanmamış Yüksek Lisans Tezi. Başkent Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü.
- Şanlı, B. (2006). "Enflasyon Hedeflemesi Uygulamaları ve Türkiye Açısından Değerlendirilmesi". *Sosyal Bilimler Dergisi*, Sayı:16. 37-56
- Tarı, R. (2006). *Ekonometri*. İstanbul: Avcı Ofset Yayıncılık, Kocaeli Üniversitesi Yayınları.
- TCMB. (2001). *Güçlü Ekonomiye Geçiş Programı*.
- TCMB. (2005). *Finansal İstikrar Raporu-Sayı:1*, Ankara: TCMB.
- TCMB. (2006). *Enflasyon Hedeflemesi Rejimi Kitapçığı*, Ankara:TCMB.
- TCMB. (2013). *Enflasyon ve Fiyat İstikrarı*, Ankara: TCMB.
- Tiryaki, G. (2012). *Finansal İstikrar ve Bankacılık Düzenlemeleri (1990-2010 Türkiye Tecrübesi Işığında)*. İstanbul: Türkiye Bankalar Birliği.
- Tokucu, E. (2001). *Alternatif Bir Para Politikası Stratejisi Olarak Enflasyon Hedeflemesi Yaklaşımı*. Yayımlanmamış Yüksek Lisans Tezi. İstanbul: Marmara Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü.
- Tokucu, E. (2008). "1980 Sonrası Türkiye'de İktisat Politikaları: Para ve Maliye Politikaları". Mehmet Dikkaya, Deniz Özyakışır, Adem Üzümcü (Editörler), *Türkiye'nin Ekonomi-Politiği: 1923-2007* (ss. 169-204). Ankara: Orion Kitabevi.
- Tokucu, E. (2013). "Para Politikalarının Uygulanmasında Faiz Koridoru Sistemi ve Kanada, İngiltere ve Yeni Zelanda Deneyimleri". *Finans Politik ve Ekonomik Yorumlar Dergisi*, 50(581), 7-24.

Tüzün, O. (2014). *Makro İhtiyati Para Politikası Amacı Olarak Finansal İstikrar: Türkiye Üzerine Bir Uygulama*. Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi. Dokuz Eylül Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü.

Üzümcü, A. (2012). *İktisadi Büyüme (Teori, Model ve Türkiye Üzerine Gözlemler)*. İstanbul: Beta Basım Yayım Dağıtım.

Vural, U. (2013). *Geleneksel Olmayan Para Politikalarının Yükselişi*. Uzmanlık Yeterlilik Tezi. Ankara: Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası İletişim ve Dış İlişkiler Genel Müdürlüğü.

Yay, G.G. (2006). "Para Politikası Stratejileri ve Enflasyon Hedeflemesi". *İktisat Dergisi*, Şubat-Mart 470-471 (3-17).

Yiğit, N. (2006). *Enflasyon Hedeflemesi*. Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi. Ankara Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü.

Yücel, F., Kalyoncu, H. (2010). "Finansal Krizlerin Öncü Göstergeleri ve Ülke Ekonomilerini Etkileme Kanalları: Türkiye Örneği". *Maliye Dergisi*, 159, 52-69.

## İNTERNET KAYNAKLARI

<http://evds.tcmb.gov.tr/fame/webfactory/evdpw/rpt/51139.html>

<http://www.tcmb.gov.tr/wps/wcm/connect/TCMB+TR/TCMB+TR/Main+Menu/Para+Politikasi/Interaktif+Grafikler/politika-faizi-koridoru>

<http://ebulten.bddk.org.tr/ABMVC>

<http://www.tcmb.gov.tr/wps/wcm/connect/tcmb+tr/tcmb+tr/main+page+site+area/tcmb+faiz+oranlari/1+hafta+repo>

[http://www.oecd-ilibrary.org/economics/data/prices/prices-consumer-prices-for-g20-edition-2016\\_2ce56af1-en](http://www.oecd-ilibrary.org/economics/data/prices/prices-consumer-prices-for-g20-edition-2016_2ce56af1-en)

<http://www.tcmb.gov.tr/wps/wcm/connect/TCMB+TR/TCMB+TR/Main+Menu/Para+Politikasi/Finansal+Istikrar/Kurumsal+Yapilanma>

## ÖZGEÇMİŞ

<b>Kişisel Bilgiler</b>	
Adı Soyadı	Murat AKÇA
Doğum Yeri ve Tarihi	Erzurum / 19.05.1986
<b>Eğitim Durumu</b>	
Lisans Öğrenimi	İstanbul Üniversitesi – İktisat Fakültesi – İngilizce İktisat Bölümü
Yüksek Lisans Öğrenimi	Atatürk Üniversitesi – Sosyal Bilimler Enstitüsü
Bildiği Yabancı Diller	İngilizce
Bilimsel Faaliyetleri	<p>Üzümcü, A., Topal, S. ve Akça, M. (2015). TRA1 ve TRA2 Bölgeleri Dış Ticaretinin Özellikleri ve Kars Lojistik Merkezinin Önemi. I. Uluslararası Kafkasya Orta Asya Dış Ticaret ve Lojistik Kongresi, 619-652</p> <p>Atalay, Ö., Karakaş, A. ve Akça, M. (2016). Lojistik Merkezi Yeri Seçiminde Kriterlerin AHP Yöntemi ile Ağırlıklandırılması: Kars İli Üzerine Bir İnceleme. II. Uluslararası Kafkasya Orta Asya Dış Ticaret ve Lojistik Kongresi,</p>
<b>İletişim</b>	
E- Posta Adresi	<a href="mailto:murat_209@yahoo.com">murat_209@yahoo.com</a> mrt_akc@hotmail.com
<b>Tarih</b>	26.05.2017