



**T.C.
GAZİ ÜNİVERSİTESİ
SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ**

**DOKTORA
TEZİ**

**TÜRKİYE CUMHURİYET
MERKEZ BANKASI FAİZ POLİTİKALARININ
FİNANS PİYASALARI ÜZERİNDEKİ ETKİLERİ:
2006 - 2016**

SİBEL BAYRAKTAR

İKTİSAT ANABİLİM DALI

KASIM 2017



**TÜRKİYE CUMHURİYET MERKEZ BANKASI FAİZ POLİTİKALARININ FİNANS
PİYASALARI ÜZERİNDEKİ ETKİLERİ: 2006 - 2016**

Sibel BAYRAKTAR

**DOKTORA TEZİ
İKTİSAT ANABİLİM DALI**

**GAZİ ÜNİVERSİTESİ
SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ**

KASIM 2017

Sibel BAYRAKTAR tarafından hazırlanan "Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası Faiz Politikalarının Finans Piyasaları Üzerindeki Etkileri: 2006-2016" adlı tez çalışması aşağıdaki jüri tarafından OY BİRLİĞİ / ~~OY ÇOKLUĞU~~ ile Gazi Üniversitesi İktisat Anabilim Dalında DOKTORA TEZİ olarak kabul edilmiştir.

Danışman: Prof. Dr. İbrahim TOKATLIOĞLU

İktisat Anabilim Dalı, Gazi Üniversitesi

Bu tezin, kapsam ve kalite olarak Doktora Tezi olduğunu onaylıyorum/~~onaylamıyorum~~

Başkan: Prof. Dr. Fahriye ÖZTÜRK

İktisat Anabilim Dalı, Gazi Üniversitesi

Bu tezin, kapsam ve kalite olarak Doktora Tezi olduğunu onaylıyorum/~~onaylamıyorum~~

Üye: Prof. Dr. Hakkı Ozan ERUYGUR

İktisat Anabilim Dalı, Gazi Üniversitesi

Bu tezin, kapsam ve kalite olarak Doktora Tezi olduğunu onaylıyorum/~~onaylamıyorum~~

Üye: Doç. Dr. Özgür TEOMAN

İktisat Anabilim Dalı, Hacettepe Üniversitesi

Bu tezin, kapsam ve kalite olarak Doktora Tezi olduğunu onaylıyorum/~~onaylamıyorum~~

Üye: Doç. Dr. Ayşen SİVRİKAYA

İktisat Anabilim Dalı, Hacettepe Üniversitesi

Bu tezin, kapsam ve kalite olarak Doktora Tezi olduğunu onaylıyorum/~~onaylamıyorum~~

Tez Savunma Tarihi: 21/11/2017

Jüri tarafından kabul edilen bu tezin Doktora Tezi olması için gerekli şartları yerine getirdiğini onaylıyorum.

Prof. Dr. Hilmi ÜNSAL

Sosyal Bilimler Enstitüsü Müdürü

ETİK BEYAN

Gazi Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Tez Yazım Kurallarına uygun olarak hazırladığım bu tez çalışmada;

- Tez içinde sunduğum verileri, bilgileri ve dokümanları akademik ve etik kurallar çerçevesinde elde ettiğimi,
- Tüm bilgi, belge, değerlendirme ve sonuçları bilimsel etik ve ahlak kurallarına uygun olarak sunduğumu,
- Tez çalışmada yararlandığım eserlerin tümüne uygun atıfta bulunarak kaynak gösterdiğimi,
- Kullanılan verilerde herhangi bir değişiklik yapmadığımı,
- Bu tezde sunduğum çalışmanın özgün olduğunu,

bildirir, aksi bir durumda aleyhime doğabilecek tüm hak kayıplarını kabullendiğimi beyan ederim.



Sibel BAYRAKTAR

21/11/2017

TÜRKİYE CUMHURİYET MERKEZ BANKASI FAİZ POLİTİKALARININ FİNANS PİYASALARI
ÜZERİNDEKİ ETKİLERİ: 2006 - 2016
(Doktora Tezi)

Sibel BAYRAKTAR

GAZİ ÜNİVERSİTESİ
SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ
Kasım 2017

ÖZET

Bu çalışmada, Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası faiz politikalarının finans piyasaları üzerindeki etkileri incelenmektedir. 2002: Q1-2016: Q4 dönemleri için Merkez Bankası'nın uyguladığı faiz politikalarının etkilerinin Factor Augmented Vector Autoregressive – Faktör Arttırımlı Vektör Otoregresyon (FAVAR) metodolojisi ile ampirik analizi gerçekleştirilmektedir. Merkez Bankası gösterge faiz oranını değiştirmese dahi, uyguladığı likidite politikası ile Ağırlıklı Ortalama Faiz Oranı'nı (AOFF) değiştirebilmiştir. Aynı şekilde gösterge faiz oranındaki bir değişikliğin etkisini de yine piyasaya verdiği likidite miktarını değiştirerek bertaraf edebilmiştir. Bu sebeple AOFF'de meydana gelen bir standart sapmalık değişikliğin 2002–2016 yılları çeyrek dönemlik 88 adet makroekonomik değişken üzerindeki etkileri incelenmiştir. Böylelikle gösterge faiz olan haftalık repo faizi değişmediği durumlarda bile AOFF'nde meydana gelen değişikliklerin finans piyasaları üzerindeki etkileri ölçülebilmektedir. Elde edilen bulgular beklenen işaretle ve büyüklükte gerçekleşmiştir. AOFF'de meydana gelen değişiklikler kısa dönemde kredi faiz oranları, mevduat faizleri, gösterge tahvil getirileri, BIST repo oranı, döviz kurları ve dış ticaret üzerinde etkili olduğu ölçümlenmiştir. Bu sonuçlar, Merkez Bankası'nın gösterge faiz oranında bir değişiklik gerçekleştirilmeden de, uyguladığı likidite politikalarında değişikliğe giderek, finans piyasaları üzerinde etkili olabildiğini göstermektedir. Bu da Merkez Bankası'na finansal istikrarsızlık durumlarında, politika değişikliği için önceden belirlenen toplantı tarihlerini beklemeden ya da toplantı tarihlerini değiştirerek piyasada belirsizlik yaratmadan da finansal piyasalar üzerinde etkili olacak likidite politikalarını belirleyebilme imkanını sağlamaktadır.

Bilim Kodu : 111908
Anahtar Kelimeler : Para Politikası, Ağırlıklı Ortalama Fonlama Faizi (AOFF), Finansal İstikrar, FAVAR
Sayfa Adedi : 174
Danışman : Prof. Dr. İbrahim TOKATLIOĞLU

THE EFFECTS OF CENTRAL BANK OF THE REPUBLIC OF TURKEY (CBRT)'S INTEREST RATE
POLICIES ON THE FINANCIAL MARKETS: 2006-2016

(Ph. D. Thesis)

Sibel BAYRAKTAR

GAZİ UNIVERSITY
INSTITUTE OF SOCIAL SCIENCES

November 2017

ABSTRACT

In this research , the effects of the CBRT interest rate policies on the financial markets are studied. The effects of the CBRT interest rate policies on the financial markets for the period of 2002: Q1-2016: Q4 are amprically measured by using Factor Augmented Vector Autoregressive (FAVAR) Method. Even though CBTR doesn't change the political interest rate, it changes the weighted average funding interest rate (AOFF) by changing it's liquidity policy. Similarly, CBTR also eliminates the effects of the any changes in the political interest rate by adjusting liquidity. For that reason, in this thesis, the effects of change in the AOFF on the 88 units macroeconomic variables are measured. Thus, although the policy interest rate remains the same, the effects of changes in the AOFF can be measured on the financial markets. The findings obtained were of the expected sign and magnitude. It was measured that, any changes in the AOFF affect the credit interest rates, deposit interest rates, yields on bonds, BIST repo rate, exchange rates and foreign trade in the short run. As the result, study shows that although CBTR doesn't make any change in the policy interest rate, it can effect the financial markets by changing it's liquidity policy. This allows CBTR to determine the liquidity policies to affect the financial markets in case of any financial instability without wait for predetermined meeting dates for the policy change or without change the meeting dates.

Science Code : 111908

Key Words : Monetary Policy, Weighted Average Funding Interest Rate (AOFF),
Financial Stability, FAVAR

Page Number : 174

Supervisor : Prof. Dr. İbrahim TOKATLIOĞLU

ÖNSÖZ

Yakın geçmişte yaşanan finansal krizler merkez bankalarını finansal istikrarın sağlanması konusunda daha proaktif olmaya yöneltmiştir. Merkez bankaları geleneksel para politikası araçlarının yanında finansal krizin etkilerini azaltabilmek için geleneksel olmayan para politikası araçlarını da kullanarak finansal piyasalar üzerinde etkili olmaya çalışmışlardır. Özellikle son yaşanan finansal krizin neticesinde Merkez bankaları nezdinde ve iktisat yazınında merkez bankalarının bu çabalarını inceleyen çalışmalar bulunmaktadır.

Merkez Bankası'nın para piyasalarında yeniden normalleşme sürecini başlatacağını açıkladığı dönemde hazırlanan bu çalışmada, (i) Merkez Bankası'nın finansal istikrarı sağlamak için uyguladığı faiz politikalarının önemini vurgulamak, (ii) Merkez Bankası'nın finansal istikrarın temini için geleneksel olmayan para politikası araçlarını kullanımını ve araçların etkinliğini irdelemek, (iii) Merkez Bankası'nın geleneksel olmayan para politikası araçlarının kullanımı ile finansal piyasalar üzerindeki etkilerini incelemek amaçlanmaktadır.

Çalışmanın hazırlanmasında birikimleri ve değerli fikirleri ile bana destek olan, tezin her satırında emeğini benden esirgemedi hayalimin gerçekleşmesi için sabırla bana yardımcı olan değerli hocam ve tez danışmanım Prof. Dr. İbrahim Tokatlıoğlu'na sonsuz teşekkür ederim. Çalışmada güzel olan her şey kendisinin değerli görüşlerini içermekte olup, çalışmanın kusurları ise tarafıma aittir. Tez İzleme Komitesi üyeleri olan Prof. Dr. Fahriye Öztürk ve Doç. Dr. Özgür Teoman'a yoğun tempolarına rağmen zaman ayırıp, çalışmama değerli katkılarda buldukları için teşekkürlerimi sunarım. Ayrıca beni bu günlere getiren değerli aileme, her yorulduğumda, ümitsizliğe kapıldığımda bana inanılmaz destek olan sevgili eşim Barış'a ve onun vaktinden çaldığım halde bana hep gülen gözlerle bakan canım oğlum Yağız'a minnettarım.

İÇİNDEKİLER

	Sayfa
ÖZET	iv
ABSTRACT.....	v
ÖNSÖZ.....	vi
İÇİNDEKİLER	vii
ÇİZELGELERİN LİSTESİ	ix
ŞEKİLLERİN LİSTESİ.....	x
SİMGELER VE KISALTMALAR	xi
1. GİRİŞ.....	1
2. PARA POLİTİKALARINA İLİŞKİN TEMEL KAVRAMLAR VE TEORİLER.....	3
2.1. Para Politikasının Tanımı ve Amaçları	3
2.2. Para Politikası Araçları.....	10
2.2.1. Geleneksel Para Politikası Araçları	11
2.2.1.1. Açık Piyasa İşlemleri.....	11
2.2.1.2. Zorunlu Karşılıklar	13
2.2.1.3. Reeskont Kredileri.....	16
2.2.2. Geleneksel Olmayan Para Politikası Araçları	17
2.2.2.1. Miktersal Genişleme ve Kredi Genişlemesi	19
2.2.2.2. Kısa Vadeli Faiz Haddi ve Faiz Koridoru Sistemi.....	22
2.3. Para Politikası Rejimleri.....	24
2.3.1. Döviz Kuru Hedeflemesi	25
2.3.2. Parasal Hedefleme.....	28
2.3.3. Enflasyon Hedeflemesi	31
2.4. Parasal Aktarım Kanalları	34
2.4.1. Faiz Kanalı	35
2.4.2. Döviz Kuru Kanalı	39
2.4.3. Kredi Kanalı	41
2.4.4. Diğer Varlık Fiyatları Kanalı.....	43
2.4.5. Beklenti Kanalı	45
2.4.6. Parasal Aktarım Kanallarının İşleyişini Etkileyen Faktörler.....	46

3. TÜRKİYE’DE UYGULANAN PARA POLİTİKALARI	49
3.1. 1923- 1979 Dönemi Uygulanan Para Politikaları	49
3.2. 1980- 1989 Dönemi Uygulanan Para Politikaları	60
3.3. 1990- 2001 Dönemi Uygulanan Para Politikaları	68
3.4. 2002 - 2006 Dönemi Uygulanan Para Politikaları	76
3.5. 2006’dan Günümüze Uygulanan Para Politikaları.....	79
3.5.1. 2006-2008 Dönemi Uygulanan Para Politikaları.....	80
3.5.2. 2008-2010 Dönemi Uygulanan Para Politikaları.....	83
3.5.3. 2010’dan Günümüze Uygulanan Para Politikaları	88
4. TÜRKİYE CUMHURİYET MERKEZ BANKASI’NIN 2006 YILI SONRASINDA UYGULADIĞI FAİZ POLİTİKALARININ FİNANS PİYASALARI ÜZERİNDEKİ ETKİLERİ.....	109
4.1. 2006 - 2008 Dönemi Uygulanan Faiz Politikalarının Etkileri	109
4.2. 2008 – 2010 Dönemi Uygulanan Faiz Politikalarının Etkileri	112
4.3. 2010’dan Günümüze Uygulanan Faiz Politikalarının Etkileri	114
5. TÜRKİYE CUMHURİYET MERKEZ BANKASI’NIN 2006 YILI SONRASINDA UYGULADIĞI FAİZ POLİTİKALARININ ETKİLERİNİN AMPİRİK ANALİZİ	125
5.1. Literatür Taraması	125
5.2. Model	131
6. SONUÇ	145
KAYNAKÇA.....	151
EKLER.....	167
Ek-1. FAVAR Veri Seti.....	168
Ek-2. Birim Kök Testi.....	170
Ek-3. Tüm Değişkenler Faktör Değerleri.....	171
Ek-4. Yavaş Değişen Değişkenler Faktör Değerleri.....	172
Ek-5. FAVAR- Etki Tepki Fonksiyonları	173
ÖZGEÇMİŞ	174

ÇİZELGELERİN LİSTESİ

Çizelge	Sayfa
Çizelge 3.1. 1923-1938 Dönemi Döviz Kuru Değerleri (USD/TL).....	51
Çizelge 3.2. 1923 -1938 Dönemi Emisyon Hacmi.....	52
Çizelge 3.3. 1938 -1960 Dönemi Fiyat Endeksleri ve Değişim Oranları.....	54
Çizelge 3.4. 1949 - 1960 Dönemi Para Stoku (M1,M2)	55
Çizelge 3.5. 1960 -1980 Dönemi Fiyat Endeksleri ve Değişim Oranları	58
Çizelge 3.6. 1960 - 1980 Dönemi Para Stoku(M1,M2 - Milyon TL)	59
Çizelge 3.7. 1980 -2000 Dönemi Fiyat Endeksleri ve Değişim Oranları	64
Çizelge 3.8. 1980 - 2000 Dönemi Para Stoku (M1,M2 - Milyon TL)	65
Çizelge 3.9. 1990 -2001 Dönemi TCMB Brüt Döviz Rezervleri (Milyon USD).....	74
Çizelge 3.10. 2002-2008 Yılı Enflasyon Patikası ve Gerçekleşmeler (%)	81
Çizelge 3.11. 2008-2010 Yılı Enflasyon Patikası ve Gerçekleşmeler (%)	85
Çizelge 3.12. Ağırlıklı Ortalama Zorunlu Karşılık Oranları (%) - Yıllık Ortalama	86
Çizelge 3.13. Piyasada Oluşan Likidite Açığı/Fazlası (Milyar TL)	87
Çizelge 3.14. Kısa Vadeli Faizler, Merkez Bankası Fonlama Kompozisyonu ve Para Politikası Duruşu	98
Çizelge 3.15. Kısa Vadeli Faizler, Merkez Bankası Fonlama Kompozisyonu ve Para Politikası Duruşu	99
Çizelge 3.16. TL Zorunlu Karşılıklar İçin Rezerv Opsiyonu Mekanizması (ROM) Kullanım Oranı (%) (Yıllık Ortalama)	102
Çizelge 4.1. Merkez Bankası Net Fonlama Miktarı (Milyon TL)	115
Çizelge 4.2. Mevduatların Banka Pasifleri İçerisindeki Payı ve Mevduatların Krediye Dönüşüm Oranları (%)	123

ŞEKİLLERİN LİSTESİ

Şekil	Sayfa
Şekil 3.1. 2006-2016 Yılları TCMB ve FED Faiz Oranları	88
Şekil 3.2. Doğrudan Yatırımlar - Portföy Yatırımları (Net Yükümlülük Oluşumları) - Milyar Dolar ..	89
Şekil 3.3. Merkez Bankası Para Politikası Araçları ve Amaçları	90
Şekil 3.4. Kısa Vadeli Faizlerin Belirlenmesi	97
Şekil 3.5. Merkez Bankası Haftalık Fonlama Faizi ve AOFF Farkı	97
Şekil 4.1. Merkez Bankası ve Piyasa Faiz Oranları.....	110
Şekil 4.2. 2007-2010 Menkul Değer Portföy Değişimi	111
Şekil 4.3. Merkez Bankası Faizi ve Vadeli Faiz Oranları.....	112
Şekil 4.4. Merkez Bankası Borç Alma ve Gecelik Piyasa Faiz Oranları	113
Şekil 4.5. Gecelik Piyasa Faiz Oranları ve AOFF.....	116
Şekil 4.6. Bankacılık Sektörü Menkul Kıymet Portföyü Yıllık Değişimi	119
Şekil 4.7. Yıllık Kredi Hacmi	120
Şekil 4.8. Bankacılık Sektörü Yurtiçi Kredi Hacmi Aylık Miktar Değişimi.....	120
Şekil 4.10. AOFF ve İhtiyaç Kredileri Faizleri	123
Şekil 4.11. AOFF ve BİST Faizi	124
Şekil 5.1. AOFF ve Faktör Etkileşimleri.....	138
Şekil 5.2. AOFF ve Kredi Faiz Oranları Arasındaki Etkileşim.....	139
Şekil 5.3. AOFF ve Mevduat Faizleri Arasındaki Etkileşim.....	140
Şekil 5.4. AOFF ve BIST Gecelik Repo Faizi Arasındaki Etkileşim.....	140
Şekil 5.5. AOFF ve 2 Yıllık Gösterge Tahvil Getirisi Arasındaki Etkileşim.....	141
Şekil 5.6. AOFF ve Döviz Kurları Arasındaki Etkileşim	142
Şekil 5.7. AOFF ve Enflasyon Oranları Arasındaki Etkileşim.....	142
Şekil 5.8. AOFF ve Reel Kesim Güven Endeksi Arasındaki Etkileşim	143
Şekil 5.9. AOFF ve Dış Ticaret Arasındaki Etkileşim.....	143

SİMGELER VE KISALTMALAR

Bu çalışmada kullanılmış simgeler ve kısaltmalar, açıklamaları ile birlikte aşağıda sunulmuştur.

Kısaltmalar	Açıklamalar
AB	Avrupa Birliği
ABD	Amerika Birleşik Devletleri
AOFF	Ağırlıklı Ortalama Fonlama Faizi
BDDK	Bankacılık Düzenleme ve Denetleme Kurumu
BIST	Borsa İstanbul
EURO	Avrupa Birliği Para Birimi
EVDS	Elektronik Veri Dağıtım Sistemi
FAVAR	Factor Augmented Vector Autoregressive – Faktör Arttırımlı Vektör Otoregresyon
FED	Amerika Birleşik Devletleri Merkez Bankası
GSMH	Gayri Safi Milli Hasıla
IMF	Uluslararası Para Fonu
İMKB	İstanbul Menkul Kıymetler Borsası
KİT	Kamu İktisadi Teşekkülleri
OECD	Ekonomik Kalkınma ve İşbirliği Örgütü
OPEC	Petrol İhraç Eden Ülkeler Örgütü
ROK	Rezerv Opsiyon Katsayısı
ROM	Rezerv Opsiyonu Mekanizması
ROO	Rezerv Opsiyon Oranı
SPK	Sermaye Piyasası Kurulu
TBB	Türkiye Bankalar Birliği

Kısaltmalar**Açıklamalar**

TCMB	Merkez Bankası
TEFE	Toptan Eşya Fiyat Endeksi
TMSF	Tasarruf Mevduat Sigorta Fonu
TL	Türk Lirası
TÜFE	Tüketici Fiyat Endeksi
USD	Amerika Birleşik Devletleri Para Birimi
ÜFE	Üretici Fiyat Endeksi
VAR	Vector Autoregressive – Vektör Otoregresyon
ZK	Zorunlu Karşılık

1. GİRİŞ

2006-2016 dönemi için Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası (Merkez Bankası) faiz politikalarının finans piyasaları üzerindeki etkilerini inceleyen bu tez çalışması dört ana bölümden oluşmaktadır.

Çalışmanın birinci bölümünde, öncelikle para politikalarına ilişkin temel kavramlar ve teorilere yer verilmektedir. Literatürde para politikasına ilişkin yapılan tanımlamalar aktarıldıktan sonra, para politikasının amaçlarına değinilmiştir. Böylelikle çalışmanın ileriki bölümlerinde daha da detaylandırılacak olan finansal istikrar kavramına çalışmanın başından itibaren atıflarda bulunularak, para politikasında gittikçe artan önemi aktarılmıştır.

Aynı bölümde, para politikası araçları geleneksel ve geleneksel olmayan ayırımında incelenmiştir. Geleneksel olmayan para politikası araçlarının son yaşanan finansal kriz neticesinde pek çok merkez bankası tarafından kullanıldığı görülmüştür. Tezin izleyen bölümlerinde Merkez Bankası özelinde de bu araçların kullanımına detaylı olarak yer verilmiştir. Fiyat istikrarının yanında finansal istikrarı da sağlamaya çalışan Merkez Bankası'nın bu araçları sıklıkla kullandığı gözlemlenmiştir.

Daha sonra para politikası rejimleri ve parasal aktarım kanalları açıklanmıştır. Özellikle tezin konusunu da oluşturan faiz kanalına ilişkin literatür detaylı olarak aktarılmıştır.

Çalışmanın ikinci bölümünde Türkiye'de uygulanan para politikası uygulamaları tarihsel olarak incelenmiştir. İnceleme uygulanan politika farklılıkları da göz önüne alınarak beş alt başlık altında gerçekleştirilmiştir. Özellikle açık enflasyon hedeflemesine geçilen 2006 yılı sonrası para politikaları detaylı olarak aktarılmıştır.

Üçüncü bölümde 2006 yılı sonrasında para politikası uygulamalarının sadece fiyat istikrarı açısından değil finansal istikrar açısından da etkileri incelenmiştir. Merkez Bankası'nın uyguladığı faiz politikalarının finans piyasaları üzerindeki etkilerini

gösterebilmek için bazı finansal göstergelerin faiz oranlarındaki değişimlere vermiş oldukları tepkiler incelenmiştir.

Çalışmanın son bölümünde ise Merkez Bankası faiz politikalarının finans piyasaları üzerindeki etkileri Factor Augmented Vector Autoregressive – Faktör Arttırımlı Vektör Otoresyasyon (FAVAR) metodolojisi açıklanarak ampirik analiz aracılığı ile gerçekleştirilmiştir. Çalışmada elde edilen ampirik bulgular bu bölümde sunulmuştur.

Sonuç bölümü çalışma neticesinde elde edilen bulguların özetlenmesi amacıyla düzenlenmiştir.



2. PARA POLİTİKALARINA İLİŞKİN TEMEL KAVRAMLAR VE TEORİLER

Faiz politikalarının finans piyasaları üzerindeki etkilerini değerlendirebilmek için öncelikle para politikasının ve amaçlarının neler olduğunun ele alınması gerekmektedir. Bu bölümde ilk olarak para politikasının tanımına yer verilmiş olup, daha sonra para politikasının amaçları ve bu amaçlara ulaşmak için kullandığı araçlar açıklanmaya çalışılacaktır.

2.1. Para Politikasının Tanımı ve Amaçları

Maliye politikaları gibi para politikaları da ekonomideki istikrarsızlıkları gidermede önemli bir etkiye sahiptir. Ancak para politikalarının ve maliye politikalarının fonksiyonları ve görece önemleri zaman içerisinde değişiklik göstermektedir. Fiyat istikrarı hedefine öncelik veren klasik teori ile birlikte miktar teorisi, para politikası uygulamalarına temel teşkil etmiştir. Ancak Büyük Buhran (1929) sonrası bu anlayışlar yerini Keynesyen görüşlere bırakmış, para arzı ile harcamalar arasında önceden belirlenebilir sabit bir ilişki olmadığı görüşü hakim olmuştur (Bleaney, 1985: 2)

Keynesyen model, para talebinin faize duyarlılığının yüksek ancak yatırımın faize duyarlılığının düşük olması nedeniyle para politikalarının etkisizliğinden bahsedip, maliye politikaları ile kamunun ekonomiye müdahale etmesi gerektiğini söylemektedir. Maliye politikaları ile kamunun ekonomiye müdahalesi Birinci Petrol Krizine (1973) kadar hemen hemen tüm devletler tarafından kullanılmıştır. Petrol kriziyle birlikte maliyetlerdeki sıçrama arz şoku yaratmış ve tüm dünya stagflasyonist bir sürece girmiştir.

Keynesyen maliye politikaları ülkeleri bu stagflasyonist ortamdan çıkarmaya yetmemiştir. 1973 Petrol Krizinin de etkisiyle iç ve dış dengenin sağlanabilmesi için yeni politika arayışları gündeme gelmiş, maliye politikaları sorgulanmaya başlanmıştır (Serin, 1987: 4). İkinci Petrol Krizinden sonra özellikle 1980 yılıyla birlikte arz yanlı ekonomi politikaları, neoliberal yaklaşımlar ön plana çıkmış bu çerçevede eğer ekonomiye müdahale gerekirse müdahalenin maliye politikalarından çok para politikaları ile yapılması teorik yaklaşımı ağırlık kazanmıştır (Doğan, 2006: 253).

Ancak 1980'lerden sonra 1970'li yıllarda petrol fiyatlarındaki artışın ekonomi üzerindeki olumsuz etkilerini ortadan kaldırmak için uygulanan genişletici para politikalarının enflasyonist baskı yarattığı düşüncesi 1990'lı yılların başında hakim olmaya başlamıştır. 1980 -1990 yılları arasındaki yıllarda para politikası uygulamalarında temel politika aracı faiz oranı olmuş ve bu politikalar fiyat istikrarını hedeflemiştir.

Tüm bu süreç içerisinde para politikası hedeflenen amaçlara göre farklı bir şekilde tanımlanmış olsa da iktisat yazınında kabul görmüş birkaç farklı para politikası tanımı bulunmaktadır.

Wrihtsman (1971)'a göre genel olarak para politikası, merkez bankasının belli ekonomik amaçları gerçekleştirebilmek için para ve kredi koşullarını bilerek ve isteyerek kontrol etmek yönünde gerçekleştirdiği çabalar olarak tanımlanmıştır.

Bu tanım daha sonra merkez bankalarının hedeflediği amaçları da kapsayacak şekilde genişletilmiştir. Örneğin, Lindsey ve Wallich (1996)'e göre para politikası, merkez bankalarının süreklilik arz eden ekonomik büyümenin sağlanması, istihdam artışının sağlanması, ödemeler dengesinin yönetimi ve fiyat istikrarının sağlanması gibi makroekonomik hedefleri gerçekleştirmek için paranın tedarikini, faiz oranlarını, para aktarımını ve diğer finansal koşulları etkilemeye dayalı kararları içeren, merkez bankalarınca uygulanan politikalar bütünü olarak tanımlanmaktadır.

Türkiye'de uygulanan para politikalarından sorumlu kurum olan Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası (Merkez Bankası) ise para politikalarını "ekonomik büyüme, istihdam artışı ve fiyat istikrarı gibi hedeflere ulaşabilmek için paranın elde edilebilirliğini ve maliyeti etkilemeye yönelik olarak alınan kararlar" şeklinde tanımlamaktadır.

Tanımı, çok yönlü amacına göre şekillenmekte olan para politikasının nihai amacının genelde fiyat ve döviz kurunda istikrar sağlamanın yanında, istikrarlı bir büyüme trendi yakalayarak, ülke refahını yükseltmek olduğu söylenebilir. Bu nedenle para politikaları istikrar politikaları olarak da adlandırılmaktadırlar (Keyder, 2008: 2-3).

Para politikalarının amaçları zaman içerisinde büyük değişiklikler göstermiştir. I.Dünya Savaşı öncesinde amacı para değerinin istikrarını sağlamak olan para politikası, enflasyonun sebep olduğu büyük hasarlar sonrasında 1990'lı yılların başından itibaren ülke içerisinde fiyat istikrarının sağlanmasını, ülke dışında ise paranın değerinin korunmasını temel amaç haline getirmiştir (Eroğlu, 2004: 147-148).

Çok yönlü hedefi olan para politikasının amaçları literatürde; fiyat istikrarının sağlanması, tam istihdamın sağlanması, ekonomik büyümenin gerçekleşmesi, faiz oranı istikrarının sağlanması, ödemeler bilançosu dengesinin sağlanması ve finansal istikrarın sağlanması olarak sıralanmaktadır.

Fiyat istikrarı; para politikasının uzun dönemli temel amaçlarından olan büyüme ve istihdama yönelik olarak ekonomik birimlerin karar alma süreçlerinde etkili olmayacak ölçüde düşük ve istikrarlı bir enflasyon oranını ifade etmektedir. Tanımdan anlaşılacağı üzere, fiyat istikrarının para politikasının diğer amaçlarından olan ekonomik büyümenin gerçekleşmesi ve tam istihdamın sağlanmasına da katkısı bulunmaktadır.

Buna benzer bir tanımı da 1994 yılında sayısal bir enflasyon hedefi olmayan Amerika Birleşik Devletleri Merkez Bankası (FED)'nin eski Başkanı Greenspan yapmıştır. Greenspan fiyat istikrarını, bireylerin ve firmaların kararlarını alırken, fiyatlar genel seviyesinde bir değişiklik beklentisi içerisinde olmamaları olarak tanımlamaktadır (Greenspan, 1994).

Wynne (2008) fiyat istikrarını belli bir dönem süresince fiyatlar genel seviyesinde ekonomik ve finansal davranışları etkileyecek bir değişikliğin (yükseliş ya da düşüşün) olmaması durumu olarak tanımlamaktadır.

Tanımlarda dikkat çeken iki ifade, enflasyon oranının düşük ve istikrarlı olması ifadeleridir. Fiyatların istikrarlı olması fiyatların hiç değişmemesi anlamına gelmemekte, fakat genel fiyat seviyesindeki uzun süren artış (enflasyon) veya düşüş (deflasyon) eğiliminin önlenmesi anlamına gelmektedir (www.tcmb.gov.tr. Para Politikası – Fiyat İstikrarı Başlığı).

Her ne kadar tanımında, fiyatlar genel seviyesindeki düşüş eğiliminin önlenmesi ifadesi yer alsada, genellikle gözlemlenen fiyatlar genel seviyesindeki yükselişler olmuştur. 1973 yılındaki Petrol Krizi sonrasında dünya genelinde görülen yüksek enflasyon oranları fiyat istikrarını para politikalarının en önemli amacı haline getirmiştir. Çünkü yüksek enflasyon 1970'li yıllardan itibaren ekonomik istikrarsızlığın en temel nedeni olarak görülmüştür. 1980 yıllarının ortalarından itibaren de fiyat istikrarının sağlanmasında para politikasının etkili olduğu görüşü, fiyat istikrarını merkez bankalarının amaç fonksiyonlarının en temel değişkeni haline getirmiştir (Kaplan ve Yapraklı, 2012: 185). Uzun vadeli ekonomik amaçlara ulaşabilmek için gerekli koşulların başında gösterilen düşük enflasyon oranı, merkez bankalarının bu yolla büyümeye yapacağı en büyük katkı olarak görülmektedir.

Yüksek enflasyon ortamının yarattığı belirsizlik, ekonomik birimlerin orta vadeli yatırım ve tüketimle ilişkin karar alma süreçlerini olumsuz etkilemekte, ekonomide riski ve reel faizleri arttırmaktadır. Yüksek risk ortamı, tüm piyasalarda vadelerin kısılmasına sebebiyet vermektedir. Uzun süreli yüksek enflasyon ortamı ayrıca uygulanan politikalara olan güveni azaltmakta, uzun soluklu ekonomik programların da uygulanmasına engel olmaktadır. Yüksek enflasyon sürdürülebilir bir büyümenin önündeki en büyük engellerden birisi olarak görülmektedir (Serdengeçti, 2002: 5-7). İşte bu sebeple fiyat istikrarı para politikalarının tartışmasız önemli amaçlarından birisidir.

Başçı (2009)'a göre, gelişmiş ülkelerde, ekonomik dengeleri bozmayacak, yıllık yüzde 2 ile yüzde 2.5 düzeyindeki kalıcı bir enflasyon fiyat istikrarı olarak kabul edilmektedir. Nitekim 2015 yılına gelindiğinde Amerika'da ve Avrupa'da uygulanan para politikaları enflasyonu bu seviyelere yükseltebilmeyi de amaçlayan para politikaları uygulamaları şeklinde karşımıza çıkmaktadır.

Günümüzde gelişmekte olan ülkelerde ise durum bunun tersine olmakta olup, uygulanan para politikaları ile enflasyon oranlarında kalıcı düşük seviye yakalanmaya çalışılmaktadır. Gelişmekte olan ülkelerde yüzde 2 ile yüzde 2.5'un birkaç puan üzerindeki bir enflasyonun fiyat istikrarı ile uyumlu olabileceği düşünülmektedir (Başçı, 2009: 2).

Para politikasının literatürde kabul görmüş bir diğer amacı da ***tam istihdam*** ve ***ekonomik büyümedir***.

1980'li yıllardan itibaren üretim faktörlerinin tamamının üretimde kullanılmaması, tam istihdam kavramını daha da önemli hale getirmiştir.

Keynesyen politikaların hakim olduğu bir ekonomide genel anlayış, fiyatlar genel düzeyi ile işsizlik arasında ters yönlü bir ilişkinin olduğudur. Kısa dönemde enflasyon ile istihdam arasındaki ters yönlü ilişkiyi öngören standart Phillips Eğrisine göre, istihdamı arttırmaya yönelik olarak uygulanan para arzı artışı daha yüksek bir fiyat seviyesini gündeme getirmektedir. Dolayısıyla fiyat istikrarı sağlandığında bir miktar işsizliğin yaratılacağı anlayışı da hakimdir. Bu da Keynesyen bir model içerisinde fiyat istikrarı ile tam istihdam hedefinin para politikaları açısından çelişki yaratmaktadır.

Öyle ki, tam istihdamın sağlanması için arttırılan yatırımlar ilk başta harcanabilir gelirlerin dolayısıyla mal ve hizmet talebinin artmasına sebep olmaktadır. Bu talep artışına karşın arzdaki artışın gerçekleşmesi zaman alacağından beraberine fiyatlar genel seviyesinde artışı getirmektedir. Dolayısıyla bu yaklaşıma göre para politikası uygulamalarında fiyat istikrarına mı tam istihdama mı odaklandığının bilinmesi gerekmektedir.

Hükümetlerin temel amacı ekonomik büyümeyi sağlamaktır. Ekonomik büyümenin sağlanmasında da tam istihdama ulaşılması önemli olup, makroekonomik politikaların ve para politikalarının öncelikli hedefi tam istihdamı sağlamaktır. Fakat ekonomik büyüme fiyat istikrarı içerisinde olmalıdır. Bazı durumlarda ise ekonomik büyüme ile fiyat istikrarı para politikaları açısından bir çelişki yaratmaktadır. Bu yüzden para politikası tek başına ekonomik büyümeyi hedeflememektedir. Ekonomik büyümeyi hedefleyen diğer politikalara para politikası, fiyat istikrarını sağlayarak da destek vermektedir.

Para politikasının amaçları arasında kimi zaman birbirini destekleyici kimi zaman ise ters yönlü bir ilişki bulunmaktadır. Örneğin fiyat istikrarının sağlanamadığı durumlarda, yatırımcıların özellikle uzun vadeli yatırımları için enflasyonun yarattığı belirsizlik sebebiyle talep ettikleri ek risk primleri reel faiz oranlarının yükselmesine sebep olmaktadır. Yükselen

faizler, yatırımcıların ek kredi talebini azaltarak, yatırımların azalmasına ve ülkenin gerçekleştirebileceğinden daha az üretim yapmasına sebep olmaktadır (Serdengeçti, 2002). Fiyat istikrarının sağlanması ise bu olumsuzluğu ortadan kaldırarak tam istihdama ulaşma ve büyüme üzerinde destekleyici katkı sağlar.

Faiz oranlarındaki dalgalanmalar yatırım ve borçlanma kararlarında olduğu gibi, tasarruf kararlarında da belirsizlik yaratır. Bu sebeple merkez bankaları faiz oranlarındaki dalgalanmaları kendi seyrine bırakmaz ve **faiz oranı istikrarının sağlanmasına** çalışırlar.

Merkez bankaları faiz oranlarını dalgalanmaya bıraktıkları zamanlarda bile bunun belli bir bant içerisinde gerçekleşmesini isterler. Faiz oranlarının öngörülebilirliğinin azaltılmasının istenildiği sıcak para girişlerinin ekonomiye zarar verici boyutlarda olduğu zamanlarda dahi faiz oranlarının belli bir yere kadar hareketine izin verilir. Faizlerin birdenbire yükseldiği bir ortam, belirsizlikleri de beraberinde getireceğinden, yatırımların getirilerinin hesaplanmasında zorlukları doğurur. Böyle bir ortamda yeni yatırımlar cazibesini yitirebilir. Azalan yatırımların da büyüme ve tam istihdam üzerindeki etkileri de olumsuz olacaktır. Böylelikle para politikaları bir yandan faiz istikrarını amaçlarken, istihdam ve büyüme üzerindeki amaçlarına da hizmet etmiş olmaktadır.

Yurt içi ve yurt dışı faiz oranlarında meydana gelen farklılıklar, sermaye hareketlerinin yönünü, bu yolla da ödemeler bilançosu dengesini belirlemektedir (Orhan ve Erdoğan, 2008: 70). Para politikalarının **ödemeler bilançosu dengesini sağlama** amacı, özellikle faiz oranlarındaki değişikliklerin döviz kurları üzerindeki etkileri aracılığı ile gerçekleşmektedir.

Ödemeler bilançosunun önemli bir bölümünü de sermaye hareketlerini içeren sermaye hesabı oluşturmaktadır. Para politikaları para arzı ve faiz oranları, döviz kurları ve sermaye hareketleri üzerinden ödemeler bilançosu dengesini etkilemektedir. Döviz kuru kanalı dışında, para politikalarının fiyat istikrarı ve faiz istikrarını sağlama amaçları aynı zamanda doğrudan yabancı yatırımlar üzerindeki olumlu etkisiyle ödemeler bilançosu dengesine de katkı sağlamaktadır.

Para politikasının bir diğerk amacı da finansal istikrarı sağlamaktır. Literatürde **finansal istikrar** ve finansal istikrarsızlık için yapılmış pek çok tanım bulunmaktadır. Chant (2003)'ın, "finansal istikrarın ne olduğunu en iyi onun yokluğuyla anlarız, o da finansal istikrarsızlıktır" sözlerinden yola çıkarak öncelikle finansal istikrarsızlığın tanımlarına bakılacaktır.

Mishkin (1999a) finansal istikrarsızlığı, finansal sistemdeki şokların, finans sisteminin kaynakları verimli yatırım olanaklarına yönlendirmesi işlevini yerine getirememesi olarak tanımlamaktadır. Ferguson (2003) ise finansal istikrarsızlığı üç kriter ile karakterize edildiğini söylemiştir; 1) finansal varlık fiyatlarındaki belirgin değışiklikler, 2) piyasanın fonksiyonlarını yerine getirememesi ve yurtiçi ve/veya yurtdışı kredi imkanlarının zayıflaması, 3) harcamaların üretim kapasitesinin altında ya da üstünde gerçekleşmesi. Chant (2003), finansal istikrarsızlığın makroekonomik istikrarsızlıktan farklı olduğunu söyleyerek, finansal istikrarsızlığın ilk kıvılcımını finansal sistemden aldığını, diğerkinin ise genellikle toplam arz ve toplam talep şoklarından kaynaklandığını söylemiştir.

Finansal istikrar ise, ödeme sistemi, riski dağıtma, kaynakların etkin dağılımı gibi ekonomik fonksiyonların geçici bir dalgalanma, bir şok veya yapısal bir değışim dönemlerinde bile etkin bir şekilde yerine getirilmesi durumudur (Bundesbank, 2003: 2) Farklı bir ifadeyle finansal istikrar, ekonominin sağlıklı işlemedi için finansal sistemin üstlendiği tasarrufların etkin tahsisi rolünü kesintisiz ve sorunsuz bir şekilde sürdürmesi olarak tanımlanabilir (Serdengeçti, 2005: 1).

Finansal istikrar, para politikasının etkinliğini önemli ölçüde arttırmakta, finansal istikrarın sağlanamaması ise ülke ekonomisinde ve toplumsal refahta olumsuzluklar yaratmaktadır (www. tcmb.gov.tr. Para Politikası – Finansal İstikrar Başığı). Dolayısıyla finansal istikrarı gözetken bir para politikası, aynı zamanda kendi etkinliğini de arttırmaktadır. Ekonomide finansal istikrarın sağlanması ekonomik büyüme, tam istihdam ve faiz istikrarına da katkıda bulunurken, faiz oranlarındaki istikrar da finansal istikrarı desteklemektedir. Nitekim faiz oranlarındaki dalgalanmalar belirsizlik ortamını arttırdığından, finansal istikrarın sürdürülebilmesi için faiz oranlarındaki istikrarın da sağlanabilmesi gerekmektedir (Eroğlu, 2004: 157).

Finansal istikrar kapitalist bir ekonomide finansal sistemin kendisinden beklenen görevleri etkin bir şekilde yerine getirmesini sağlar. Finansal sistemden beklenen en önemli görev küçük tasarrufları, büyük ölçekli kredilere çevirebilmesidir. Bu sayede hem ekonomi tam istihdama sürüklenir, hem de fiyat istikrarı sağlanmış olur. Ayrıca finansal sistemin istikrarlı çalışması reel ekonominin de istikrarlı bir şekilde büyümesini sağlar. Tüm bu nedenlerden dolayı merkez bankaları para politikalarında finansal istikrarı da amaçlamaktadırlar.

2008 yılında tüm dünyayı etkisi altına almaya başlayan küresel kriz, merkez bankalarının finansal istikrara daha fazla önem vermelerini zorunlu kılmıştır. Çünkü finansal kriz, finansal istikrarın dikkate alınmamasının orta ve uzun vadede makroekonomik istikrarı ve fiyat istikrarını tehdit edebileceğini göstermiştir (Başçı ve Kara, 2007: 3). Bu sebeple, finansal istikrar merkez bankalarının fiyat istikrarını sağlaması temel ana hedefinin yanında merkez bankalarının ikincil hedefi olarak yer almıştır (Sezgin ve Darıcı, 2009: 16).

Çalışmanın ana konusunu Merkez Bankası faiz politikalarının finansal piyasalar üzerindeki etkileri oluşturduğundan, faiz oranlarındaki istikrar ve finansal istikrar konuları, tezin ileriki bölümlerine daha detaylı olarak incelenecektir.

Yukarıda tanımlanmaya ve amaçları sıralanmaya çalışılan para politikasının, bu amaçları gerçekleştirmek için kullanabileceği ve yıllar içerisinde çeşitlendirilmiş bazı araçları bulunmaktadır. Bir sonraki bölümde para politikası araçları incelenecektir.

2.2. Para Politikası Araçları

Para politikası araçları zaman içerisinde çeşitlenip çoğalmışlardır. Bu çeşitlilik kimi zaman gelişen piyasalara ayak uydurabilmek, kimi zaman ise yaşanan krizlerin etkilerini en aza indirebilmenin yollarından biri olmak için gerçekleşmiştir.

2008 yılında tüm dünyada etkileri görülmeye başlayan finansal kriz sonrasında, gelişmiş ülke merkez bankalarının uygulanan düşük faiz politikası, para politikaları uygulamalarında değişimi beraberinde getirmiştir. Politika değişimi zorunlu olarak yeni para politikası araçlarına ihtiyaç doğurmuş ve bir üst bölümde anlatılan amaçlarına hizmet

edebilmek amacıyla çeşitlenmişlerdir. Literatürde para politikası araçları incelenirken, geleneksel ve geleneksel olmayan araçlar, doğrudan ve dolaylı araçlar, likidite yönetim amaçlı ve diğer amaçlı araçlar ayırımları gibi farklı ayırımlar altında incelemeler yapılmıştır. Tezin bu bölümünde, ilerleyen bölümlerdeki temel ayırım da bu şekilde olduğundan para piyasası araçları geleneksel ve geleneksel olmayan para politikası araçları ayırımında ele alınıp incelenecektir.

2.2.1. Geleneksel Para Politikası Araçları

Geleneksel para politikası araçları, merkez bankalarının likidite yönetimini sağlamak için kullandıkları araçlardır. Merkez bankalarının temel politika aracı olan kısa vadeli faiz oranlarını finansal sisteme kabul ettirebilmeleri için, başka bir deyişle piyasada oluşan kısa vadeli faiz haddinin merkez bankalarının açıkladığı faizlere yakın bir yerlerde oluşabilmesi için göstermiş oldukları uğraşa likidite yönetimi denilmektedir (Özatay, 2011a : 424). Poole (1970)'a göre para politikasının nihai uygulaması likidite yönetimidir. Likidite ile makroekonomi arasındaki iletişim kısa vadeli faiz oranları aracılığı ile sağlanmaktadır.

Merkez bankalarının hem likidite fazlası hem de likidite açığı durumlarında kullanabileceği para politikası araçları bulunmaktadır. Bu araçlar likidite yönetiminin operasyonel çerçevesini belirlemektedir (Güler, 2009: 8).

Geleneksel para politikası araçları; açık piyasa işlemleri, zorunlu karşılık oranları ve reeskont kredileri alt başlıklarında ele alınabilmektedir.

2.2.1.1. Açık Piyasa İşlemleri

Merkez bankaları likidite yönetimini yaparken, para arzını ayarlayabilmek amacıyla açık piyasa işlemlerini yaygın olarak kullanmaktadırlar. Açık piyasa işlemleri aynı zamanda dolaylı para politikası araçlarındandır.

Doğrudan para politikalarında, para otoritesi tarafından bir eylem planı ya da oranların hareket edebileceği bir bant belirlenirken, dolaylı para politikalarında ise piyasalardaki arz ve talep koşulları göz önünde bulundurulur (Sezer, 2013: 54). Bu sebeple

para piyasalarında ve onun etkilediği diğer piyasalarda meydana gelen değişikliklerde bu araçları kullanarak piyasa koşullarına uyum sağlamak daha kolay olmaktadır. Hiç (1994), merkez bankalarının açık piyasa işlemlerine çok çabuk karar verebildiğini, ancak uygulamaların makro dengeleri etkilemesinin zaman aldığını ifade etmiştir.

Açık piyasa işlemleri, en genel haliyle, merkez bankalarının likiditeyi yani dolaşımdaki para miktarını ayarlayabilmek için, tahvil ve senet gibi finansal enstrümanları alıp satmaları işlemidir. Merkez bankaları bu yolla sadece para miktarını değil aynı zamanda alınıp satılan finansal enstrümanların likiditesini de etkilemektedir (Aren, 2008: 330). Likiditedeki değişikliklerin bu enstrümanların faiz oranlarını da etkilemesi ise kaçınılmaz sonuçtur. Merkez bankasının alım yapacağı sabit getirili menkul kıymetin fiyatındaki artış faiz oranının düşmesine sebep olacaktır (Akdiş, 2006: 270).

Merkez bankalarının bu alım satım işlemlerini gerçekleştirebilmeleri için gelişmiş sermaye piyasaları gerekmektedir. Merkez bankaları bu piyasalarda, ekonomik aktivitelerde bir yavaşlık olması durumunda ekonomiyi canlandırabilmek amacıyla bono ya da tahvil satın alarak, enflasyonist bir ortam oluştuğunda ise bono ya da tahvil satarak piyasada düzenleyici rol oynamaktadır.

Merkez bankaları, açık piyasa işlemlerini çeşitli şekillerde yapabilirler.

Piyasalarda geçici likidite sıkışıklığının olduğu durumlarda, likiditeyi arttırmak için bankalardan ya da açık piyasa işlemlerini yapmaya yetkili kurumlardan menkul kıymetleri geri satım vaadiyle satın alır. Merkez bankasının bu işlemi geri satım vaadiyle alım işlemidir. Repo olarak adlandırılan bu işlemler, kısa vadeli işlemlerdir. Bunun tersi bir durumda ise, yani piyasalarda likidite fazlasının olması durumunda, merkez bankaları fazla likiditenin piyasadan çekilmesi için menkul kıymetleri belirli bir vadede belirli bir fiyattan satın almak üzere satarlar. Merkez bankasının bu işlemi geri alım vaadiyle satım işlemidir. Ters repo olarak adlandırılan bu işlemle piyasadaki fazla likidite geçici bir süreyle piyasadan çekilmiş olmaktadır.

Piyasalardaki likidite sıkışıklıklarının ya da fazlalığının kalıcı olması durumunda ise merkez bankaları, doğrudan alım ya da satım işlemleri yaparak kendi menkul kıymet portföyünü de kalıcı olarak genişletip daraltmış olurlar.

Para politikasının etkinliğini arttırmak amacıyla, piyasadaki fazla likiditenin çekilmesine yönelik olarak kullanılan bir diğer açık piyasa işlemi de likidite senedi ihracıdır. Merkez bankaları açık piyasa işlemlerinin etkinliğinin artırılması amacıyla kendi nam ve hesabına kısa vadeli ikincil piyasada da alınıp satılabilen likidite senetleri ihraç edebilir.

Merkez Bankasının, piyasadaki likidite fazlalığını sterilize etme işlemlerindeki etkinliğinin artırılması amacıyla bankalardan ihale yöntemi ile mevduat alması ve satması da açık piyasa işlem çeşitlerinden bir diğeridir. Bu yolla merkez bankaları önceden ilan ettikleri faiz oranlarından işlem yaparak gecelik vadede para piyasası faiz oranlarının belirli bir bant içinde oluşmasını hedeflemektedirler. Faizlerin yükseldiği dönemlerde, açık piyasa işlemleri çerçevesinde bankalara teminat karşılığında likidite vererek, faizler çok düştüğünde ise bankalardan mevduat alarak faizlerin aşırı dalgalanmasının önüne geçmeye çalışmaktadırlar (www.tcmb.gov.tr. Piyasalar – Açık Piyasa İşlemleri- Açık Piyasa İşlemleri Çeşitleri).

Açık piyasa işlemlerinin sonuçlarının görülmesi zaman almakla birlikte, sadece merkez bankaları aracılığı yapılmaları sebebiyle kontrolü kolay ve bürokrasisi az olan işlemlerdir (Kalustyan, 1999: 15). Nitekim 2008 küresel krizi sonrasında piyasadaki likiditeyi düzenlemek amacıyla Amerika Birleşik Devletleri Merkez Bankası (FED) ve Avrupa Merkez Bankası gibi çok önemli finansal aktörler, açık piyasa işlemleri yoluyla piyasalara likidite enjekte ederek, finansal istikrarsızlığı gidermeye çalışmışlardır.

2.2.1.2. Zorunlu Karşılıklar

Mevduat toplama yetkisine sahip olan finansal kurumların, toplamış oldukları mevduatların belirli bir oranını merkez bankalarında tutmak zorunluluğu bulunmaktadır. Merkez bankaları tarafından belirlenen bu orana zorunlu karşılık oranı denilmektedir.

Zorunlu karşılık uygulaması ile bankaların elindeki fonların belli bir kısmının merkez bankalarında tutulması sağlanarak, bankaların elindeki kullanılabilir fon miktarı azaltılmakta, dolayısıyla bankaların verebilecekleri kredi hacmi daralmaktadır (Akdış, 2006: 272). Zorunlu karşılık oranlarındaki yükseliş, mevduatların krediye dönüşme olanağını azaltacağından, bankaların fon toplama maliyetini arttırmış olmaktadır (Özatay, 2011a: 431).

Zorunlu karşılık uygulaması değişik dönemlerde değişik amaçlar için kullanılmıştır;

Bankacılık denetleme ve düzenleme uygulamalarının çok sıkı olmadığı dönemlerde, zorunlu karşılıklar yukarıda ifade edilen amaca hizmet etmiş, bankalardan olası mevduat çıkışlarında zorunlu karşılıklar bir emniyet sibobu görevi görmüştür. Bu yolla bankaların kendilerinden ani mevduat çekilişlerinde bir kısım fonun kendi kaynakları ile karşılanması amaçlanmıştır (Önder, 2005: 87). Ancak finansal denetimlerin artması, zorunlu karşılıkların bu rolünü küçültmüştür.

Zorunlu karşılık oranlarındaki değişiklikler piyasadaki likiditeyi etkileyerek, para arzında değişikliklere yol açmaktadır. Bu sebeple para arzında artış amaçlayan merkez bankaları, zorunlu karşılık oranlarını düşürecek ve piyasadaki likiditeyi düzenleyebilecektir. Bu araç, etkili bir para arzı kontrol aracı olmakla birlikte, politika faiz oranı ile birlikte fiyat istikrarını ve finansal istikrarı sağlamak amacıyla da kullanılmaktadır (Yılmaz, 2011: 4).

Zorunlu karşılık oranlarındaki artışların bankaların fonlama maliyetlerini arttırması, bankaların da bu maliyetleri kredi fiyatlarına yansıtmasına sebep olmaktadır. İşte bu yolla faiz oranları üzerinde de etkili olan bu araç, faiz oranlarındaki istikrarın sağlanmasına katkı için de kullanılmaktadır.

Günümüzde merkez bankaları, zorunlu karşılıklara faiz uygulayarak ya da uygulamayarak zorunlu karşılık uygulamasının, bankaların kaynak maliyetleri üzerinde sebep oldukları değişimi etkileyebilmektedirler. Ayrıca zorunlu karşılık tutarlarını merkez bankalarında tutmak zorunda olan bankalar, kredi piyasasındaki paylarını azaltmak istemediklerinde merkez bankasından borçlanma yoluna gidebilecekler, bu da faiz oranları

üzerinde etkili olacaktır. Bu konu geleneksel olmayan para politikası araçları kapsamında, Merkez Bankası özelinde daha detaylı olarak incelenecektir.

Zorunlu karşılık, bankaların yükümlülük vadelerinin uzamasını teşvik amacıyla da kullanılmaktadır. Kısa dönem vadeler için yüksek karşılık oranlarının uygulanması, uzun dönem vadeyi teşvik amacını taşımaktadır ([www. tcmb.gov.tr](http://www.tcmb.gov.tr). Para Politikasının Operasyonel Çerçevesi – Zorunlu Karşılık Oranları Başlığı).

Zorunlu karşılık olarak merkez bankalarında tutulan fonlar için, merkez bankalarının bankalara faiz ödemediği, ya da piyasa faizlerinden daha düşük oranlarda faiz ödediği durumlarda, eğer merkez bankaları kendisinde tutulan fonları gelir elde edici işlemlerde kullanıyorsa, bir gelir ortaya çıkacaktır. Bu da zorunlu karşılık uygulamasının merkez bankalarına gelir yaratan tarafıdır (Önder, 2005: 87, 90, 91). Merkez bankaları için gelir yaratan bu araç, bankalar için bir vergi gideri gibi düşünülebilir. Bankaların bu vergiden rezervi azaltarak kurtulma şansı bulunmamaktadır. Zira bu durumda merkez bankalarının uyguladığı cezai yaptırımlar ile karşı karşıya kalacaklardır (Sellon and Weiner, 1996: 5).

Ancak, bankaların zorunlu karşılık yükümlülüklerinden etkilenmemek için mevduata alternatif, zorunlu karşılığa tabi olmayan farklı yatırım araçlarıyla piyasalardan kaynak temin etmeleri bu aracın etkinliğini sınırlandıracaktır. Bu sebeple kural koyucuların, zorunlu karşılık tanımında geçen mevduat ve benzeri ifadesinin açık tanımlamasını yapmaları önemlidir.

Zorunlu karşılık oranlarındaki değişiklikler, yeni politikaya uyum sağlamak zorluk çeken bankaları olumsuz etkileyebilmektedir. Bu da finansal istikrar hedefinden sapmalara yol açabilecektir. Ayrıca zorunlu karşılık oranlarında artırım durumunda, hazır nakdi bulunmayan bankaların ellerindeki menkul kıymetleri satmaları durumunda, menkul kıymet fiyatları dolayısıyla faiz oranlarında değişimlere sebep olabilmektedirler (Akçay, 1997: 39).

Değişik dönemlerde farklı amaçlarla kullanılan zorunlu karşılıklar, değişik dönemlerde farklı önemlere sahip olmuştur. 1990'lı yılların sonlarında gelişmiş olan ülkelerde zorunlu karşılık oranları çok düşük seviyelere gerilemiştir. Öyle ki Amerika'da bu

yıllarda zorunlu karşılık oranları son otuz yılın en düşük seviyelerini görmüştür. Açık piyasa işlemlerinin uygulanmasının çok daha kolay olması ve sonuçlarının daha çabuk alınabilmesi bunun bir nedeni olarak gösterilmektedir. Bir diğer neden ise, zorunlu karşılık uygulamasına tabi olan finansal kurumlar ile diğerleri arasında adil olmayan bir rekabet yaratması gösterilmektedir. Finansal sistemin gelişerek, mevduat yerine geçebilecek enstrümanların oluşturulması ve bankaların artık kredi piyasalarında tek kaynak olmamaları da bu aracın görece önemini azaltmıştır (Sellon and Weiner, 1996: 5,10).

2.2.1.3. Reeskont Kredileri

Reeskont, yeniden iskonto (kırdırma) anlamında olup, bankaların ellerinde bulunan daha önceden iskonto etmiş oldukları senetlerin merkez bankasına yeniden iskonto ettirmeleri işlemidir. Bankalar nakit ihtiyaçlarının olması durumunda merkez bankasının belirlemiş olduğu bir oran ile merkez bankasına ellerindeki senetleri kırdırırlar. Merkez bankası tarafından belirlenmiş olan bu oran reeskont oranıdır.

Merkez bankaları reeskont oranını değiştirerek, bankaların reeskont amaçlı taleplerini etkileyebilirler. Reeskont oranının düşük tutulması durumunda, bankaların merkez bankasına reeskont amacıyla götürecekleri senet sayısı artabilecek bu da para arzını arttırıcı etki yapabilecektir. Reeskont oranını değiştirerek piyasadaki likiditeyi etkileyebilecek olan merkez bankası, aynı zamanda faiz oranlarını da değiştirebilecektir (Eğilmez, 2012). Reeskont Kredileri uygulaması da dolaylı para politikası araçlarından olduğundan, merkez bankalarının reeskont oranlarında yapacakları değişikliklere bankalar tarafından verilecek olan tepkiler zorunluluk içermediğinden burada olasılık olarak ifade edilmiştir. Bu sebeple reeskont kredilerinin kullanımı ile para arzının ayarlanması açık piyasa işlemleri ve zorunlu karşılık oranlarına göre daha zordur (Ünsal, 2009: 529).

Bu politika aracının başlıca amaçlarının; likidite ve faiz koşullarını kontrol etmek, ihtiyaç halindeki bankalara likidite sağlamak ve kredi koşullarını etkilemek olduğunu söylemek mümkündür.

Reeskont Kredilerinin farklı uygulama şekilleri olabilmektedir. Örneğin FED, sermaye yeterliliği yüksek ve düşük olan bankalar için farklı iskonto oranları uygulamaktadır. Bu

durumda da kimi zaman ihtiyaç halindeki bankalar, hem merkez bankaları hem de para piyasalarındaki diğer aktörler tarafından sıkıntılı durumda olduğu izlenimi yaratmamak için merkez bankasının bu imkanlarından yararlanmak istemeyebilmektedirler. Bu yaklaşım merkez bankalarının bu araç ile para piyasaları üzerindeki etkisini azaltmaktadır. (www.newyorkfed.org/ t.y.)

Çeşitli dönemlerde bu kredilerin kullanımını özendirmek amacıyla politika uygulamalarında değişiklikler yapılmıştır. Örneğin 2008 finansal krizi sonrasında FED, bu yolla kullanılan kredilerin vadelerini uzatıma gitmiş, 2010 Mart ayından sonra ise tekrar eski vadelerine çekmiştir. Ayrıca iskonto oranlarında da dönemler itibariyle değişiklikler yapılması mümkün olmuştur.

2.2.2. Geleneksel Olmayan Para Politikası Araçları

Tezin bu bölümünde geleneksel olmayan olarak adlandırılan para politikası araçları ve neden bu adla adlandırıldıkları incelenecektir.

2008 küresel krizi öncesinde para politikası aracı olarak kullanılan kısa vadeli faiz oranlarının, kriz sonrasında hareket alanı daralmıştır. Öyle ki, ekonomilerde görülen yavaşlama merkez bankalarının likiditeyi arttırma çalışmalarıyla giderilmeye çalışılmıştır. Artan likidite faiz oranlarını düşük seviyelere geriletmiş, bu da faiz oranları üzerinde hareket alanı bırakmamıştır.

Amerika Birleşik Devletleri (ABD)'nde 2007 yılında ipotekli konut piyasasında ortaya çıkan kredi krizi kısa bir süre içinde tüm ülkelere yayılarak ülkelerin ekonomileri üzerinde etkilerini göstermiştir. Krizin belirmeye başlamasıyla birlikte pek çok ülke gecikmeksizin çeşitli tedbirler uygulamaya başlamış ve geçmişte yaşanan krizlerden çok daha hızlı bir şekilde piyasalara müdahale etmişlerdir. Her ne kadar başta ABD olmak üzere gelişmiş ve gelişmekte olan ülkelerin de içinde bulunduğu birçok ülke çeşitli iktisat politikası önlemleriyle küresel krizin olumsuz etkilerini bu müdahalelerle azaltmaya çalışsalar da kriz diğer ülkelerin ekonomilerini de etkilemiştir.

2002 yılında ortak para birimi Avro'yu kullanmaya başlayan Avrupa Birliği (AB) ülkeleri de küresel krizle karşı karşıya kalmıştır. Kriz, AB ülkelerinin kamu açığı ve borç stoklarının ciddi boyutlarda artmasına ve kamu maliyelerinin sıkıntıya girmesine sebep olmuştur. Yunanistan, İrlanda ve Portekiz'i ciddi bir şekilde etkileyen ekonomik kriz Avro Bölgesi genelinde olumsuz etkilerini sürdürmektedir. Dış ticaretinin önemli bir bölümünü Avrupa ülkeleri ile gerçekleştiren gelişmekte olan ülkelerin de bu krizden etkilenmesi kaçınılmaz olmuştur.

Bu süreçte merkez bankaları ise geleneksel para politikası araçlarının dışında, kimi zaman direkt olarak zorda olan ülke ekonomilerine kaynak sağlayarak, kimi zaman ise uzun vadeli devlet ve özel sektör tahvillerini alarak piyasadaki likiditeyi arttırarak, parasal genişleme politikalarıyla ekonomilerini canlandırmaya çalışmışlardır. Örneğin, Haziran 2010'da Avro Bölgesi ülkelerinin onayıyla borç sorunu yaşayan üye ülkelere geçici mali destek sağlayarak parasal birliğin istikrarının korunması amacıyla Avrupa Mali İstikrar Fonu oluşturulmuştur.

Artan likiditenin gelişmekte olan ülkelerin para piyasaları üzerinde de etkileri olmuştur. Artan kısa vadeli sermaye akımları bu ülkeleri yeni para politikası araçlarını kullanmaya itmiştir. Artan sermaye girişleri bu ülkelerin para birimlerine değer kazandırırken, ihracatlarının azalmasına sebep olmuş, kısa vadeli sermaye girişlerinin olumsuz bir durumda durması ya da aniden ülkeden çıkabilecek olması da ülkelerin finansal kırılganlıklarını arttırmıştır. Bu sebeple hem krizden çıkış arayan gelişmiş ülke merkez bankaları hem de bu krizin etkilerini dolaylı yollardan üzerinde hissederek gelişmekte olan merkez bankaları yeni para politikası araçları ile durumu kontrol altına almaya çalışmışlardır.

Kriz sadece fiyat istikrarının tek başına yeterli olmadığını bunun yanında finansal istikrarı da içeren fiyat istikrarının önemli olduğunu göstermiştir. Aynı zamanda fiyat istikrarı sağlanırken ortaya çıkan finansal istikrarsızlık, bunlar arasındaki uzun dönemli çelişkiyi de ortaya koymuştur (Özatay, 2012: 5). Hem fiyat istikrarını hem de finansal istikrarı sağlamaya yönelik merkez bankaları çeşitli ve karmaşık para politikası araçları kullanmaya yönelmişlerdir (Gertler ve Karaldi, 2011: 18). Bir ülke ekonomisindeki sıcak para

akımlarının yüksek düzeye ulaşması, merkez bankaları tarafından uygulanan para ve döviz politikalarının yönetimini zorlaştırmaktadır (Yurdabak, 2015: 11). Bu yüzden de merkez bankalarının bağımsızlıkları arttırılmış bu da onlara uygun politika araçlarını kullanabilme olanağını tanımıştır.

Özetle, küresel kriz geleneksel para politikası uygulamalarında radikal sayılabilecek bir dönüşümü başlatmıştır (Varlık, 2014: 4). Fiyat istikrarını hedeflerken kullanılan geleneksel olarak nitelendirilen para politikası araçlarının yanına geleneksel olmayan para politikası araçları da eklenmiştir. Kriz öncesinde etkili sonuçlar verebilen kısa vadeli politika faiz oranları kriz ertesinde çok düşük seviyelere gerilediğinden bu dönemlerde yeterli etkiyi sağlayamamıştır.

Tezin bu bölümünde geleneksel olmayan olarak adlandırılan para politikası araçları incelenecektir.

2.2.2.1. Miktersal Genişleme ve Kredi Genişlemesi

2001 yılından itibaren Amerika'da uygulanan düşük faiz politikası 2004 yılına kadar devam etmiş, bu tarihte ise enflasyon oranlarında iyileştirme amaçlı olarak faiz oranları yükseltilmiştir. Özellikle düşük faiz ortamında, değişken faiz ile kredi kullananlar bu yükselişten olumsuz etkilenmiş ve zor durumda kalmışlardır. Özellikle kullandıkları krediler ile konut piyasasına yatırım yapanların ve onların kredi sağlayıcılarının etkilendiği bu kriz, bir süre sonra neredeyse tüm dünyaya yayılan bir likidite krizi haline dönüşmüştür.

Kriz bir likidite krizi haline gelince başta FED olmak üzere pek çok merkez bankası temel politika aracı olan kısa vadeli faiz oranlarını sıfıra yakın seviyelere düşürmüşlerdir. Ancak kısa vadeli faiz oranlarındaki bu indirimler, kriz döneminde etkinliği azalan aktarım mekanizmalarının varlığı sebebiyle merkez bankalarının amaçlarına ulaşmalarında yeterli olamamıştır (Vural, 2013: 20). Merkez bankalarının aktarım mekanizmasının etkinliğine doğrudan etkili olabilmek amaçlı kullandıkları geleneksel olmayan para politikası araçlarından bir tanesi miktersal genişlemedir.

Miktarsal genişleme ile merkez bankaları bankaların ellerinde bulunan uzun vadeli tahvilleri satın almakta yani faiz oranına odaklanmak yerine, para miktarına odaklanarak sağlamış olduğu likiditeyi arttırmaktadır (Perera, 2010: 18). Her ne kadar temel enstrümanı faiz oranları olmasa da bu yolla tahvil fiyatlarında artış ve faiz oranlarında düşüşe sebep olmakta, aktarım mekanizmasının işleyişiyle de ekonomide canlanma amaçlanmaktadır.

Merkez bankalarının bu uygulaması, piyasada faizlerin kısa süre içerisinde yükselmeyeceği beklentisini doğurarak finansal istikrarın sağlanmasına katkı sağlarken ekonomide canlanmayı da beraberinde getirmesi amaçlanmaktadır.

Ancak miktarsal genişlemenin etkili olabilmesi için, ekonomi yönetimine duyulan güvenin tam olması, ekonomik bireylerin harcama ve yatırım yapmaya istekli olması, ticari bankaların politika faizinin çok üstünde agresif faiz uygulaması yapmaması önemlidir. Özetle, artan likiditenin kredilerin kullanımını arttırarak, aktarım mekanizmaları yoluyla ekonomiye dönmesi gerekmektedir.

Nitekim Aralık 2008 ile Temmuz 2010 arasında yaklaşık 800 milyar dolar karşılığında parasal genişleme uygulaması yapan FED, piyasada faiz oranlarını sıfır seviyelerine indirmesine rağmen, kredi genişlemesini ve talepteki canlanmayı sağlayamamıştır. Bunun üzerine 2012, 2013 ve 2014 yıllarında yeni tahvil alım programları uygulanmaya başlanmıştır. İngiltere Merkez Bankası, Japonya Merkez Bankası ve Avrupa Merkez Bankası gibi merkez bankaları da buna benzer tahvil alım programları açıklayarak miktarsal genişlemeye gitmişlerdir.

Merkez bankaları kriz sonrası dönemde özel sektör bonolarını da alıp, özel sektöre kredi sağlayıcısı olmuş ve bu yolla da piyasaya likidite enjekte etmiştir.

Merkez Bankası, geleneksel para politikalarının ekonomiyi canlandırmakta yetersiz veya etkisiz kaldığında kullanılan bu aracın özellikle ekonomide belirsizliklerin ve risklerin arttığı, faiz oranları ne kadar indirilirse indirilsin ekonomik canlanmanın gerçekleşmediği dönemlerde ekonomiyi canlandırmak için kullanıldığını ifade etmektedir. Öyle ki, artan menkul kıymet fiyatlarıyla birlikte düşen getiri oranları bankaları bu kıymetlere yatırım yapmak yerine kredi vermeye itmektedir. Aynı şekilde merkez bankasına varlıklarını

satınlar da elde ettikleri likiditeleri bankalarda değerlendirebilmekte, bu da bankaların kredi olarak verebilecekleri kaynak miktarını arttırabilmektedir. Ayrıca servet etkisi nedeniyle bankalar nezdinde itibarlı müşteri statüsünün kazanılması da kredi kullanımını destekleyecektir (TCMB, 2012f: 5).

Özel sektör tahvillerinin merkez bankalarınca alınmaları, o sektör yatırımcılarına güven telkin etmektedir ancak özel sektör tahvillerinin alınması merkez bankalarının portföylerinin daha riskli hale getirebilmektedir.

Miktarsal genişleme yoluyla para yaratılmakta ve merkez bankalarının bilançoları büyütülmektedir. Kredi genişlemesinde ise likidite artışı bilanço kompozisyonu değiştirilerek sağlanmaktadır. Risksiz menkul kıymetler piyasaya verilirken, daha riskli menkul kıymetler merkez bankalarınca satın alınmaktadır (Vural, 2013 : 24). Aslında merkez bankalarının bu politikayla amaçları sadece piyasadaki menkul kıymetlerin risk unsuruna bakarak alım satım yapmak değil, aynı zamanda likit olmayan menkul kıymetleri daha likit olanlarıyla değiştirmektedir. Böylece merkez bankaları riskli varlıkları piyasadan çekerek daha likit ve daha risksiz varlıklarla piyasayı güçlendirmektedir.

Krizin ilk başlarında merkez bankalarının sıkıntıda olan ülkelerdeki ekonomik aktiviteleri canlandırabilmek için uygulamaya koydukları direkt parasal yardımlar da piyasalardaki likiditeyi arttırmaya yönelik uygulamalardan birisidir. Örneğin, Krizin etkileriyle ortak mücadele edilebilmesi ve kısa vadede ekonomik canlanmanın sağlanabilmesi için AB'nin Aralık 2008 Zirvesi'nde "Avrupa Ekonomik İyileşme Paketi"nin kabul edilmesi bu uygulamaya örnek olarak verilebilir.

Bu süreçte krizin daha da derinleşmesi ve Avro bölgesinde bulunan ülkelerin kamu maliyetlerinde görülen bozulmaların daha da kötüye gitmesinin engellenmesi amacıyla AB bünyesinde ortak girişimler de uygulamaya konulmuştur. Kriz içindeki ülkelerin daha düşük maliyetle borçlanabilmeleri ve ödemeleri için dış kaynak sağlayabilmeleri amacıyla ortak fonların kurulması buna bir örnektir (Odabaş, 2011: 105).

Krizin etkilerinin azalması ve gelişmiş ülkelerde ekonomik canlanma belirtilerinin görülmesiyle birlikte ilk konuşulmaya başlanan konu da miktarsal genişlemenin tutarındaki azalma ve sonlandırma işlemleri olmuştur.

Gelişmiş ülkelerin merkez bankaları miktarsal genişleme ve kredi genişlemesine giderken bunun gelişmekte olan ülkeler üzerinde de etkileri olmuştur. Öyle ki risk iştahı artmış, gelişen ülkelerden gelişmekte olan ülkelere sermaye akışı gerçekleşmiştir. Bu da gelişmekte olan ülkelerin ekonomilerinde kırılganlıkları arttırmıştır. Gelişen ülke paralarının değer kazanması bu ülkelerin rekabet gücünü azaltmış, finansal istikrarsızlığın önlenmesi için bu ülkelerde de geleneksel olmayan para politikası araçları kullanılmaya başlanmıştır. Yani geleneksel olmayan bir para politikasının olumsuz etkilerinin bertaraf edilmek istenmesi başka geleneksel olmayan para politika araçlarının kullanımını gerekli kılmıştır.

2.2.2.2. Kısa Vadeli Faiz Haddi ve Faiz Koridoru Sistemi

Gelişmiş ülkelerdeki düşük faiz ortamı, risk iştahını arttırarak sermayenin göreceli yüksek reel faizlerin olduğu piyasalara akmasına sebep olmuştur. Bu dönemlerde hızlı sermaye girişi gerçekleşen ülkeler finansal istikrarsızlıkları önleyebilmek amacıyla faiz oranlarını düşük tutmaya çalışmışlardır. Ancak düşük faiz oranları talebi arttırarak enflasyonist baskıları arttırmış ve fiyat istikrarını olumsuz etkilemiştir. Dolayısıyla merkez bankaları uygulayacakları faiz oranları konusunda daha titiz davranmışlardır.

Bu süreç sonunda, belirlenecek olan faiz oranlarının, harcamaları tetikleyerek fiyat istikrarını bozmayan ve sermaye hareketlerini kontrol altında tutabilen bir seviyede olması gerekliliği doğmuştur. Tek hedefi fiyat istikrarı olan bir merkez bankası tek bir politika faizini kullanarak yoluna devam edebilecekken, finansal istikrarı da sağlama hedefi olan merkez bankasının tek faiz uygulaması yeterli olamayacaktır. Enflasyon kaygısıyla arttırılan faiz oranı, daha fazla sermaye girişine sebep olurken, yerel paranın değer kazanmasına, rekabet gücünün azalmasına, sermaye hareketlerine karşı kırılganlıkların artmasına da sebep verebilmektedir.

Faiz koridoru merkez bankalarının gecelik borç alma ve borç verme faiz oranları arasındaki penceredir. Merkez bankaları uyguladıkları likidite politikaları ile gecelik faizlerin koridorun neresinde oluşacağını belirler (Ünalmiş, 2015: 2). Asimetrik koridor uygulamasıyla gecelik borçlanma, borç verme ve haftalık repo faiz oranı gibi üçlü bir faiz sistemi oluşmuştur. Merkez bankasının bu aracı aktif olarak kullanması, ona bu farklı oranların birbirinden farklı amaçlarla kullanılması olanağını sağlamıştır (Binici ve diğerleri,2013: 4). Faiz koridorunun üst bandı, bankaların acil nakit ihtiyaçlarında merkez bankasından sağladıkları kısa vadeli fonlara ödedikleri merkez bankası gecelik borç verme faiz oranını ifade etmektedir. Koridorun alt bandını ise, bankaların ellerindeki likidite fazlasını merkez bankalarında değerlendirmek istediklerinde merkez bankalarının bankalara ödeyeceği merkez bankası gecelik borçlanma faiz oranı oluşturmaktadır. Politika faizi de bu iki bant arasında oluşmaktadır (Yurdabak, 2015: 89).

Bankalarda likidite fazlasının olduğu dönemlerde koridorun alt bantı olan gecelik borçlanma faizi efektif politika faizi olmaktadır. Ancak likidite ihtiyacının tamamının merkez bankası tarafından karşılanmadığı durumlarda faiz oranı merkez bankasının fonlama miktarı ile belirlenmektedir. Böylelikle kısa vadeli faizler sabit kalırken bile, merkez bankasının fonlama kompozisyonundaki değişiklik yani toplam fonlamadaki merkez bankasının payının değişmesi ile ağırlıklı ortalama fonlama faizini (AOFF) değiştirebilmektedir. Bunun tersi olarak merkez bankasının kısa vadeli faiz oranını değiştirirken, fonlama kompozisyonundaki değişiklik ile faiz oranlarındaki değişiklikler bertaraf edilebilmektedir. Çünkü merkez bankasının haftalık repo ihale miktarını azaltması durumunda bankaların kalan ihtiyaçlarını piyasadan örneğin Borsa İstanbul (BIST) repo piyasasından koridor içerisindeki daha yüksek faiz oranından karşılaması gerekmekte olup bu da AOFF'nin artmasına sebep olmaktadır (Küçük, Özlü, Talaşlı ve Ünalmiş, 2014: 6).

Merkez bankalarının yeni para politikası uygulamalarında koridoru geniş tutarak faiz oranını bu geniş bantta hareket ettirmesi mümkün olmaktadır. Faiz oranları için geniş bir aralığın olması kısa vadeli faiz oranlarının tahmin edilebilirliğini de azaltmakta, bu da bankaların kredi verirken daha temkinli davranmalarını sağlamaktadır (Başçı ve Kara, 2011: 13).

Sermaye girişlerindeki değişimlerin kredi büyümesi ve döviz kurlarındaki aşırı oynamalara neden olma riskine karşı merkez bankaları “asimetrik faiz koridoru” aracını kullanmaktadırlar. Asimetrik faiz koridoru, borçlanma ve borç verme faizinin politika faizine olan uzaklığının ek bir politika aracı olarak kullanılması olarak tanımlanmaktadır (Binici ve diğerleri, 2013: 2). Ayrıca bu araç sayesinde merkez bankaları aylık para politikası toplantılarını bekleyip, politika faizini değiştirmeden, günlük olarak ortalama fonlama faizini ayarlayabilmektedir.

Böylelikle yukarıda bahsedilen, sermaye girişini kontrol altına almak için uygulanan düşük faiz politikasının enflasyon üzerindeki olumsuz etkisi, birden fazla faiz oranı kullanılarak engellenmeye çalışılmıştır. Politika faizine direkt müdahale etmek yerine faiz koridorunu daraltıp genişletilerek piyasaya müdahale etmek böylelikle mümkün olmaktadır.

2.3. Para Politikası Rejimleri

Yukarıdaki bölümde anlatılan para politikası araçları, merkez bankalarının belirlemiş oldukları nihai hedeflerine ulaşmalarına aracılık etmektedirler. Merkez bankaları nihai hedeflerine ulaşabilmek için, bu araçları kullanarak ulaşabilecekleri ara hedeflerini ve ara hedeflerine ulaşmalarını sağlayacak parasal stratejilerini belirlerler.

Yüksek enflasyonun sebep olduğu olumsuzluklar, pek çok ülkenin fiyat istikrarına verdiği önemi 1970’li yıllardan sonra arttırmıştır. Bu sebeple çoğu ülke fiyat istikrarını öncelikli hedef olarak görmüş ve nihai hedefini fiyat istikrarı olarak belirlemiştir (Giz ve Cekan, 2011: 121).

Merkez bankalarının para politikası araçlarını kullanarak direkt nihai hedeflere ulaşması zaman almaktadır. Bu süreçte ara hedeflerini belirleyip gözlemlemek nihai hedefe ulaşana kadar yoldan sapmayı engellemektedir. Merkez Bankasının nihai hedefini belirledikten sonra bu hedefi üzerinde direkt olarak etkili olduğunu düşündüğü, nihai hedefini açıklayabilen değişkenler merkez bankasının ara hedefleridir.

Merkez bankaları para politikası rejimlerini, etkileyebildikleri ve kısa zamanda etkilerini görebildikleri bu ara hedeflerin üzerine kurarlar. Enflasyon oranı, geniş tanımlı para arzı (parasal büyüklükler), kısa vadeli faiz oranı, nominal döviz kuru ve nominal gayri safi milli hasıla ara hedeflerdendir (Paya, 2002: 168). Merkez bankalarının para politikası araçlarıyla öncelikle bu ara hedeflere ulaşmalarını kolaylaştıran hedefleri de operasyonel hedefleridir.

Çalışmanın bu bölümünde iktisat yazınında geniş kabul bulmuş olan döviz kuru hedeflemesi, parasal hedefleme ve enflasyon hedeflemesi para politikası rejimlerine yer verilerek, karşılaştırmaları yapılacaktır.

2.3.1. Döviz Kuru Hedeflemesi

Döviz kuru hedeflemesi, merkez bankalarının fiyat istikrarı nihai hedefine ulaşabilmeleri için kullandıkları uzun bir geçmişe sahip para politikası rejimidir. Fiyatlar genel seviyesini düşürmek ve enflasyonist beklentileri kontrol altına alabilmek amacıyla bir ülkenin ulusal parasının değerini, düşük enflasyona sahip güçlü bir ülkenin parasının değerine bağlaması şeklinde yürütülen bir para politikası rejimidir. Ülkeler, ulusal paralarının değerini bağlayacakları ülkeyi seçerken, çoğunlukla düşük enflasyon oranına sahip ve dış ticarete en fazla ortaklık içerisinde olduğu ülkeyi tercih etmektedirler (Mishkin, 1999b: 2).

Ülkelerin ulusal paralarını diğer ülkenin parasına direkt olarak sabitlemesi katı döviz kuru rejimi olarak adlandırılmaktadır. Katı döviz kuru rejiminde yasal bir düzenlemeyle, yabancı para ile ulusal para arasındaki değişim sabit bir orana bağlanarak ülkenin parasal tabanın büyüklüğünün diğer ülkenin para politikası ve sermaye akışı ile belirlenmesine izin verilir ya da tam dolarizasyon uygulamasına geçilerek ulusal paranın yabancı para ile tam ikamesi gerçekleştirilir (Erdoğan, 2005: 35-36).

Döviz kuru rejiminde, ulusal paranın diğer ülkenin parasına direkt olarak sabitlenmesi yerine belli bir oranda değer kaybına izin verilmesi uygulaması da mümkün olmaktadır. Ancak esnek döviz kuru hedeflemesi adı verilen bu rejimde, genellikle uygulama diğer ülkenin enflasyon oranından daha yüksek bir enflasyon oranı ile sonuçlanmaktadır.

Bu uygulamada ulusal merkez bankasının ulusal paranın yabancı para karşısındaki değerinin belirlenen aralık dışında hareketi durumunda merkez bankasının müdahalesi gündeme gelmektedir. Merkez bankasının bu noktadaki etkinliği ise döviz rezervlerinin gücüne bağlıdır.

Döviz Kuru Hedeflemesinin avantajları şu şekilde özetlenebilir;

Her şeyden önce döviz kuru kamuoyunca üzerinde çokça bilgi sahip olunan bir iktisadi tanımdır. Bu sebeple bu konuda yapılan bir düzenlemenin ya da bunu baz alan bir para politikası rejiminin kamuoyunca irdelenebilmesi kolaydır. Nihai hedefin fiyat istikrarı olduğunu düşünecek olursak, kamuoyunun fiyatlar hakkındaki beklentilerinin enflasyon üzerindeki etkileri yadsınamazdır. Yeterince açık olmayan parasal rejimlerin beklentiler üzerindeki etkileri ise sınırlıdır.

Kurlara yönelik belirsizlikler bu rejim ile kalkmış olduğundan, iktisadi birimlerin iktisadi kararlarını vermelerini kolaylaştırır. Zira döviz kurlarındaki belirsizlikler yurtiçi ve yurtdışı yatırımcıları caydırıcı etken olabilmektedir. Döviz kurlarındaki ani olumsuz değişimler yatırımlar üzerindeki ek bir vergi yükü gibidir. Çünkü bu beklenmeyen hareketlerin türev ürünler ile bertaraf edilmesi bir yere kadar mümkün olabilmektedir (Kenen, 2000: 110).

Kenen (2000)'a göre sabit döviz kuru rejiminin uygulandığı ve tam sermaye hareketliliğinin olduğu durumlarda, para arzında ya da para talebinde bir şok meydana geldiğinde, otomatik olarak para ihracı ve ithali gündeme gelecek, böylelikle reel ekonomi üzerinde bir etkisi olmayacaktır. Öyle ki herhangi bir para arzı fazlalığında sermaye çıkışı rezervlerin ve dolaylı olarak para arzının azalmasına sebep olacaktır. Tam tersi, para talebinin fazla olduğu durumlarda da sermaye girişi, rezervleri ve dolaylı olarak para arzını talebi karşılamaya yetecek noktaya kadar arttırılacaktır.

Özellikle ticari olarak ülke için önemli bir yere sahip ülke parasının baz alındığı bu sistemde, dış ticarete konu olan malın fiyatında istikrar sağlanarak, enflasyon beklentileri azalmaktadır. Öyle ki, zamanla enflasyon oranı baz alınan ülkenin enflasyon oranına yakınsamaktadır (Ceylan, 2010: 8).

Sabit kur rejiminin uygulandığı durumlarda, para otoritelerinin istihdamı genişletmek, hasıla düzeyini arttırmak gibi politik amaçlarla genişletici para politikaları uygulamalarının önüne geçilmiş olmaktadır (Mishkin, 1997: 11).

Döviz kuru hedeflemesi ile kredibilitesi düşük olan merkez bankaları, ulusal paranın değerinin sabitlendiği ülke merkez bankasının kredibilitesini de elde etme olasılığını da elde etmiş olmaktadır.

Döviz Kuru Hedeflemesinin dezavantajları ise şu şekilde açıklanabilir;

Döviz Kuru Hedeflemesini uygulayan ülke merkez bankasının bağımsız bir para politikası uygulaması mümkün değildir. Özellikle katı döviz kuru hedeflemesinde parasal tabanın büyüklüğünün diğer ülkenin para politikası ve sermaye akışı tarafından belirlendiği düşünüldüğünde bu durum çok normaldir. Bu durum diğer ülkede meydana gelen bir şoktan direkt olarak etkilenmesini de beraberinde getirir (Erdoğan, 2005: 37).

Mishkin (1999), döviz kuru hedeflemesinin bir dezavantajı olarak, baz alınan ülkenin faiz oranlarında görülen yükselmenin hedeflemeyi uygulayan ülkede de faiz oranlarını arttırdığını ifade etmiştir. 1991 yılında Almanya'da görülen yüksek faiz ortamının, bu ülkenin parasına ulusal paralarını endekslemiş olan diğer ülkelerde de yüksek faiz ortamına sebep olduğunu, bunun da bu ülkelerde düşük büyüme ve enflasyon sorunlarını doğurmasını döviz kuru hedeflemesinin bir sonucu olarak örneklemiştir (Mishkin, 1999b: 4).

Döviz kuru hedeflemesinin bir diğer dezavantajı ise gelişmekte olan ülkelerde, finansal kırılganlığı arttırarak finansal krizlere sebep olmasıdır. Finansal kriz dönemleri, asimetrik bilgi probleminin artarak kaynakların en verimli şekilde kullanılmasının önüne geçmektedir. Ulusal paranın değerinin belirsiz olduğu durumlarda, borçlanmaların yabancı para üzerinden yapılması daha kolay gerçekleşmektedir. Döviz kuru hedeflemesinin uygulanması bu durumu daha da özendirir. Ancak ulusal paranın aşırı değer kazanması sonrasında gerçekleştirilecek olan bir devalüasyon, borç yükünü arttırırken firmaların bilançolarını olumsuz etkilemektedir. Bu durum borç veren finansal kurumların mali güçlerini zayıflatacaktır (Mishkin, 1999b: 7).

Finansal kırılganlığın artması sadece borçlanma üzerinden gerçekleşmemektedir. Döviz kurundaki belirsizliklerin azalması, ülkeye sermaye girişlerini hızlandırırken finansal kırılganlığı da arttırmaktadır.

Döviz kuru hedeflemesinin bir avantajı olarak, politik amaçlarla para politikalarının kullanımının imkansız hale geldiğini belirtmiştik. Ancak ulusal paranın değer kazanması ve döviz kurlarındaki istikrarın yabancı para borçlanmayı kolaylaştırması, bu sefer de dışarıdan borçlanmayı cazip hale getirmektedir. Dolayısıyla kamu maliyesinde disiplin bu şekildeki bir finansman olanağıyla gözardı edilebilmektedir (Erdoğan, 2005: 39).

Döviz kuru hedeflemesinin dış ticaret dengesi üzerinde de olumsuz etkileri olabilmektedir. Sabit kur rejiminin uygulandığı durumlarda aşırı değerlendirilen ulusal para ihracatı düşürürken, ithalatın cazibesini arttırmakta bu da cari açık ve büyüme problemlerini doğurabilmektedir. Ulusal paranın değerinin belli bir bant aralığında değer kaybetmesine izin verecek döviz kuru rejimleri bu olumsuzluğu bir miktar ortadan kaldırmaktadır.

2.3.2. Parasal Hedefleme

Parasal hedefleme, enflasyonist beklentileri kontrol altına almak amacıyla, belirli bir parasal büyüklüğe ilişkin artış oranının hedeflenmesi olarak tanımlanabilir (Erdoğan, 2005: 39). Parasal hedefleme rejimine göre, merkez bankalarının fiyat istikrarı hedefine ulaşabilmelerinin yolu nominal para arzını kontrol etmekten geçmektedir.

Parasal hedefleme rejiminin seçimi, uzun dönemde enflasyonun para arzındaki büyümeye bağlı olarak hareket ettiği ve merkez bankalarının para arzını kısa sürede yönlendirebilecekleri yani hedeflenen parasal büyüklük üzerinde merkez bankasının etkinliğinin olması gerekçelerine dayanmaktadır (Ceylan, 2010: 10). Para arzını yönlendiren merkez bankaları böylelikle enflasyonist beklentileri de kontrol altına alabileceklerdir.

Parasal hedefleme rejiminin fiyat istikrarı üzerinde etkili olabilmesi için enflasyon ile hedeflenen parasal büyüklük arasında güçlü bir ilişkinin varlığı gereklidir (Özcan, 2006: 43).

Uzun bir geçmişi olan döviz kuru hedeflemesinin yerine parasal hedefleme rejiminin tercih edilmesinin belli başlı nedenlerini şu şekilde açıklamak mümkündür;

Çok büyük olup, parasının değerini kendisinden daha düşük enflasyona sahip ve daha güçlü bir ülkenin parasının değerine bağlama şansı bulunmayan ülkeler için döviz kuru hedeflemesi uygun bir seçim değildir. Örneğin Amerika, Japonya ve Avrupa Parasal Birliği (Mishkin, 1999b: 12). Ayrıca 1970'li yıllarda birçok gelişmiş ülkede enflasyon oranlarının yükselmesi yeni stratejilerin uygulanmasını gerektirmiş, Bretton Woods sisteminin çökmesiyle sabit döviz kuru rejiminin gözden düşmesi parasal hedefleme rejimini ön plana çıkarmıştır (Erdoğan,2005: 40).

Parasal Hedefleme Rejiminde, nihai hedef olan fiyat istikrarına ulaşmaya çalışılırken, kısa vadeli faiz oranları operasyonel hedef (ara hedefi kontrol etmek amacıyla belirlediği ve para politikası araçlarıyla doğrudan etkilenebilecek değişkenler) , para arzı ise ara hedef (merkez bankasının para politikası amacını belirledikten sonra bu amaçlar üzerinde direkt etkili olduğu belirlenen değişkenler) olarak seçilmektedir (Önder, 2005: 38).

Parasal Hedefleme Rejiminin avantajlarını şu şekilde sıralamak mümkündür;

Döviz kuru hedeflemesinden farklı olarak bu rejimde merkez bankaları para politikalarını bağımsız bir şekilde yönetebilmekte, diğer ülkelere farklı bir enflasyon hedefi belirleyebilmekte, çıktıdaki değişimlere karşı merkez bankaları para politikalarıyla tepki verebilmektedirler (Mishkin, 1999b: 12). Ancak unutulmamalıdır ki, bu avantajların ortaya çıkabilmesi enflasyon ile hedeflenen parasal büyüklüğün arasındaki ilişkinin güçlü ve istikrarlı olmasına bağlıdır (Yay, 2006: 470).

Merkez bankaları politik baskılardan önceden belirlemiş olduğu parasal büyüklükler sayesinde uzak kalmaktadırlar. Parasal büyüklüğün ne ölçüde artacağı önceden ilan edildiğinden politik amaçlarla merkez bankası kaynaklarına başvuruları engellenmiş olmaktadır (Erdoğan, 2005: 41).

Parasal hedefleme rejiminin avantajları yanında bazı dezavantajları da bulunmaktadır. Bunlar;

Parasal hedefleme rejiminin başarılı olmasının ön koşulu olarak yazdığımız, enflasyon ile hedeflenen parasal büyüklük arasında sıkı bir ilişkinin olmaması durumunda bu rejimin başarıya ulaşma şansı azalmaktadır. Bu ilişkinin zayıf olması, parasal hedefleme yapılarak enflasyon beklentilerinin yönetilmesini engelleyecektir (Mishkin, 1999b: 13).

Parasal hedefleme rejimi, döviz kuru hedefleme rejimi kadar kamuoyu tarafından rahat anlaşılan bir para politikası rejimi değildir. Hedeflenen parasal büyüklüğün tanımı, içeriğinin belirlenmesi ve kamuoyunun bu konuda bilgi sahibi olması, döviz kuru hedefinin belirlenmesinden ve anlaşılmasından daha karmaşık gelmektedir.

Parasal hedefleme rejiminde, merkez bankasının şeffaflık ve hesap verebilir olma özellikleri çok önemlidir. Hedeflenen parasal büyüklüğün gerçekleştirmelerinin enflasyon beklentilerini belirleyebilmeleri için kamuoyuyla sıklıkla ve doğrulukla paylaşılması gerekmektedir. Oysa ki, bu durum ancak hedeflenen parasal büyüklüğün merkez bankasının kontrolünde olduğu durumlarda mümkündür. Hedeflenen parasal büyüklük M1 gibi merkez bankası tarafından rahatlıkla kontrol edilebilen dar anlamda bir parasal büyüklük ise bu durum mümkün olabilirken, daha geniş olan parasal büyüklüklerde daha zor olmaktadır (Demirhan, 2002: 19). Ayrıca gelişen finansal piyasalar ve finansal araçlar, parasal büyüklüklerin içeriğinin belirlenmesini yani hangi finansal araçların bu büyüklüklerin içerisinde sayılacağını daha da karmaşık hale getirmektedir.

Nihai hedefi olan fiyat istikrarına ulaşırken, para arzı değişkenini ara hedef olarak kullanan bu rejim para talebinin istikrarlı olduğunu öngörmektedir. Para talebinde yaşanan değişikliklerin para arzının sabit olduğu durumlarda faiz oranlarını arttırması ve gelir düzeyini etkilemesi kaçınılmazdır.

Özatay (2016), Bernanke'nin, 1977 yılında merkez bankası yasalarında yapılan değişiklikler çerçevesinde, FED'in herkesce bilinen fiyat istikrarı, maksimum istihdam hedefinin yanında "uzun vadeli faizlerin düşük bir oranda gerçekleşmesi" hedefinin de olduğunu söylemektedir. Bernanke, "Enflasyon oranı düşük olduğunda uzun vadeli faiz oranları da düşük olacağından, düşük faiz hedefi fiyat istikrarı hedefince kapsanmış olmaktadır" demektedir (Özatay, 2016). Dolayısıyla parasal hedefleme rejimi ile hedeflenen

fiyat istikrarı olduğu kadar, uzun vadeli faiz oranlarının da düşük seviyelerde olmasıdır. Para talebindeki istikrarsızlık faiz oranlarında istikrarsızlığı getirirken, fiyat istikrarı hedefinden de sapmalara yol açmaktadır.

Dolarizasyon düzeyinin artması bu rejimin etkinliğini azaltmaktadır. Yabancı para kullanımının artması merkez bankalarının gücünü sınırlarken, parasal hedeflemenin enflasyon üzerindeki etkisini azaltmaktadır (Erdoğan, 2005: 42).

2.3.3. Enflasyon Hedeflemesi

Enflasyon hedeflemesi, doğrudan enflasyon oranını hedef alan bir para politikası rejimi olup, belli bir zaman dilimi içerisinde gerçekleştirilmesi hedeflenen enflasyon oranının ilan edilmesi ve para politikalarının bu hedefe ulaşılacak şekilde yürütülmesidir (Öğretmen, 2004: 4).

Enflasyon hedeflemesinde sayısal bir enflasyon oranı hedef olarak ilan edilmektedir. Bu sebeple enflasyon hedeflemesi rejimi kamuoyu tarafından kolaylıkla anlaşılabilir ve sonuçları takip edilebilir bir para politikası rejimidir. Hedeflenen enflasyon oranı tek bir değer olabileceği gibi belli bir aralık olarak da belirlenebilir. Enflasyon hedeflemesi rejiminde operasyon hedefi olarak genellikle kısa vadeli faiz oranları kullanılmaktadır (Bozkurt, 2006: 62).

Yeni bir para politikası rejimi olan enflasyon hedeflemesi ilk olarak 1990 yılında Yeni Zelanda Merkez Bankası tarafından uygulanmaya başlanılmış olup, sonraları Kanada, Şili, İngiltere, İsrail ve pek çok gelişmekte olan ülkede (Çek Cumhuriyeti, Kore, Polonya, Macaristan, Filipinler vd.) uygulamaya konulmuştur (Ceylan, 2010: 14). Bu ülkelerin ortak özellikleri, dalgalı kur rejimini uygulayan, göreceli olarak uzun süreli yüksek enflasyon oranlarının gözlemlendiği ülkeler olmalarıdır.

Mishkin (2000), enflasyon hedeflemesinin sadece sayısal bir enflasyon hedefinin belirlenmesi olmadığını şu beş ana unsuru içerdiğini ifade etmiştir; Kamuoyuna orta vadeli sayısal enflasyon hedeflerinin ilan edilmesi, para politikasının öncelikli hedefinin fiyat istikrarı olduğu taahhüdünün verilmesi ve bu sebeple para politikası araçlarının enflasyon

hedefi ile uyumlu bir şekilde uygulanması, kullanılacak para politikası araçlarının belirlenmesinde sadece parasal büyüklükler ve döviz kurunun değil, pek çok değişkenin dikkate alınması, kamuoyunun ve piyasaların uygulanan para politikası rejimi hakkında bilgilendirilmesi ve şeffaflığın artırılması, merkez bankalarının şeffaflığının ve hesap verilebilirliğinin artırılması (Mishkin, 2000a: 1-2).

Mishkin'in ana hatlarıyla belirlediği bu unsurların varolabilmesi için gerekli bazı önkoşullar bulunmaktadır.

Merkez bankaları nihai hedeflerine ulaşırken kullanacakları para politikası araçlarını bağımsız bir şekilde belirleyebilmelidirler. Hiçbir politik baskı altında kalmamalı, maliye politikaları para politikalarının işleyişini yönlendirmemelidir. Merkez bankalarının sadece parasal büyüklük ve döviz kurunu değil, pek çok finansal değişkeni dikkate alan bu para politikası rejimini uygulayabilmesi güçlü bir finansal sistemin varlığını gerekli kılmaktadır. Enflasyon hedeflemesi rejiminin başarılı olabilmesi, güçlü bankacılık sektörü, iyi işleyen para ve sermaye piyasasını gerektirmektedir (Kaya, 2012: 131).

Tıpkı parasal hedefleme rejiminde olduğu gibi dolarizasyonun yüksek olmaması da bu rejimin başarısı için gerekli diğer bir koşuldur. Enflasyon hedeflemesi rejimi uygulamasında kurlara müdahale edilmeyeceğinden, döviz kurlarındaki hareketler kaçınılmaz olacaktır. Yüksek oranlı bir devalüasyon bilançolarında çok fazla yabancı para taşıyan ekonomik birimlerin zarar görmesine ve finansal krizlerin meydana gelmesine sebebiyet verebilecektir. Bu da enflasyon hedefleme rejiminin başarısını engelleyecektir (Mishkin, 2000a: 6).

Enflasyon hedeflemesi rejiminin de diğer para politikası rejimleri gibi avantaj ve dezavantajları bulunmaktadır. Enflasyon hedeflemesi rejiminin başarılı olabilmesi için gerekli koşulların hepsi aslında bu rejimin avantajıdır. Avantajlarını şu şekilde özetleyebiliriz;

Enflasyon hedeflemesinin bir gereği olarak para politikasının yüksek şeffaflık ile yürütülmesi, merkez bankalarının hesap verilirliğini ve güvenilirliğinin arttırmaktadır.

Güvenirliliğin artması ise kamuoyunun beklentilerini hedeflere göre oluşturmasını sağlamakta, bu da enflasyon hedeflemesinin başarısına katkı yapmaktadır.

Enflasyon hedefleme rejiminin diğer para politikası rejimlerine göre daha kolay anlaşılabilir olması da bu rejimin bir diğer avantajıdır. Enflasyon hedeflerinin belirlenmesi ve bu hedeflerin kamuoyu tarafından anlaşılması, kamuoyunda enflasyona ilişkin belirsizliği azaltacak, bu da ekonomik kararların daha rahat alınmasını sağlayacaktır.

Enflasyon hedeflemesi rejimi, parasal hedefleme rejimi kadar para arzı ve hedeflenen parasal büyüklük arasındaki olmazsa olmaz ilişkisiyi gerekli görmemektedir. Çünkü pek çok parasal büyüklüğü kullanarak bir hedef belirlemektedir. Döviz kuru hedeflemesinden farklı olarak yerel ekonomideki değişikliklere göre para politikasının ayarlanmasına olanak tanımaktadır (Mishkin, 2000a: 2).

Enflasyon hedeflemesi rejiminin dezavantajları ise şu şekilde açıklanabilir;

Döviz kuru hedeflemesi ve parasal hedefleme rejimlerinden farklı olarak, para politikası uygulamalarının enflasyon oranı üzerindeki etkilerinin görülmesi zaman alacaktır. Bu süre zarfında gerçekleşen hedef dışı oranlar merkez bankalarının güvenilirliğini sarsabilecektir (Erdoğan, 2005: 45).

Enflasyon hedeflemesi rejiminde her ne kadar yerel ekonominin durumuna göre hedefler belirlenebilse de, bu rejimin başarılı olması rejimin katı ve tavizsiz olarak uygulanmasına bağlıdır. Bu durum ise beklenmeyen şoklar karşısında hareket kabiliyetini kısıtlamakta, ekonomik büyüme üzerinde olumsuzluklara neden olabilmektedir. Örneğin ters arz şoku durumuyla karşılaşıldığında, enflasyon hedeflemesinin tavizsiz uygulanmaya devam edilmesi çıktının denge düzeyinden daha da uzaklaşmasına neden olur. Ayrıca politika araçlarının değişimi ve sonuçlarının gözlenmesi arasındaki uzun zaman farkı, bu para politikası rejiminin şeffaflığına dair getirilmiş olan en yaygın eleştiri konusudur (Bain ve Howells, 2003: 260).

Özatay (2012), klasik enflasyon hedeflemesi rejimini anlatırken bu zaman farkını şu şekilde ifade etmiştir;

Nihai amacı fiyat istikrarını sağlamak olan merkez bankalarının uygulamış oldukları bu para politikası rejimi klasik enflasyon hedeflemesi rejimi olarak adlandırılmaktadır. Klasik enflasyon hedeflemesi rejiminde amaç, enflasyon ile hedeflenen enflasyon arasındaki farkı (bu enflasyon açığı olarak adlandırılmıştır) ve üretim düzeyi ile potansiyel üretim düzeyi arasındaki farkı (bu çıktı açığı olarak adlandırılmıştır) en aza indirmektir. Çıktı açığının bileşenlerinden birisi, bir önceki dönem reel faiz haddi ile doğal reel faiz haddi arasındaki farktır. Burada bir önceki dönem reel faiz haddinin alınmasının sebebi, faiz haddindeki değişikliklerin çıktı üzerindeki etkilerinin bir dönem gecikme ile görülmesi olarak ifade edilmektedir. Buradan çıktı açığı ile enflasyon arasındaki ilişki kurulduğunda, enflasyon ile çıktı açığı arasındaki ilişkinin de bir dönem gecikmeli olarak etkileşim içerisinde olduğu görülmektedir. Sonuç olarak, reel faiz hadlerindeki değişiklikler çıktı açığını, çıktı açığındaki değişiklikler de enflasyon oranını gecikmeli olarak etkilemektedir (Özatay, 2012: 4,5).

Bu rejimde, fiyat istikrarının sağlanmasının içsel olarak finansal istikrara da katkıda bulunulacağı düşünülür. Ancak 2008 krizi sonrasında finansal istikrar ile finansal istikrarın olması gereken doğal düzeyi arasındaki fark, finansal istikrar olarak adlandırılmış ve merkez bankalarının nihai hedef fonksiyonlarında yer almıştır (Özatay, 2012: 8)

2.4. Parasal Aktarım Kanalları

Para politikası uygulamalarının reel ekonomiyi ne ölçüde etkilediğini gösteren kanallar parasal aktarım kanalları olarak tanımlanmaktadır. Para politikalarındaki değişikliklerin fiyat seviyesi ve hasıla düzeyi gibi değişkenler üzerindeki etkileri parasal aktarım kanalları aracılığı ile gerçekleşmektedir (Ireland, 2005: 1). Parasal aktarım kanalları literatürde, faiz oranı kanalı, döviz kuru kanalı, kredi kanalı, diğer varlık fiyatları kanalı ve beklenti kanalı olarak bilinmektedirler (Erdoğan ve Yıldırım, 2008: 95).

Çalışmanın bu alt bölümünde başlıca parasal aktarım kanalları incelenecek ve parasal aktarım kanallarının çalışmasını etkileyen faktörlere yer verilecektir.

2.4.1. Faiz Kanalı

Para politikalarındaki değişikliklerin kısa vadeli faiz oranlarında sebep olacağı bir değişikliğin, sermaye kullanım maliyetlerini etkilemesi sonucu firmaların yatırım davranışlarını ve hane halkının dayanıklı tüketim malları harcamalarını etkileşim süreci literatürde parasal aktarımın faiz kanalı olarak adlandırılmaktadır (Erdoğan ve Yıldırım, 2009: 57). Bu kanal geleneksel para politikası kanalı olarak da tanımlanmaktadır.

Taylor (1995), para politikasının kısa dönem nominal faiz oranlarını etkileyebilmesinin faiz oranı kanalının başlangıcını oluşturduğunu ifade etmektedir. Para politikasındaki bir değişikliğin kısa dönemli faiz oranlarını etkilemesinin hem uzun dönem faiz oranları hem de döviz kurları üzerinde etkisi bulunmaktadır. Ekonomideki katılıklar nominal faiz oranlarındaki değişikliklerin reel faiz oranlarını da etkilemesine sebebiyet vermektedir. Reel faiz oranlarındaki değişiklikler de kısa dönemde yatırımlar ve tüketim üzerinde dolayısıyla hasıla düzeyinde etkili olmaktadır (Taylor, 1995: 14).

Faiz oranı kanalının işleyişini şu şekilde açıklamak mümkündür; Merkez bankasının daraltıcı/ genişletici yönde bir para politikası uygulaması neticesinde, reel faiz oranları artmakta/azalmakta, bu da firmaların yatırım, hane halklarının ise tasarruf dolayısıyla harcama kararlarında değişikliği beraberinde getirmektedir. Bu değişiklikler de hasıla düzeyini etkilemektedirler (Erdoğan ve Yıldırım, 2009: 58).

Mishkin (1995), Geleneksel Keynesyen görüşte parasal sıkılaştırmanın reel ekonomiye olan aktarımını şu şekilde göstermiştir;

Para arzındaki azalış ($M\downarrow$) reel faiz oranlarının artmasına ($i_r \uparrow$) neden olmakta bu da sermaye maliyetlerini yükseltmektedir. Sermaye maliyetlerindeki yükseliş ise yatırım harcamalarını düşürmektedir. Bu da toplam talep düzeyi ve çıktı miktarının düşmesine ($Y\downarrow$) neden olmaktadır.

$$M\downarrow \Rightarrow i_r \uparrow \Rightarrow I \downarrow \Rightarrow Y\downarrow \quad (2.1)$$

Parasal genişleme durumunda ise,

Para arzındaki artış ($M \uparrow \Rightarrow$), reel faiz oranlarını düşürmekte ($i_r \downarrow$), böylelikle sermaye maliyetleri de gerilemektedir. Sermaye maliyetlerindeki gerileme yatırım harcamalarını arttırmakta ($I \uparrow$) bu da toplam talep düzeyi ve çıktı miktarını arttırmaktadır ($Y \uparrow$).

$$M \uparrow \Rightarrow i_r \downarrow \Rightarrow I \uparrow \Rightarrow Y \uparrow \quad (2.2)$$

Merkez bankasının para politikası araçlarıyla faiz oranlarını değiştirmesi faiz kanalının işleyişini başlatırken, faiz oranlarındaki değişikliklerin yatırım kararları üzerindeki etkisi faiz kanalının işleyişinin bir sonraki aşamasıdır (Karaca, 2010: 41).

Başlangıçta Keynes faiz oranı parasal aktarım kanalının işleyişinin girişimcilerin yatırım harcamaları üzerinden gerçekleştiğini ifade etmiştir. Ancak daha sonraki araştırmalar tüketicilerin konut ve dayanıklı tüketim mallarına olan harcamalarını da yatırım harcamaları kapsamında ele almışlardır. Dolayısıyla para politikasındaki değişikliklerin reel faiz oranları üzerinden bu harcamaları etkileyerek toplam hasılayı etkileyeceği ifade edilmiştir (Mishkin, 1995: 4).

Parasal aktarım kanalları incelenirken, reel faiz oranları ve nominal faiz oranları ayırımı çok önem kazanmaktadır. Bu iki faiz oranı arasındaki ilişki rasyonel beklentiler ve ücret-fiyat katılığı varsayımları altında kurulmaktadır. Rasyonel ajanlar fiyatların kısa dönemde yapışkan olduğunu varsayarlar. Bu varsayım ampirik olarak tüm durumlar için doğrulanmasa da uygun bir temel varsayım olarak görülmektedir. Nominal faiz oranlarındaki yükseliş, enflasyon oranlarında aynı oranda bir artış beklenmemesi durumunda kısa dönemde reel faiz oranlarında artışa neden olmaktadır. Zamanla fiyatlar ve beklentiler duruma adapte olmaktadır. Para politikasındaki değişiklik kısa dönemli faiz oranlarını değiştirmektedir. Kısa dönemli faiz oranlarındaki değişiklikler de hem uzun dönemli faiz oranları hem de döviz kurları üzerinde etkili olmaktadır. Ekonomideki katılıklar nominal döviz kurları ve faiz oranlarındaki değişikliklerin reel faizler ve reel döviz kurları üzerinde etkili olmasına sebep olmaktadır. Başka bir ifadeyle kısa dönemli faiz oranlarını değiştiren para politikası değişikliği, kısa dönemde reel faiz oranları üzerinden toplam hasıla üzerinde etkili olurken, uzun dönemde görülen fiyat ayarlamaları toplam hasılanın normal seviyesine dönmesine neden olmaktadır (Taylor, 1995: 14).

Mishkin (1995), Taylor'un bu modelini şu şekilde özetlemektedir; daraltıcı para politikası kısa dönem nominal faiz oranlarını yükseltmekte, yapışkan fiyatlar ve rasyonel beklentiler bir süreliğine de olsa uzun dönemli reel faiz oranlarının yükselmesine neden olmaktadır. Bu oluşan yüksek faiz oranı da girişimcilerin yatırımlarını ve tüketicilerin dayanıklı tüketim malları harcamalarını düşürerek, toplam hasıla üzerinde etkili olmaktadır (Mishkin, 1995: 5). Fakat bu çevrim burada bitmemektedir. Toplam hasıla ve enflasyon oranındaki değişiklikler dikkatleri tekrar kısa dönem faiz oranlarına çevirmekte ve bu değişikliklere karşı faiz oranlarının ne kadar değiştirileceği sorusunu gündeme getirmektedir (Taylor, 1995: 15).

Bu soruya Taylor, ana hatlarını 1992 yılında anlattığı 1993 yılındaki çalışmasında yeni faiz oranı kuralı ile cevap vermiştir. Bu faiz oranı kuralında, FED faiz oranının, enflasyon oranının hedeflenen enflasyon oranından, reel GSYİH'nin da potansiyel GSYİH seviyesinden sapmalara tepki vererek değiştirilmesi esastır. Taylor (1993)'a göre iyi bir para politikası kuralı, fiyatlar genel seviyesinde ve reel gelirden görülen değişimlere tepki verebilecek şekilde düzenlenmelidir (Taylor, 1993: 195).

Taylor'un Amerikan ekonomisi incelemesi neticesinde oluşturmuş olduğu faiz oranı kuralı aşağıda gösterilmektedir;

$$r_t = \pi_t + (1 + h) + g y_t - h \pi^* + r^f \quad (2.3)$$

Bu denklemde;

r_t = t çeyrek dönemindeki kısa dönem politika faiz oranını;

r^f = ortalama politika faiz oranını (tahmini merkez bankası denge faiz oranı)

y_t = çıktı açığı oranı = $\left[\left(\frac{Y_t - Y^*}{Y^*} \right) \right] * 100$

Y_t = Reel GSYİH

Y^* = Potansiyel çıktı düzeyi

π_t = Önceki dört çeyreklik dönemde gerçekleşen enflasyon oranı

π^* = Hedeflenen enflasyon oranı

$\pi_t - \pi^*$ = Enflasyon açığı oranı

“h” ve “g” katsayıları, enflasyonun hedeften sapmasına ve çıktı açığına verilen tepki katsayılarını ifade etmektedirler.

“h” ve “g” katsayılarının aldığı değerler, merkez bankalarının enflasyonun hedeften sapması ve çıktı açığından hangisine daha fazla önem verdiklerini göstermektedir. Katı enflasyon hedeflemesi rejimi uygulamasında $g=0$ değerini alırken, esnek enflasyon hedeflemesi rejimi uygulamasında $h>g>0$ olmaktadır (Varlık, 2014: 266). $g=0$ değerini alması, kısa dönem faizlerin çıktı seviyesine tepki vermediğini, $h=0$ değerini alması ise, kısa dönem faizlerin enflasyon oranındaki hedeften sapmalara değil, çıktıdaki değişimlere tepki verdiğini göstermektedir.

Taylor 1960 yılında yukarıdaki kuralını, kuralın daha bilindik olan şekline getirmiştir* (Yazgan,2015: 69);

$$r_t = \pi_t + g y_t + h(\pi_t - \pi^*) + r^f \quad (2.4)$$

Bu denkleme göre, çıktı açığının ve enflasyon açığının olmadığı;

$$y_t = 0, \pi_t - \pi^* = 0 \text{ durumunda,}$$

$r_t = \pi_t + r^f$ olmaktadır. Enflasyon (π_t) ve denge reel faiz oranı (r^f) toplamından oluşan eşitliğin sağ tarafı nominal faiz oranını vermektedir. Dolayısıyla eşitlik; nominal faiz oranı ile kısa dönem politika faiz oranının (r_t), birbirine eşit olduğunu göstermektedir (Yozgan, 2015 : 70)

$$r_t = \pi_t + .5y_t + .5(\pi_t - 2) + 2 \quad (2.5)$$

Taylor, parantez içerisindeki %2'yi enflasyon hedefi (π^*) olarak, denklemin son terimi olan %2'yi de denge faiz oranı (r^f) olarak almıştır. Bu ifade ediş şekline göre, enflasyon oranı hedef oran olan %2'nin üzerinde veya GSYİH potansiyel çıktı düzeyinin üzerine çıkarsa, r_t yani kısa dönem politika faiz oranı yükseltilecektir. Taylor bu para kuralı formülünde ABD için enflasyon hedefi ve denge faiz oranını herhangi bir ampirik çalışmaya

* Taylor'un 1993 yılındaki çalışmasında yer alan kendi adıyla anılan Taylor Kuralı kendisi tarafından aşağıdaki gibi formüle edilmiş olup (Taylor, 1993: 202), yukarıdaki ifade Fontana ve Palacio – Vera'nın 2002 yılındaki çalışmasından yararlanılarak ifade edilmiş şeklidir (Yazgan 2015:66-67). Çalışmanın bütünlüğü açısından Taylor'un orijinal formülündeki notasyonlar yukarıdaki notasyonlara göre uyarlanmıştır.

dayandırmadan %2 olarak varsaymıştır. Ayrıca enflasyon açığı ve çıktı açığı katsayıları 0,5 olarak alınmıştır.

Taylor kuralı, enflasyon ve çıktı açığının hesaplanmasında gecikmeli değerleri kullandığından geriye dönük bir kural olarak görülmekle birlikte, rasyonel beklentileri temel olarak ileriye yönelik kararlarda yol gösterici niteliktedir (Yazgan, 2015: 74).

2.4.2. Döviz Kuru Kanalı

Para politikalarının döviz kurlarını etkileyerek, net ihracat üzerinde değişiklik yaratması ve bu yolla reel üretimi etkilemesi parasal aktarım mekanizmasının döviz kuru kanalı olarak bilinmektedir. Net ihracat hacmi üzerinde etkin olan döviz kuru kanalı, esnek döviz kuru sisteminin yaygın olarak kullanılmaya başlanmasıyla daha da önemli hale gelmiştir (Cambazoğlu ve Karaalp, 2012: 53).

Döviz kuru kanalı bir önceki alt başlıkta ele alınan faiz oranı kanalını temel olarak açıklanmaktadır. Genişlemeci bir para politikası uygulanması durumunda, yurtiçi reel faiz oranları düşmektedir. Yurtiçinde reel faiz oranlarında görülen düşüş, yurtiçi mevduatların çekiciliğini azaltmakta, dolayısıyla ülkeye sermaye girişini azaltmaktadır. Bu durum yerli paranın yabancı para karşısında değer kaybetmesine neden olmaktadır. Değer kaybeden yerli para, yerli malların yabancı mallara göre daha ucuz kalmasına neden olmakta ve bu durum da ülkenin net ihracatını arttırarak, ihracat yoluyla çıktı düzeyinin artmasına yol açmaktadır (Mishkin, 1995: 5).

Mishkin (1995), bu durumu şu şekilde ifade etmektedir;

$$M \uparrow \Rightarrow i_r \downarrow \Rightarrow E \uparrow \Rightarrow NX \uparrow \Rightarrow Y \uparrow \quad (2.6)$$

Bu denklemde;

M = Para arzını,

i_r = Reel faiz oranını,

$E \uparrow$ = Yerli paranın değer kaybını,

NX = Net ihracatı,

Y = Çıktı düzeyini ifade etmektedir.

Tam tersi bir durumda, yani parasal sıkılaştırmanın uygulanması durumunda ise, yurtiçi reel faiz oranları artmakta, bu durum ülkeye sermaye girişini ve yerli paraya olan talebi arttırarak, yerli paranın yabancı para karşısında değerini arttırmaktadır. Değerlenen yerli para, yerli malların fiyatının yabancı mallara göre fiyatının artmasına neden olacağından net ihracatta gerilemeye yol açacaktır. Bu durum ise çıktı seviyesini azaltacaktır.

$$M \downarrow \Rightarrow i_r \uparrow \Rightarrow E \downarrow \Rightarrow NX \downarrow \Rightarrow Y \downarrow \quad (2.7)$$

Parasal genişlemenin sebep olduğu net ihracat artışı toplam talebin artması, parasal sıkılaştırmanın sebep olduğu net ihracattaki azalma ise toplam talebin düşmesi anlamına gelmektedir. Ulusal paranın değerlendirilmesi nedeniyle ithalat fiyatlarının göreceli olarak ucuzlaması yurtiçi fiyatların da gerilemesine yol açabilmektedir (Erdoğan ve Yıldırım, 2008: 95).

Döviz kuru kanalının etkisi incelenirken, reel ve nominal döviz kurları ayırımı da önemlidir. Fiyatların ve ücretlerde görülen uyarlamaların yavaş gerçekleşmesi sebebiyle, nominal döviz kurlarında görülen yükseliş, kısa dönemde reel döviz kurlarında da bir yükseliş beraberinde getirmektedir. Uzun dönemde ise nominal döviz kuru ve fiyatlardaki uyarlamalar gerçekleşeceğinden, reel döviz kurları denge düzeyine erişecektir (Taylor, 1995: 14). Döviz kuru kanalının toplam çıktı üzerinde etkili olması bu katılıkların neticesindedir.

Döviz kuru kanalının, dalgalı döviz kuru rejimi uygulamaları ve küreselleşmenin yaygınlaşmasıyla ihracat ve dolayısıyla çıktı seviyesine olan etkisi önem kazanmıştır (Mishkin, 1995: 5). Merkez Bankası bu durumu, parasal aktarım mekanizmasında döviz kurunun etkisi, ülkelerin dışa açıklık dereceleri ile doğru orantılıdır şeklinde özetlemektedir (TCMB, 2013c: 7).

Mundell, ülkelerarası sermaye hareketlerinin kısa dönem faiz oranları ve döviz kurları arasındaki ilişkiden kaynaklandığını “faiz oranı paritesi” (interest rate parity relationship) ile anlatmıştır. Buna göre iki ülkenin faiz oranları farkı, bu iki ülkenin döviz

kurlarında beklenen değişimlerine eşittir. Eğer ülkeler arasında bu ilişki sağlanamamışsa, iki ülkede beklenen getiriler eşitlenene kadar yüksek getiriye sahip ülkeye sermaye girişı devam eder (Taylor, 1995: 15).

Döviz kuru kanalı hem toplam talep hem de toplam arz üzerinde etkilidir. Döviz kurlarında görülen yükselişler bir yandan ithal malların fiyatlarını yerli para cinsinden arttırarak enflasyon oranlarında artışa neden olurken, diğer yandan toplam arzın azalmasına neden olmaktadır (TCMB, 2013c: 7)

2.4.3. Kredi Kanalı

Kredi piyasalarında yaşanan asimetrik bilgi kredi kanalının temelini oluşturmaktadır. Kredi arz edenlerin kredi talep edenler hakkında yeterli bilgiye sahip olmaması asimetrik bilgi olarak adlandırılmaktadır. Asimetrik bilgi olması durumunda ters seçim ve ahlaki tehlike problemi ortaya çıkabilmektedir. Ters seçim, ekonomik bir anlaşma yapılmadan önce karşı tarafın bilgi eksikliğinden yararlanılarak davranılması olarak tanımlanmaktadır. Ahlaki tehlike ise ekonomik anlaşma yapıldıktan sonra, gizli bilginin ortaya çıkması, karşı tarafın bilgi eksikliğinden faydalanılarak ekonomik anlaşmanın şartlarının yerine getirilmemesi durumudur (TCMB, 2013c: 6).

Para politikalarındaki değişikliklerin çıktı seviyesinde değişikliklere neden olduğu pek çok çalışma ile gösterilmiş olmakla birlikte, bu aktarımın nasıl olduğunu “kara kutu” ya benzeten Bernanke ve Gertler (1995), kredi kanalının geleneksel faiz oranı kanalından bağımsız bir kanal olmadığını, faiz kanalının etkisini arttıran bir aktarım kanalı olduğunu belirtmektedirler (Bernanke ve Gertler, 1995: 3).

Asimetrik bilgiyi temel alan kredi kanalı banka kredi kanalı ve bilanço kanalı olarak ele alınmaktadır (Mishkin, 1995: 7).

Banka kredi kanalı; bankaların finansal sistem içerisinde önemli bir role sahip olmasına dayanmaktadır. Öyle ki, büyük firmalar kredi piyasalarından bankaların aracılığı olmadan hisse senedi ve bono piyasasında işlem yapabilmektedirler. Oysa ki küçük firmaların kredi piyasalarına ulaşmaları bankalar aracılığı ile gerçekleşmektedir. Genişletici

bir para politikası uygulaması bankaların rezervlerini ve mevduatlarını arttıracığından bankaların verebilecekleri kredi miktarı da artacaktır. Kredi miktarındaki artış, firmaların yatırımlarını arttırarak toplam talebin artmasına sebep olacaktır (Cambazoğlu, 2010: 25).

$$M \uparrow \Rightarrow \text{Banka mevduatları} \uparrow \Rightarrow \text{Banka kredileri} \uparrow \Rightarrow I \uparrow \Rightarrow Y \uparrow \quad (2.8)$$

Bu denklemde;

M = Para arzını,

I = Yatırımları,

Y = Çıktı düzeyini ifade etmektedir.

Sıkılaştırıcı bir para politikası uygulanması durumunda ise durum tam tersi olmaktadır. Azalan banka mevduatları, banka kredilerini daraltmakta, bu da çıktı miktarında azalmaya neden olmaktadır. Son dönemlerde gelişmiş ekonomilerin finansal piyasalarındaki gelişmeler neticesinde, bankaların kredi piyasalarında eskisine nazaran daha az rol alması bu kanalın önemini bu ekonomilerde tartışılır hale getirmiştir (Mishkin, 1995: 7). Günümüzde merkez bankaları sadece para arzını emisyon aracılığı ile değil zorunlu karşılık oranlarını değiştirerek de kredi kanalını etkileyebilmektedir. Bunun yanında merkez bankaları selektif kredi politikası ve ödünç veren son mercii rolü gereği kredi kanalını doğrudan etkileyebilmektedirler.

$$M \downarrow \Rightarrow \text{Banka mevduatları} \downarrow \Rightarrow \text{Banka kredileri} \downarrow \Rightarrow I \downarrow \Rightarrow Y \downarrow \quad (2.9)$$

Bilanço kanalı, para politikalarının firmaların net değeri üzerinde neden olduğu değişiklikler üzerinden çalışmaktadır. Daraltıcı bir para politikasının uygulanması, firmaların hisse senetlerinin fiyatlarını düşürmektedir. Hisse senetlerinde görülen değer kaybı, ters seçim ve ahlaki tehlike problemleriyle karşılaşılması olasılığını arttıracaktır. Zira değeri düşen firmaların, kredi temininde gösterecekleri teminatların değeri de azalmış olacaktır. Bu durum firmaların kredi kullanım kabiliyetlerini azaltacak, azalan borçlanma yatırımları ve çıktı düzeyini azaltacaktır (Mishkin, 1995: 8).

Mishkin (1995), bilanço kanalını şematik olarak şu şekilde göstermiştir;

$$M \downarrow \Rightarrow Pe \downarrow \Rightarrow \text{Ters seçim} \uparrow \Rightarrow \text{Ahlaki tehlike} \uparrow \Rightarrow \text{Banka kredileri} \downarrow \Rightarrow I \downarrow \Rightarrow Y \downarrow \quad (2.10)$$

Bu denklemde;

M = Para arzını,

Pe = Hisse senedi fiyatlarını

I = Yatırımları,

Y = Çıktı düzeyini ifade etmektedir.

Para politikasındaki değişikliklerin firmalar üzerindeki etkilerinin yanı sıra özellikle dayanıklı tüketim mallarına harcama yapan tüketiciler üzerindeki etkileri de aktarımın bir yönüdür. Nitekim kredi kanalının işleyişi, bu mallara yapılan harcamaların para politikasındaki değişimlere gösterdikleri tepkileri açıklamak için kullanılabilir. Bankaların borç verme miktarlarını azaltmaları başka bir kredi kaynağı olmayan tüketicilerin harcamalarını azaltmaktadır. Ayrıca faiz oranlarındaki artış, tüketicilerin de bilançolarını olumsuz etkilemektedir (Bernanke ve Gertler, 1995: 25-26).

Mishkin (1995), bu durumu şu şekilde göstermiştir;

$$M \downarrow \Rightarrow Pe \downarrow \Rightarrow \text{Finansal varlıklar} \downarrow \Rightarrow \text{Finansal sıkıntı olasılığı} \uparrow \Rightarrow \text{Dayanıklı tüketim malı ve konut harcamaları} \downarrow \Rightarrow Y \downarrow \quad (2.11)$$

Daraltıcı para politikası neticesinde azalan para arzı, faizleri yükseltirken hisse senedi fiyatlarını, dolayısıyla tüketicilerin finansal varlıklarının değerini düşürmektedir. Bu durumda finansal bir sıkıntıya düşme olasılığının yükseldiğini düşünen tüketiciler likit olmayan dayanıklı tüketim mallarına ve konutlara yönelik harcamalarını azalacaklardır (Mishkin, 1995: 9).

2.4.4. Diğer Varlık Fiyatları Kanalı

Diğer varlık fiyatları kanalı, para politikasındaki değişikliklerin döviz kuru, hisse senedi fiyatları, arazi ve konut fiyatları gibi reel ve finansal varlıkların nisbi fiyatlarını

değiştirerek toplam harcamalar ve çıktı düzeyi üzerinde değişikliklere yol açması olarak tanımlanmaktadır (Cambazoğlu ve Karaalp, 2012: 56).

Genişletici bir para politikası uygulaması neticesinde düşen faiz oranları, hisse senetlerinin fiyatlarının yükselmesine neden olacaktır. Bu durum firmaların piyasa değerini yükseltecek bu da yatırım ve üretim düzeyinin artmasına neden olacaktır (TCMB, 2013c: 6).

Para politikalarının hisse senedi fiyatları üzerinde yarattığı değişiklikler üzerinden ekonomiyi etkilemesi, Tobin tarafından ortaya konulan Tobin q teorisi ile açıklanmaktadır. Tobin (1969), q'yu, firmaların piyasa değerlerinin sermaye yenileme maliyetine oranı olarak tanımlamaktadır. q'nun yüksek olması, firmanın piyasa değerinin sermaye yenileme maliyetine göre daha yüksek olduğu yani yeni yapacağı yatırımların maliyetinin piyasa değerine göre daha az olması durumunu ifade etmektedir. Bu durumda firma hisse senedi çıkararak, çıkardığı hisse senedinin fiyatından daha ucuza yeni yatırımlarını gerçekleştirebilmektedir. Böylelikle çok az bir hisse senedi ihracıyla dahi daha yüksek tutarlarda yatırım harcaması gerçekleştirebilmektedir. Tam tersi durumda, q'nun düşük olduğu durumlarda ise yatırım harcamaları azalmaktadır (Mishkin,1995: 6).

Mishkin (1995), hisse senedi fiyatları kanalını şematik olarak şu şekilde göstermiştir;

$$M \downarrow \Rightarrow P_e \downarrow \Rightarrow q \downarrow \Rightarrow I \downarrow \Rightarrow Y \downarrow \quad (2.12)$$

Bu denklemde M, para arzını, P_e hisse senedi fiyatlarını, q firmanın piyasa değerinin sermaye yenileme maliyetine oranını, I yatırımları, Y toplam çıktı miktarını göstermektedir.

Hisse senedi fiyatlarının yükselmesi aynı zamanda ellerinde hisse senedi bulunan kişilerin servetlerinin değerini yükselterek, tüketim ve yatırım harcamalarının yükselmesini de beraberinde getirmektedir (TCMBc, 2013: 6). Para politikalarındaki değişikliklerin, kişilerin servetleri üzerinde etkili olmasıyla ekonomi üzerinde etkili olan bu kanal, Ando ve Modigliani'nin yaşam süreci hipotezine dayanmaktadır. Bu hipoteze göre tüketicilerin harcamaları yaşam boyunca elde edilen kaynaklarca belirlenmektedir (Ando ve Modigliani, 1963: 57).

Mishkin (1995), servet etkisinin toplam çıktı üzerindeki etkisini şematik olarak şu şekilde göstermiştir;

$$M \downarrow \Rightarrow Pe \downarrow \Rightarrow \text{Servet} \downarrow \Rightarrow \text{Tüketim} \downarrow \Rightarrow Y \downarrow \quad (2.13)$$

Bu aktarım kanalının literatürde çoğu kez “hisse senedi fiyatları aktarım kanalı” olarak değil de “diğer varlık fiyatları kanalı” olarak ele alınmasının nedeni, Mishkin (1995)’in belirttiği üzere, Tobin’in q teorisi ve servet etkisinin konut, arazi gibi hisse senedi dışındaki varlıklara da uygulanabilir olmasıdır. Örneğin parasal bir sıkılaştırma, arazi fiyatlarını düşürmekte, hem Tobin q’daki düşüş hem de servetteki azalma nedeniyle toplam çıktıyı azaltıcı yönde etki yapmaktadır (Mishkin, 1995: 7).

2.4.5. Beklenti Kanalı

Ekonomik karar vericilerin ekonomik şartlarda özellikle enflasyon ve faiz oranlarında bekledikleri değişimler aracılığı ile çalışan parasal aktarım kanalı beklenti kanalı olarak adlandırılmaktadır. Para politikalarının ekonomi üzerinde beklenti kanalı üzerinden etkili olabilmesi için ekonomik birimlerin para otoritelerine güven duyması ve uygulayacağı politikaların başarılı olacağına inanması gerekmektedir (TCMB, 2013c: 7).

Beklenti kanalı, ekonomik birimlerin başta enflasyon olmak üzere gelecek dönemlere ilişkin beklentileri aracılığı ile çalışmaktadır (İnan, 2001: 4). Para politikasının ekonomik birimlerin beklentileri üzerinde, beklentilerin de para politikasının etkinliği üzerinde etkisi bulunmaktadır (Cengiz, 2009: 237). Öyle ki, uygulanmakta olan para politikası gerçekleşecek olan enflasyon oranı ve faiz oranları hakkında beklentileri oluşturmada, bu da ileriki dönemlere ilişkin fiyatlandırmaları etkilemektedir.

Merkez Bankalarının bağımsızlığı, kredibilitesi ve şeffaflığı bu kanalın işleyişini etkilemektedir. Öyle ki Merkez Bankası’na duyulan güven, beklentilerin merkez bankası politikalarıyla olan uyumunu arttırmaktadır. Aynı şekilde, merkez bankasının şeffaflığı, uygulanacak olan politikaların önceden bilinmesini sağlayacağından, beklentilerin de bu politikalar ile uyumlu olarak değiştirilmesini sağlayacaktır. Para politikası uygulamalarının merkez bankasının isteği şekilde algılanması ve beklentileri de o yönde etkilemesi para politikasının etkinliğini arttıracaktır (Cengiz, 2009: 237).

2.4.6. Parasal Aktarım Kanallarının İşleyişini Etkileyen Faktörler

Parasal aktarım kanallarının işleyişini etkileyen çeşitli faktörler bulunmaktadır.

Resmi otoriteler tarafından finansal piyasalara uygulanan **resmi müdahaleler** aktarım kanallarının işleyişini doğrudan etkilemektedir. Faiz oranı kontrolleri, diğer piyasa fiyatlarına konulan limitler, doğrudan banka kredilerine limitler konulması, seçilmiş bazı alanlara doğrudan kredi imkanı sağlanması resmi otoritelerin finansal piyasalara müdahale yollarıdır (Kamin ve diğerleri, 1998: 16). Günümüzde finansal serbestleşmenin artması, resmi otoritelerin finansal piyasalara direkt müdahalelerini azaltmış, bu da resmi müdahalelerin aktarım mekanizmaları üzerindeki etkilerini azaltmıştır (Gür, 2003: 38).

Finansal sistemin yapısı, para politikasındaki değişimlerin ekonomiye etkisi üzerinde önemli etkiye sahiptir. Borçlanma ve tasarruf faiz oranlarının merkez bankalarının para politikaları neticesinde etkiledikleri kısa vadeli faiz oranlarındaki değişimlere olan duyarlılığı ne kadar yüksekse para politikası aktarım kanallarının işleyişi de o kadar etkili olmaktadır (TCMBc, 2013: 7). Bu duyarlılık derecesi finansal sistemin yapısından etkilenmektedir. Finansal piyasaların derinliği, bankacılık sektöründeki rekabet, hukuk sisteminin etkinliği, alternatif finansman kaynaklarının varlığı finansal sistemin yapısını belirlemektedir (Kasapoğlu, 2007: 33). Öyle ki bankacılık sektöründe çok fazla bankanın olmaması yani rekabetin olmadığı durumlarda, kısa vadeli faiz oranlarında meydana gelen değişimlere söz konusu bankalar yavaş ve birebir olmayan şekilde tepki vermektedirler. Bu da para politikasının ekonomi üzerindeki etkisini azaltmaktadır (Gür, 2003: 39). Çünkü birkaç finansal kurumun tekel gücüne sahip olması ve çok fazla alternatiflerinin olmaması, bu kurumların merkez bankasının politikalarından bağımsız olarak piyasa oranlarını ve fiyatlarını belirleyebilmelerine imkan sağlamaktadır.

Finansal olarak az gelişmiş olan ülkelerde dış ticaret ve sermaye hareketlerine konulan kısıtlamalar da döviz kuru kanalının etkinliğini azaltmaktadır. Finansal varlık çeşitliliğinin az olması da varlık fiyatları kanalının etkinliğini azalttığından, finansal sistemin yapısının parasal aktarım kanallarını etkilemesine bir örnek olarak verilebilir (Loayza ve Hebbel, 2002: 8-9).

Parasal aktarım kanallarının işleyişini etkileyen bir diğer faktör de **finansal sözleşmelerin vade yapısı**dır. Kısa vadeli olan finansal sözleşmeler, para politikasındaki değişikliklerin yeni sözleşmelere uygulanmasını mümkün kılmaktadır. Yenilenen kredi ve mevduat sözleşmelerinde yeni faiz oranları esas alınacağından, para politikasının etkileri daha çabuk görülecektir (Kamin ve diğerleri, 1998: 31).

Sıkılaştırıcı bir para politikasının, **bankacılık sisteminin finansal durumunun** zayıf olduğu durumlarda, bankaların sağlayacağı kredi miktarı üzerindeki etkisi daha yüksek olacaktır. Çünkü bankacılık kesiminin finansal durumu, bankaların sağladıkları kredilerin miktarını ve maliyetini etkileyen en önemli faktörlerden biridir. Risk ağırlıklı sermaye yeterlilik oranı düşen bir banka, kredi faiz oranlarını yükseltmekte ve sağlayacağı kredi miktarını azaltmaktadır (TCMB, 2013c: 8).

Hanehalkı ve firmaların finansal durumu da parasal aktarım kanallarının işleyişini etkilemektedir. Hanehalkı ve firmaların finansal durumu özellikle banka finansmanında, varlık ve yükümlülüklerinin para birimi, dış finansal kaynaklara olan bağımlılıkların derecesinin belirlenmesinde kilit role sahiptirler (Kamin ve diğerleri,1998: 16).



3. TÜRKİYE’DE UYGULANAN PARA POLİTİKALARI

Çalışmanın bu bölümünde 1923’ten günümüze Türkiye’de uygulanan para politikaları ele alınacak ve karşılaştırmalı olarak incelenecektir. Ancak çalışmanın temel konusunu 2006 yılı sonrası uygulanan faiz politikalarının finans piyasaları üzerindeki etkileri oluşturduğundan, bu yıldan sonra uygulanan para politikaları daha detaylı olarak incelenecektir. Bu çerçevede Türkiye’de uygulanan para politikaları beş alt başlık altında ele alınacaktır.

3.1. 1923- 1979 Dönemi Uygulanan Para Politikaları

1923 - 1938 döneminde uygulanmak zorunda olan para politikaları sadece dönemin ekonomik konjonktürünün gerektirdiği şekilde değil, aynı zamanda geçmişte uygulanmış olan ekonomi politikalarının ekonomik ve beşeri hayattaki olumsuzluklarını giderecek şekilde tasarlanmak zorunda kalmıştır.

1923 – 1938 dönemi uygulanan para politikaları bir bütünlük arz etmektedir. Bu dönemde “*sağlam ve istikrarlı para*” anlayışı çerçevesinde para politikası uygulanmıştır.

Ancak Türkiye’de para politikasını izleyen ve para politikası otoritesi olan Merkez Bankası 1930 yılında kurulmuş, 1931 yılında faaliyete başlamış olduğundan 1923-1930 dönemi arası belirgin bir para politikası izlenmemiştir. Bununla birlikte ekonomi bürokrasisinde yer alan kadroların Osmanlı’nın parasal istikrarı sağlayamaması nedeniyle yaşadığı sıkıntıları detaylı bir şekilde bildiklerinden TL’nin hem iç hem dış değerine çok önem vermişlerdir. Enflasyon ile para arzı arasındaki ilişkinin varlığına inandıklarından enflasyon ile mücadelede sıkı para politikası uygulamışlardır.

Bu dönemde sabit kur rejimi uygulanmış olup, ülkenin dış ticaret politikası da Lozan Barış Anlaşması’nın izin verdiği ölçüde korumacı politikalardan oluşmuştur. Dolayısıyla Türkiye dış ticaretten de kaçınmakta, böylelikle TL’nin dış değeri korunmaya çalışılmıştır.

1930 yılından itibaren Türkiye ithal ikameci sanayileşme modeline dönmüş ve sanayileşmenin sağlanabilmesinde özel sektörün yetersiz kaldığı düşünülerek 1938 yılına

kadar devletçi iktisat politikaları uygulanmıştır. Bu dönemde kalkınmanın temel dinamiğini kamu yatırımları oluşturmuştur. Kamu yatırımlarının finansmanı da bütçeden sağlanmıştır. Buna rağmen merkez bankası kaynaklarına başvurulmamış, **“sağlam ve istikrarlı para”** anlayışı korunmuştur. Bu çerçevede sıkı para politikası uygulaması devam etmiş, ancak bağımsız bir para politikası da izlenmemiştir.

1926 yılından sonra ulusal bir merkez bankasının kurulması için çalışmalara başlanılmış, 1930 yılında kuruluşu gerçekleşmiş ve 1931 yılında da resmi olarak çalışmalarına başlamıştır. Banknot ihraç hakkı önce otuz yıllık bir süre, daha sonra ise süresiz olarak Merkez Bankası'na verilmiştir. Merkez Bankası'nın kuruluşu pasif para politikalarından aktif para politikalarına geçişin de gerekliliği olmuştur. Nitekim bu dönemde para politikalarının aktif olarak kullanılmasını gerekli kılacak pek çok olay yaşanmıştır. 1929 Büyük Buhran'ın Türkiye'nin ihracat rakamları üzerindeki olumsuz etkileri, Osmanlı'dan miras kalan borçların ödemelerinin ödemeler bilançosu üzerindeki olumsuz etkileri bunlardan bazılarıdır (Akgönül, 2001: 124).

Bütün bunlar para arzını arttırmayı gerekli kılmış ve Cumhuriyet'in ilanından sonra ilk kez para basılmıştır. Cumhuriyetin ilk yıllarında Atatürk sıkı para politikası uygulatmış, her ne sebeple olursa olsun ihtiyaçların para basımı ile karşılanmasına razı olmamıştır (Bahar, 2004: 159). Cumhuriyet'in ilk yılları dış borçların ödenmeye başlandığı, ülkenin yeniden yapılanmasının gerçekleştiği dönemler olmasına rağmen sıkı para politikası kararlılıkla uygulanmıştır. Para basarak ödemeler dengesinde iyileştirmeyi sağlamak yerine, yerli üretimin geliştirilmesinin sağlanması, lüks ithalattan kaçınılması, ekonomik gelişmeye katkısı olması koşuluyla yabancı sermayeye izin verilmesi gibi daha yapısal reformlar ile desteklenmiş bir ekonomik sistem oluşturulmaya çalışılmıştır (Sabır, 2003: 80).

Sıkı para politikası uygulaması, Atatürk'ün paranın değerinin korunmasına verdiği önemin göstergesidir. Nitekim bu yıllarda TL'nin Dolar karşısındaki değerini incelediğimizde cumhuriyetin ilk yıllarından sonra 1938 yılına kadar TL'nin değerini koruduğu görülmektedir.

Çizelge 3.1. 1923-1938 Dönemi Döviz Kuru Değerleri (USD/TL)

Yıllar	USD/TL
1923	1,67
1924	1,93
1925	1,87
1926	1,93
1927	1,96
1928	1,97
1929	2,07
1930	2,12
1931	2,11
1932	2,11
1933	1,66
1934	1,26
1935	1,26
1936	1,26
1937	1,26
1938	1,26

Kaynak: DİE, İstatistik Göstergeler 1923-1991, Yayın No: 1472.s.291

Bu dönemde Büyük Buhran'ın yarattığı olumsuz etkileri azaltmak amacıyla bir takım para politikası önlemleri alınmıştır. Bu önlemlerden bazıları şunlardır;

Türk parasının kıymetini korunması hakkında önlem almak amaçlı kanun çıkarılmış, dış borçların ödenmesi ertelenmiş, döviz piyasasının düzenlenmesi ve Türk parasının değerindeki istikrarı sağlamak amaçlı Bankalar Konsorsiyumu kurulmuştur. Ayrıca 1930 yılında Merkez Bankası yasası çıkarılarak, 1931 yılında banka fiilen çalışmaya başlamış ve dolaşımda devlete ait olan paraların tüm sorumluluğu Merkez Bankası'na geçmiştir.

1929 Büyük Buhran'ın etkisiyle para ve finans politikalarının devletin kontrolü altında reel sektörü desteklemesi politikası uygulanmıştır. Bu dönemde para arzı arttırılmazken reel ekonomiyi desteklemek, bankalardaki mevduat ve kredi mekanizması yoluyla sağlanmaya çalışılmıştır (Eroğlu, 2010: 26). 1923-1930 yılları arasında kullanılan krediler tarım sektörünü destekleme amaçlı verilen kredilerden oluşmuştur.

Çizelge 3.2. 1923 -1938 Dönemi Emisyon Hacmi

Yıllar	Emisyon Hacmi (Milyon TL)
1923	159
1924	161
1925	165
1926	153
1927	153
1928	153
1929	159
1930	163
1931	159
1932	164
1933	161
1934	165
1935	170
1936	179
1937	169
1938	194

Kaynak: M.A.Aysan'dan Aktaran Ozan Bahar, s. 161

Büyümenin yüksek olduğu bu dönemde para arzındaki önemsiz yükseliş, büyümenin banka mevduat ve kredileri aracılığıyla gerçekleştirildiğinin de bir göstergesidir. Yukarıdaki tabloda da görüldüğü üzere, 1923-1937 yılları arasında emisyon hacmi sadece 10 milyon TL artmış olmasına karşın, GSMH'da yüksek artışlar görülmüştür.

Özetle, bu dönemde paranın dış değerinin korunması ve enflasyonun engellenmesi amacıyla sıkı para politikası uygulanmıştır. 1930 yılında çıkarılan Türk Parasını Koruma Kanunu ve 1930 yılında kurulan Merkez Bankası bu para politikasının izlenmesinde temel araçlar olmuşlardır. Öyle ki Türk Parasını Koruma Kanunu ile paranın değerinin korunması amaçlı olarak kambiyo kontrolleri sağlanmış, Merkez Bankası'nın kurulması ile de milli bir otoritenin para politikasına aracılık etmesi sağlanarak, emisyon faaliyeti bir düzene bağlanmak istenmiştir (Güzel, 2011: 44).

1938 yılından itibaren 2. Dünya Savaşı nedeniyle Türkiye savaş ekonomisi düzenine geçerek savaşın yıkıcı etkilerinden ülke ekonomisini korumaya çalışmıştır. Bu dönemde uygulanan para politikası maliye politikasının bir aracı olarak ele alınmıştır. Savaşın yıkıcı etkileri kendini bütçe üzerinde göstermiş ve Türkiye'de bütçe açığı ortaya çıkmıştır. Hükümet bu bütçe açığını kapatmak için bir yandan vergileri arttırmış, diğer yandan iç borçlanmaya yönelmiştir. Fakat bu kaynaklar da yeterli olmayınca, borcun

monetarizasyonuna giderek emisyonu arttırmıştır. Dolayısıyla bu dönemde Türkiye istikrarlı ve sağlam para anlayışından vazgeçerek, “**genişletici para politikası**” uygulamıştır.

Atatürk’ün vefatı ve 2. Dünya Savaşı’nın belirtileri, fiilen savaşa girmemesine rağmen ülkede uygulanan ekonomi politikalarına değişiklikler yapılmasına neden olmuştur. Bütçenin savunma giderlerine ayrılan bölümü artmış, üretimdeki nüfusun silah altına alınmasıyla üretim azalmış ve iktisadi bir gerileme dönemi yaşanmıştır (Boratav, 2012: 81). Azalan üretim ve savaş endişelerinin beraberinde getirdiği stoklama isteği fiyatlar genel seviyesinde yüksek oranlı artışları beraberinde getirmiştir.

Bu dönemde para politikaları düzenlenirken sadece ülkenin iç dinamikleri değil, İkinci Dünya Savaşı’nın dünyada ve ülkedeki etkileri de belirleyici olmuştur. Savaşa katılmamasına karşın ülke, dünya ekonomik şartlarından etkilenmiş, uygulanmakta olan ekonomi politikaları kesintiye uğramıştır. Nitekim İkinci Dünya Savaşı sonrası kamu harcamaları artmış, vergi oranları arttırılmış, yeni vergiler konulmuştur. Alınan bu önlemlerin de harcamalara yetmemesi iç borçlanmayı tetiklemiştir (Takım, 2012: 171).

1938-1950 döneminde Türkiye’nin ihraç mallarının fiyatları ve talebindeki artış bu dönemde Merkez Bankası rezervlerinin artmasına yol açmıştır. Böylece Merkez Bankası’nın elindeki altın ve döviz rezervi TL’nin dış değerinin korunmasında yardımcı olmuştur. Ancak yurtiçinde yaşanan talep artışı ve arzın azalması enflasyonist bir süreç yaratmış, Türkiye fiyat istikrarını bu dönemde kaybetmiştir. 1945 – 1950 arasında sıkı para politikasıyla fiyat istikrarı kısmen sağlanmış, ancak 1950 yılından sonra enflasyon kronik bir hal almış ve fiyat istikrarı tamamen bozulmuştur.

1945-1950 yılları arasındaki **istikrarlı para arzı** politikası, fiyat istikrarını da beraberinde getirmiştir. Bu dönemde üretimde görülen artış da düşük enflasyon oranlarını desteklemiştir. Dönemin en belirgin özelliklerinden birisi de denk bütçe uygulamaları olmuştur. Kamu harcamalarının kamu gelirleriyle karşılanmaya çalışılması, bu amaçla para arzının arttırılmasını engellemiştir.

1950 yılında Demokrat Parti’nin iktidara gelmesiyle Türkiye’de ekonomi politikaları köklü bir değişime uğramıştır. Demokrat Parti hükümeti liberal politikalara öncelik vererek,

fiyat istikrarından daha çok büyüme hedefine öncelik vermiştir. Bu dönemde para politikaları maliye politikalarının tamamen bir aracı haline getirilmiş, Merkez Bankası'nın temel amacı hazineyi fonlamak olarak belirlenmiştir. Dolayısıyla para arzı, bütçe açığına endekslenerek iktisadi koşulların rasyonalitesinden kopartılmıştır.

1938 yılından 1960 yılına kadar enflasyon oranları ve emisyon hacmi incelendiğinde, 1939-1945 yıllarını içine alan İkinci Dünya Savaşı döneminde emisyon hacmindeki artışla birlikte hızlı bir enflasyon dönemi yaşandığı görülmektedir. İlk yıllarda arzın fazlalığı emisyon hacmindeki artışın birebir enflasyon oranlarındaki artışa dönüşmesini engellemiş, ancak 1940 – 1943 yılları arası çift haneli enflasyon oranları gözlemlenmiştir (Parasız, 2003: 81).

Çizelge 3.3. 1938 -1960 Dönemi Fiyat Endeksleri ve Değişim Oranları

Yıllar	Tüketici Fiyatları Endeksi	%	Toptan Eşya Fiyatları Endeksi	%
1938*	100	-	100	-
1939	102	2,0%	101	1,0%
1940	111	8,8%	127	25,7%
1941	132	18,9%	175	37,8%
1942	221	67,4%	340	94,3%
1943	322	45,7%	590	73,5%
1944	330	2,5%	459	-22,2%
1945	333	0,9%	445	-3,1%
1946	320	-3,9%	428	-3,8%
1947	325	1,6%	433	1,2%
1948	330	1,5%	467	7,9%
1949	354	7,3%	504	7,9%
1950	339	-4,2%	452	-10,3%
1951	335	-1,2%	482	6,6%
1952	353	5,4%	486	0,8%
1953	370	4,8%	498	2,5%
1954	403	8,9%	552	10,8%
1955	451	11,9%	592	7,2%
1956	503	11,5%	691	16,7%
1957	565	12,3%	821	18,8%
1958	654	15,8%	945	15,1%
1959	802	22,6%	1.129	19,5%
1960	861	7,4%	1.189	5,3%

* Baz yılları göstermektedir

Kaynak: DİE, İstatistik Göstergeler 1923-2011, Yayın No: 3890 s.602

Çizelge 3.4. 1949 - 1960 Dönemi Para Stoku (M1,M2)

Yıllar	Dolaşımdaki Para 1	Vadesiz Mevduat* 2	M1 (1+2) 3	Vadeli Mevduat 4	M2 (3+4) 5	M2 % Değişim 6
1949	847	563	1.410	146	1.556	-
1950	900	694	1.594	180	1.774	14%
1951	1.048	970	2.018	183	2.201	24%
1952	1.146	1.275	2.421	155	2.576	17%
1953	1.333	1.614	2.947	235	3.182	24%
1954	1.379	1.993	3.372	245	3.617	14%
1955	1.805	2.409	4.214	297	4.511	25%
1956	2.322	3.039	5.361	336	5.697	26%
1957	2.936	3.931	6.867	395	7.262	27%
1958	3.052	4.369	7.421	452	7.873	8%
1959	3.406	5.293	8.699	533	9.232	17%
1960	3.828	5.428	9.256	788	10.044	9%

* Vadesiz mevduat, Mevduat bankalarındaki ve merkez bankasındaki vadesiz mevduatın toplamı olarak alınmıştır.
**M1, Para arzının dar tanımı
***M2, Para arzının geniş tanımı

Kaynak: DİE, İstatistik Göstergeler 1923-2011, Yayın No: 3890 s.612

Cumhuriyetin ilanından bugüne kadar Türkiye’de uygulanan para politikaları incelendiğinde 1950-1960 döneminin önemli dönemlerden biri olduğu görülmektedir. Bu dönemde uygulanan iktisat politikasının temel amaçlarının, iç ve dış ticarete serbest piyasa koşullarının oluşturulması, özel teşebbüse ağırlık veren girişimciliğin desteklenmesi, kamu yatırımlarının sınırlandırılması, kamu yatırımlarının daha çok alt yapı yatırımlarına yönltilmesi ve yabancı yatırımların özendirilmesi olarak belirtilse de, bu amaç ve hedeflerin büyük bir kısmı gerçekleştirilememiştir (Tokatlıoğlu ve Öztürk, 2008: 156).

Merkez Bankası bağımsız bir para politikası izleyememiş, alınan dış kredileri kendi kontrolü dışında büyümeye ilgisi olmayan harcamaları finanse etmek için kullanırmak zorunda kalmıştır (Takım, 2012: 174). Ayrıca para ve döviz piyasasında serbest piyasa koşulları oluşmamış, kamu yatırımları ise sınırlandırılmamış aksine artarak devam etmiştir (Tokatlıoğlu ve Öztürk, 2008: 157).

1950 yılında başlatılan liberalizasyon uygulamalarıyla dövizler eritilmiş, dış borçlanmanın yanında büyüme amacıyla iç borçlanmaya da başvurulmuştur. Bu dönemdeki

Demokrat Parti iktidarı ile popülist politikalar uygulanmış, genişletici para ve maliye politikaları devreye girmiş ve bu politikalar bütçe açığında artışlar yaşanmasına sebep olmuştur. Bu dönemde özel sektörün desteklenmesi amacıyla teşvikler verilmiş, özel sektörün finansmanını kolaylaştırmak için faiz indirimi uygulanmıştır (Yaşa, 1980: 91).

Bu dönemde para politikaları üzerinde etkisi olan önemli bir olay da, IMF ile 1958 yılında ilk düzenlemeye gidilmiş olmasıdır. Bu program çerçevesinde bütçe harcamaları ve emisyonda kısıtlamalara gidilmiş, devalüasyon yapılmış (%320'lik devalüasyon 1 Dolar 2.80 TL'den 9 TL'ye), ithalat ve ihracattaki bürokratik engeller azaltılmaya çalışılmış ve dış ticarete kısmen serbestlik getirilmeye çalışılmıştır. Alınan diğer kararlar, para arzı ve bütçe harcamalarının kısılması, Kamu İktisadi Teşekkülleri (KİT) ürünleri ve hizmetlerinin fiyatlarının yükseltilmesi ve ithalata liberalizasyon getirilmesi yönünde olmuştur. Amacı enflasyonu dizginlemek ve büyümeyi hızlandırmak olan bu program sayesinde dış kaynak sağlanmış, bu durum dış ödeme sorunlarını kısa bir süre olumlu etkilemiş, fiyat artışlarını denetim altına almış olmasına rağmen, uygulanan Ortodoks politikalar yüzünden ciddi bir ekonomik durgunluk olmuştur. İhracat rakamları gerilemiş, dış ticaret açığı artmıştır. Ekonomik durgunluk sürecinde birçok banka da piyasadan çekilmek zorunda kalmıştır.

Fiyat istikrarı kalıcı olmamış, o dönemin iktidar partisi olan Demokrat Parti yönetiminin ekonomi politikasının belirgin bir özelliği olan para arzını arttırma politikası sonucu 1951 yılından sonra enflasyon oranları artmaya başlamış, bu artış 1958 yılında uygulamaya alınan istikrar programına kadar devam etmiştir. Demokrat Parti'nin amacı artan para arzının ekonomik aktiviteyi yükseltmesi olarak belirtilmiştir. Nitekim 1950'li yıllarda Demokrat Parti Hükümeti'nin ekonomik uygulamaları değerlendirildiğinde, Keynesgil, talep yanlı, genişletici para ve maliye politikaları ile hızlı ekonomik büyümenin amaçlandığı görülmektedir (Dağdemir ve Küçükcalay, 1999: 125).

Türkiye 1960 yılından itibaren ekonomik politikalarında köklü bir değişim yaşamıştır. Uygulanan liberal politikalar sonucu Türkiye'nin krize girmesi nedeniyle Türkiye çözümü ekonomiye kamu müdahalesinde bulmuş, ekonomideki kamu etkinliğini arttırarak kalkınma planları uygulamaya başlamıştır. Türkiye bu dönemde de bağımsız bir para politikası uygulamamış, Merkez Bankası'na kalkınma, büyüme, fiyat istikrarı, gelir dağılımının

iyileştirilmesi, dış ödeme güçlüklerinin hafifletilmesi gibi hedefler yüklenerek hükümet politikalarının izleyicisi haline getirilmiştir.

Türkiye bu dönemde kalkınmanın finansmanında bütçe kaynaklarını ve dış kredileri kullanmış, bunların finansman sorumluluğunu da Merkez Bankası'na vermiştir. Dolayısıyla Merkez Bankası bu dönemde de iktisadi rasyoneliteden uzak, para arzını arttırmış ve enflasyonist bir süreç yaratmıştır.

Türkiye 1970'li yılların başlarına kadar kalkınma planları ve ithal ikameci sanayileşme ile kalkınmasını hızlandırmış, ancak kalkınmayı sürekli hale getirememiştir. 1970'li yılların başından itibaren Türkiye'de yaşanan olumsuzluklar (Birinci ve İkinci Petrol Krizleri, Kıbrıs Barış Harekatı, ekonomik ambargo, siyasi istikrarsızlık, kuraklık vb.) Türkiye'nin sürekli bir ekonomik krize girmesine neden olmuş ve Türkiye döviz darboğazına sürüklenmiştir. Ekonomideki bu olumsuz koşullara tüm dünyanın içerisine sürüklendiği stagflasyon da eklenince, Türkiye de 1960 yılından itibaren uygulanan politikalar anlamsız hale gelmiştir. Tüm bu dönem içerisinde Merkez Bankası bu olumsuzlukların etkilerini gidermek için bağımsız bir politika izleyememiştir. Özellikle 1970'li yılların başından itibaren enflasyonist süreç ve kambiyo rejimi, para arzının kontrol edilemez hale gelmesine neden olmuştur.

1970-1980 döneminde Türkiye ekonomisi açısından büyük güçlükler yaşanmış, hem siyasal istikrarsızlıklar hem de 1973-1974 Petrol Krizi ekonomi üzerinde çok ciddi olumsuzluklar yaratmıştır. Kıbrıs Barış Harekatı'nın da etkisiyle enflasyon oranlarında yükselme görülmüştür. 1970 yılında %66'lık bir devalüasyon yapılmasına mecbur kalınmış ve 1 Dolar 9 TL'den 15 TL'ye yükselmiştir.

Çizelge 3.5. 1960 -1980 Dönemi Fiyat Endeksleri ve Değişim Oranları

Yıllar	Tüketici		Toptan Eşya	
	Fiyatları	%	Fiyatları	%
	Endeksi		Endeksi	
1960	861	-	1.189	-
1961	873	1,4%	1.223	2,9%
1962	906	3,8%	1.293	5,7%
1963	965	6,5%	1.347	4,2%
1964	972	0,7%	1.363	1,2%
1965	1.037	6,7%	1.474	8,1%
1966	1.094	5,5%	1.545	4,8%
1967	1.163	6,3%	1.662	7,6%
1968*	1.211	4,1%	1.715	3,2%
1969	1.280	5,7%	1.839	7,2%
1970	1.431	11,8%	1.962	6,7%
1971	1.743	21,8%	2.274	15,9%
1972	2.010	15,3%	2.683	18,0%
1973	2.327	15,8%	3.233	20,5%
1974	2.686	15,4%	4.200	29,9%
1975	3.196	19,0%	4.624	10,1%
1976	3.720	16,4%	5.345	15,6%
1977	4.558	22,5%	6.633	24,1%
1978	6.987	53,3%	10.123	52,6%
1979	11.318	62,0%	16.591	63,9%
1980	22.795	101,4%	34.377	107,2%

* Baz yılları göstermektedir

Kaynak: DİE, İstatistik Göstergeler 1923-2011, Yayın No: 3890 s.602-603

1960- 1979 döneminde genişlemeci para ve maliye politikaları izlenmiştir. Kamu finansman açıklarının parasal genişleme ile finanse edilmesi, bağımsız bir para politikasının önündeki en büyük engel olmaya devam etmiştir. Dönemin ilk yarısında (1960 – 1970) parasal genişlemeyle birlikte GSMH'daki artış da gerçekleştiğinden emisyon hacmindeki artış enflasyonu tetiklememiştir. Bu dönemde görülen enflasyon talep enflasyonu olarak değil maliyet enflasyonu olarak gözlemlenmiştir. Paranın dolaşım hızının azalmış olması da bunun bir göstergesidir (Parasız, 2003: 179).

1960 yılından sonra faiz oranlarını yeniden düzenleme ve saptanmasına ilişkin kanun ve kararlar düzenlenerek, faiz oranlarını düzenleme yetkisi Bakanlar Kurulu'na verilmiştir. Ülkenin ekonomik durumu izlenerek duruma göre faiz oranı tespitine geçilmesine karar verilmiştir. 1980'li yıllara kadar uygulanan kalkınma planları döneminde, bütçe açıkları

Merkez Bankası kaynaklarıyla finanse edilmiş, bu da bankanın fiyat istikrarına yönelik etkin politikalar izlemesine engel olmuştur (Saçkan, 2006: 22).

Yatırımları teşvik etmek ve kamunun borçlanma maliyetlerini azaltmak amacıyla faiz oranları 1970'li yıllarda düşük tutulmuştur. 1970'li yılların sonlarına doğru artan enflasyon oranları reel faiz oranlarını negatif düzeylere geriletmiş bu da birikimlerin bankacılık sektöründen çıkarak fiziki mallara yönelmesine, dövize olan talebin artmasına sebep olmuştur (Kesriyeli, 1997: 4).

Çizelge 3.6. 1960 - 1980 Dönemi Para Stoku(M1,M2 - Milyon TL)

Yıllar	Dolaşımdaki Para 1	Vadesiz Mevduat* 2	M1** (1+2) 3	Vadeli Mevduat 4	M2*** (3+4)	M2 % Değişim
1960	3.828	5.428	9.256	788	10.044	-
1961	4.140	5.885	10.025	1.093	11.118	11%
1962	4.527	6.437	10.964	1.161	12.125	9%
1963	4.926	7.241	12.167	1.571	13.738	13%
1964	5.835	8.164	13.999	1.798	15.797	15%
1965	6.326	10.108	16.434	2.651	19.085	21%
1966	7.164	12.616	19.780	3.662	23.442	23%
1967	8.714	13.968	22.682	4.419	27.101	16%
1968	8.237	17.731	25.968	5.430	31.398	16%
1969	9.081	21.046	30.127	6.439	36.566	16%
1970	11.900	23.500	35.400	8.900	44.300	21%
1971	13.900	29.700	43.600	13.000	56.600	28%
1972	16.000	36.900	52.900	18.000	70.900	25%
1973	20.700	49.100	69.800	20.500	90.300	27%
1974	26.200	62.600	88.800	24.500	113.300	25%
1975	32.900	84.700	117.600	29.000	146.600	29%
1976	42.500	107.900	150.400	30.800	181.200	24%
1977	63.000	146.200	209.200	34.400	243.600	34%
1978	93.900	189.800	283.700	44.400	328.100	35%
1979	143.700	300.700	444.400	83.300	527.700	61%
1980	217.600	486.400	704.000	177.900	881.900	67%

* Vadesiz mevduat, Mevduat bankalarındaki ve merkez bankasındaki vadesiz mevduatın toplamı olarak alınmıştır.

**M1 (Para arzının dar tanımı)

***M2 (Para arzının geniş tanımı)

Kaynak: DİE, İstatistik Göstergeler 1923-2011, Yayın No: 3890 s.612

1970 yılından sonra emisyon hacminde hızlı artışlar olmuş, hızlı emisyon hacmi artışı enflasyon oranlarını da çok hızlı bir şekilde arttırmıştır. Bu dönemde GSMH artışı yavaşlamış, önceki yıllarda görülen büyüme oranlarının sürdürülemez olduğu görülmüştür. Bu dönemde enflasyon oranlarında görülen artışın sebeplerini şu şekilde özetleyebiliriz (Şahin, 2009: 173-174);

Kamu harcamalarını artmasından kaynaklanan emisyon hacmindeki artış, ithal girdi fiyatlarının yükselmesi ve döviz açığının artması, 1970 devalüasyonunun fiyatlar üzerindeki etkisi, taban fiyat uygulamaları, Kıbrıs Barış Harekati'nin ekonomi üzerindeki maliyetleri, 1973 yılından itibaren petrol fiyatlarında görülen süratli yükselişler. Ayrıca çalışanların ücretlerine yapılan zam da enflasyon oranının artmasında etkili olmuştur. Nitekim 1978 yılına gelindiğinde ekonomide kötü bir tablo oluşmuş, plan ve program kalmamıştır. İthal ikameci sanayileşme politikası, bırakınız döviz tasarrufu sağlamasını, ara ve yatırım malı taleplerinin artmasıyla, döviz ihtiyacını arttırıcı bir hale gelmiştir. Ekonomik göstergelerin kötüye dönmesi dış kaynak imkanlarını da kısıtlamıştır.

3.2. 1980 - 1989 Dönemi Uygulanan Para Politikaları

Türkiye 1970'li yılların ikinci yarısından itibaren sürekli bir kriz içerisinde kalmış, en son 1979 yılında yaşadığı kriz sonrasında IMF ile yapısal dönüşüm ve reformları da içeren bir stand by anlaşması ile neoliberal ekonomi politikalarına dönüş yapmıştır.

1980'li yılların başlarında hem ABD'de hem de İngiltere'de arz yanlı iktisat politikalarının gündemde olması uluslararası ekonomi kuruluşlarının (IMF, Dünya Bankası, OECD, OPEC) bu politikaları desteklemesiyle tüm dünyada küreselleşme ve serbest dış ticaret eğilimleri artmıştır. Benzer bir konjonktürel gelişme Türkiye'de yaşanmış ve ihracata dayalı sanayileşme modeli ve serbest dış ticaret politikaları uygulanmıştır.

1980-1989 dönemi Türkiye'nin küresel entegrasyona hazırlık dönemidir. Bu dönemde Türkiye küresel ekonomiye entegre olduğundan ortaya çıkacak cari açığın finansmanı için gerekli olan sıcak paranın ülkeye gelmesini sağlayacak iktisadi alt yapı oluşturulmuştur (Sermaye Piyasası Kurulu'nun kurulması, İMKB'nin güçlendirilmesi, Interbank Piyasasının oluşturulması, 32 Sayılı Karar Hakkında Kararname gibi).

Bu dönemde Türkiye yine bağımsız bir para politikası izleyememiştir. Bu dönemde de para politikası maliye politikasının bir aracı olmuştur. Ancak Merkez Bankası'nın etkinliğini arttırmaya yönelik yasal düzenlemeler de yapılmıştır.

IMF ile yapılan anlaşma ile TL'nin konvertibilitesi sağlanmıştır. Bu Türkiye'nin küresel entegrasyona hazır olduğunu göstermesi açısından bu dönemin önemli bir gelişmesidir.

1980'li yıllarda dünya çapında görülen yüksek enflasyon oranları para politikasının uzun dönemde hasıla üzerinde değil, fiyatlar üzerinde etkili olduğu ve fiyat istikrarını sağlamak amaçlı olarak kullanılması gerektiği görüşünün genel kabulünü doğurmuştur (Plosser, 2001: 171). Bu yıllarda Türkiye özelinde de para politikası uygulamalarında önemli adımlar atılmış, para piyasaları oluşturulmuş ve küreselleşmenin hız kazandığı bu dönemde serbest piyasa ekonomi ilkeleri benimsenmeye başlanılmıştır (Karataş, 2000: 132). Bu doğrultuda 24 Ocak Kararları olarak iktisadi tarihimize geçmiş olan kararlar alınmış ve bu kararlar devletin ekonomideki etkinliğini sınırlamayı amaçlamıştır.

24 Ocak Kararları, yapısı gereği ortodoks özellikler taşımaktadır. İç dengesizliğin sebebi olarak fazla talep görülmekte olduğundan, alınan kararlar ağırlıklı olarak iç talebin ve kamu harcamalarının kısılmasına yönelik oluşmuştur (Enç ve Aykaç, 2003: 65). İthal ikameci kalkınma stratejisi, yerini ihracata yönelik kalkınma stratejisine bırakmıştır. 1980 yılı ile birlikte ihracat merkezli dışa dönük politikalar izlenmiş, ithalatta liberalleşmeye giderken ihracat teşvikleri de arttırılmış, ihracat sübvansiyonları arttırılırken ihracat yapan üreticiler için vergi indirimleri de yapılmıştır.

24 Ocak Kararları'nın en önemli özelliği, fiyatlama sürecinin tamamen piyasa güçleri tarafından belirlenerek, serbest piyasa koşulları altında ekonominin uzun dönemde dışa açılması gereğini gündeme getirmesidir (Serdengeçti, 1999).

Bu programın diğer temel amaçları, kısa dönemde enflasyonu kontrol altına almak, ödemeler dengesi açıklarını kapatmak, uzun dönemde dış ticareti serbestleştirmek, döviz kuru rejimini esnek hale getirmek, kamu işletmelerini özelleştirmek ve finansal reformları gerçekleştirmektir. Finansal reformlar, mevduat munzam karşılıklarının düşürülmesi,

disponibilite oranlarının azaltılması, faiz tavanlarının kaldırılması gibi politikaları içermektedir (Öztürk ve Bayraktar, 2010: 136).

24 Ocak Kararları'nın kısa vadeli hedefleri, özel sektörün potansiyelinden en üst düzeyde yararlanılması, enflasyonun önce kontrol altına alınması ve sonra düşürülmeye yönelik çalışmalar yapılması, kamu sektörü finansman açığının tamamen ortadan kaldırılması, Hazine'nin Merkez Bankası'ndan borçlanması kontrol altına alınması, yeni yatırımlardan önce atıl kapasite kullanımının sağlanması, ihracatın artırılması için esnek bir döviz kuru politikası izlenmesi, tasarrufların arttırılması için pozitif reel faiz politikasının izlenmesi, özel yabancı sermayenin teşvik edilmesi olarak özetlenebilir. Bu kısa vadeli hedefler göstermektedir ki, aslında 24 Ocak Kararları'nın hedefleri para ve maliye politikalarını birbirinden ayırmaktır. Nitekim 24 Ocak Kararları'nın temel felsefesi Keynesyen politikaların terk edilerek monetarist politikaların izlenmesi üzerine oluşturulmuştur.

Keynesyen bir yaklaşım içeren standart Phillips eğrisi analizi enflasyon ile işsizlik arasında bir ilişkinin varlığını göstermekte, dolayısıyla para ve maliye politikalarının birbirleriyle çelişen politikalar olarak ele almaktadır. 24 Ocak Kararları çerçevesinde işsizlik ile enflasyon arasında bu tür bir ilişkinin olmadığı, stagflasyonu aşmak için para ve maliye politikalarının bağımsız bir şekilde kullanılabilceği ifade edilmiştir. Para politikasıyla enflasyon düşürülecek ve fiyat istikrarı sağlanacak, maliye politikasıyla da tam istihdam ve büyüme hedefine ulaşılabilecektir. Bu çerçevede para ve maliye politikalarının bağımsız bir şekilde birbirlerine destek vererek uygulanması hedeflenmiştir.

24 Ocak Kararları çerçevesinde izlenen para politikası kararları; para arzının azaltılarak, başlangıçta oluşturacağı resesyon kabullenilerek reel faiz oranları yükseltilmiştir. Para politikasının temelinde nominal çapa olarak döviz kuru değil, para arzı kullanılmıştır. 24 Ocak Kararlarında açık bir şekilde "sıkı para politikası" izleneceği belirtilmese de üstü kapalı olarak kabul edilmiştir. Bankaların kredilere uyguladıkları en yüksek faiz oranlarında değişiklik yapılarak, kredi faiz oranlarında artışa gidilmiştir. Kredi faizleri ile vadeli mevduat faizleri 01 Temmuz 1980 tarihinden sonra serbest bırakılmıştır. Uygulanacak olan pozitif reel faiz oranının para talebini yükselterek, fiyat istikrarına katkıda

bulunulacağı düşünülmüştür. Nitekim 1981 ve 1982 yıllarında toplam mevduatta önemli oranda artışlar gözlemlenirken, paranın dolaşım hızı yavaşlamıştır (Kesriyeli, 1997: 4-5).

24 Ocak Kararları düşük ücret, yüksek kur, yüksek faiz ve ihracatı teşvik temeli üzerine oturulmuştur. Düşük ücretin maliyetleri düşürerek karları arttıracığı ve yeni yatırımları teşvik edeceği düşüncesinden hareket edilerek döviz darboğazından kurtulmak hedeflenmiştir. Yüksek kur politikası ile de, bir yandan ihracatın artırılıp ithalatın azaltılması, diğer yandan da ulusal üretimin dış rekabete açılarak kalite ve üretim etkinliğinin artırılması hedeflenmiştir. Yüksek faiz politikası ise tasarrufları artırıp tüketimi kısarak anti enflasyonist bir etki yapacağı varsayımıyla uygulamaya konulmuştur.

Döviz alım satımı serbestleştirilmiş, döviz piyasası üzerindeki kontroller kaldırılmıştır. Faiz oranlarının artırılmasıyla tasarrufların artırılması, reel ekonomi için kaynak yaratılması planlanmıştır. Ancak bu uygulama iç borç oranının artmasına sebep olmuştur. Bu dönemdeki borç IMF kredileri ile de desteklenmiştir. Bu dönemdeki IMF kredi anlaşmalarının süreleri Türkiye'nin yapısal uyumunu destekler şekilde daha uzun süreli anlaşmalar olarak gerçekleşmiştir.

1970'li yıllar boyunca hem kamunun borçlanma maliyetini azaltmak hem de yatırımları teşvik etmek amacıyla düşük tutulan faiz oranları, 1980 yılında serbest bırakılmıştır. Bu uygulama ile amaçlanan reel faiz oranını yükselterek, para talebinin artırılması yoluyla fiyat istikrarının sağlanmasıdır. Nitekim 1981 – 1982 yıllarında bankalardaki mevduat oranlarında artışlar gözlemlenmiştir. Kredi faiz oranlarını bankalar serbestçe belirlerken, mevduatlara uygulanan faiz oranlarına merkez bankası üç ayda bir belirleme yetkisi verilmiştir (Parasız, 2003: 299). 1981 yılında Sermaye Piyasası kurulmuş, 1982 yılında yerleşiklerin döviz hesabı açmasına izin verilmiştir (Ceylan, 2010: 57).

24 Ocak Kararları'nın, 1980-1983 döneminde uygulama sonuçları sıkı para politikası ile enflasyonda düşüş, GSMH'da yıllık ortalama büyüme hızı %4 olarak gerçekleşmiş, ithalat ve ihracatta artışlar yaşanmıştır.

Çizelge 3.7. 1980 -2000 Dönemi Fiyat Endeksleri ve Değişim Oranları

Yıllar	Tüketici		Toptan Eşya	
	Fiyatları	%	Fiyatları	%
	Endeksi		Endeksi	
1980	22.795	-	34.377	-
1981	30.546	34,0%	47.027	36,8%
1982	39.221	28,4%	59.725	27,0%
1983*	51.536	31,4%	77.941	30,5%
1984	76.479	48,4%	117.145	50,3%
1985	110.895	45,0%	167.751	43,2%
1986	149.265	34,6%	217.406	29,6%
1987*	207.329	38,9%	287.193	32,1%
1988	360.130	73,7%	483.346	68,3%
1989	588.092	63,3%	792.204	63,9%
1990	942.712	60,3%	1.206.526	52,3%
1991	1.563.958	65,9%	1.874.942	55,4%
1992	2.660.293	70,1%	3.039.281	62,1%
1993	4.418.747	66,1%	4.814.220	58,4%
1994*	9.115.875	106,3%	10.624.985	120,7%
1995	17.137.846	88,0%	19.762.471	86,0%
1996	30.911.933	80,4%	34.775.575	76,0%
1997	57.411.783	85,7%	63.218.658	81,8%
1998	106.017.630	84,7%	108.629.843	71,8%
1999	174.787.793	64,9%	166.270.384	53,1%
2000	270.777.960	54,9%	251.801.511	51,4%

* Baz yılları göstermektedir

Kaynak: DİE, İstatistik Göstergeler 1923-2011, Yayın No: 3890 s.603

1983 yılından sonra hem yeniden artan bütçe açığının finansmanı hem de bankaların likiditelerini güçlendirmek için gevşetilen para ve maliye politikaları enflasyon oranlarında yükselişe sebep olmuştur.

Çizelge 3.8. 1980 - 2000 Dönemi Para Stoku (M1,M2 - Milyon TL)

Yıllar	Dolaşımdaki Para 1	Vadesiz Mevduat* 2	M1** (1+2) 3	Vadeli Mevduat 4	M2*** (3+4)	M2 % Değişim
1980	217.600	486.400	704.000	177.900	881.900	-
1981	280.600	691.500	972.100	665.100	1.637.200	86%
1982	411.800	930.100	1.341.900	1.212.300	2.554.200	56%
1983	547.600	1.393.400	1.941.000	1.347.400	3.288.400	29%
1984	735.500	1.517.200	2.252.700	2.926.300	5.179.000	57%
1985	1.011.400	2.197.300	3.208.700	4.936.800	8.145.500	57%
1986	1.302.000	3.954.000	5.256.000	6.918.000	12.174.000	49%
1987	221.200	6.417.000	6.638.200	9.019.000	15.657.200	29%
1988	3.426.000	7.886.000	11.312.000	15.883.000	27.195.000	74%
1989	6.840.000	12.718.000	19.558.000	27.582.000	47.140.000	73%
1990	11.378.000	20.021.000	31.399.000	40.172.000	71.571.000	52%
1991	17.449.000	29.344.000	46.793.000	70.325.000	117.118.000	64%
1992	30.389.000	47.952.000	78.341.000	112.395.000	190.736.000	63%
1993	51.645.000	77.442.000	129.087.000	153.355.000	282.442.000	48%
1994	102.328.000	128.518.000	230.846.000	399.501.000	630.347.000	123%
1995	189.465.000	198.719.000	388.184.000	868.447.000	1.256.631.000	99%
1996	319.024.000	577.831.000	896.855.000	2.028.039.000	2.924.894.000	133%
1997	610.871.000	970.339.000	1.581.210.000	4.077.590.000	5.658.800.000	93%
1998	1.057.864.000	1.504.615.000	2.562.479.000	8.860.720.000	11.423.199.000	102%
1999	1.887.153.000	2.794.042.000	4.681.195.000	17.720.636.000	22.401.831.000	96%
2000	3.196.942.000	4.352.301.000	7.549.243.000	24.362.852.000	31.912.095.000	42%

* Vadesiz mevduat, Mevduat bankalarındaki ve merkez bankasındaki vadesiz mevduatın toplamı olarak alınmıştır.

**M1, Para arzının dar tanımı

***M2, Para arzının geniş tanımı

Kaynak: DİE, İstatistik Göstergeler 1923-2011, Yayın No: 3890 s.612-613

1983-1985 döneminde enflasyonun uzun dönemde ineceği beklentisi yaratmak istenilerek, kısa dönemli faizler uzun vadeli faizlerin üzerinde tutulmuştur (Ceylan, 2010: 61). 1985 yılına gelindiğinde ise uzun vadeli mevduat oranlarını yükselttiler yatırımların vadeleri uzatılmak istenilmiş, ayrıca fiyattaki dalgalanmalara ve diğer ekonomik gelişmelere çabuk uyum sağlayabilmek için Merkez Bankası'na üç ayda bir verilen mevduat faizi belirleme yetkisi, her ay belirleme yetkisi ile değiştirilmiştir (Kesriyeli, 1997: 5).

24 Ocak Kararları sonrasında dış dünyanın borç erteleme ve dış finansman sağlama konusunda Türkiye'ye yaklaşımı daha olumlu olmuştur. Bu dönemde açıkların finansmanı dış borç ile sağlanmış, dış borç seviyesinin milli gelire oranı artmıştır. Bu yüzden 1980-1985

yılları arasında bütçe açıklarının finansmanında iç borçlanmadan ziyade Merkez Bankası kaynaklarına başvurulmuş, 1986 yılından itibaren iç borçlanma ile finansman yolu da ağırlıklı olarak kullanılmıştır.

1986 yılında para arzını kontrol mekanizmasında değişiklikler yapılmıştır. 1986 yılına kadar para arzının artışı büyük ölçüde kredi taleplerine bağlı kalmıştır. Bu tarihten itibaren ise mevduat bankalarının rezervlerinin yakından izlenmesi ve açık piyasa işlemlerinin devreye sokulması yoluyla para arzının kontrolü sağlanmaya başlanılmıştır. Böylelikle bankaların rezerv ihtiyaçlarının, rezerv fazlası olan bankalar tarafından temin edilmesinin sağlanması amaçlanmış, bu amaçla da Interbank- Bankalar arası Para Piyasası uygulamaya konulmuştur (Kesriyeli, 1997: 11). Aynı yıl İstanbul Menkul Kıymetler Borsası (İMKB) da faaliyete geçmiştir.

1985 yılına kadar münzam karşılık oranları çok yüksek seviyelerde tutulmuş, bu da bankaların yükümlülüklerini yerine getirmelerine engel olmuştur. Teşvik amaçlı olarak Merkez Bankası zorunlu karşılıklara yüksek faiz oranları ödemek durumunda kalmıştır. Zorunlu karşılıkların daha etkin kullanımının sağlanması için 1985 yılında bir takım düzenlemeler yapılmış, hem zorunlu karşılık oranlarında hem de zorunlu karşılıklara ödenen faizlerde indirimlere gidilmiştir (Kesriyeli, 1997: 6).

1980'li yıllarda gerçekleştirilen yapısal düzenlemelerin akabinde merkez bankacılığında yeni yaklaşımların benimsenmesiyle, para piyasaları oluşturulmuş, parasal program uygulamaları başlatılmış ve serbest piyasa ekonomisi ilkeleri benimsenmeye başlanılmıştır (Karataş, 2000: 132).

Parasal Program literatürde, para politikalarının bir disiplin içerisinde uygulanabilmesi için yetkili kurumların, belirlenmiş hedefler içerisinde oluşturdukları amaç, araç ve bu araçların nasıl uygulanacağını belirten sistematik programlar olarak tanımlanmaktadır (Aktan, Utkulu ve Togay: 1998: 7). Türkiye'de de 1986 -1987 yıllarından itibaren doğrudan para politikası araçlarından dolayı para politikası araçlarına geçilerek para programları uygulanmaya başlanılmıştır (Ceylan, 2010: 57).

Nitekim Açık Piyasa İşlemleri Piyasası'nın kurulması da bu dönemde gerçekleşmiştir. 1986 - 1987 ve 1988 yıllarında para programları uygulanmasına ve parasal hedefler belirlenmesine rağmen kamuoyuna açıklanmamış, hedefler tutturulamadığı için de 1989 yılı için para programı hedeflenmemiştir (Ceylan, 2010: 67). 1986-1987 yılı para programlarının uygulamasını ve sonuçlarını şu şekilde özetlemek mümkündür (Eren, t.y.);

1986 yılı para programında Merkez Bankası bilançosu üzerinde sınırlamalar yerine ticari bankaların TL rezervlerini kontrol edilerek parasal sıkılaştırma hedeflenmiş ve para arzı hedef değişkeni olarak %35'lik M2 artışı hedeflenmiştir. Ancak bu dönem M2 artışı hedeflenenin üzerinde %49 olarak gerçekleşmiştir. 1987 yılı para programında gösterge olarak rezerv para seçilmiş ve artış oranı %28 olarak hedeflenmiştir. Oysa ki gerçekleşme %40 dolaylarında olmuştur.

1988 yılında borçların çok yüksek meblağlara ulaşması, borç vadelerinin kısılması ve borç çevirim sıkıntılarının başlaması ile birlikte yeni önlemler almak zorunda kalınmıştır. Dolaylı vergiler arttırılmış, pozitif yüksek reel faiz uygulamasına geçilmiş, ihracat bedellerinin tamamının yurda getirilmesi şartı getirilmiştir. Zorunlu karşılık oranları ve dispoñibilite oranları yükseltilmiş, Merkez Bankası bilançosunun denetim altına alınması hedeflenmiştir. Amaç iç talebi azaltıp cari açığı azaltmak ve borçların çevrilebilmesi için kaynak yaratmaktı. Bu konularda başarılı olan program, enflasyonda ise yükselişe neden olmuştur. 1986 yılında %35 olan enflasyon, 1988 yılında %73'e yükselmiştir.

1989 yılında 32 Sayılı Karar alınarak sermaye hareketleri serbestleştirilmiştir. Neticesinde, dış tasarruflar artmış, bu tasarruflar yatırımlar vasıtasıyla ekonomik büyümeyi arttırmış ancak borç durumu daha da ağırlaşmış, reel döviz kuru da aşırı değerlenmiştir. Sermaye girişi ile aşırı değerli hale gelen TL ihracatın azalması ve ithalatın artmasına sebep olmuştur. Aynı zamanda sermaye girişini desteklemek için arttırılan faiz oranları yatırımların da azalmasına neden olmuştur. Önceki yıllarda bastırılan ücretlerin bu dönemde arttırılmaya başlanması kamu açıklarını arttırmış, açıkların finansmanında Merkez Bankası kaynaklarının değil de, iç borçlanmanın ağırlık kazanması için iç borçlanmayı kolaylaştırabilmek için de faiz oranları yükseltilmiştir (Önder, 2005: 172). Artık yatırımlar reel sektöre değil, finans sektörüne yönelmeye başlamıştır. Sermaye hareketlerinin

serbestleştirilmesinin ülkenin finansal kırılganlığını arttırarak, Merkez Bankası'nın kontrol gücünü azalttığını da unutmamak gerekmektedir. Aynı yıl Hazine'nin kısa vadeli avans kullanımına sınır getirilerek, Merkez Bankası'nın bankalara ve hazineye vermiş olduğu avans miktarı sınırlandırılmıştır.

3.3. 1990- 2001 Dönemi Uygulanan Para Politikaları

Bu dönemde Türkiye küresel entegrasyonunu sağlamış, bu entegrasyon sonucu ortaya çıkacak cari açığın finansmanında sıcak para politikasını gündeme almıştır. Sıcak para politikası çerçevesinde Türkiye faiz kur makasını açarak, ülkeye yabancı sermaye girişini hızlandırmaya çalışmış, yurda giren yabancı sermayenin Türk Lirası pozisyonunda kalmasına yönelik politikalar izlemiştir.

Bu dönemde Türkiye aşırı değerli TL ile üretimi için gerekli olan ithalatı daha ucuza mal etmiş, ancak ihracatın pahalı kalması ihracatı azaltmıştır. Kamu harcamalarındaki artış nedeniyle ortaya çıkan yurtiçi talepteki artış enflasyonu hızlandırmıştır. Enflasyondaki artış faiz oranlarının yükselmesine yol açarak, yurtiçi arzın kısılmasına neden olmuştur.

Bütçe açıklarındaki hızlı artış, kamu borçlanma gereğini de arttırarak kamunun mali piyasalar üzerindeki baskısını da arttırmıştır. Bu çerçevede bankacılık sektörü yurtdışından sendikasyon kredileriyle döviz cinsinden borçlanarak ülkeye döviz girişini arttırmıştır.

Bankalar döviz cinsinden elde ettikleri kredileri TL'ye çevirerek, devlet iç borçlanma senetlerine yatırım yapmışlardır. Böylelikle bankaların likiditesi azalarak bir yandan likidite riski, diğer yandan aktiflerindeki döviz ile pasiflerindeki döviz uyumsuz olduğundan açık pozisyonda kalmışlar ve kur riski ile karşı karşıya kalmışlardır. Buna rağmen hazine bankaların açık pozisyonunu görmezden gelerek bütçe açığının finansmanını garantiye almak istemiştir.

Bu dönemde Türkiye iç borcunu bankacılık sektörü aracılığı ile dış borca çevirmiştir. Bu dönemde yaşanan yabancı sermaye girişi neticesinde yurtiçi talep daha hızlı artmıştır. Yurtiçi talepteki artış enflasyonu arttırmış, enflasyon faiz oranlarını yükseltmiş, faiz

oranlarındaki yükseliş sermaye girişini arttırmış, sermaye girişindeki artışlar da talebin tekrar artmasına neden olmuştur.

Merkez Bankası bu dönemde sadece sterilizasyon ile yurtdışından gelen döviz rezervlerine katabilmek için piyasadan döviz alımı gerçekleştirerek para arzını arttırmıştır. Öte yandan Merkez Bankası para arzının artışını engellemek amacıyla da diğer politikalarını devreye sokmuştur.

1990 yılında Merkez Bankası bir parasal program açıklayarak bilanço büyüklüğünü denetim altına almayı hedeflemiştir. Bu programda hedefler; Merkez Bankası bilançosunun %12-%22 arasında büyümesi, Merkez Bankası iç yükümlülüklerinin %15-%22 arasında büyümesi, Merkez Bankası iç varlıklarının genişlemesi %6-%16 arasında ve Merkez Bankası parasının ise %35-%48 büyümesi olarak saptanmıştır (Güneş, 1992: 36).

1990 yılındaki faiz oranları ve döviz kurları incelendiğinde aşırı dalgalanmaların olmadığı ve Merkez Bankası bilanço büyüklüğünün kontrol altına alındığı görülmektedir. Nitekim bu dönemde Merkez Bankası'nın parasının emisyon ve açık piyasa işlemleriyle kontrol altında tutulacağı açıklanmıştır (Karataş, 2000: 137). Hedeflerini yukarıda belirttiğimiz 1990 yılı para programının temel özelliklerini şu şekilde özetlemek mümkündür (Karataş, 2000: 137-38);

Merkez Bankası bilançosu yeniden düzenlenerek şeffaflaştırılmıştır. Açıklanan para programı orta vadeli bir perspektife oturtturularak enflasyonla mücadeleye imkan tanıyacak esnek bir bilanço yapısına kavuşturulması hedeflenmiştir. Merkez Bankası'nın kamu sektörünü finanse etme işlevinden uzaklaşarak daha çok likiditeyi düzenlemesi amaçlanmış, reeskont kredilerinin kullanılmasını gündeme getirmiştir.

Ancak 1991 yılında Körfez Savaşı ve politik belirsizlikler, Merkez Bankası'nı önceki yıl olduğu gibi bir parasal program ilan etmek yerine, para piyasalarındaki ve döviz piyasasındaki istikrarı korumaya ve rezerv paradaki büyümeyi kontrol altına alacak bir politika izlemeye itmiştir. Bu dönemde görülen döviz kurlarındaki yükseliş, enflasyon oranlarındaki artıştan fazla olmuş, neticede TL değer kaybetmiştir (Kesriyeli, 1997: 23). Bu sebeple Merkez Bankası para programı uygulamak yerine finansal piyasalarındaki istikrarı

sağlamayı ve rezerv parayı kontrol altına almayı hedeflemiştir. 1992 yılında ise bir para programı ilan edilmiş olsa da, kamu açıklarının kontrol edilememesi ve kamu sektörüne verilen kredilerin artması para programının hedeflerinin gerçekleştirilememesine neden olmuştur (Karataş, 2000: 138).

1994 yılında dış finansman bulamayan hükümet borçlarını ödeyebilmek için devalüasyon yapmış, bunun sonucunda da yüksek düzeyde enflasyon ve ekonomik daralma ortaya çıkmıştır.

Kredibilitedeki düşüş borçlanmayı zorlaştırmıştır (Güloğlu ve Altunoğlu, 2002: 122). Dış borçların çevrilmesi için iç borçlanmaya başvurulmuş, faiz oranlarında yükseliş kaydedilmiştir. Bu yükselişteki en büyük sebep, hükümetin 1993 yılında yürüttüğü düşük faiz tutumunda ısrarcı olması olmuştur. Hazinesin faiz oranlarını düşürme isteğinde özel sektörün rolü de küçümsenemez boyuttur. Sıcak para girişinin sürdürülebilmesi için uygulanan yüksek faiz politikası özel sektör yatırımlarını olumsuz etkilemiştir. Bu sebeple hükümet üzerinde özel sektörün faiz oranlarını düşürme isteği baskısı oluşmuştur. Faiz oranlarını düşürmek için piyasalara yapılan müdahaleler Hazine kâğıtlarına olan talebin düşmesine sebep olmuştur.

Ayrıca bu dönemde uluslararası piyasalardan uygun koşullarda borçlanabilen bankaların döviz açık pozisyonları çok artmış, 1994'ten sonra TL'nin değer kaybı bu bankaları olumsuz etkilemiştir. Artan ithalat rakamları, dış ticaret rakamlarındaki bozulmalar da krizin habercisi olmuştur.

1993 yılından itibaren Türkiye'de faizlerin düşürülmesine yönelik önlemler mali piyasalar üzerindeki baskıyı arttırmış, bankaların kur, likidite ve faiz riskleri ile yüzleşmesine sebep olmuştur. Bankacılık sektörünün kur artışlarına açık pozisyonda yakalanmaları ve ihtiyaç duydukları likiditeyi menkul kıymet cüzdanlarını hafifleterek sağlamaya çalışmaları neticesinde bir yandan faizler diğer yandan döviz kuru hızlı bir şekilde artmıştır. Merkez Bankası döviz rezervleri hızla erimiş ve bu durum Merkez Bankası'nı piyasa karşısında güçsüz duruma getirmiştir.

1992 yılından itibaren başlayan devalüasyon beklentisi piyasanın dolarize olmasına neden olmuş, Grasham Kanunu tersine çalışarak iyi para olan dolar kötü para niteliğinde olan TL'yi piyasadan kovmuştur. Bu davranış Merkez Bankası'nın bilançosunu zayıflatmış ve uygulayacağı para politikalarının etkilerini olabildiğince azaltmıştır.

Bu dönemde IMF destekli 5 Nisan Kararları alınmış, bu kararlar çerçevesinde, döviz kurları serbest bırakılmış, bir gün sonraki resmi döviz kuru bir gün önceden ilan edilerek istikrar sağlanmaya çalışılmıştır. Kararlar öncesinde kamu kredilerindeki artışların piyasalara olan etkisini azaltmak için açık piyasa işlemleri ile para arzını kontrol altına almaya çalışan Merkez Bankası, artık döviz piyasasını doğrudan satışlarla kontrol altına almaya çalışmıştır (Kesriyeli, 1997: 25). Ayrıca döviz kurunun hedeflenen enflasyon ile uyumlu bir şekilde gelişmesini sağlayan bir kur politikası izlenmesi, spekülatif hareketlere izin verilmemesi hedeflenmiş, KİT ürünlerinin fiyatlarında yapılan ayarlamalardan sonra, altı ay süreyle yeni zam getirilmeyerek, şeker ve çay fiyatlarının sabit tutulması kararlaştırılmıştır. 1994 yılı sonuna kadar, Erdemir, Tüpraş, Petrol Ofisi, Petkim, Havaş'ın kısmen veya tamamen özelleştirilmesi planlanmış, 1994 yılında TEK ve PTT özelleştirilmiştir. Sümerbank ve Etibank'ın özelleştirilmesiyle, Emlakbank'ın halka açılması da planlanmıştır. Merkez Bankası'nın hazineye sağladığı kısa vadeli avanslar %15'ten kademeli olarak %3'e düşürülmüştür.

Parasal büyüklükler incelendiğinde Merkez Bankası'nın 5 Nisan Kararları sonrasında yılın önemli bir bölümünde sıkı para politikası izlediği söylenebilir. 1995 yılının sonlarına kadar bu politika terk edilmemiş, kurlar enflasyon ile mücadelede nominal çapa olarak kullanılmıştır. Dış varlık artışına önem verilen para politikasında, dış varlık artışının parasal büyüklüklerde sebep olacağı aşırı büyüme iç varlık artışına getirilen sınırlamalar ve açık piyasa işlemleri ile sağlanmaya çalışılmıştır. Ayrıca Merkez Bankası, mevduat münzam karşılıkları ve disponibilitelerdeki düzenlemelerle parasal kontrolünü arttırmayı hedeflemiştir. (Kesriyeli, 1997: 27).

1995 yılına doğru erken seçim kararı alınmış ve genişletici maliye politikalarına tekrar geçilmiş ve Net İç Varlıklar parasal büyüklük hedefi olarak belirlenmiştir. Bu dönemde kur politikasının kredibilitésinin arttırılması için dış varlık artışına verilen önemle, parasal

büyükliklerde oluşacak baskıyı azaltmak için iç varlık artışına hedef konulmuştur (Karataş, 2000: 142).

5 Nisan Kararları uygulanması sonucunda Türkiye’de kısmi bir ferahlama söz konusu olmuş ve Türkiye döviz dar boğazından çıkmıştır. Kısa vadeli borçların ertelenmesi ve IMF aracılığı ile sağlanan yeni borçlar dış ödeme güçlüklerinin aşılmasını sağlamıştır.

Döviz dar boğazının aşılması sonucunda Türkiye eskiden uyguladığı faiz kur makası, aşırı değerli TL ve sıcak para politikasına geri dönmüştür. Bu süreç içerisinde global piyasalarda Meksika Krizi, Asya Krizi ve Rusya Krizi yaşanmış, bu krizler neticesinde gelişmekte olan ülkelere yönelik sermaye hareketlerinin rasyonalizasyonu IMF, Dünya Bankası gibi uluslararası iktisadi kuruluşlarca sağlanmaya çalışılmıştır.

1997 yılında ortaya çıkan Asya Krizi, neoliberal politikaları uygulayan diğer gelişmekte olan ülkeler gibi büyümesi sermaye giriş çıkışlarından etkilenir hale gelen Türkiye’yi de etkilemiştir. Portföy yatırımlarında azalma olmuş, faiz oranlarında artış yaşanmış ve büyüme oranı 1997 yılında %8.3’ten 1998 yılında hızlı bir düşüş yaşanarak %3.9’a gerilemiştir. 1997 yılında uygulanan parasal program ile sermaye giriş çıkışlarının döviz kurlarında yarattığı hareketlilik gözetlenerek rezerv paranın büyüme hızı kontrol altında tutulmaya çalışılmıştır. Böylelikle finansal piyasalarda istikrarın sağlanması hedeflenmiştir (Ceylan, 2010: 76).

Ani ve kısa süreli fiyat hareketlerinin önlenmesi amaçlanarak mali piyasalarda istikrar esas alınmıştır. Böylelikle ani fiyat değişikliklerinin önüne geçilerek piyasalardaki belirsizlik azaltılmak istenilmiştir. 1998 yılında Net İç Varlıklar büyüklüğü yeni bir hedef değişken olarak belirlenmiştir. Merkez Bankası bu dönemde temelde hazinenin iç borç stratejisi ile belirlenen TL faizlerinde, müdahaleci değil gözlemci konumunda olmuştur (Karataş, 2000: 144).

Bu süreç uluslararası düzeyde enflasyonun azalmasına neden olmuştur. Enflasyon oranlarındaki düşme faiz oranlarındaki düşüşü de beraberinde getirmiştir. Dolayısıyla uluslararası piyasalarda bir yandan faizler diğer yandan enflasyon düşmeye başlamıştır. Türkiye’de de benzer bir konjonktür yaşanmış ve 1999 yılının son ayında IMF ile yapılan bir

anlaşma çerçevesinde Türkiye enflasyon ile mücadeleye başlamıştır. Enflasyon ile mücadele politikası temel olarak Merkez Bankası tarafından uygulanacak para politikası ile yürütülecektir.

1999 dezenflasyon politikası nominal döviz kuru çapasına bağlanmıştır. Buna göre hükümet enflasyonu düşürmeyi hedeflemekte, ancak enflasyon rakamını politika değişkeni olarak belirlememektedir. Hükümet üç yıl uygulanacak politikada, ilk bir buçuk yıla ait nominal döviz kuru değerlerini açıklamıştır. Gerçekçi kur politikası uygulayacağını vaad eden hükümet ilan ettiği bu kurun gerçekleşebilmesi için enflasyonu kontrol altında tutmak zorundadır. Dolayısıyla hükümetin kafasında bir buçuk yıla ait ancak ilan etmediği bir enflasyon düzeyi de bulunmaktadır.

Bu programda 2000, 2001 ve 2002 yılsonu için enflasyon hedefleri sırasıyla TEFE %25, %10-12, %5-7 olarak belirlenmiş, GSMH büyümesi sırasıyla %5.6, %5.2 ve % 5.8 olarak öngörülmüştür. Ayrıca kamu borç stokunda da azalma hedeflenmiştir (Erçel, 1999: 2). Bu politika esas itibariyle örtük enflasyon hedeflemesidir. Bu dönemde IMF ile yapılan anlaşma güvene dayalı bir anlaşmadır. Dolayısıyla politikayı izleyecek olan Merkez Bankası'nın güvenilirliği oldukça önemlidir. Bu çerçevede politika hedefi olarak enflasyon oranı yerine Merkez Bankası'nın kontrol edebileceği bir değişken olan nominal döviz kuru belirlenmiştir. Bunun için Merkez Bankası'nın belirli bir miktar rezervinin olması gerekmektedir. O günün şartları için bu miktar 17 Milyar Dolar seviyesindedir. Bu seviyenin altına rezervler düştüğünde politika güvenilirliğini kaybetmektedir.

Bu programda para arzı Para Kurulu benzeri bir politika ile sıkı kontrole tabi tutulmuş ve parasal genişleme Net Dış Varlıklara bağlanmıştır. Böylelikle döviz girişine bağlı parasal genişlemeyle faiz hadlerinin düşürülmesi ve yatırımların arttırılması planlanmıştır. Para arzı ve döviz kuru gelişmelerini önceden tahmin edebilmek için kurdaki değişim ile enflasyon uyumuna önem verilmiş, 2001 yılı Temmuz'una kadar nominal kur çapası uygulamasına sonra da dalgalı kura geçiş planlamıştır. 1 \$+0.77€ olarak tanımlanan bir sepet yaratılmış ve bu sepetin günlük aşınması 2000 yılı sonuna kadar Merkez Bankası'nca belirlenerek, %20 oranında değer yitirmesi öngörülmüştür (Yeldan, 2001: 161).

Çizelge 3.9. 1990 -2001 Dönemi TCMB Brüt Döviz Rezervleri (Milyon USD)

Yıllar	Brüt Rezerv
31.12.1990	6.070
31.12.1991	5.106
31.12.1992	6.386
31.12.1993	6.277
31.12.1994	7.065
31.12.1995	12.384
31.12.1996	16.491
31.12.1997	18.698
31.12.1998	19.815
31.12.1999	23.177
31.12.2000	19.635
31.12.2001	18.741

Kaynak: TCMB EVDS

Politikanın başarılı olabilmesinin koşulu, ilan edilen nominal döviz kurlarının gerçekçi kur olabilmesi yani hedeflenen enflasyon oranlarının tutturulabilmesidir. Merkez Bankası ilan edilmemiş enflasyon hedeflerini gerçekleştirebilmek için sıkı para politikası izleyecek ve net iç varlıkları sabitleyecektir.

Kurun ilan edilen seviyede tutulabilmesi için yurtdışından gelecek yabancı sermayenin de Merkez Bankası tarafından sterilize edilmesi gerekmektedir. Bu durumda para arzının yabancı sermaye girişine bağlandığı anlamına gelmektedir. Aynı programda yıllık GSMH büyüme hızını %6 olarak belirlemiştir. Dolayısıyla Türkiye her yıl % 6 büyürken ithalata ihtiyacı olacak, bu da cari açık yaratacaktır. Bu cari açığın finansmanı yabancı sermaye girişleri ile sağlanacaktır.

Ancak bu programın öngördüğü yapısal reformlar, özellikle özelleştirmeler gerçekleştirilememiştir. Kamu bankalarının görev zararları artmış, özel bankalardaki denetim eksikliği de bankaların sermayelerini zayıflatmıştır. Dış borçlanma neticesinde oluşan kaynak girişi sterilize edilmediğinden TL aşırı değer kazanmıştır (Uygur,2001: 12). Enflasyonun altında kalan nominal kur değişimleriyle TL'nin değerli hale gelmesiyle ithalattaki artış da, cari işlemler dengesinde açığa sebep olarak, devalüasyon beklentilerini gündeme getirmiştir.

Aslında bu programdan beklenen faiz oranlarının düşmesi ile yatırımların artmasıydı, ancak düşen döviz kurları ithalatı arttırarak tasarrufun yatırıma değil ithalata yönelmesine sebep olmuştur. Artan iç talep ve değerli TL ihracatı azaltarak cari açıkta hızlı yükselişlere sebep olmuştur (Uygur 2001: 13). Nitekim programa başlamadan önce TL'nin aşırı değerleneceğinin hesaba katılmaması ve programa yüksek oranlı bir devalüasyon yapılarak başlanılmaması, programa getirilen en büyük eleştirilerden birisi olmuştur. Ayrıca 2000 yıl sonu için belirlenen hedef enflasyon oranının fiyat katılıkları göz önünde alındığında gerçekçi bir hedef olmadığı ve programın güvenilirliğini sarsması da bir başka eleştiri konusu olmuştur (Celasun, 2002: 26).

2000 Kasım'ında enflasyonda istenilen düşüş yaratılamadığından TL aşırı değerli kalmış ve nominal çapa üzerindeki baskı artmıştır. Çapanın kırılacağı ve devalüasyon olacağı beklentisi, yurtiçinden döviz çıkışına neden olmuş ve para arzı daralmıştır. Mevcut durumda bankalar likidite krizine girmiş, interbank piyasasında faizler hızlıca artmıştır. Bu dönemde Merkez Bankası program limitlerini aşarak piyasayı fonlamış ancak bir müddet sonra son borç verici konumunda olmadığından rezervlerindeki ciddi azalmanın da etkisiyle ihtiyaç duyulan likiditeyi sağlamaktan kaçınmıştır. Bütün bu gelişmelerin sonucunda Kasım 2000'de ekonomik kriz yaşanmış, IMF krize müdahale ederek ek rezerv kolaylığı adı altında kaynak tahsisi gerçekleştirmiştir. Bu kaynak piyasalarda geçici ve kısmi bir rahatlama sağlamıştır (Uygur, 2001: 8). Bütün bu gelişmelerin neticesinde, 2000 yılı sonunda 2001 yılı para ve kur politikası açıklanarak para politikasının daha aktif kullanılacağı açıklanmıştır.

Ekonomik krizin etkileri devam ederken Şubat 2001'de yaşanan siyasi krizin etkileri piyasalarda spekülasyon hareketlere sebep olmuş, çapa kırılmış ve program uygulanamaz hale gelmiştir. Bir hafta içerisinde Merkez Bankası'ndan yüksek tutarlı döviz çıkışı yaşanmıştır. Şubat 2001 krizinde sadece yabancılar değil yerliler de dövize yönelmişlerdir (Uygur, 2001: 23). İlk başta piyasanın döviz talebini karşılayan Merkez Bankası bir müddet sonra hem döviz rezervlerinin erimesine engel olmak hem de IMF ile yapılmış olan anlaşmanın şartlarını sağlayabilmek için piyasayı fonlamayı durdurmuştur. Bu da TL talebi olan bankaların çok yüksek faiz oranlarıyla piyasadan TL borçlanmalarına neden olmuştur. Şubat 2001 krizi sonrasında kur çapası terkedilerek, TL dalgalanmaya bırakılmıştır (Fırat, 2006: 215).

Enflasyonla Mücadele Programı'nın 2001 yılı enflasyon hedefi TEFE bazında %10 iken 2001 yılında enflasyon TEFE'de %88.6 ve TÜFE'de %68.5 olarak hedeflenenin çok üzerinde gerçekleşmiştir (TCMB). 1999 – 2001 yılları arasında ortalama büyüme oranı -3% olarak gerçekleşirken 2001 yılında %9.5 oranında küçülme yaşanmıştır. Böylelikle Enflasyonla Mücadele Programı'nın sonu gelmiştir.

3.4. 2002 - 2006 Dönemi Uygulanan Para Politikaları

2001 yılında kriz ortamından kurtulmak için IMF ile yapılan anlaşma çerçevesinde, Güçlü Ekonomiye Geçiş Programı hayata geçirilerek enflasyonun düşürülmesi ve ekonomik istikrar ortamının sağlanması hedeflendi.

Önceki programda belirlenen yüksek faiz dışı fazla, mali disiplin odaklı maliye politikası ve sıkı para politikası bu programda da sürdürülecekti. Kamu harcamalarında tasarruf, kamu gelirlerin de ise artışa yol açacak düzenlemeler yapılmıştır. Buna karşılık döviz kuru serbest piyasa koşullarına bırakılmış, piyasa faizleri Merkez Bankası'nın politika faizi doğrultusunda belirlenmeye başlanmıştır. 2002 – 2004 döneminde dalgalı döviz kuru rejiminin süreceği, aşırı oynamalar dışında kura müdahale edilmeyeceği ifade edilmiştir (Serdengeçti, 2001: 13).

Böylelikle faiz oranlarının Merkez Bankası'nca kontrol edilebilirliği sağlanmaya çalışılmıştır. Programın enflasyonla mücadelede kararlı olduğunun bir göstergesi olarak, programın hemen öncesinde Merkez Bankası kanunu değiştirilmiş, para politikası kurulu oluşturulmuş ve bankanın temel amacı fiyat istikrarını sağlamak olarak belirlenmiş olup, ayrıca finansal istikrarı sağlama görevi de verilmiştir. Merkez Bankası'nın bu amaçlarına ulaşırken kullandığı politika araçlarını bağımsız olarak belirleme yetkisi bulunmakla birlikte, uyguladığı politikaları ve sonuçları konusunda şeffaflıkla ilgililer ile paylaşma ve hesap verme zorunluluğu getirilmiştir (Yakupoğlu, 2010: 36-38).

2001 sonrası dönemde Merkez Bankası'nın ana politika aracı, Merkez Bankası'nın bankalararası para piyasası borçlanma oranı olan kısa vadeli faiz oranı olmuştur. Piyasalardaki likidite sıkışıklığı Merkez Bankası'nın kısa vadeli faiz oranlarına yaptığı müdahalelerle giderilmeye çalışılmıştır (Yakupoğlu, 2010: 45). 2003 – 2007 yılları arasında

döviz alımları sonucunda oluşan likidite fazlası iç borçlanma senetleri alımları, depo işlemleri, repo-ters repo piyasasındaki repo işlemleriyle çekilerek, gecelik piyasa faizlerinin Merkez Bankası'nın kısa vadeli borçlanma faiz oranı düzeyinde gerçekleşmesi sağlanmıştır (TCMB, 2006: 11)

Dalgalı kur sistemine geçiş ile birlikte döviz kurunun yükselmesi, ulusal paranın değer kaybetmesinin ülkenin fiyat rekabeti gücünü arttırarak döviz gelirlerini arttırması beklenmiştir. Nitekim 2002 – 2004 döneminde dış ekonomik ilişkilerde sürekli gelişmeler olmuş ve dış ticaret hacmi üç yıllık Güçlü Ekonomiye Geçiş Programı boyunca 90 milyar Dolar'dan 160 milyar Dolar'a yükselmiştir (Şahin, 2012: 266). Ancak cari açıkta da beraberinde görülen yükselme endişe yaratarak 2002 yılında GSMH'nin %6.5'i oranında bir faiz dışı fazla, 2002 de %3, 2003 ve 2004 de ise %5 büyüme hedefi, 2002 de %35, 2003 de %17, 2004 de %12 enflasyon hedefleri belirlenmiştir. Gerçekleşmeler hedeflerle tutarlı olmuş, enflasyon oranları sırasıyla %29.7, %18.4 ve %9.3 olarak gerçekleşmiştir (TÜİK ve TCMB). Bu dönemde gerçekleşen enflasyon oranları hedeflenen oranların altında kalmış, ancak amaç enflasyon oranlarını düşürmek olduğundan beklentilerden sapma olumsuz algılanmamıştır (TCMB, 2005: 5).

Dalgalı kur politikasına devam edilmesi ve enflasyon hedeflemesine hazırlık olarak Örtük Enflasyon Hedeflemesi uygulanacağı belirtilen bu program aynı zamanda özellikle bankacılık sektöründe önemli yapısal değişiklikler gerçekleştirilmesini de kapsamıştır. Çünkü yapısal ve kurumsal düzenlemeler yapılmadan sadece para ve maliye politikaları ile sorunların giderilemeyeceği bir önceki programdan görülmüştür. Tasarruf ve Mevduat Sigorta Fonuna (TMSF) devrolan bankaların çözüme kavuşturulması, kamu bankalarının verimliliğinin arttırılması gibi hususlar kurumsal değişikliklerden bazılarıdır. Bankacılık Denetleme ve Düzenleme Kurulu (BDDK)'nın denetim konusundaki yetkilerinin iyi tanımlanması ve güçlendirilmesi amaçlanmıştır. Bankaların sermaye yapılarını güçlendirmeleri amacıyla bankaların öz sermayelerinin yükümlülükler oranı önce %5'e sonra %8'e yükseltilmiştir. Banka mevduatına verilen sınırsız güvence de Ağustos 2004'te kaldırılmıştır (Hazine Müsteşarlığı, Niyet Mektubu, 2002: 1-23).

Özetle söylenebilir ki, Güçlü Ekonomiye Geçiş Programı'nda Enflasyon ile Mücadele Programı'nın eksiklerini tamamlamak üzere yapısal reformlar daha ön plana çıkmış yine sıkı maliye politikası izlenirken, döviz piyasasında dalgalı kur rejimine devam edilmiş, Merkez Bankası'na bağımsızlık sağlanarak fiyat istikrarı temel amacı olarak belirlenmiştir. Ayrıca Program çerçevesinde bütçe gelir gider dengesine ve dolayısıyla mali disipline büyük önem verilmiştir (Sugözü, 2010: 304).

Bu dönem Açık Enflasyon Hedeflemesine geçiş için bir hazırlık dönemi olmuştur. Merkez Bankası şeffaflık politikası gereği olarak Para Politikası Raporlarını yayınlamaya, para politikası kurulunun aldığı kararları kamuoyu ile paylaşmaya başlamıştır. Merkez Bankası 2002 yılı başında para politikasının genel çerçevesine ilişkin yaptığı duyuruda, para politikasında nihai hedefin enflasyon hedeflemesine geçmek olduğunu, ancak gerekli ön koşullar tamamlanmadan enflasyon hedeflemesine (TCMB,2005c: 37) geçilmesinin rejimin güvenilirliğini daha başlamadan sarsacağını ve bu nedenle enflasyon hedeflemesine geçiş için, para politikasının etkinliğini kısıtlayan unsurların zayıflamasının bekleneceğini vurgulamıştır.

Bu dönemde IMF ile yapılan anlaşma çerçevesinde, enflasyonla mücadelede gösterilen başarıyı korumaya ve program süresince de enflasyonu düşük tek haneli rakamlara indirme konusundaki kararlılık dile getirilerek, bu hedefe ulaşmak için, mali disiplinin ve AB standartları doğrultusunda Merkez Bankası'nın bağımsızlığının korunmasına ve Ocak 2006 itibariyle resmi enflasyon hedeflemesi sistemine geçilmesine ilişkin kararlılığın devam ettiği vurgulanmıştır.

Enflasyon hedeflemesi sistemi, Merkez Bankası'nın hedeflenen enflasyon oranının belirlenen belirsizlik aralığından sapması durumunda hesap vermesini gerektirmektedir. 2006 yılı ve sonrası için belirsizlik aralığı hedeflerin her iki yönde de iki puan olarak oluşturulmuştur. Bu aralıkların dışına çıkılması durumunda, Merkez Bankası bunun nedenlerini ve alınması gereken önlemleri ayrı bir raporla Hükümete sunacağı ve bu raporun kamuoyu ile paylaşılacağı belirtilmiştir.

Belirsizlik aralığının tanımlanmasındaki amaç orta vadeli enflasyon hedefini ön plana çıkarmaktır. Böylelikle büyük dışsal şokların enflasyon üzerindeki geçici etkilerine anında tepki verilmemekte, orta vadeli hedeflere vurgu yapılarak politika tepkisinin zamana yayılması hedeflenmektedir. Dışsal bir şok karşısında artan enflasyon oranlarını hedeflenen düzeye çekmek için faizleri çok yüksek düzeylere çıkarmak ekonomik faaliyette normalin çok üzerinde bir daralma yaratarak, toplumsal refah seviyesini olumsuz etkileyebilecektir. Bunun yerine, Merkez Bankası söz konusu yılda enflasyon hedefinden sapmaya izin vermekte ancak beklentileri denetim altında tutmak için enflasyon hedefini gelecek yıllar için değiştirmeyerek o yıllar için hedeflenen oranlara indirmeyi taahhüt etmektedir.

3.5. 2006'dan Günümüze Uygulanan Para Politikaları

2002 yılı başında yaptığı duyuruda, para politikasının nihai hedefinin enflasyon hedeflemesine geçmek olduğunu vurgulayan Merkez Bankası, 2002-2005 döneminde açık enflasyon hedeflemesine geçmek için gerekli altyapıyı tamamlamıştır. Bu süre zarfında enflasyon hedeflerine ulaşılmış, dalgalı kur rejimine uyum ve Merkez Bankası'nın güvenilirliği artmıştır (TCMB,2005b: 1). Artık Merkez Bankası kendini daha güçlü hissetmektedir ve açık enflasyon hedeflemesi yapabileceği Merkez Bankası beyanlarından anlaşılmaktadır.

Çalışmanın önceki bölümlerinde de bahsedildiği gibi kolay anlaşılabilirliği ve anlatılabilirliği sebebiyle enflasyon hedefi nokta hedef olarak belirlenmiş ancak nokta hedef etrafında her iki yönde artı eksi %2'lik belirsizlik aralığı tanımlanmıştır. 2006 yılından sonra uygulanan enflasyon hedeflemesi rejiminde orta vadeli bir politika izlenmesi hedeflenmiş, orta vadeli enflasyon hedefi ön plana çıkarılmıştır. 2006 yılından itibaren enflasyon hedefleri üçer yıllık süreler için açıklanmıştır.

2006 yılı sonrasında Türkiye'de uygulanan para politikası rejimi enflasyon hedeflemesi olmakla birlikte, 2006 yılından günümüze dönemler itibariyle uygulamada bir takım farklılıklar oluşmuştur. Tezin konusunu oluşturan Merkez Bankası faiz politikalarının da dönemler itibariyle farklılaştığı gözönüne alınarak, 2006 yılı sonrası para politikası

uygulamaları Şu alt baŐlıklar altında ele alınacaktır; 2006 - 2008 Dönemi, 2008 - 2010 Dönemi ve 2010'dan günümüze.

3.5.1. 2006-2008 Dönemi Uygulanan Para Politikaları

2006-2008 dönemi Merkez Bankası'nın açık enflasyon hedeflemesini başlattığı ve 2008 küresel krize kadar sıkı para politikalarıyla enflasyon hedeflerini tutturmaya çalıştığı, bunu gerçekleştirmek için kısa vadeli gecelik borçlanma faiz oranlarını araç olarak kullandığı bir dönem olmuştur.

Bu dönemde açık enflasyon hedeflemesinde temel politika aracı faiz olduğundan, faiz oranı üzerindeki oynaklık ve belirsizliklerin giderilmesi önemli hale gelmiştir. Faiz üzerindeki en önemli belirsizliğin maliye politikalarından kaynaklı belirsizlikler olduğı yaklaşımıyla, Merkez Bankası bu dönemdeki para politikası metinlerinde açık bir şekilde, bağımsız bir para politikası izleyebilmesi için para politikasının maliye politikalarıyla uyumlu olarak yürütölmesi gerektiğini ifade etmiştir. Zira fiyat istikrarına ulaŐılabilmesi için doğru para politikasının yanında maliye politikalarında da disiplin gerekmektedir. Mali disiplinin sürdürölmesi ve kalitesinin iyileŐtirilmesinin, borçlanma vadelerini uzatıp, risk primini ve risk primindeki oynaklıkları azaltarak, para politikasının etkinliğini arttıracacağı düşünölmektedir (TCMB, 2005b: 11). Bu sebeple ilk başta maliye politikaları bir kurala bağlanmaya çalışılmış, gelirler politikasının enflasyon hedefi ile uyumlu olması hedeflenilmiş ve faiz dışı fazla hedefi tanımlanmıştır. Dolayısıyla maliye politikaları para politikalarının bir aracı haline gelmiştir. Mali kuralın sıklıkla tartışıldığı bu dönemde küresel krizin Türkiye'de de etkili olması nedeniyle, mali kuralın uygulaması ilk önce 2010'a ertelenmiş, sonra gündemden çıkarılmıştır.

Örtük Enflasyon hedeflemesi döneminde enflasyon oranları hedefin altında gerçekte olmuş olmasına karşın, açık enflasyon hedeflemesinin uygulandığı 2006 yılından sonra gerçekte enflasyon oranları hedeflenen oranların üzerinde olmuştur. Merkez Bankası'nın 2006, 2007 ve 2008 için yılsonu hedefleri %5, %4 ve % 4 olarak belirlenmiş, ancak sırasıyla %9,65, %8,39 ve %10,06 olarak gerçekte olmuştur (TCMB, 2005b: 4-5).

Çizelge 3.10. 2002-2008 Yılı Enflasyon Patikası ve Gerçekleşmeler (%)

	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008
Enflasyon Hedefi	35,00	17,00	12,00	8,00	5,00	4,00	4,00
Gerçekleşmeler	29,70	18,40	9,30	7,72	9,65	8,39	10,06

Kaynak: TCMB

Bu dönemde enflasyon oranlarının hedeflenen oranların üzerinde gerçekleşme nedenlerini şu şekilde açıklamak mümkündür;

2006 yılında küresel likidite koşullarındaki gelişmekte olan ülkeler aleyhine olan gelişmeler Türkiye'yi de etkilemiştir. Bu dönemde FED'in faizleri arttırması gelişmekte olan ülkelere sermaye çıkışına sebep olmuştur (Karahan ve İpek, 2013: 307). Bu nedenle riskten kaçınma eğiliminin yükselmesi ülkenin risk primini dolayısıyla finansman maliyetlerini yükseltmiştir. Ayrıca yurtiçi talepte görülen yükseliş de o dönemde enflasyonun yükselişini tetiklemiştir.

Merkez Bankası, enflasyondaki yükselişin kalıcılığını engellemek ve hedeflenen düzeylere düşmesini sağlamak amacıyla TL vadeli depo alım ihaleleriyle desteklediği sıkılaştırılmış para politikası izlemiş, faiz artırımlarına gidilmiştir. Ayrıca döviz alım ihalelerini sonlandırarak, döviz arzındaki azalmanın sebep olduğu kur oynaklığını azaltmayı amaçlamış, döviz kurlarında aşırı oynaklık durumunda doğrudan satım işlemleri yapılacağı belirtilmiştir. Uluslararası likidite koşullarındaki iyileşmelerle birlikte, alınan tedbirler neticesinde yıl sonuna doğru enflasyon beklentisinde düşüşler başlamıştır. Ancak yıl içerisindeki arz şokları ve enerji fiyatlarındaki hareketlilik, yıl sonunda enflasyon oranının hedeflerin üzerinde gerçekleşmesine neden olmuştur. Nitekim yukarıda da belirtildiği gibi, 2006 yılında hedef % 5 iken, gerçekleşme % 9,65 olmuştur (TCMB, 2007b: 28-39).

Merkez Bankası hedeften sapmalar gerçekleşmiş olmasına rağmen enflasyon hedefini, rejimin güvenilirliğini zedelememek için değiştirmemiştir. Bununla beraber enflasyon tahminlerinde güncelleme yapılmış, enflasyon hedeflerinin belirgin olarak hedeflenen değerlerinin üzerinde kalacağı kamuoyuyla açıkça paylaşılmıştır. Ekonomik birimler için referans değerlerin kısa vadede enflasyon tahminleri, uzun vadede ise enflasyon hedefi olacağı da vurgulanmıştır (TCMB, 2005a: 3). Görüldüğü üzere enflasyon

hedflemesi rejimi ile şeffaflık çok daha önem kazanmış, alınan kararlar gecikmeksizin gerekçeleriyle birlikte kamuoyuyla paylaşılmıştır.

2006 yılının ikinci yarısından itibaren enflasyon oranını düşürmeye yönelik olarak alınan para politikası kararlarının kararlılıkla uygulanması neticesinde 2006 yıl sonunda enflasyon oranı tek haneli rakamlara gerilemiştir. Ancak 2007 yılının ilk çeyreğinde tarım sektöründe görülen fiyat artışlarının da etkisiyle enflasyon oranlarında tekrar bir yükseliş yaşanmış ancak yıl sonlarına doğru enflasyon oranlarında düşüş gözlemlenmiştir.

Merkez Bankası enflasyon oranlarında gerçekleşen düşüşü gözlemleyerek faiz indirimleri gerçekleştirmiştir. 2007 yıl sonuna kadar gecelik borçlanma faiz oranı %17.50 seviyesinden %15.75 seviyesine düşürülmüştür. Enflasyon oranlarında yıl sonuna doğru bir düşüş yaşansa da, 2007 yılında enerji ve gıda fiyatlarındaki artışlar ve bunlara bağlı olarak yurtiçi fiyatlarda yapılan ayarlamalar yıl boyunca gerçekleşen enflasyonun hedeflenen enflasyon oranının üstünde olmasına sebep olmuştur. 2006 ve 2007 yıllarında üst üste enflasyon oranlarının hedeflenenin üstünde gerçekleşmesi, enflasyon hedeflerinin beklentiler için çapa olma fonksiyonunu zayıflatmıştır (Yakupoglu, 2010: 43).

2008 yılında gerçekleşen enflasyon oranları yılın tamamında belirsizlik aralığının üst sınırının da üstünde gerçekleşmiştir. Bu dönemde uluslararası piyasalarda gıda ve enerji fiyatlarındaki hızlı yükselişler bu dönemde görülen fiyatlar genel seviyesindeki yükselişin başlıca nedeni olmuştur. 2008 yılı başlarındaki ülkedeki siyasi belirsizlikler de bu yükselişe katkı yapmıştır. Direkt para politikası uygulamalarından kaynaklanmasa da enflasyon hedeflerinden sapmalar neticesinde, Merkez Bankası Hükümete orta vade için yeni hedefler belirlenmesini önermiştir. Böylelikle Merkez Bankası 2009 -2011 dönemi için enflasyon hedefini %7.5, %6.5 ve %5.5 olarak güncellemiş ve enflasyon hedeflerinin beklentiler için yeniden çapa olma fonksiyonunu güçlendirmeye çalışmıştır (TCMB, 2008a: 4-5).

2006-2008 döneminde enflasyon hedeflemesinin yanı sıra dalgalı döviz kuru rejimi uygulaması gerçekleştiren Merkez Bankası, döviz kurları üzerinde herhangi bir taahhüt ve kur hedefinde bulunmamış, kurlar arz ve talep koşullarına göre belirlenmiştir. 2006 yılında

Merkez Bankası ancak rezervlerini arttırmak amaçlı olarak döviz alım ihaleleri ve kurlarda görülen aşırı oynaklıkları azaltmak amaçlı olarak doğrudan döviz alım ve satım işlemleriyle döviz piyasalarında yer almıştır (TCMB, 2005c: 38).

Merkez Bankası'nın döviz alım ihaleleri sonucu oluşan likidite fazlası yine Merkez Bankası tarafından repo işlemleri ile gecelik vadede çekilmiş, gecelik piyasa faiz oranları genellikle Merkez Bankası'nın borçlanma faizi düzeyinde oluşmuştur. Dolayısıyla Merkez Bankası gecelik borçlanma faizi para piyasaları için temel faiz oranı olmuştur (TCMB Para ve Döviz Kuru Raporları, 2005,2006,2007). Kısa vadeli faizlerin politika aracı olarak kullanılması enflasyon ile mücadele sırasında Merkez Bankası uygulamalarına esneklik kazandırmış, yaşanan küresel şoklara karşı tepki kabiliyetini arttırmıştır (Başçı ve Kara, 2011: 3).

2007 yılından itibaren gelişmiş ülkelerin finans piyasalarında kendini hissettiren kriz, 2008 yılının son çeyreğinden itibaren daha da derinleşmiş ve küresel sistemin tamamına yayılmıştır.

3.5.2. 2008-2010 Dönemi Uygulanan Para Politikaları

2008 yılının Eylül ayında ABD'de Lehman Brothers'ın iflasını açıklaması krizin daha da derinleşmesine yol açmış, gelişmiş ülkelerin uyguladığı politikalar gelişmekte olan ülkelerin para politikası uygulamalarını da etkilemiştir. 2008 yılı öncesinde Türkiye'de para politikalarının temel amacı fiyat istikrarını sağlamak olup, finansal istikrar fiyat istikrarının sağlanabilmesi için destekleyici amaç olarak görülmekteydi. 2008 yılında finansal sistemin sebep olduğu bir küresel krizin yaşanması finansal istikrarı daha da önemli kılmış ve finansal istikrarı da para politikalarının amacı haline getirmiştir (Kara, 2012: 2).

Finansal krizin Türk finansal sistemini olumsuz etkilemesini engellemek amacıyla Merkez Bankası, Kasım 2008 tarihinde parasal genişleme stratejisi uygulamaya başlamış ve enflasyon hedeflemesi uygulayan ülkeler içerisinde faiz oranlarını en fazla düşüren merkez bankası olmuştur (TCMB, 2009c: 3).

2006 yılında ülkeden sermaye çıkışları yaşandığında bunun tam tersi tepki vererek, faiz oranlarını arttıran Merkez Bankası bu zıt yönlü iki tepkiyi şu şekilde açıklamaktadır;

2006 yılında hem iç hem de dış talebin güçlü olması, döviz kuru hareketlerinin enflasyonda yükselmeye yol açma potansiyelini beraberinde getirirken, 2008 yılında zayıf iç ve dış talep nedeniyle enflasyonu düşürücü yönde etkisini göstermektedir. Bu da Merkez Bankası'nın faizleri düşürmesi için elini güçlendirmiştir (TCMB, 2008a: 7).

2008 yılı Kasım ayından itibaren 2009 yıl sonuna kadar düşük faiz politikası uygulayarak, politika faizinde toplam 1.025 puanlık indirim gitmiştir (TCMB, 2010 Yılı Para ve Kur Politikası, 2). Böylelikle %16.75 olan Merkez Bankası Gecelik Borçlanma Faizi neredeyse bir yıllık sürenin sonunda %6.50 seviyelerine düşürülmüştür. Ayrıca Merkez Bankası hem bir haftalık hem de üç aylık repo ihaleleri ile (sadece bir haftalık repo ihaleleri ile fonlanması uzun vadeli faiz oranları ve kredi piyasası üzerinde olumsuz etkiler yaratabilirdi) piyasanın likidite açığını kapatmış, ayrıca başka bir politikayla da Merkez Bankası TL zorunlu karşılık oranlarını düşürmüştür. Piyasada oluşan gün sonu fazla likiditeyi de yine gecelik işlemler ile çekmiştir. Böylelikle Merkez Bankası'nın borçlanma faiz oranı gösterge olma niteliğini sürdürmüştür (TCMB, 2009a, 22).

Bankalar likidite açıklarını Merkez Bankası'nın düzenli olarak gerçekleştirdiği bir hafta vadeli repo işlemleri ile kapatırken, fazla likiditelerini ikincil piyasada faiz oranları Merkez Bankası borçlanma faizinin çok üstüne çıkmadığı sürece, Merkez Bankası'nda değerlendirmeyi tercih etmektedirler. Sonuç olarak Merkez Bankası piyasayı bir hafta vadeli fonlarken, gecelik vadede de borçlanmaktadır. Böylelikle para piyasasında gecelik faiz oranlarının Merkez Bankası'nın borçlanma faizinin üzerinde oluşması engellenmiş ve borçlanma faiz oranı gösterge olmaya devam etmiştir. Piyasadaki likidite sıkışıklığının artması ve uzun süreli olması durumunda Merkez Bankası fonlama tutarı Merkez Bankası borçlanma tutarından fazla olacak, dolayısıyla haftalık repo faiz oranının gösterge olması ve para piyasasındaki faiz oranlarının gecelik borçlanma faiz oranları üzerinde oluşmasına yol açacaktır. (TCMB, 2009 Para ve Kur Politikası Raporu: 15-17). Ayrıca likidite fazlasının aşırı düzeylerde oluşması bankacılık sisteminin kredi kullandırma isteğini arttırmakta, likidite açığının aşırı düzeylere oluşması ise kredi kullandırma isteklerini azaltmakta, bu da para politikasının etkinliğini azaltmaktadır. Bu sebeptendir ki kalıcı likidite açığı oluştuğunda Merkez Bankası'nın fonlama vadelerini uzatması ve uzun süreli likidite sağlayan araçların kullanılması gerekmektedir (TCMB, 2009a: 20).

Uygulanan düşük faiz politikasına rağmen 2009 yılında enflasyon oranlarında belirgin bir düşüş gözlemlenmiş ve yılı hedeflenen değerin altında, ancak belirsizlik aralığının içerisinde tamamlamıştır. Bu durum Merkez Bankası'nın fiyat istikrarından ödün vermeden, kriz döneminde finansal istikrarı da sağlayabilmek için gerekli tedbirleri alabileceğini ortaya koymuştur.

Çizelge 3.11. 2008-2010 Yılı Enflasyon Patikası ve Gerçekleşmeler (%)

	2008	2009	2010
Belirsizlik Aralığı Üst Sınırı*	6,00	9,50	4,50
Hedef Patikası	4,00	7,50	6,50
Belirsizlik Aralığı Alt Sınırı*	2,00	5,50	8,50
Gerçekleşmeler	10,06	6,53	6,40
*Enflasyon hedefinin her iki yönde ikişer puanlık belirsizlik aralığıdır.			

Kaynak: TCMB

Merkez Bankası 2008-2010 dönemi boyunca da dalgalı döviz kuru rejimi uygulamasına devam etmiştir. Ancak sağlıklı döviz kuru oluşumlarında piyasada alıcı ya da satıcı olarak yer almıştır. Nitekim 2009 yılının ilk aylarında gözlemlenen döviz kurundaki sağlıklı hareketleri engellemek amacıyla Merkez Bankası döviz satım ihaleleri gerçekleştirmiş, Döviz Depo Piyasasında aracılık faaliyetlerine yeniden başlamış, döviz piyasasında borç verme faiz oranlarını düşürmüştür. Döviz piyasasında, uluslararası risk iştahının azaldığı küresel krizin etkilerinin şiddetlendiği dönemde, döviz piyasasında rahatlamayı sağlamak için; döviz alım ihalelerine ara verilmiş, zaman zaman döviz satım ihaleleri gerçekleştirilmiş, Merkez Bankası'ndan döviz temin şartları iyileştirilmiş ve yabancı para zorunlu karşılık oranları düşürülmüştür (TCMB, 2009a: 11).

Çizelge 3.12. Ağırlıklı Ortalama Zorunlu Karşılık Oranları (%) - Yıllık Ortalama

Yükümlülük Tarihi	TL Ağırlıklı Ortalama ZK Oranı	YP Ağırlıklı Ortalama ZK Oranı
2011	11,59	11,01
2012	10,53	10,28
2013	10,88	11,60
2014	11,02	11,82
2015	11,06	12,57
2016	10,93	13,38

2016 yılı Eylül sonu verileri dahil hazırlanmıştır

Kaynak: TCMB EVDS verileri kullanılarak tarafımca hazırlanmıştır.

2009 yılının sonlarına doğru ise küresel ekonomiye ilişkin etkisiyle, sermaye hareketlerindeki ülkeye yönelik akımların artması döviz rezervlerini güçlendirmek amaçlı olarak döviz alım ihalelerine başlamasına gerekli zemini oluşturmuştur. Bu dönemde Merkez Bankası sadece alım ve satım ihaleleriyle değil, yabancı para zorunlu karşılık oranlarında değişiklikler yaparak, döviz depo piyasasında aracılık faaliyetlerine yeniden başlayarak da döviz piyasasına müdahil olmuştur (TCMB, 2009a: 17).

2008 küresel finansal kriz sürecinde hem döviz piyasasına hem de TL piyasalarına yönelik yukarıda belirttiğimiz tedbirleri alan ve düşük faiz uygulamasına geçen Merkez Bankası, ülke ekonomisinde görülen toparlanma belirtileri neticesinde Nisan 2010'da Para Politikası Çıkış Stratejisi'ni kamuoyuyla paylaşmıştır. Nitekim kriz döneminde uygulanan para politikası, para ve kredi piyasalarında oluşan faizlerin temel belirleyicisi Merkez Bankası politika faizi olmuş, kredi piyasalarında görülen olumlu gelişmeler de Merkez Bankası'nın çıkış stratejisine geçmesini desteklemiştir (TCMB, 2010a: 3).

Merkez Bankası açıkladığı çıkış stratejisinde döviz likiditesi konusundaki çıkış stratejisinin şu şekilde olacağını öngörmüştür (TCMB, 2010c: 4);

a)Yabancı para zorunlu karşılık oranları arttırılabilecektir, b) döviz depo piyasasında ilan edilen depo borç verme faiz oranı arttırılabilecek ve c)Merkez Bankası'nın döviz depo piyasasındaki aracılık işlemine son verebilecektir.

Merkez Bankası açıkladığı çıkış stratejisinde TL likiditesi konusundaki çıkış stratejisinin ise şu şekilde olacağını öngörmüştür (TCMB, 2010c: 6-10);

Kriz süresince gerçekleştirilen piyasanın ihtiyacından daha fazla yapılan fonlama miktarı zamanla azaltılmaya başlanılacak ve gün sonunda piyasada daha az atıl likidite kalması sağlanacaktır. Böylelikle gün sonunda Merkez Bankası'nın gecelik vadede gerçekleştirdiği borçlanma tutarı azalacaktır. Piyasada oluşan gecelik faiz oranlarının yine Merkez Bankası'nın borçlanma oranlarına yakın yerlerde oluşmasına özen gösterilecektir. Daha sonra ise teknik faiz ayarlama sürecine geçilecektir. Buna göre bir hafta vadeli repo ihaleleri yöntemi değiştirilerek ihaleler geleneksel yöntemle değil, sabit faiz oranından miktar ihalesi yöntemine göre yapılacaktır. Bir hafta vadeli ihaleler için ilan edilecek sabit faiz oranı para politikası politika faiz oranı olacaktır. Politika faiz oranının gecelik borçlanma faiz oranına yakın düzeyde oluşması sağlanacaktır. Ancak likidite açığının artması durumunda bu iki faiz oranı arasındaki fark arttırılabilecek ve piyasalarda faiz oranlarının ortalamasının bir hafta vadeli repo ihale faiz oranı etrafında oluşması hedeflenecektir. Likidite açığının zamanla azalması, kredi koşullarının iyileşmesi durumunda TL zorunlu karşılık oranları arttırılabilecek, zorunlu karşılık oranları daha aktif olarak kullanılabilir.

Sonuç olarak kriz zamanında döviz ve TL piyasalarına yönelik alınan tedbirlerin aşamalı olarak geri alınması planlanmıştır.

Çizelge 3.13. Piyasada Oluşan Likidite Açığı/Fazlası* (Milyar TL)

Yıllar	Piyasadaki Likidite Açığı/Fazlası	1 Haftalık Repo ile Fonlama Miktarı	Haftalık Repo Yönetimi	Gecelik Vadede Çekilen Miktar	Gösterge Faiz Oranı	Üç Aylık Repo ile Fonlama	Likidite Senedi ile Çekilen Miktar
2007	3,9 (Likidite Fazlası)	-	Geleneksel	-2,9	Gecelik Borçlanma Faizi	0	-1,0
2008	10,1 (Likidite Açığı)	20,1	Geleneksel	-9,9	Gecelik Borçlanma Faizi	0	0
2009	18,9 (Likidite Açığı)	21,0	Geleneksel	-14,3	Gecelik Borçlanma Faizi	12,2 (kredileri düzenlemek amaçlı)	0
2010	10,9 (Likidite Açığı)	12,0	Geleneksel & Miktar ihalesi**	-1,1	Gecelik Borçlanma Faizi & Haftalık Repo Faizi**	0	0

Kaynak: TCMB'nin yayınladığı yıllık Para ve Döviz Kuru Raporlarından derlenerek tarafımca hazırlanmıştır.

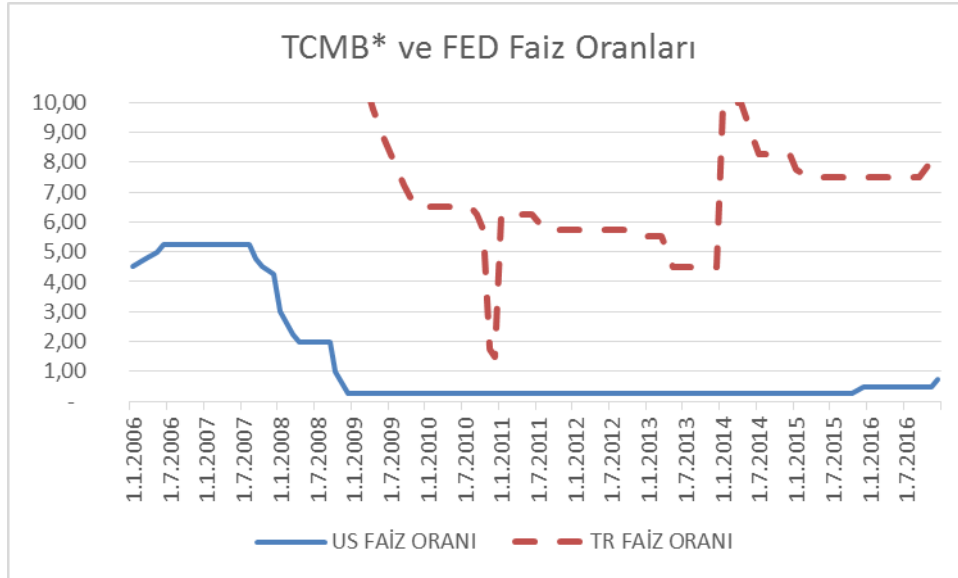
* 2008 küresel kriz sonrasında parasal genişleme uygulayan Merkez Bankası piyasayı ihtiyacından fazla fonlamıştır. Gün sonunda oluşan likidite fazlası Merkez Bankası tarafından borçlanma faiz oranı ile çekilmiş, gecelik borçlanma faiz oranı ile piyasada oluşan faiz oranlarının birbirinden çok farklı olmaması sağlanmıştır. Gösterge faiz oranı da bu şekilde "gecelik borçlanma faiz"i olmuştur. Ancak Nisan 2010 tarihinde açıklanan çıkış stratejisi ile artık fazla fonlamanın yapılmayacağı ve likidite ihtiyacı kadar fonlamanın "haftalık repo" ihaleleri ile sağlanacağı belirtilmiştir. Böylelikle gösterge faiz "haftalık repo faiz"i olacaktır. Likiditedeki açığın kalıcı olması durumunda ise çalışmanın bir sonraki alt bölümünde detaylı olarak anlatılacak olan teknik ayarlama sürecine geçilerek, faiz koridorunun alt ve üst bantlarında ayarlamalar yapılabilecektir.

**2010 yılı Çıkış Stratejisi sonrasında

3.5.3. 2010'dan Günümüze Uygulanan Para Politikaları

Finansal krizin olumsuz etkilerini aşmak isteyen gelişmiş ülke merkez bankalarının, likiditeyi arttırarak uyguladıkları düşük faiz politikaları Türkiye gibi göreceli yüksek faiz uygulayan ülkelere ani sermaye giriş çıkışlarına sebep olmuştur. Bu durum, finansal krizin etkilerini azaltmaya çalışan ülkelerin uyguladıkları genişlemeci para politikalarının, Türkiye gibi gelişmekte olan ülkelere yönelen sermaye akımlarındaki oynaklıkların neden olabileceği yeni bir finansal krizi başlatma olasılığını arttırmıştır (Kara, 2012: 2). Öyle ki, sermaye hareketleri Türkiye ekonomisine yansımalarını esas olarak krediler ve döviz kurundaki dalgalanmalarla göstermektedir. Sermaye girişindeki hızlanma, yerel paranın değerini yükseltmekte bu da bankaları, döviz kurundaki değişimden olumlu etkilenen firmalara aşırı hızlı kredi kullandırımı gerçekleştirmelerine sebep olabilmektedir. Ayrıca döviz kurundaki aşırı değerlemenin ödemeler dengesi üzerinden de dışa açık bir ekonomide riski arttırdığı aşikârdır (TCMB, 2012a: 3).

Aşağıdaki grafikte 2006 yılından günümüze Merkez Bankası ile FED faiz oranları gösterilmektedir.

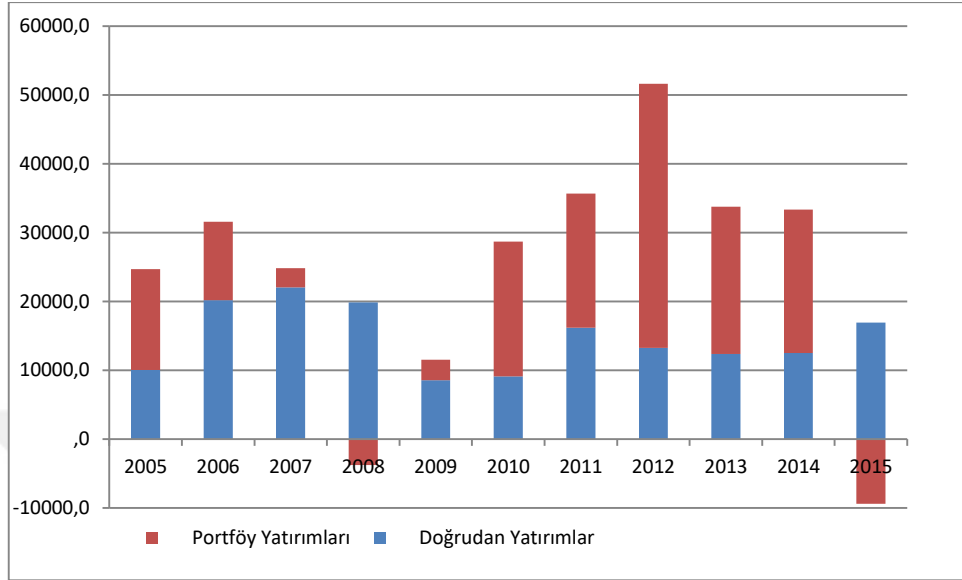


Şekil 3.1. 2006-2016 Yılları TCMB ve FED Faiz Oranları

Kaynak: TCMB*, Reuters verileri kullanılarak tarafımca hazırlanmıştır.

* 2011 yılı öncesi Merkez Bankası Borçlanma Faiz Oranı, 2011 yılı sonrasında ise Haftalık Repo Faizi esas alınmıştır.

Ülkede görülen göreceli yüksek faiz oranları ülkeye olan sermaye girişini hızlandırmıştır.



Şekil 3.2. Doğrudan Yatırımlar - Portföy Yatırımları (Net Yükümlülük Oluşumları) - Milyar Dolar

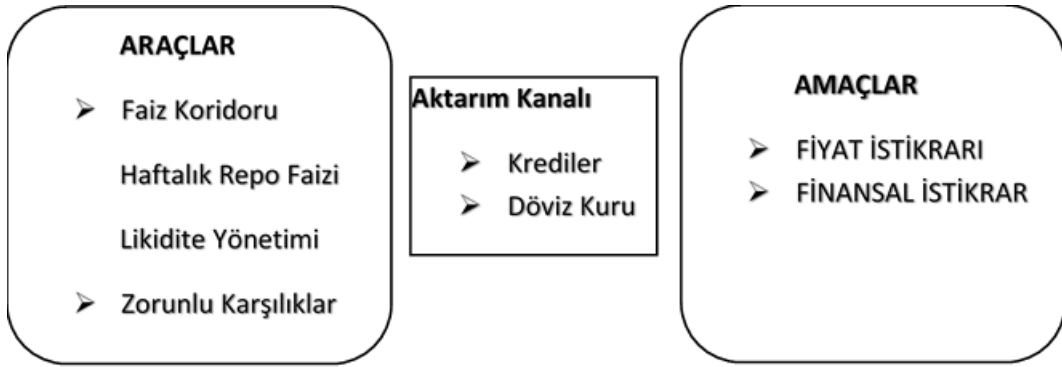
Kaynak: TCMB EVDS verileri kullanılarak tarafımca hazırlanmıştır.

Grafikten görüldüğü üzere 2010 yılından itibaren portföy yatırımlarında büyük artışlar yaşanmış, bu da ekonominin küresel risk iştahındaki ani değişikliklere karşı kırılganlığını arttırmıştır. Sermaye akımlarının kısa vadeli ve değişken olduğu bu zamanlara karşı, ekonominin dayanaklılığını arttırabilmek için para politikasının esnekliği önem kazanmaktadır (Kara, 2012: 4). Nitekim Merkez Bankası 2010 yılının sonlarından itibaren fiyat istikrarının yanında finansal istikrarı da gözetilen bir para politikası uygulamaya başlamıştır.

2006 yılından itibaren resmi olarak enflasyon hedeflemesi stratejisi uygulayan Merkez Bankası, bu hedefine ulaşmak için kısa vadeli faiz oranlarını politika aracı olarak kullanmıştır. Finansal istikrarsızlığın enflasyon üzerindeki olası baskısı, Merkez Bankası'nın hedeflerine finansal istikrarı da almasına neden olmuştur. Ancak artık fiyat istikrarının yanında finansal istikrar hedefi de olan Merkez Bankası'nın tek bir araçla bu hedefleri gerçekleştirmesi mümkün olmamıştır. Nitekim ülkeye gelen fazla sermaye akımını yavaşlatmak için düşük tutulan kısa vadeli faiz oranlarının, tüketim üzerindeki yükseltici

etkisinin enflasyon hedefiyle uyuşmaması söz konusu olabilmektedir. İşte bu sebeple özellikle sermaye girişinin yaşandığı dönemlerde birden fazla politika aracının devreye sokulması gerekli olmuş, 2010 yılı sonrasında para politikası araçları kullanımında çeşitliliğe gidilmiştir (Küçük ve diğerleri, 2014: 2)

Finansal istikrarsızlığı engellemek amacıyla Merkez Bankası temel olarak iki ara hedef belirlemiştir; kısa vadeli sermaye girişini azaltmak ve kredi genişlemesini yavaşlatmak. İşte bu doğrultuda politika faizine ek olarak “zorunlu karşılıklar” ve “faiz koridorunu” nu aktif politika aracı olarak kullanmaya başlamıştır. Merkez Bankası bir yandan sermaye girişlerini azaltmak için kısa vadeli faizleri düşük tutacak, diğer yandan ise zorunlu karşılık oranlarını arttırarak kredi artış hızını yavaşlatacak bir strateji uygulamaya başlayacaktır (Başçı ve Kara: 2011, 4-5). Böylelikle düşük faiz ortamına rağmen ülkeye gelen kısa vadeli sermaye girişinin neden olacağı kredi kanalındaki aşırı genişleme engellenmeye çalışılacaktır. Yeni para politikası uygulamasında kullanılan araçlar; faiz koridoru, haftalık repo faizi, likidite yönetimi ve zorunlu karşılıklardır. Merkez Bankası bu araçları kullanarak fiyat istikrarı ve finansal istikrarı sağlamayı amaçlamaktadır. Bu süreçteki aktarım kanalı ise krediler ve döviz kurudur (Kara, 2012: 6).



Şekil 3.3. Merkez Bankası Para Politikası Araçları ve Amaçları

Kaynak: H.Kara,2012: 6.

Özatay (2012) ise, klasik enflasyon hedeflemesi rejiminden finansal istikrarı da içeren para politikası rejimine geçişi şu şekilde açıklamaktadır;

Krizden önce izlenen klasik enflasyon hedeflemesi para politikası rejiminde amaç, enflasyon ve enflasyon hedefi arasındaki farkı (enflasyon açığını) ve üretim düzeyi ile

potansiyel üretim düzeyi arasındaki farkı (çıktı açığı) en aza indirmektir. Finansal istikrar amaç fonksiyonunda yer almamaktadır. Söz konusu amaç fonksiyonu aşağıdaki gibidir;

$$L_1 = \frac{1}{2}(\pi_t - \pi^h)^2 + \frac{1}{2}\lambda_1(Y_t - Y_n)^2 \quad (3.1)$$

Denklemden, π_t ; t dönemindeki enflasyon oranını, π^h ; enflasyon hedefini, Y_t ; reel üretim düzeyini, Y_n ; potansiyel reel üretim düzeyini göstermektedir. λ_1 katsayısı ise; enflasyon açığına kıyasla çıktı açığına verilen önemi göstermektedir. λ_1 ne kadar düşükse, bu önem o kadar küçük olmaktadır. Bu amaç fonksiyonunda enflasyon oranının hedeflenen enflasyon seviyesinden, reel üretim düzeyinin de potansiyel üretim düzeyinden sapması istenmemektedir. Potansiyel üretim düzeyi kısa dönemde değişmeyeceği için, enflasyon hedefi de orta vadeli olarak belirlendiğinden Merkez Bankası tarafından veri olarak alınabilir. Enflasyon oranı ve reel üretim düzeyi ise değişkenlere bağlı olarak hareket etmektedir. Merkez Bankası'nın temel politika aracı olan kısa vadeli faiz oranlarını kullanarak denklemden iki değişken olan enflasyon oranı ve reel üretim düzeyini etkileyebilmesi için, bu değişkenlerle temel politika aracı olan kısa vadeli faizler arasında ilişki kurulmalıdır. Bunun için reel faiz oranı ile üretim düzeyi arasında ilişki kuran IS denklemini yazılabilir;

$$x_1 = Y_t - Y_n = -\beta_2(r_{t-1} - r_n) + \beta_3(Q_{t-1} - Q_n) \quad (3.2)$$

Denklemden, r_{t-1} ; bir dönem önceki reel faiz haddini, r_n ; doğal reel faiz haddini, Q_{t-1} ; bir dönem önceki reel kuru, Q_n ; doğal reel kuru göstermektedir. Denkleme göre reel faiz oranı doğal düzeyinin üzerine çıktığında çıktı açığı azalmaktadır. Reel kur doğal düzeyinin üstüne çıktığında ise çıktı açığı artmaktadır. Reel faiz ve reel kur çıktı açığını bir dönem gecikmeli olarak etkilemektedirler. Bu noktada artık reel faizleri amaç denklemine sokmak mümkündür. Çünkü reel kur, yurtiçi ve yurtdışı reel faizler arasındaki farka bağlıdır. Yurtiçi reel faiz oranının yurtdışı faizlere göre yüksek olduğu durumlarda yerli para reel olarak değerlendirilmektedir. Göreceli yüksek reel faiz oranları ülkeye sermaye girişini hızlandıracağından, döviz arzındaki artış yerli paranın döviz karşısındaki değerini arttırmaktadır.

$$Q_1 = -\beta_4(r_t - r_1^*) \quad (3.3)$$

$$\beta_2 > 0, \beta_3 > 0, \beta_4 > 0$$

Dolayısıyla, Merkez Bankası reel faiz hadlerini kullanarak üretim düzeyi üzerinde etkili olabilmektedir. Merkez Bankası nominal faiz oranlarını değiştirmektedir, ancak enflasyon oranlarında değişiklik olmadığında reel faiz oranı da değişmiş olmaktadır. Kısa vadeli reel faizlerdeki değişiklikler de bankaların daha uzun vadeli olan kredi ve mevduat faizlerini etkilemektedir.

Enflasyon ile reel faiz oranları arasındaki ilişkiyi ise Phillips denklemi yardımıyla şu şekilde açıklamıştır;

$$\pi_t = \pi_{t-1} + \alpha x_{t-1} = \pi_{t-1} + \alpha(Y_{t-1} - Y_n) \quad (3.4)$$

$$r_t = r_n + \beta_3 \beta_4 B (r_1^* - r_n^*) + \alpha B A^{-1} [(\pi_1 - \pi^h) + \alpha(Y_1 - Y_n)]$$

$$B = (\beta_2 + \beta_3 \beta_4)^{-1} > 0 \text{ ve } A = (\alpha^2 + \lambda_1) > 0$$

Denklemden, π_t ; t dönemindeki enflasyonu, π_{t-1} ; t-1 dönemindeki enflasyonu, x_{t-1} ; t-1 dönemindeki çıktı açığını göstermektedir. Çıktı açığındaki yükseliş enflasyon oranlarını da arttırmaktadır. 2 ve 3 nolu denklemlerden görüldüğü üzere bu dönemde arttırılan faiz oranları, çıktı açığını bir dönem sonra etkilemektedir. Çıktı açığındaki artış da enflasyon oranlarını bir dönem gecikmeli olarak etkilemektedir. Dolayısıyla reel faiz oranlarındaki değişiklikler enflasyon oranlarını iki dönem sonrasında etkilemektedir.

Ancak politika faizinin etkili olabilmesi için üretimi ve reel kuru etkilemesi gerekmektedir. Diğer bir ifadeyle aktarım mekanizmasının çalışıyor olması gerekmektedir. Merkez Bankası tarafından belirlenen kısa vadeli politika faizinin daha uzun vadeli faizleri etkileyebilmesi için, öncelikle politika faizinin bankaların kendi aralarında işlem gerçekleştirdikleri piyasadaki kısa vadeli faizleri etkilemesi, oradan da talebi etkileyen kredi faizleri gibi daha uzun vadeli faizlere aktarım olması gerekmektedir. Enflasyon hedeflemesi rejimlerinde bankaların kendi aralarında fon alıp sattıkları piyasa faizi ile politika faizi arasında her ikisi de çok kısa vadeli faizler olduğundan çok önemli farklılıklar olmamalıdır. İşte merkez bankaları bu iki faiz oranının birbirlerine yakın düzeyde gerçekleştirmelerini faiz koridoru ile sağlamaktadırlar (Özatay, 2012: 9).

Faiz koridorunun işleyişini şu şekilde özetlemek mümkündür (TCMB);

Merkez Bankası'nın gecelik borçlanma ve gecelik borç verme faizleri arasındaki koridor faiz koridoru olarak adlandırılmaktadır. Merkez Bankası'nın geçici likidite sıkıntısına düşen bir bankaya gecelik borç verme faiz oranı koridorun üst bandını oluştururken, likidite fazlası olan bir bankadan Merkez Bankası'nın gecelik borçlanma oranı da koridorun alt bandını oluşturmaktadır (TCMB). Yani piyasada oluşan fazla fonun Merkez Bankası'na borç verildiği faiz oranı koridorun alt bandını, piyasada oluşan fon ihtiyacının Merkez Bankası'ndan karşılanabileceği faiz oranı da faiz koridorunun üst bandını oluşturmaktadır.

Merkez Bankası alt sınırdan borçlanmaya üst sınırdan da borç vermeye hazır olduğundan piyasa faizleri de bu koridorun içerisinde kalmaktadır. Öyle ki, likidite fazlası olan bir banka elindeki fazla likiditeyi Merkez Bankası'nın vereceği gecelik orandan daha düşük bir orandan diğer bankalara vermeyecek, likidite açığı olan bir banka da ihtiyacı olan likiditeyi Merkez Bankası'ndan borçlanabileceği oranının üzerinde bir tutardan borçlanmayacaktır. Bir de bu iki faiz oranı arasında olan politika faizi bulunmaktadır. 2010 yılı ortalarına kadar politika faiz oranı koridorun alt sınırı yani gecelik borçlanma oranıyken, 2010 yılından itibaren haftalık repo faizi politika faizi olmuştur (Özatay, 2012: 9).

Geleneksel uygulamada faiz koridorunun pasif kullanımı söz konusu olup, politika faizinin etrafında simetrik ve genellikle değişmeyen bir bantta oluşmakta ve piyasa faizinin politika faizinden sapmasının önüne geçmek için kullanılmaktaydı. Oysa ki 2010 yılından sonra kullanılan faiz koridoru, asimetrik faiz koridoru olmuş, borçlanma ve borç verme faizinin politika faizine uzaklığı ek bir politika aracı olarak kullanılmıştır. Merkez Bankası faiz koridorunun alt ve üst bandında gerekli gördüğünde değişiklikler yaparak, politika faizi etrafında asimetrik bir yapı oluşturabilmektedir. Bu da Merkez Bankası'nın sermaye hareketlerindeki oynaklıklara daha kısa sürede tepki vermesini sağlamaktadır (Binici ve diğerleri, 2013: 2). Merkez Bankası böylelikle faiz koridorunu sermaye akımlarındaki oynaklıkların hem dış denge hem de döviz kuru üzerindeki etkilerini azaltmak, kredi arzında meydana gelebilecek ani değişiklikleri sınırlayabilmek amacıyla kullanmaktadır (TCMB, 2013 Yılı Para ve Kur Politikası: 4-5). Böylelikle sermaye girişlerinin yavaşlatılması için koridorun alt bandındaki düşük faiz oranı bir araç olarak kullanılırken, koridorun üst bandını

oluşturan faiz oranı ise kredilerdeki hızlı büyümenin önüne geçilmesi için kullanılabilmesi mümkün olmuştur.

Sermaye hareketlerinde görülen istikrarsızlıkları önlemek için sadece döviz alım satım ihalelerinin yeterli olmadığını gözlemleyen Merkez Bankası asimetrik faiz koridoru uygulamasıyla, “kısa vadeli faiz oranlarının öngörülebilirlik derecesini” ayarlayarak ülkeye sermaye girişlerini yönetmeye çalışmıştır (Özatay, 2011: 30).

Sermaye girişinin fazla olduğu dönemlerde Merkez Bankası, faiz koridorunu aşağıya doğru genişleterek, piyasa faiz oranlarına dair belirsizliği arttırmakta, hızlı sermaye girişlerinin TL’de neden olabileceği aşırı değerlenmeyi önlemektedir. Zira belirsizliklerin spekülasyon amaçlı sermaye girişlerini caydırıcı olması beklenmektedir. Böylelikle kurdaki oynaklık azaltılırken, bir yandan da düşük faiz ortamı nedeniyle yurtiçi krediler ve iç talep desteklenmektedir. Sermaye girişlerinde azalma olduğu dönemlerde ise kısa vadeli faiz oranlarının seyrine dair belirsizlik azaltılmakta başka bir deyişle politika öngörülebilirliği arttırılmaktadır. Bu kez gecelik borç alma faiz oranı arttırılarak faiz koridoru daraltılmaktadır. Ancak sermaye çıkışlarının hızlanması durumunda koridorun üst bandı olan gecelik borç verme faiz oranı da yukarı doğru genişletilerek ortalama fonlama maliyeti yükseltilebilmektedir. Hem fonlama maliyetinin yükselmesi hem de bankaların faiz oranlarının seyrindeki belirsizlikten dolayı risk priminin kredi maliyetlerine yansımaları neticesinde kredi hacmi de etkilenmektedir (TCMB, Merkez Bankacılığında Yeni Bir Araç: Öngörülebilirlik” Bülten, Sayı 27: 3-4). Bankalar kredi kullandırmalarında faiz riskini fiyatlarken genellikle faiz koridorunun üst bandına göre işlem yapmaktadırlar. Dolayısıyla koridorun üst bandındaki yukarı yönlü genişletme krediler üzerinde etkili olabilmektedir. Bu da kredi büyümesi üzerinde güçlü etki yapmaktadır. Dolayısıyla faiz koridoru uygulamasının kredi kanalı üzerinde etkisi bulunmaktadır (Kara, 2012: 10).

Faiz oranlarının arttırılması yerli paranın diğer para birimleri karşısında değer kazanmasına sebep olmaktadır. Geleneksel faiz koridoru uygulamasının gerçekleştiği dönemlerde kısa vadeli faizler aylık olarak değiştirilirken, yeni uygulamada kısa vadeli faizlerin günlük olarak ayarlanması söz konusudur. Böylece sermaye hareketlerindeki ani değişiklik durumlarında hızlı bir şekilde likidite yönetimiyle döviz kuru oynaklıklarına

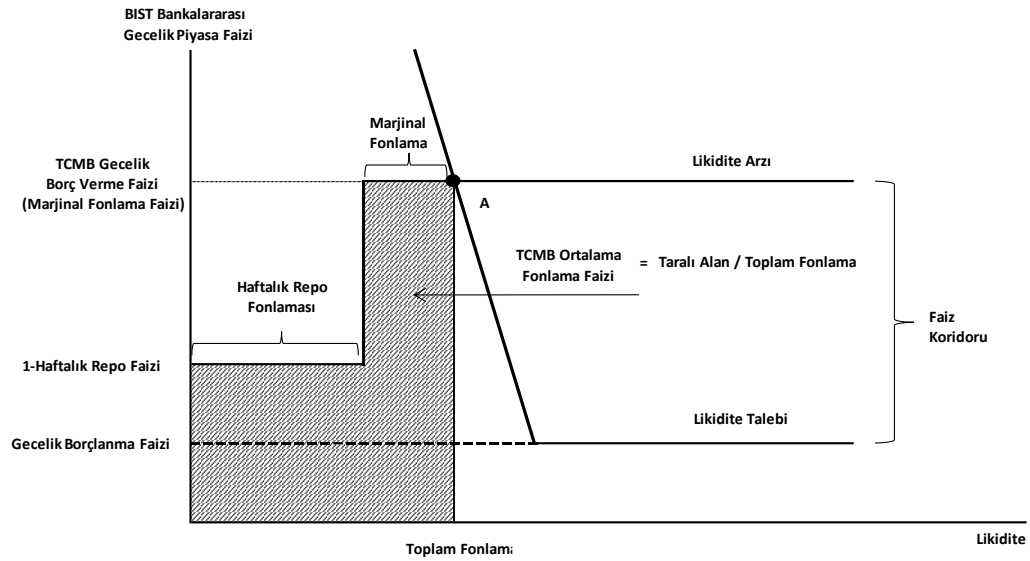
müdahale edilmesi mümkün olmaktadır. Sermaye girişlerinin hızlı olduğu dönemlerde faiz koridoru aşağı yönde genişletilerek faiz oynaklığı arttırılmakta, sermaye girişlerinin yavaş olduğu dönemlerde ise faiz koridoru yukarı yönlü genişletilerek döviz kurundaki oynaklık azaltılmaktadır. Dolayısıyla faiz koridoru uygulamasının döviz kanalı üzerinde de etkisi bulunmaktadır (Kara, 2012:11).

Daha önceleri koridor sisteminde gecelik piyasa faizlerinin politika faizlerine yakın yerlerde gerçekleştiği gözlemlenirken, küresel kriz sonrasında piyasa faizlerinin koridor içerisinde daha geniş aralıklarda dalgalanmasına izin verilmiştir. Merkez Bankası bu dalgalanmayı fonlama miktarlarını değiştirerek sağlamıştır. Böylelikle Merkez Bankası, sermaye hareketlerine hızlı ve esnek bir şekilde, aynı zamanda kredi piyasalarındaki büyümeyi de kontrol ederek tepki vermeye başlamıştır (Küçük ve diğerleri, 2014: 3). Kısa vadeli politika faizi tek araç iken, yani tek hedef enflasyon hedeflemesiyle, Merkez Bankası enflasyon oranlarındaki hedeften sapmalarda, kısa vadeli faiz oranlarını değiştirmektedir. Örneğin, yurtdışı talepteki artıştan dolayı enflasyonun hedeflenen değerinden sapması durumunda, kısa vadeli faiz oranı arttırılacak, böylece hem yerli para değer kazanacak hem de kredilerde yavaşlama görülecektir. Ancak finansal istikrarın da amaç fonksiyonunda olduğu bir durumda tek başına politika faizinin kullanılması yeterli olmayacaktır. Yukarıdaki gibi bir durumun sermaye girişlerinin fazla olduğu bir dönemde yaşanması durumunda kısa vadeli faizlerin arttırılması, sermaye girişlerini hızlandırarak yerli paranın gereğinden fazla değerlenmesine neden olabilmektedir. Bu sebeple Merkez Bankası araç çeşitliliğine gitmiştir (Kara, 2012: 7).

Merkez bankalarının gecelik borç alma ve borç verme faizleri arasındaki oluşan faiz koridorunda, piyasa faiz oranlarının hangi seviyelerde oluşacağını merkez bankaları uyguladıkları likidite politikaları ile belirlemektedirler. Bankaların likiditelerinin fazla olduğu dönemlerde Merkez Bankası gecelik borçlanma faizi koridorun alt bandını oluştururken, 2010 yılından sonra ise bir haftalık repo faizi temel fonlama aracı olarak kullanılmıştır (Kara,2015: 3). Bir haftalık repo faiz oranı Merkez Bankası tarafından aylık olarak açıklanmaktadır ve bu orandan günlük olarak miktar ihaleleri gerçekleştirilmektedir. Fonlama miktarının günlük olarak değiştirilmesi ağırlıklı ortalama fonlama faizini (AOFF) politika faiz oranından ayıştırmaktadır.

Para piyasasının ihtiyacı olan likiditenin tamamının, Merkez Bankası tarafından bir haftalık repo ihaleleri ile karşılanması durumunda, gecelik piyasa faizi bir haftalık repo faizi seviyesinde oluşacak ve haftalık repo faizi politika faizi olarak olarak adlandırılacaktır. Ancak fonlamanın tamamının bir haftalık repo ihaleleri ile yapılmaması, fonlamanın içeriğindeki değişiklikler, likidite arz ve talebinin kesişeceği yeri yani para piyasasında faizin oluşacağı seviyeyi belirlemektedir.

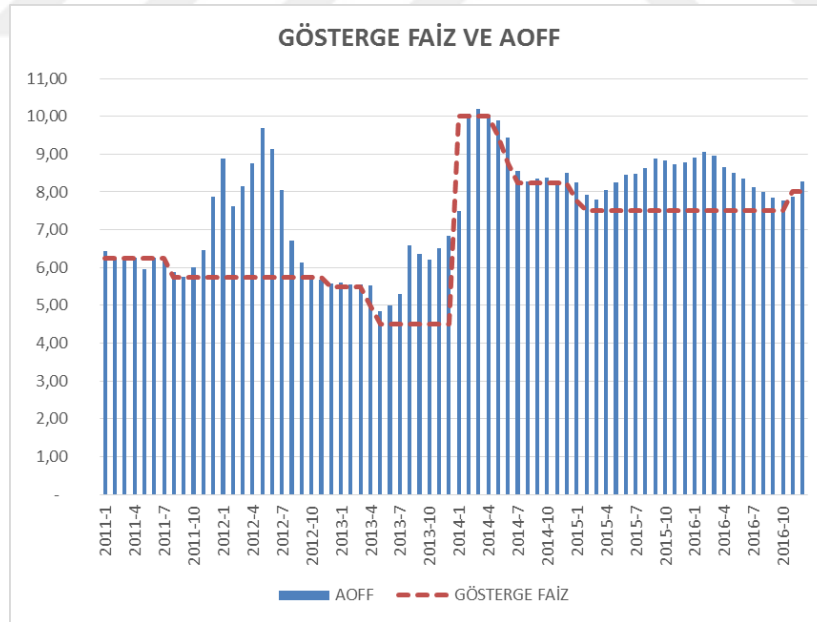
Merkez Bankası tarafından sağlanan likidite, bir haftalık repo ve gecelik borç verme (marjinal fonlama) ile sağlanmaktadır. Merkez Bankası bir haftalık repo işlemleri ile sağlayacağı likiditeyi doğrudan belirlemektedir. Piyasada ek likidite talebinin oluşması durumunda, Merkez Bankası'nın marjinal fonlama imkanı devreye girmektedir. Merkez Bankası marjinal fonlama ile piyasadaki tüm likidite talebini karşılamaktadır. Piyasada oluşan likidite talebi ise faiz oranları ile ters orantılı olup, talep eğrisi negatif eğimlidir. Ancak hiçbir şekilde piyasa faizleri Merkez Bankası gecelik borçlanma oranının altına düşmeyeceği için, bu seviyeden sonra yatay seyretmektedir. AOFF likidite arz ve talep eğrisinin kesiştiği noktada oluşmaktadır. Aşağıdaki grafikte likidite arz ve talep eğrilerinin A noktasında kesiştiği görülmektedir. Bu da bize Merkez Bankası'nın piyasanın ihtiyacı olan tüm likiditeyi haftalık repo fonlaması ile karşılamadığını ve kalan talebin marjinal fonlama oranından temin edildiğini göstermektedir. Sonuç itibarıyla, Merkez Bankası'nın fonlama şartları ve haftalık repo fonlama miktarındaki değişiklikler piyasada faizlerin koridorun neresinde oluşacağını belirlemektedir (Kara, 2015: 2-4).



Şekil 3.4. Kısa Vadeli Faizlerin Belirlenmesi

Kaynak: Kara, 2015: 4.

Aşağıdaki grafikten görüleceği üzere, Merkez Bankası haftalık repo faizini değiştirmese bile, fonlama miktarını değiştirerek AOFF'de değişikliğe sebep olmaktadır.



Şekil 3.5. Merkez Bankası Haftalık Fonlama Faizi ve AOFF Farkı

Kaynak: TCMB EVDS verileri kullanılarak tarafımca hazırlanmıştır.

Merkez Bankası ortalama faizi, Merkez Bankası'nın çeşitli kanallardan piyasaya verdiği kısa vadeli likiditenin ağırlıklı ortalama faizidir. Bankaların temin ettiği fonlar

içerisinde Merkez Bankası'nın fonlaması önemli bir yere sahip olduğu için, söz konusu faiz oranı bankaların mevduat ve kredi fiyatlandırmalarında önem taşımaktadır (Kara, 2015: 6).

Kara (2015), Merkez Bankası'nın bir haftalık repo faizinde bir değişiklik yapmadan sadece fonlamanın kompozisyonunu değiştirerek AOFF'yi nasıl değiştirdiğini şu örnekle açıklamaktadır;

Merkez Bankası'nın bir haftalık repo faizini %7,5 seviyesinde sabit bıraktığı ancak, fonlamanın kompozisyonunda değişiklik yaptığı üç farklı fonlama ele alınmaktadır. İlk durumda fonlamanın %80'i, ikinci durumda %70'i ve son durumda da %60'ı bir haftalık repo ihaleleri ile %7,5 faiz oranından gerçekleşmektedir. Kalan fonlamanın, sırasıyla %20, %30 ve %40'ı ise marjinal fonlama oranından %10,75 faiz oranı ile gerçekleştirilmektedir. Yani Merkez Bankası piyasaya girerek daha yüksek faizden fonlama yapmaktadır. Bu durumda oluşan AOFF'leri sırasıyla %8,2 ($0,80 \cdot 7,5 + 0,20 \cdot 10,75 = 8,2$), %8,5 ($0,70 \cdot 7,5 + 0,30 \cdot 10,75 = 8,5$) ve %8,8 ($0,60 \cdot 7,5 + 0,40 \cdot 10,75 = 8,8$) olarak gerçekleşmektedir. Merkez Bankası'nın bir haftalık repo faizi ve gecelik borçlanma faizi sabit kalmasına rağmen, ortalama fonlama faizi artmış, dolayısıyla para politikasında sıkılaştırmaya gidilmiştir. Bu iki faiz oranındaki farklılaşma Merkez Bankası'nın kredi ve döviz kuru aktarım kanallarını farklı etkilemesine de olanak tanımaktadır (Kara 2015: 8-9).

Çizelge 3.14. Kısa Vadeli Faizler, Merkez Bankası Fonlama Kompozisyonu ve Para Politikası Duruşu

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

Kaynak: Kara, 2015: 8

Kara (2015), Merkez Bankası'nın bir haftalık repo faizinde değişiklik gerçekleştirmesine rağmen, haftalık fonlamanın toplam fonlama içerisindeki payı değiştirilerek para politikasının duruşunu korumasını ise şu şekilde örneklendirmiştir;

Merkez Bankası'nın bir haftalık repo faizini ve haftalık fonlamanın toplam fonlama içerisindeki payını giderek arttırdığı üç farklı fonlama ele alınmaktadır. Fonlamanın ilk

durumda %70'i %7,5 faiz oranından haftalık repo ihaleleri, %30'u %10,75 marjinal fonlama faizinden, ikinci durumda %75'i %7,5 faiz oranından haftalık repo ihaleleri, %25'i %10,75 marjinal fonlama faizinden, üçüncü durumda ise %82'si %7,5 faiz oranından haftalık repo ihaleleri , %18'i %10,75 marjinal fonlama faizinden gerçekleştirilmiştir. Üç durumda da $((0,70*7,50+0,30*10,75=8,5),(0,75*7,75+0,25*10,75=8,5),(0,82*8,00+0,18*10,75=8,5))$ AOFF %8,5 olarak gerçekleşmiştir. Görüldüğü üzere Merkez Bankası kısa vadeli faiz oranlarını değiştirirse bile fonlama miktarını değiştirerek politika duruşunu korumuştur.

Çizelge 3.15. Kısa Vadeli Faizler, Merkez Bankası Fonlama Kompozisyonu ve Para Politikası Duruşu

Marjinal Fonlama Faizi	1 Haftalık Repo Faizi	Haftalık Fonlamanın Toplam İçindeki Payı	Ortalama Fonlama Faizi	Gecelik Piyasa Faizi
I	10,75	70%	8,5	10,75
II	10,75	75%	8,5	10,75
III	10,75	82%	8,5	10,75

Kaynak: Kara, 2015: 9

Sonuç itibariyle, bir haftalık vadede gerçekleştirilen fonlamanın miktarı günlük olarak değiştirilerek piyasada oluşan faizin seviyesi günlük olarak ayarlanmaktadır. Merkez Bankası'nın fonlama miktarını değiştirerek faizin seviyesinde gerçekleştirebileceği değişikliğin boyutunu faiz koridorunun genişliği belirlemektedir (Kara,2012: 8).

2010 yılından itibaren geleneksel olmayan para politikası uygulamaları gerçekleştiren Merkez Bankası'nın finansal istikrarsızlığı engellemek amacıyla geliştirmiş olduğu araçlardan biri de Rezerv Opsiyonu Mekanizması (ROM)'dir. ROM zorunlu karşılık uygulamaları kapsamında geliştirilmiş bir araç olup, bankaların TL zorunlu karşılıklarının belirli bir yüzdesini yabancı para ve altın cinsinden karşılayabilmesine imkân tanımaktadır (TCMB, Bülten Sayı 28, 2012: 2). Merkez Bankası bu yüzdenin ne olacağını, Rezerv Opsiyonu Oranı (ROO) ile belirlemektedir. Bir birimlik TL zorunlu karşılık başına tutulması gereken yabancı para veya altın karşılığını belirleyen katsayı Rezerv Opsiyon Katsayısı (ROK) olarak adlandırılmaktadır (Alper ve Diğerleri, 2012: 2).

Merkez Bankası'nın zorunlu karşılık politikasını uygulamasındaki amaç kredi arzını etkilemektir. Sermaye girişlerinin yüksek olduğu dönemlerde faiz oranlarındaki düşüş kredi

büyümesini hızlandırabilmektedir. Bu durumda zorunlu karşılık oranlarındaki artırımlar kredi kullandırımını sınırlandırabilmektedir. Sermaye girişlerinin azaldığı dönemlerde ise zorunlu karşılık oranlarındaki indirimler kredilerdeki ani daralmaların önüne geçebilmektedir. Zorunlu karşılık oranlarında gerçekleştirilen değişiklikler, geliştirilen ROM uygulamasıyla döviz kuru üzerinde de etkili olabilmekte, böylelikle hem kredi hem de döviz kuru kanalıyla Merkez Bankası'nın fiyat istikrarı ve finansal istikrar amaçlarına hizmet edebilmektedirler. Kredi kanalının tüketim ve yatırımların finansmanında aldığı payın artması, bu kanalın toplam talep ve orta vadeli enflasyon üzerindeki etkisini de arttırmaktadır. Döviz kuru ise daha çok ithal girdi fiyatları yani maliyet yoluyla enflasyon üzerinde etkili olmaktadır (Kara, 2012: 12-14).

Bankalar yabancı para ve TL'nin maliyetlerine bakarak ROM'un sağladığı imkânların ne kadarlık kısmını kullanacaklarına karar veririler. Sermaye girişlerinin çok olduğu dönemlerde yabancı para kaynak maliyeti daha düşük olduğundan, zorunlu karşılık oranlarının daha büyük bir bölümünü yabancı para olarak tutmak isteyeceklerdir. Bankaların dövizde olan talebinin artması, piyasaya giren dövizin bir kısmının piyasadaki çekilmesine, yabancı paranın değerlendirilmesine sebep olacaktır. Böylelikle TL'deki değerlendirme sınırlanmış olmakta, sermaye akımlarının neden olduğu döviz kuru oynaklığını azaltmaktadır (TCMB, 2012: 2). Merkez Bankası sermaye girişlerinin yavaşladığı dönemlerde ise ROK'u azaltarak piyasadaki döviz çekişini azaltabilmektedir. Ancak bankaların rezerv opsiyon imkanının tamamını kullandıkları durumlarda, ROM otomatik bir dengeleyici olarak çalışmamaktadır. Öyle ki, sermaye girişlerinin daha da hızlandığı bir dönemde eğer bankalar zaten bu aracın sağladığı tüm imkânı kullanıyorlarsa, yani ROO olarak belirlenen tüm yabancı para tutma hakkını kullanıyorlarsa, TL yerine daha fazla yabancı para tutamayacaklardır. Bu durumda Merkez Bankası'nın bu aracın etkinliğini arttırabilmek için yapabileceği şey ROK'u arttırmak olacaktır. Böylelikle aynı tutarlardaki TL zorunlu karşılıkları yerine piyasadaki çekilecek olan yabancı para miktarı arttırılacaktır (Alper ve diğerleri, 2012: 8). Böylelikle bir yandan TL üzerindeki değerlendirme baskısı azalırken diğer yandan da ülkeye giren dövizin krediye dönüşüm oranı da azalmış olacaktır (TCMB, 2012d: 2).

ROM'un en önemli özelliği, kendiliğinden işleyen bir mekanizma olmasıdır. Öyle ki, Merkez Bankası her gün her dakika bankalara ne kadar TL karşılığı ne kadar yabancı para tutacağını beyan etmemektedir. Bankalar maliyet analizleri yaparak bu aracın kullanım miktarını kendileri belirlemektedirler (Alper ve diğerleri, 2012: 10).

Bankaların likidite ihtiyaçlarının olması durumunda yabancı para karşılığı bankalara TL veren Merkez Bankası, bu para politikası aracıyla da yine piyasadaki TL arzını arttırmaktadır. Ancak artan ROK oranı, çekilen döviz miktarını arttırırken piyasaya verilen TL miktarını sabit bırakmaktadır. Böylelikle direkt döviz alım durumunda ortaya çıkabilecek olan aşırı likiditenin ve düşük faizin sebep olabileceği kredi genişlemesinin önüne geçilmiş olacaktır.

Merkez Bankası mevcut katsayıları arttırarak ya da ROM'a yeni bir dilim ekleyerek piyasadan çekeceği döviz miktarını arttırabilmektedir. Katsayının arttırılması TL likiditeyi değiştirmezken, yeni bir dilimin eklenmesi ve bu dilimin de bankalar tarafından kullanılması TL likiditeyi etkilemektedir. Döviz miktarını azaltırken, TL miktarını arttırıp arttırmamak konusunda Merkez Bankası'na esneklik kazandırmaktadır (Küçüksaraç ve Özel, 2012: 4).

ROM uygulamasıyla Merkez Bankası, sermaye hareketlerindeki değişikliklere karşı piyasaların direncini arttırabilmektedir. Aslında faiz koridoru ile de bu şoklara karşı tedbir amaçlanmıştır. Ancak bu iki aracın işleyişlerinde bir takım farklılıklar bulunmaktadır. Faiz koridoru yönteminde Merkez Bankası piyasaya verdiği likidite miktarını değiştirerek, AOFF'de değişiklikler yaratmakta, dolayısıyla faiz oranlarındaki değişiklikler üzerinden döviz kuru oynaklığını etkilemektedir. ROM da ise yabancı paraya olan talebi yani ülkeye giren sermayenin kullanımını etkileyerek döviz kurunun oynaklığını etkilemektedir. Aslında bu iki enstrüman birbirinin tamamlayıcısı olarak, kısmen birbirlerine olan ihtiyaçları azaltmaktadır (Alper ve diğerleri, 2012: 12).

ROM uygulamalarında Merkez Bankası aşamalı bir uygulama gerçekleştirmiş ve ilk etapta TL zorunlu karşılıkların döviz olarak daha sonra da altın olarak da tesisine imkân tanımıştır.

Aşağıdaki tablodan da görüleceği üzere 2011 -2016 yılları arasında bankaların ROM imkânlarının çoğunu kullandıklarını göstermektedir. Bu da piyasanın bu imkâna ihtiyaç duymuş olduğunu göstermektedir.

Çizelge 3.16. TL Zorunlu Karşılıklar İçin Rezerv Opsiyonu Mekanizması (ROM) Kullanım Oranı (%) (Yıllık Ortalama)

Yükümlülük Tarihi	Tesis Tarihi	Döviz İmkânı (Max) %	Döviz İmkânı Kullanımı %	Altın İmkânı (Max) %	Altın İmkânı Kullanımı %
2011	2011	30	26	10	6
2012	2012	49	45	22	19
2013	2013	60	52	30	25
2014	2014	60	56	30	27
2015	2015	60	56	30	27
2016	2016	60	51	30	26

2016 yılı Eylül sonu verileri dahil hazırlanmıştır

Kaynak: TCMB EVDS verileri kullanılarak tarafınca hazırlanmıştır.

Bütün bu para politikasındaki değişikliklerin yıllara göre uygulamaları ise şu şekilde gerçekleşmiştir;

Kasım 2010'dan Ağustos 2011 dönemine kadar hem kısa vadeli sermaye akımlarının sınırlanması hem de döviz kurundaki aşırı değerlenmenin engellenmesi hedeflenmiştir. Sermaye akımlarının güçlü olması nedeniyle Merkez Bankası faiz koridorunu aşağı doğru genişletmiştir. Böylelikle gecelik piyasa faizlerinde aşağı yönlü oynaklık arttırılmıştır. Amaç kısa vadeli sermaye girişlerini azaltmaktır. Ancak düşük faiz ortamının kredi genişlemesine sebep vermesinin önüne geçmek amaçlı olarak da zorunlu karşılık oranlarında ciddi artırımlar yapılmıştır. Aynı zamanda düzenli olarak döviz alım ihaleleriyle de hem bu politikaların etkileri hem de Merkez Bankası'nın döviz rezervleri güçlendirilmiştir (TCMB, 2011a: 3).

2011 yılı Ağustos ayından sonra risk algısındaki bozulma ve sermaye girişlerindeki yavaşlama, Merkez Bankası'nın bu araçları ters yönde kullanmasını gerektirmiştir. Bu sefer gecelik borç alma faizi yükselttilerek faiz koridoru daraltılmıştır. Gecelik faiz oranlarının politika faizinden daha yüksek düzeyde oluşmasına izin verilirken, likidite ihtiyacını azaltmak için zorunlu karşılık oranları düşürülmüş, durgunluk riskinin azaltılması için ise politika faizinde indirim yapılmıştır. Ayrıca TL zorunlu karşılıkların belirli kısmının döviz olarak tutulabilmesi imkânı sağlanmıştır (TCMB, 2011a: 5).

Aynı dönemde TL’de görülen değer kaybının enflasyon üzerindeki olumsuz etkilerini sınırlandırabilmek için faiz koridoru yukarı doğru genişletilmiştir. Yani borç verme faizi arttırılmış parasal sıkılaştırmaya gidilmiştir. Bankaların bu yüksek faiz oranından borçlanması için Merkez Bankası haftalık repo faiz oranından sağladığı fonlama miktarını azaltmıştır. Aynı dönemde kredi faizlerinde de yükseliş yaşanmıştır (TCMB, 2011a: 7). Parasal sıkılaştırmanın kredi şartlarında aşırı sıkılaştırma yaratmaması için de ROM devreye sokulmuştur. Ayrıca küresel ekonomik krizin etkilerinin azaltılması amacıyla bankaların kredi sağlama kabiliyetlerini arttırıcı makro ihtiyati önlemler de hayata geçirilmiştir. Öyle ki, 2010 yılı Mart ayında sermaye yeterlilik düzeyi belirli bir seviyenin üzerinde olan bankalara (%16 ve üzeri) kredi kartları hariç nakit krediler için genel karşılık oranını %0 olmasına karar verilmiştir (BDDK,2010: 24)

2008 yılında 2011 ve 2012 yılları için enflasyon hedefi %5,5 ve %5 olarak açıklanmıştır. 2011 yılında 2013 yılı hedefi de %5 olarak belirlenmiş, 2011 ve 2012 hedefleri korunmuştur. 2011 yılının ilk yarısında enflasyon oranları 2 puanlık belirsizlik aralığı içerisinde kalırken, yılı %10,45 gibi çok yüksek bir orandan tamamlamıştır.

Merkez Bankası 2011 yılında da dalgalı döviz kuru rejimine devam etmiştir. Özellikle sermaye girişlerinin yavaşladığı Ağustos 2011 tarihinden sonra Merkez Bankası döviz satım ihaleleri ile piyasaya döviz likiditesi sağlamıştır (TCMB, 2011a: 13).

Sermaye akımlarındaki oynaklıklar devam ettiği sürece faiz koridorunu 2012 yılında aktif olarak kullanacağını açıklayan Merkez Bankası, 2012 yılının ilk yarısında da sıkı para politikasını sürdürmüştür. İkinci yarısında ise enflasyonda da görülen iyileşmeyle piyasayı daha destekleyici dolayısıyla düşük faiz politikası uygulanmıştır. Piyasaya verilen likidite arttırılmış, ortalama fonlama maliyeti düşürülmüş, kısa vadeli faizlerin koridorun alt sınırına yakın seyretmesi sağlanmıştır. Ayrıca ROM’un daha etkin kullanılması da faiz koridorunun üst bandındaki indirimlere olanak sağlamıştır (TCMB, 2013 Para ve Kur Politikası Raporu, 2012: 8). Yıl sonunda ise artan sermaye akımlarının finansal istikrarı olumsuz etkilememesi için politika faizinde sınırlı bir indirim gerçekleştirilmiştir. Bu durum piyasada da etkili olmuş, 2012 yıl sonuna doğru parasal sıkılaştırmada görülen göreceli gevşemenin etkisiyle

yılın son aylarında bankaların kullandırdıkları kredilerin artış hızında hızlanma yaşanmıştır (BDDK,2013: 7).

Orta vadeli enflasyon hedefi %5 olarak korunmuş, 2014 yılı için de enflasyon hedefi 2012, 2013 yıllarında olduğu gibi %5 olarak belirlenmiştir. 2012 yılı boyunca enflasyon oranlarında düşüş yaşanmış ve hedefe yakın seviyelere gelmiş, yıl sonu enflasyon oranı %6,16 olarak gerçekleşmiştir. Merkez Bankası 2012 yılında da dalgalı döviz kuru rejimine devam etmiş, döviz piyasasındaki aşırı oynaklıkları engellemek amacıyla 2012 yılı boyunca toplamda 2,4 milyar Dolar likidite sağlamıştır. Buna karşın ROM desteği ve reeskont kredilerindeki artışlar nedeniyle Merkez Bankası rezervlerinde artış gözlemlenmiştir (TCMB, 2012a: 14-16).

2013 ve 2014 yıllarında da sermaye akımlarının yurt içerisinde oluşturduğu oynaklıkların sınırlandırılması amacıyla faiz koridoru, ROM ve zorunlu karşılıklar birer aktif para politikası araçları olarak kullanılmaya devam edilmiştir. 2013 yılında sistemin 38,9 Milyar TL fonlama ihtiyacı oluşmuş ve bu ihtiyaç Merkez Bankası tarafından yılın ilk altı ayında bir hafta ve bir ay vadeli repo ihaleleri ile karşılanmış, ikinci yarısında ise vadeyi azaltacak şekilde kompozisyonu değiştirilmiştir (TCMB, 2013a: 6).

2013 yıl sonu enflasyon oranı %7,40 olarak gerçekleşmiş, Orta Vadeli Programla uyumlu olarak enflasyon hedefinin %5 seviyesi 2015 yılı için de korunmuştur.

Bu yıllarda da dalgalı döviz kur rejimi uygulamasına devam edilmiştir. Döviz kuru hedefi olmamasına karşın, Merkez Bankası, finansal istikrarın temini olarak döviz piyasasında sağlıksız fiyat oluşumlarının önüne geçmek için gerekli tedbirleri alacağını açıklamıştır. Merkez Bankası 2013 yılı boyunca toplamda 17,6 milyar Dolar, 2014 yılı boyunca da toplamda 17,6 milyar Dolar likidite sağlamıştır (TCMB,2014a: 12).

2014 yılında 2016 yılı enflasyon hedefi %5 olarak belirlenmiş ve belirsizlik aralığı önceki yıllarda olduğu gibi her iki yönde %2 olarak korunmuştur. 2013 yılında TL'de görülen değer kaybının enflasyon ve enflasyon beklentilerindeki olumsuz etkilerini sınırlandırmak için 2014 yılının başından itibaren yüksek faiz politikası uygulanmıştır. Uygulanan politika yıl sonuna doğru enflasyon oranlarında gerilemeyi getirirse de hedeflenen değer üzerinde

gerçekleşmiş ve yıl sonu enflasyonu %8,17 olarak gerçekleşmiştir. Merkez Bankası her ne kadar emtia fiyatlarındaki gevşemenin 2015 enflasyon oranını düşürücü etki yapacağını belirtse de, enflasyon oranlarında belirgin iyileşme sağlanana kadar sıkı para politikası duruşunu koruyacağını belirtmiştir. 2014 yılında sistemin 46,4 Milyar TL fonlama ihtiyacı oluşmuş ve bu ihtiyaç Merkez Bankası tarafından çoğunlukla bir hafta vadeli miktar repo ihaleleri ile karşılanmıştır (TCMB, 2015a: 8). 2014 yılının son aylarından itibaren yurtiçi tasarrufları güçlendirmek amacıyla TL tesis edilen zorunlu karşılıklara faiz ödemesine başlanılmıştır.

2015 yılında 2017 yılı enflasyon hedefi son yıllarda olduğu gibi %5 olarak belirlenmiş ve belirsizlik aralığı önceki yıllarda olduğu gibi her iki yönde %2 olarak korunmuştur. Merkez Bankası bu dönemde, sermaye hareketlerindeki oynaklıkların, düşük faiz politikalarının yabancı para cinsinden borçlanma eğilimlerini arttırmasının neden olabileceği finansal risklere dikkat çekmiş ve finansal istikrarın sağlanması amacıyla geleneksel araçların yanında geleneksel olmayan araçların kullanımına devam etmiştir.

2015 yılı genelinde enflasyonu hedeflerle uyumlu hale getirmek için yüksek faiz politikası izlenmeye devam edilmiş, ortalama fonlama faizi yükseltilmiştir. Parasal sıkılaştırmaya ve emtia fiyatlarındaki düşüşe rağmen, 2015 yılı boyunca enflasyon oranları hedeflenen oranların üzerinde gerçekleşmiş ve yıl sonunda %8,81 olarak gerçekleşmiştir. Bunda geçmiş yıldaki döviz kurundaki değer kaybının gecikmeli etkileri ve gıda fiyatlarındaki yükseliş etkili olmuştur. 2015 yılında sistemin 95,4 Milyar TL fonlama ihtiyacı oluşmuş ve bu ihtiyaç Merkez Bankası tarafından çoğunlukla bir hafta vadeli miktar repo ihaleleri ile karşılanmıştır. Mart 2015'ten itibaren marjinal fonlamanın (Merkez Bankası gecelik borç verme) payı da artmıştır. Bu da uygulanan faiz politikası duruşunu teyit eder niteliktedir. 2014 yılı sonlarında yurtiçi tasarrufu arttırmak amacıyla başlatılan TL zorunlu karşılıklara faiz ödenmesi uygulaması 2015 yılında da faiz oranları arttırılarak devam etmiştir. Ayrıca yabancı para zorunlu karşılık oranları kısa vadeli yükümlülükler için arttırılmış, böylelikle dış borçlanma vadelerinin uzatılarak, finansal kırılganlıkların azaltılması hedeflenmiştir (TCMB, 2015a: 5).

2016 yılında 2018 yılı enflasyon hedefi son yıllarda olduğu gibi %5 olarak belirlenmiş ve belirsizlik aralığı önceki yıllarda olduğu gibi her iki yönde %2 olarak korunmuştur.

Merkez Bankası küresel para politikalarının normalleşmeye başlaması ile birlikte para politikalarında normalleşme sürecinin başlayacağını açıklamıştır. Merkez Bankası Ağustos 2015 tarihinde küresel para politikalarının normalleşme sürecindeki yol haritasını şu şekilde özetlemektedir (TCMB, 2015c: 1-39);

Merkez Bankası tarafından TL likidite yönetimi sadeleşme adımları aşağıdaki şekilde açıklanmıştır:

Küresel para politikalarının normalleşmeye başlaması ile faiz koridoru daraltılacak ve bir hafta vadeli repo faiz oranı etrafında daha simetrik bir hale getirilecektir. Döviz likiditesi sadeleştirme önlemleri; küresel para politikalarının normalleşmesi öncesinde döviz kuru oynaklığını azaltmak amacıyla döviz satım ihalelerinin esnekliği arttırılacak, normalleşme öncesinde ve sürecinde TL zorunlu karşılıklara ödenen faizlerin yükseltilecek veya ROK düzenlemeleriyle döviz likiditesi sağlanacak, yabancı para zorunlu karşılıklara faiz ödemesi yapılabilecektir. Ayrıca bankaların Merkez Bankası nezdindeki döviz piyasalarında işlem limitleri arttırılacak, Merkez Bankası'ndan alabilecekleri döviz depoların faiz oranları düşürülecektir. Böylelikle bankaların bir yıl içerisindeki döviz yükümlülüklerini karşılayabilecekleri dövize ulaşmaları sağlanacaktır. Görüldüğü üzere yol haritası ile bankacılık sektörünün olası finansman krizlerine karşı güçlendirilmesi amaçlanmıştır.

Kısacası Merkez Bankası, 2010 yılında tek bir politika faiz yerine çoklu para politikası araçlarıyla piyasada rol alırken, bu dönemde bu araçları ortamın gerektirdiği şekilde kullanarak rol almaktadır. Merkez Bankası çok açık bir şekilde para politikasında sadeleşme sürecinde bir sonraki adımın yönü ve zamanlamasının verilere göre şekilleneceğini belirtmiştir (TCMB – Basın Duyurusu: 20/10/2016).

Nitekim Mart 2016 yılından itibaren sadeleşme politikası kapsamında Merkez Bankası gecelik borç verme faizini kademeli olarak indirmeye başlamış, fonlamanın tek faizden yapılması ve kısa vadeli piyasa faiz oranlarının Merkez Bankası fonlama faizine yaklaşması amaçlanmıştır. Temel fonlama aracının bir haftalık repo işlemleri olması

hedeflenen sadeleşme sürecinde, koridorun üst bandı olan gecelik borç verme faizi Mart 2016 tarihinde düşürülmeye başlanılmış ve o tarihteki %10.75 seviyesinden Eylül 2016 tarihine kadar %8.25 seviyesine düşürülmüştür. Böylelikle amaçlandığı üzere likidite yönetimi öngörülebilir hale gelmiştir. Yıl sonuna doğru küresel belirsizliklerdeki artış ve döviz kurlarındaki oynaklıkların enflasyon üzerindeki olumsuz etkilerini engellemek amacıyla bir miktar faiz artırımını gerçekleştirilmiştir (TCMB, 2016a: 3).

Merkez Bankası'nın sadeleşme yönünde attığı adımlardan bir diğeri de, likidite yönetiminde öngörülebilirliği arttırmak için Haziran 2016 tarihinden itibaren miktar ihalesi yöntemiyle sağlanan bir hafta vadeli repo fonlamasının haftanın günlerine dengeli dağıtımını gerçekleştirilmiştir (TCMB, 2016a: 6).

Kasım 2016 itibariyle sistemin 93,8 milyar TL fonlama ihtiyacı oluşmuş ve bu ihtiyaç Merkez Bankası tarafından çoğunlukla marjinal fonlama oranından karşılanmıştır. Merkez Bankası 2016 yılında da dalgalı döviz kuru rejimine devam etmiş, Ekim 2016 itibariyle toplamda 7,5 milyar Dolar likidite sağlamıştır (TCMB, 2016a: 3).

2017 yılı Para ve Kur Politikası'nı açıklayan Merkez Bankası, son dönemlerde ulusal paradaki hızlı değer kaybının yılın ilk çeyreğinden itibaren enflasyon üzerinde etkili olacağı ifade etmiş ve 2017 yılında para politikasının, enflasyon görünümüne karşı sıkı, döviz likiditesini ve finansal istikrarı dengeleyici niteliğini koruyacağını belirtmiştir.

Merkez Bankası ayrıca, TL ve döviz likiditesindeki esnekliğin ve araç çeşitliliğinin artırılması amacıyla Türk Lirası depoları karşılığı döviz depoları piyasası açmıştır (TCMB, 2017a). Böylelikle Merkez Bankası bankalara TL karşılığı önceden belirlenmiş bir vadede döviz sağlamakta, vade sonunda ise ilgili miktarların yeniden iadesi gerçekleşmektedir. Merkez Bankası bu yolla döviz ihtiyacı olan bankalara kendi rezervlerini kullanmadan TL swap faizlerini yükseltmektedir.

2016 yıl sonunda yıllık enflasyon hedeflerin üzerinde kalarak %8,53 olarak gerçekleşmiştir. Merkez Bankası hükümete yazdığı mektupta, enflasyondaki belirgin sapmanın nedenlerinin başında TL'de görülen değer kaybı, vergi ayarlamaları ve ücret artışları olduğunu ifade etmektedir. 2017 yılı başlarında döviz kurlarında görülen

oynaklıkların enflasyon üzerinde neden olacağı olumsuzlukları engellemek amacıyla Merkez Bankası farklı likidite işlemleri ile para politikasını şekillendirmiştir. Öyle ki Ocak 2017 ortasından itibaren bir haftalık repo ihaleleri açmamış, ayrıca Merkez Bankası bünyesinde bulunan Bankalararası Para Piyasasında bankaların borçlanabilme limitlerini düşürmüş, BIST bünyesinde bulunan Bankalararası Repo/Ters Repo Pazarındaki Merkez Bankası fonlama tutarını da azaltarak parasal sıkılaştırmayı güçlendirmiştir. Bunlara ek olarak yabancı para zorunlu karşılık oranları düşürülmüş, TL Depoları karşılığı, Döviz Depoları piyasasını açmıştır (TCMB, 2017b).

2006 yılından günümüze uygulanan faiz politikalarının finans piyasaları üzerindeki etkileri çalışmanın bir sonraki bölümünde detaylı olarak incelenecektir.

4. TÜRKİYE CUMHURİYET MERKEZ BANKASI'NIN 2006 YILI SONRASINDA UYGULADIĞI FAİZ POLİTİKALARININ FİNANS PİYASALARI ÜZERİNDEKİ ETKİLERİ

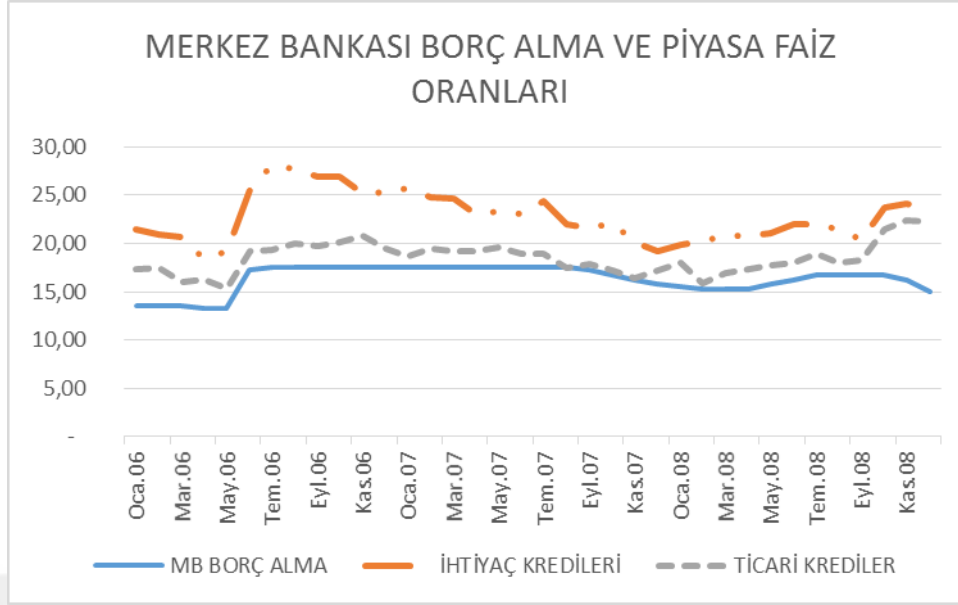
Çalışmanın bu bölümünde Merkez Bankası'nın 2006 yılı sonrasında uyguladığı faiz politikalarının etkileri üç alt başlıkta incelenecektir.

4.1. 2006 - 2008 Dönemi Uygulanan Faiz Politikalarının Etkileri

Bir üst bölümde anlatıldığı üzere 2006-2008 yılları arasında Merkez Bankası enflasyon oranlarındaki yükselişin önüne geçmek amacıyla çoğunlukla sıkılaştırılmış para politikası uygulamıştır. Merkez Bankası'nın döviz alım ihaleleri sonucunda oluşan TL gecelik repo faiz oranıyla piyasadaki çekilmiş, bu da piyasadaki oluşan faiz oranlarının da Merkez Bankası gecelik borçlanma oranlarıyla birlikte hareketine neden olmuştur.

Merkez Bankası 2006 yılının başlarında %13,50 olan gecelik borçlanma faizini yükselen enflasyon oranları nedeniyle yıl ortasından itibaren arttırmış ve yıl sonunda %17,50 seviyesine yükseltmiştir. Aşağıdaki grafikte görüldüğü üzere; Merkez Bankası'nın gecelik borçlanma faizlerinde gerçekleştirdiği artırım, piyasa faizlerine de yansımış, o dönemde piyasa faiz oranlarında da yükseliş gerçekleşmiştir.

Ancak piyasa faiz oranlarında görülen yükseliş Merkez Bankası faiz oranlarındaki yükseliş oranından daha fazla olduğu görülmektedir. Para politikasındaki bir değişikliğin kredi faiz oranlarında yaratmış olduğu değişikliğin, politika faiz oranlarındaki değişiklikten fazla olmasının nedenini kredi piyasasının para politikasının etkisini arttırmış olduğu şeklinde açıklamak mümkündür. Örneğin para arzındaki azalmanın banka kredilerinin azalmasına neden olması, tüketicilerin ise sınırlı krediyi almak için daha fazla faiz ödemeye razı olmaları piyasa faiz oranlarında yüksek değişkenliği beraberinde getirmektedir (Kasapoğlu, 2007: 23).



Şekil 4.1. Merkez Bankası ve Piyasa Faiz Oranları

Kaynak: TCMB EVDS verileri kullanılarak tarafımca hazırlanmıştır.

Bu dönemde bankacılık sektörü yurtiçi kullanılan kredilerin faiz oranları kredi mahiyetine göre farklılık göstermiş olmakla birlikte genelde yükseliş seyrini korumuştur. Öyle ki 2006 yıl başında %21,50 seviyelerinde olan ihtiyaç kredileri faiz oranları 2007 yıl başında %25,75'e yükselmiş, 2008 yılını %23,55 gibi bir orandan kapatmıştır. Taahhüt kredileri faiz oranları ise 2006 yıl başında %17,80 iken, 2006 ikinci çeyreğinde %14 seviyelerine gerilemiş olsa da 2008 yıl sonuna kadar yüksek seviyesini korumuş ve 2008 yılını %22,54 gibi bir seviye ile tamamlamıştır.

2007 yılının ikinci çeyreğinde Merkez Bankası gecelik borçlanma faizi sabit kalmış ancak piyasa faiz oranlarında düşüş eğilimi görülmüştür. Bu düşüş eğiliminde, genel seçimler nedeniyle talepte azalma görülmesine rağmen, uluslararası fon akışının devam etmesi, konut piyasasındaki rekabetin etkili olduğu düşünülmektedir (BDDK, 2007: vii).

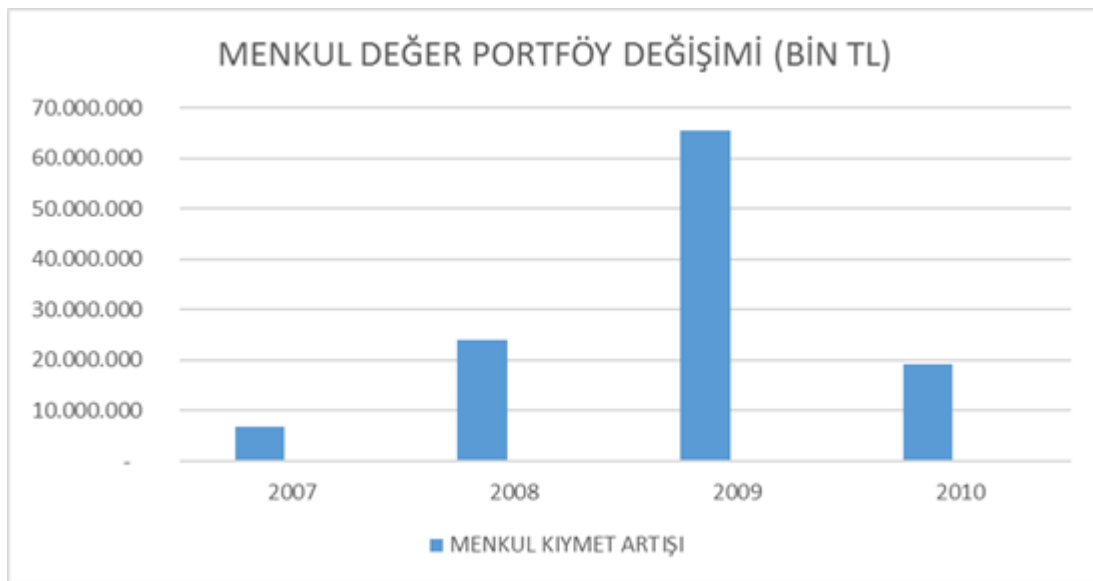
Aynı şekilde 2007 yıl sonuna doğru düşen enflasyon oranlarından cesaret alan Merkez Bankası'nın faiz oranlarında sınırlı indirimler gerçekleştirmiştir. Çalışmanın önceki bölümünde aktarıldığı üzere 2007 yıl sonuna kadar gecelik borçlanma faiz oranı %17,50 seviyesinden %15,75 seviyesine düşürülmüştür. Aynı dönemde piyasa faiz oranlarında da bir gerileme gerçekleşmiştir. Merkez Bankası'nın döviz alım ihaleleri sonucu oluşan likidite fazlasını repo işlemleri ile gecelik vadede çekmesi, gecelik piyasa faiz oranlarının genellikle

Merkez Bankası'nın borçlanma düzeyinde oluşmasında etkili olmuştur (TCMB Para ve Döviz Kuru Raporları, 2005, 2006, 2007).

2008 yılı ortalarından itibaren Merkez Bankası faiz oranlarını tekrar yükseltmeye başlamış, sıkılaştırılmış para politikası uygulamasına 2008 yılının son çeyreğine kadar devam etmiştir. Mayıs 2008 tarihinde %15,25 olan gecelik borçlanma faizini Temmuz 2008'e kadar %16,75 seviyesine yükseltmiştir.

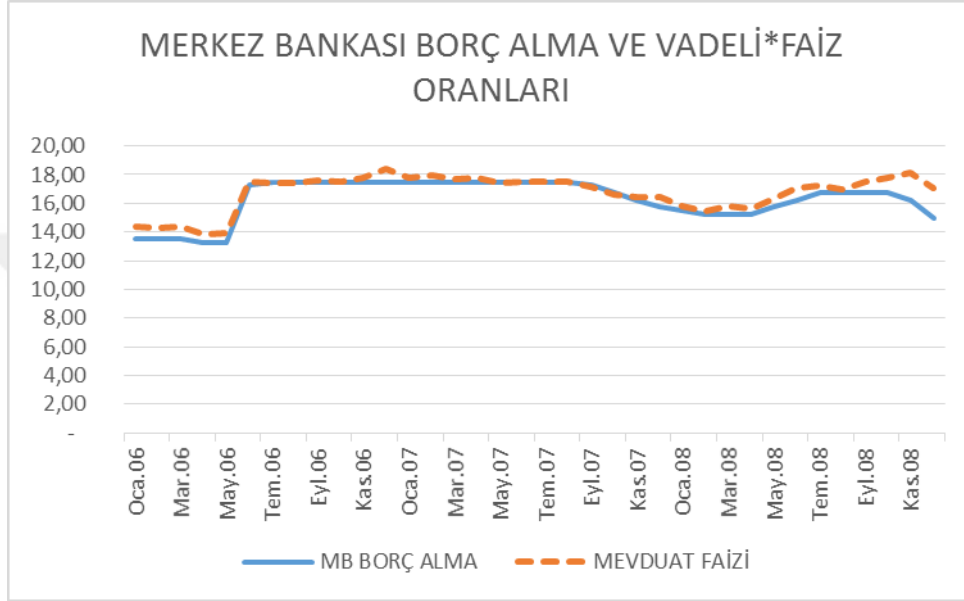
Çalışmanın bir önceki bölümünde finansal krizin Türk finansal sistemini olumsuz etkilemesini engellemek amacıyla Merkez Bankası'nın 2008 yıl sonuna doğru parasal genişleme stratejisi uygulamaya başladığı aktarılmıştı. Bu doğrultuda Merkez Bankası yılın son çeyreğinde faiz oranlarında indirimler gerçekleştirmiş ve gecelik borçlanma faizini yıl sonunda %15'e düşürmüştür. Ancak küresel krizin yarattığı belirsizliklerin etkisiyle piyasa faiz oranlarındaki yükseliş devam etmiştir. Yukarıdaki grafikte söz konusu dönemde Merkez Bankası gecelik borçlanma faiz oranı ile piyasa faiz oranlarındaki ayrışma gözükmemektedir.

Aşağıdaki grafik bankacılık sektörü menkul kıymet portföyündeki yıllık değişim değerlerini göstermektedir. 2008 yıl sonuna doğru menkul değer portföy değerindeki artışın yıl sonlarına doğru risk algısındaki bozulmalar nedeniyle bankaların kredi kullandırmada çekingen davranması ile açıklanabileceği düşünülmektedir.



Şekil 4.2. 2007-2010 Menkul Değer Portföy Değişimi

Bu dönemde bir aya kadar vadeli TL mevduatlara uygulanan faiz oranlarına bakıldığında, aşağıdaki grafikten de görüleceği üzere, Merkez Bankası faiz politikalarının mevduat faizlerine neredeyse birebir yansıdığı görülmektedir. Bu etkileşimde tasarrufların vadelerinin kısa olması ve bankaların faiz değişikliklerini gecikmeksizin mevduat faizlerine yansıtmasının etkili olduğu düşünülmektedir.



Şekil 4.3. Merkez Bankası Faizi ve Vadeli Faiz Oranları

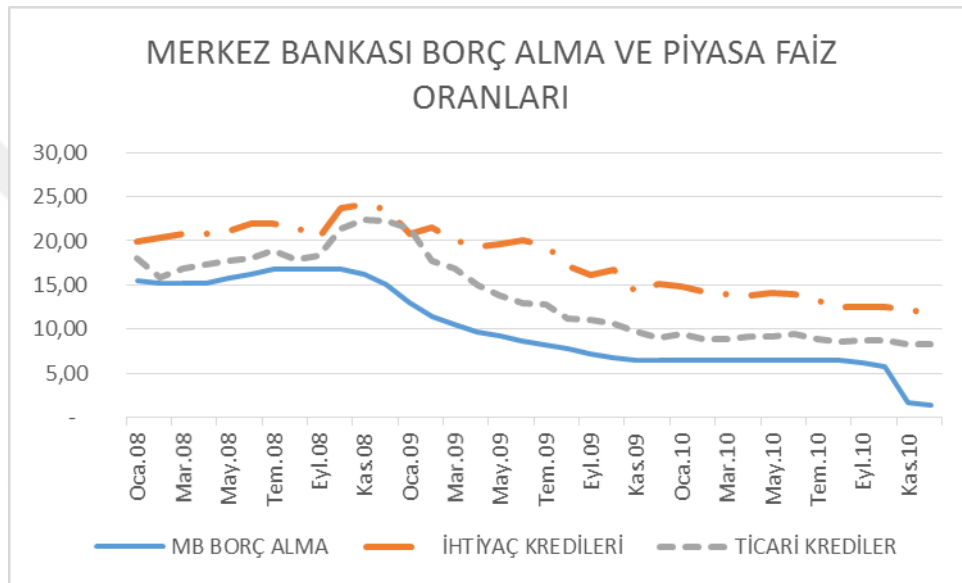
Kaynak: TCMB EVDS* verileri kullanılarak tarafımca hazırlanmıştır.

4.2. 2008 – 2010 Dönemi Uygulanan Faiz Politikalarının Etkileri

Bir üst bölümde anlatıldığı üzere, Merkez Bankası finansal krizin Türkiye üzerindeki olumsuz etkilerini engellemek amacıyla 2008 Kasım ayında parasal genişleme stratejisi uygulamaya başlamış, 2010 yılına kadar bu politikasına devam ederek politika faizi olan Merkez Bankası gecelik borçlanma faiz oranında üst üste indirimler gerçekleştirmiştir.

Merkez Bankası 2008 yılı Kasım ayından itibaren üst üste politika faizinde gerçekleştirmiş olduğu indirimlerle %16,75 olan politika faizini %6,50 seviyesine düşürmüştür. Aynı zamanda TL zorunlu karşılık oranları düşürülerek piyasanın likidite açığı kapatılmaya çalışılmıştır.

Bu dönemde de Merkez Bankası piyasada oluşan fazla likiditeyi gecelik işlemler ile çekmiş, dolayısıyla gösterge faiz oranı Merkez Bankası borçlanma faiz oranı olmuştur. Aşağıdaki grafikten de görüldüğü üzere 2008 yılı son çeyreğinden sonra piyasada oluşan faiz oranları da Merkez Bankası borçlanma faizi ile birlikte hareket etmiştir. Merkez Bankası gecelik borçlanma faiz oranındaki düşüşlerin başladığı Kasım 2008'den birkaç ay sonrasında bankaların kullandıkları ihtiyaç kredileri ve ticari kredilerin faiz oranlarında da düşüş hareketinin başladığı görülmektedir.



Şekil 4.4. Merkez Bankası Borç Alma ve Gecelik Piyasa Faiz Oranları

Kaynak: TCMB EVDS verileri kullanılarak tarafımca hazırlanmıştır.

Küresel krizin etkileriyle 2008 yılının sonlarında tüm kredi türlerinde görülen kullarımdaki azalma yerini 2009 yılının sonlarına doğru, düşen faiz oranları ve ekonomideki canlanmayla birlikte tüm kredi türlerinde yükselmeye bırakmıştır. 2009 yıl sonu itibariyle bankacılık sektörünün kullandırmış olduğu toplam kredi miktarı da 2008 yıl sonuna göre %6,9 oranında artmıştır. Faiz oranlarında görülen düşüşle birlikte, 2009 yılı içerisinde çeşitli sektörlerde gerçekleştirilen vergi indirimleri de bu durumu desteklemiştir (BDDK, 2009: 1-9). Kredilerdeki artış eğilimi 2010 yılı boyunca devam etmiş, en güçlü büyümeyi 2010 yılının son çeyreğinde göstermiştir.

2008 yıl sonundan itibaren Merkez Bankası'nın uygulamış olduğu düşük faiz politikası diğer faiz oranları üzerinde de etkili olmuş, buna rağmen düşük faiz oranları kredi hacminde hemen o dönemde bir artışı beraberinde getirmemiştir. Bu durumu 2008 yılının sonlarından itibaren küresel krizin ülkemizde etkili olmaya başlaması, bankaların kredi kullandırmalarında, tüketicilerin de kredi kullanımında ihtiyatlı davranmış olmalarıyla açıklayabiliriz.

Bu durum bankacılık sektörü menkul kıymet portföyündeki değişime de yansımış durumdadır. Öyle ki, 2008 yılında kredi talebinin düşmesi ve bankaların risk algısındaki yükseliş bankaların menkul kıymet portföyelerine de yansımış, 2008 yılında başlayan menkul değer portföyündeki yükseliş 2009 yılında artarak devam etmiştir. 2010 yılında ise bankaların menkul değer portföyelerinin değeri bu dönemdeki kredi kullandırmalarındaki artışlara paralel olarak azalmaya başlamıştır. 2009 yıl sonunda menkul değerlerin aktiflere %31,5 olan oranı, 2010 yıl sonunda %28,6'ya gerilemiştir (BDDK, 2011: 20).

Merkez Bankası faiz politikalarının bankalar üzerindeki bir etkisi de menkul kıymet portföyelerinin içeriği üzerinde oluşmuştur. Küresel kriz süreciyle birlikte parasal genişleme stratejisi uygulanması, faiz oranlarındaki düşüş sürecini başlatmış, bu da bankaların menkul kıymet portföyelerinde "vadeye kadar elde tutulacak menkul değer" tutarının göreceli olarak azalmasına neden olmuştur. Öyle ki, 2008 yıl sonunda %60 olan bu oran 2010 yıl sonunda %32,8'e gerilemiştir (BDDK, 2011: 3).

4.3. 2010'dan Günümüze Uygulanan Faiz Politikalarının Etkileri

Merkez Bankası'nın finansal krizin Türkiye üzerindeki olumsuz etkilerini engellemek amacıyla Kasım 2008 ayında parasal genişleme stratejisi uygulamaya başlayarak faiz oranlarında üst üste indirimler gerçekleştirmiş olmasına rağmen, ülkede görülen göreceli yüksek faiz oranları ülkeye olan sermaye girişlerini hızlandırmıştır. Sermaye hareketlerindeki ani değişikliklerin ülke ekonomisinde neden olacağı kırılganlıkları azaltmak için Merkez Bankası'nın birden fazla politika aracı kullandığı ve ağırlıklı ortalama fonlama faizinin önem kazandığı çalışmanın önceki bölümlerinde detaylı olarak açıklanmıştır.

Daha önce de tanımlandığı gibi, Merkez Bankası AOFF, Merkez Bankası'nın çeşitli kanallardan piyasaya verdiği kısa vadeli likiditenin ağırlıklı ortalama faizidir. Bankaların temin ettiği fonlar içerisinde Merkez Bankası'nın fonlaması önemli bir yere sahip olduğu için, söz konusu faiz oranı bankaların mevduat ve kredi fiyatlandırmalarında önem taşımaktadır (Kara, 2015: 6). Öyle ki Merkez Bankası'nın bir haftalık repo faizinde bir değişiklik yapmadan sadece fonlamanın kompozisyonunu değiştirerek AOFF'yi değiştirebilmesinin mümkün olduğu çalışmanın önceki bölümünde belirtilmiştir.

Aşağıdaki tablodan görüleceği üzere Merkez Bankası'nın net fonlama miktarı 2011-2016 yılları arasında oldukça yüksek tutarlardadır. Bu sebeple 2010 sonrası dönem uygulanan faiz politikalarının etkileri incelenirken ağırlıklı ortalama fonlama faizinin etkileri incelenecektir.

Çizelge 4.1. Merkez Bankası Net Fonlama Miktarı (Milyon TL)

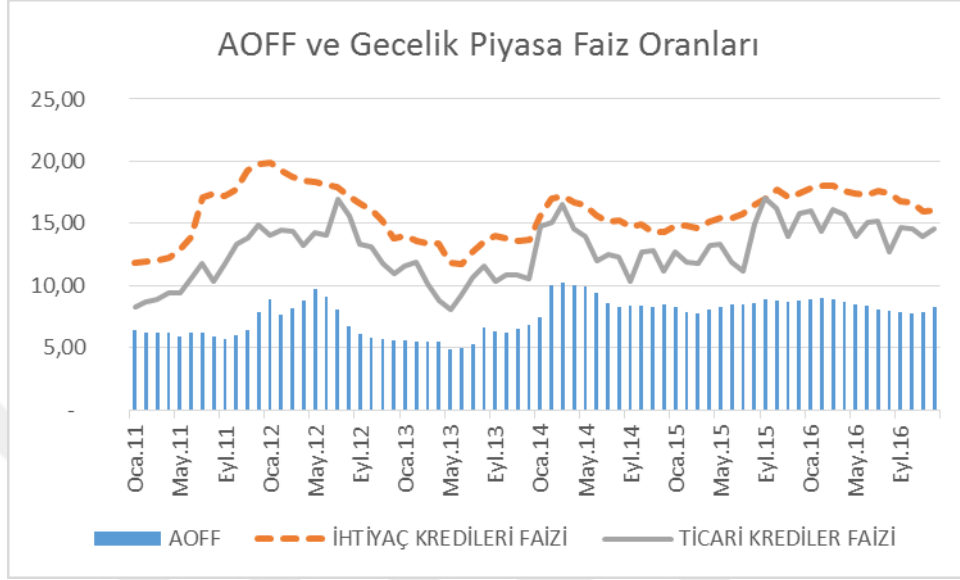
YILLAR	YILLIK NET FONLAMA (Milyon TL)
2011	611.505
2012	383.320
2013	370.363
2014	560.791
2015	912.074
2016	1.278.166

Kaynak: TCMB EVDS

Aşağıdaki grafikten görüldüğü üzere incelenen dönemde AOFF ile bankaların kredi faizlerine uyguladıkları faizlerin hareket yönleri genellikle birbirini takip eder niteliktedir. Bankalar kendi borçlanma maliyetlerindeki yani kaynak maliyetlerindeki düşüşleri yeni açılan kredilere piyasa şartları içinde yansıtabilmektedirler.

Öyle ki 2012 yılında Merkez Bankası'nın bankaları fonlama faizinde görülen düşüş, bu yıllarda uygulanan göreceli sıkılaştırılmış para politikası neticesinde zorunlu karşılık oranlarında görülen yükseliş, zorunlu karşılıklara faiz uygulamasına son verilmesi gibi nedenlerle bankaların faiz oranlarından bağımsız olarak kaynak maliyetlerinin yükselmesine neden olmuştur. Bu sebeple bankaların kaynak maliyetlerinin düşmesinin kredi maliyetlerine yansması ancak diğer tüm koşulların aynı olması durumunda mümkündür (TBB, 2013: 3). Çalışmanın bir üst bölümünde belirtildiği üzere, bankaların hem

fonlama maliyetlerinin yükselmesi hem de faiz oranlarının seyrindeki belirsizlikten dolayı risk priminin kredi maliyetlerine yansıtılması neticesinde kredi hacmi de etkilenmektedir (TCMB, “Merkez Bankacılığında Yeni Bir Araç : Öngörülebilirlik Bülten, Sayı 27.3-4).



Şekil 4.5. Gecelik Piyasa Faiz Oranları ve AOFF

Kaynak: TCMB EVDS verileri kullanılarak tarafımca hazırlanmıştır.

Bu dönemde bankacılık sektörü yurtiçi kullanılan kredilerin faiz oranları bu dönem süresince kredi mahiyetine göre farklılık göstermiş olmakla birlikte ilgili dönemlerde uygulanan para politikaları ile uyumlu bir seyir izlemiştir. Öyle ki 2011 yılında özellikle ihtiyaç kredi faiz oranlarında 2010 yıl sonuna göre artış yaşanmış ve ortalama faiz oranı %15,20 seviyesine yükselmiştir. Nitekim bu dönemde sıkı para politikasına geçiş yapılmıştır. 2010 yılında olduğu gibi 2011 yılında da kullanılan kredi hacminde 2010 yılındaki kadar artış olmasa da yükseliş devam etmiştir. 2010 yılında %33,9 olarak gerçekleşen kredilerin yıllık artış hızı 2011 yılında %29,8'e gerilemiştir.

2011 yıl sonuna doğru BDDK tarafından kredi karşılıklarında artışa sebep olan mevzuat değişikliği kredi kullandırım hızında görülen yavaşlamanın nedenlerinden bir tanesi olmuştur. 2011 yılındaki kredi kullandırımındaki yavaşlamaya karşın bankaların aktif artış hızı menkul değer portföy değerindeki azalma nedeniyle kredi artış hızından daha düşük gerçekleşmiştir. Sonuçta kredilerin artış hızı yavaşlamasına rağmen aktif içerisindeki payı artmaya devam etmiştir (BDDK, 2012: 5).

Merkez Bankası'nın sermaye akımlarındaki oynaklıklar sebebiyle faiz koridorunu 2012 yılında aktif olarak kullandığı, 2012 yılının ilk yarısında da sıkı para politikasını sürdürerek yılın ikinci yarısında enflasyonda da görülen iyileşmeyle piyasayı daha destekleyici dolayısıyla sıkı para politikasında bir gevşeme yaptığı çalışmanın önceki bölümlerinde ele alınmıştı. Piyasaya verilen likidite arttırılmış, ortalama fonlama maliyeti düşürülmüş, kısa vadeli faizlerin koridorun alt sınırına yakın gerçekleşmesi sağlanmıştır (TCMB, 2012a: 8).

Bu durum piyasada da etkili olmuş, 2012 yıl sonuna doğru parasal sıkılaştırmada görülen göreceli gevşemenin ve ülke notunun bir derecelendirme kuruluşu tarafından arttırılması etkisiyle yılın son aylarında kredi kullanımında artış yaşanmıştır (BDDK, 2013: 7). Ancak kredilerin yıllık artış hızı 2010 ve 2011 yıllarının gerisinde kalarak, 2012 yılında düşmüş ve artış hızı %16,38 olarak gerçekleşmiştir (Vakıfbank, Bankacılık Sektörü Raporu, 2013: 2). Bu dönemde de bankalar aktif yapılarını menkul değerler aleyhine krediler lehine değiştirmişlerdir.

Merkez Bankası'nın faiz politikası uygulamasına paralel olarak, kullanılan kredilerin faiz oranları da 2012 yılı başlarında yükselirken, 2012 yıl sonuna doğru düşüş eğilimine girmiştir. Merkez Bankası faiz indirimlerinin yansmasıyla, 2011 yıl sonu ile karşılaştırıldığında 2012 yıl sonunda ticari kredilerin ortalama yıllık faiz oranı yaklaşık 3 puan, ihtiyaç kredilerinin faiz oranı ise yaklaşık 5,6 puan azalış göstermiştir (BDDK, 2013: 24).

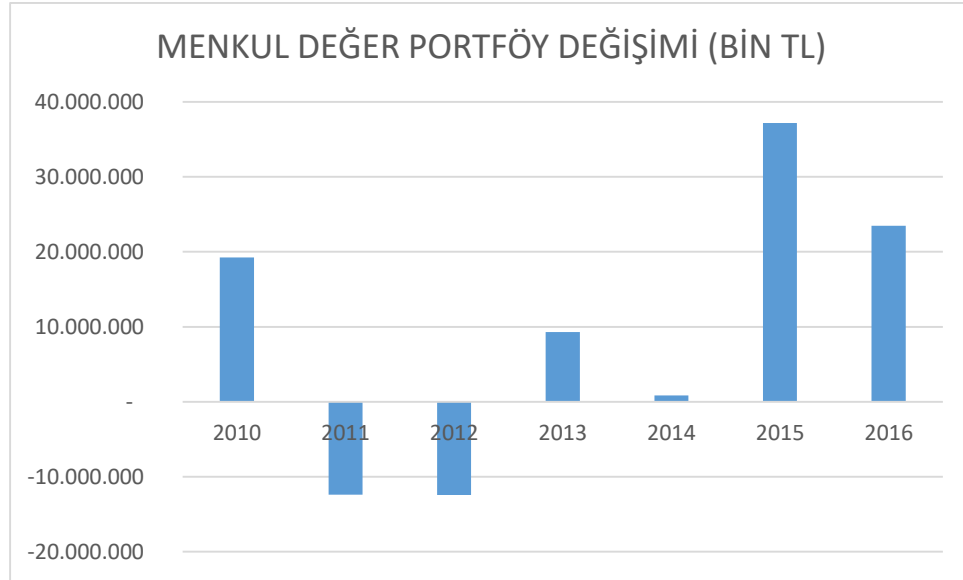
2012 yılında piyasa faiz oranlarında grafikten de gözlemlendiği üzere dikkat çekici bir gelişme ihtiyaç kredi faiz oranlarında yaşanmıştır. İhtiyaç kredileri faiz oranı düşüş eğilimine AOFF'den önce girmiştir. Bu durumda, 2011 yılının son dönemlerinde uygulamaya alınan ROM'un etkili olduğu düşünülmektedir. Öyle ki, bu uygulama ile bankaların TL zorunlu karşılık maliyetleri azalmakta bununla birlikte kredi kullanılabilecekleri likiditelerini azaltmamaktadır. Böylelikle AOFF'de henüz bir düşüş olmasa da bankalar maliyetindeki azalmaları kullandıkları kredi faizlerine yansıtmışlardır.

2012 yılında uygulanan genişletici para politikası uygulamaları 2013 yılının ilk yarısında da devam etmiş, bankacılık sektörü tarafından kullanılan kredi hacmi de bu politikayla uyumlu olarak yüksek seyrini sürdürmüştür. Nitekim kredilerin bankaların toplam aktifleri içerisindeki payı da 2012 yıl sonuna göre 2013 yıl sonunda %2,5 artış göstermiştir (BDDK, 2014: 6). Kredilerin yıllık artış hızı da 2012 yılındaki %16,38 seviyesinden %31,80 seviyesine yükselmiştir (Vakıfbank, Bankacılık Görünüm Raporu, 2014: 2).

Mayıs 2013'te FED, uygulamakta olduğu parasal genişleme programında azaltıma gidebileceği sinyali vermiştir. Bu kararlar paralel olarak 2013 yılının ikinci yarısından itibaren uygulamaya alınan sıkılaştırıcı para politikası neticesinde AOFF'de görülen yükseliş bankaların kredilere uyguladıkları faiz oranlarına da yansımış ve yükseliş gözlemlenmiştir. Yılın son çeyreğinde kredilerin artış hızında da yavaşlama görülmüştür (BDDK, 2014: 19). Mayıs 2013 tarihinde aylık ortalaması %4,85 olan ağırlıklı ortalama fonlama faiz oranı 2013 yıl sonunda %6,84'e yükselirken, aynı dönemlerde bankalarca açılan ihtiyaç kredilerine uygulanan ağırlıklı ortalama faiz oranı %11,87'den %13,72'ye, ticari kredilere uygulanan ağırlıklı ortalama faiz oranı da %8,09'dan %10,60'a yükselmiştir (TCMB, EVDS).

2014 ve 2015 yıllarında uygulanan sıkı para politikası uygulamaları neticesinde AOFF yükselmiş, bu yükseliş piyasa faiz oranlarına da yansımıştır. Aralık 2013 tarihinde %4,5 olan gösterge faiz oranını Ocak 2014'te %10'a yükseltmiştir. 2014 yıl sonunda gösterge faiz oranı nispeten düşürülerek 8,25% seviyesine düşürülse de 2013 yıl sonuna göre göreceli yüksek seyrini korumuştur.

Ocak 2014'te Merkez Bankası'nın faiz oranlarında gerçekleştirdiği sert artırım, kredi faizlerini de etkilemiş, 2014 yılında kullanılan kredi hacmi bir önceki yıla göre küçülmüştür. Aşağıdaki grafikten de görüleceği üzere bu duruma bankalar bir yıl gecikmeli tepki göstererek 2015 yılında menkul kıymet portföyünü arttırmışlardır.

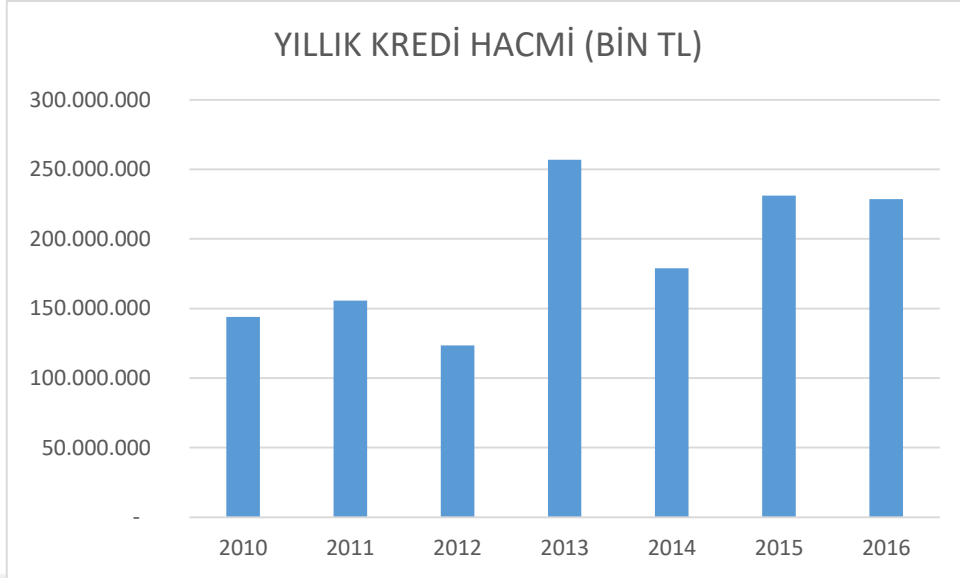


Şekil 4.6. Bankacılık Sektörü Menkul Kıymet Portföyü Yıllık Değişimi

Kaynak: TCMB EVDS verileri kullanılarak tarafımca hazırlanmıştır.

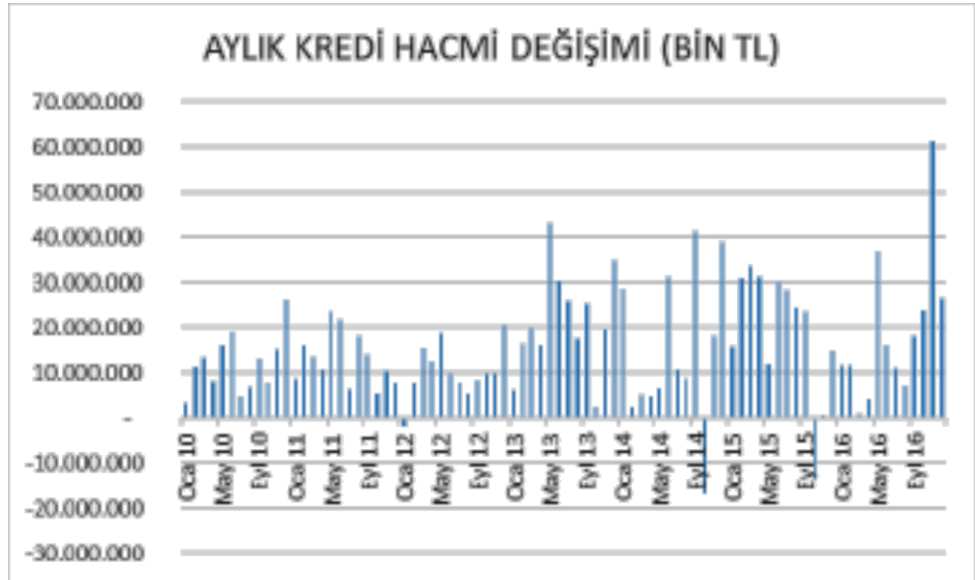
Ocak 2014 tarihinde aylık ortalaması %7,49 olan AOFF, Mart 2014'te %10,20, yıl sonunda da %8,51 olarak gerçekleşirken, aynı dönemlerde bankalarca açılan ihtiyaç kredilerine uygulanan ağırlıklı ortalama faiz oranı Ocak 2014 tarihinde %15,56 olarak gerçekleşirken, aynı yılın Mart ayında %17,23 olmuş ve %14,30 ile yılı tamamlamıştır (TCMB, EVDS). Görüleceği üzere piyasa faiz oranları, AOFF ile aynı yönlü hareket etmiştir.

2013 yıl sonunda %31,8 seviyesinde olan kredilerin yıllık artış hızı 2014 yılında %18,5 seviyesine gerilemiştir. 2014 yılında cari açığı azaltabilmek, tasarrufları arttırmak amacıyla ekonomide bir takım önlemler alınmıştır. Şubat 2014'te BDDK tarafından uygulamaya alınan yönetmelikle tüketici kredilerine vade sınırlamasına gidilmiş, ihtiyaç kredilerinin vadesi 36, taşıt kredilerinin vadesi ise 48 ay ile sınırlandırılmıştır. Ayrıca kredi kartı ile taksit imkanına da sınırlandırmalar getirilmiştir. Faiz oranlarındaki yükseliş ve söz konusu düzenlemeler tüketici kredilerinin büyümesinin yavaşlamasında etkili olmuştur (Vakıfbank, Bankacılık Sektörü Raporu, 2017: 2). 2014 yıl sonuna doğru tasarrufları arttırmak amaçlı olarak TL zorunlu karşılıklara faiz ödenmesi uygulaması başlatılarak bu kararlar desteklenmiştir.



Şekil 4.7. Yıllık Kredi Hacmi

2014 yılında alınan, tasarrufları arttırmaya yönelik tedbirlerin 2015 yılında gevşetilmeye başlanması ve kur etkisiyle 2015 yılında kullanılan kredi hacmi 2014 yılına göre yükselmiş, yıl sonunda kredilerin bankaların toplam aktifleri içerisindeki payı tarihi yüksek seviyesine ulaşmıştır (Vakıfbank, Bankacılık Sektörü Raporu, 2015: 1).



Şekil 4.8. Bankacılık Sektörü Yurtiçi Kredi Hacmi Aylık Miktar Değişimi

Kaynak: TCMB EVDS verileri kullanılarak tarafımca hazırlanmıştır.

2015 yılının son çeyreğinde ise hem bireysel kredilerin hem de ticari kredilerin yıllık artış hızında ciddi bir gerileme yaşanmıştır. Bu gerilemede hem faiz oranlarında görülen artış hem de kurda görülen düşüş etkili olmuştur. Şöyle ki, 2015 ilk çeyreğinde Merkez Bankası haftalık repo faizinde sınırlı indirimler gerçekleştirmiş ve yılbaşındaki %7,75 seviyesinden %7,50'ye düşürerek yılı bu faiz seviyesinden kapatmıştır.

AOFF'nin 2015 yılındaki seyrine baktığımızda ise, haftalık repo faizi gibi onun da yılın ilk çeyreğinde gerilediğini ancak daha sonra haftalık repo faizi %7,50 seviyesinde kalırken, AOFF'nin yıl sonuna doğru yükseldiği gözlemlenmektedir. Bu durum Merkez Bankası'nın parasal sıkılaştırma politikasına devam ettiğini göstermektedir. Bu yükselişte, çalışmanın önceki bölümünde belirtildiği üzere marjinal fonlama miktarının etkisi bulunmaktadır. Merkez Bankası Mart 2015'ten itibaren toplam fonlamasının içerisindeki marjinal fonlamanın payını arttırmıştır. Merkez Bankası gecelik faizi olan marjinal fonlama faizi faiz koridorunun üst bandını oluşturmaktadır. Dolayısıyla bu seviyeden gerçekleştirilen fonlama miktarının artırılması AOFF'yi yükseltmiştir.

İhtiyaç kredileri içerisinde yabancı para kredi kullanım oranının düşüklüğü göz önüne alınacak olursa, bireysel kredilerin yıllık artış hızındaki düşüşün faiz oranlarındaki bu artıştan kaynaklandığını söylemek mümkündür. Ticari krediler içerisindeki yabancı para kullanım oranının yüksekliği, söz konusu dönemde ticari kredi yıllık artış hızındaki gerilemenin ihtiyaç kredilerine göre daha sert olmasını açıklamaktadır. Hem kur etkisi hem de faiz oranlarındaki artış ticari kredilerin yıllık artış hızındaki düşüşün ihtiyaç kredilerinden daha hızlı olmasını tetiklemiştir (Vakıfbank, Bankacılık Sektörü Raporu, 2015: 1-3). Öyle ki, 2015 yılı 3. Çeyreğinde uygulanan ihtiyaç kredileri ortalama faiz oranı %16,40 seviyesinden 4.Çeyreğinde %17,42'ye, ticari kredilerin faiz oranları da %14,39'dan %15,32'ye yükselmiştir. Aynı dönemlerde AOFF de %8,67 'den %8,78'e yükselmiştir. Bu durum bu bölümün başındaki tezimizi de doğrular niteliktedir. Yani piyasadaki faiz oranları üzerinde Merkez Bankası faiz oranlarının etkisini incelerken, haftalık repo faizinin değil AOFF'deki değişimin etkilerine bakmak daha doğru olacaktır.

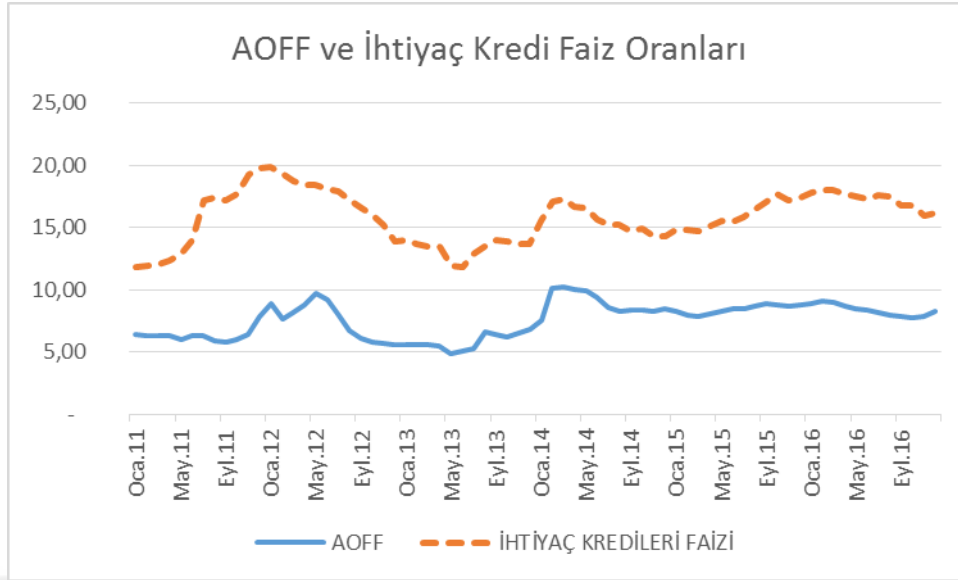
Mart 2016 yılında Merkez Bankası faiz oranlarında gerçekleştirilen indirim, piyasa faiz oranlarına da yansımış ve faiz oranlarında düşüş eğilimi başlamıştır. Çalışmanın bir

önceki bölümünde de belirtildiği üzere, bu indirim politika faiz oranının olan haftalık repo faizindeki indirimden kaynaklanmamıştır. Zira 2016 yılının son aylarına kadar gösterge faiz oranı 2015 yılı seviyesi olan %7,5'ta bırakılmıştır. Faiz oranındaki indirim Merkez Bankası gecelik borç verme faiz oranındaki indirimle sağlanmıştır. Söz konusu faiz oranı Mart 2016 tarihindeki %10,75 seviyesinden Eylül 2016 tarihine kadar %8,25 seviyesine düşürülmüştür.

Faiz oranlarındaki bu gerileme 2016 yılında küresel belirsizliklerin artmasıyla döviz kurunda görülen hareketin enflasyon beklentilerinde yaratabileceği olumsuz etkiyi azaltmak isteyen Merkez Bankası'nın faizleri arttırdığı 2016 Kasım ayı sonuna kadar devam etmiştir. Ancak faiz oranlarındaki yükselişin kredi faiz oranlarına yansımaları sınırlı olmuştur. Bunda özellikle kamu bankaları öncülüğünde bankacılık sektörünün reel ekonomiyi desteklemek amacıyla kredi faizlerini düşük tutması etkili olmuştur

2016 ilk aylarında görülen yüksek kredi hacmi, Mart ayında düşmüştür. Bunda ekonomiye duyulan güvendedeki düşüş ve 2015 yılı boyunca yükselen faiz oranları etkili olmuştur. Bireysel kredilere uygulanan ve Şubat 2014 tarihinden itibaren uygulamaya alınan makro ihtiyari tedbirlerin gevşetilmesi ve Merkez Bankası'nın gerçekleştirdiği faiz indiriminin de etkisiyle yılın son çeyreğinde ise kredilerin yıllık artış hızında yükseliş gözlemlenmiştir. Bazı sektörlerde kredi kartı taksit imkânına getirilen sınırlamalarda değişikliğe gidilmiş, tüketici kredilerinin vade sınırlaması da gevşetilmiştir. Bu artışta bankaların ekonomiye destek olmak amacıyla faiz oranlarında özellikle konut kredilerinde gerçekleştirdikleri faiz indirimlerinin de etkisi olmuştur (Vakıfbank, Bankacılık Sektörü Raporu, 2017: 2-3).

İncelenen dönemde AOFF ile ihtiyaç kredilerinin seyrine bakıldığında, aşağıdaki grafikten de görüleceği üzere, faizlerin hareket yönünün benzer olduğu görülmele beraber, iki faiz oranı arasındaki farkın 2016 yılına doğru azaldığı görülmektedir.



Şekil 4.9. AOFF ve İhtiyaç Kredileri Faizleri

Kaynak: TCMB EVDS verileri kullanılarak tarafınca hazırlanmıştır.

Bu iki faiz oranı arasındaki farktaki azalmanın bir nedeninin, 2011 yılında banka pasiflerinde %57 gibi bir orana sahip olan mevduatların, 2016 yıl sonunda %53'lere gerilemiş olmasıdır. Bankaların mevduatların yerine Merkez Bankası fonlamasını koymasının, AOFF ile mevduat faizlerinin daha birebir hareket etmesini beraberinde getirdiği düşünülmektedir.

Çizelge 4.2. Mevduatların Banka Pasifleri İçerisindeki Payı ve Mevduatların Krediye Dönüşüm Oranları (%)

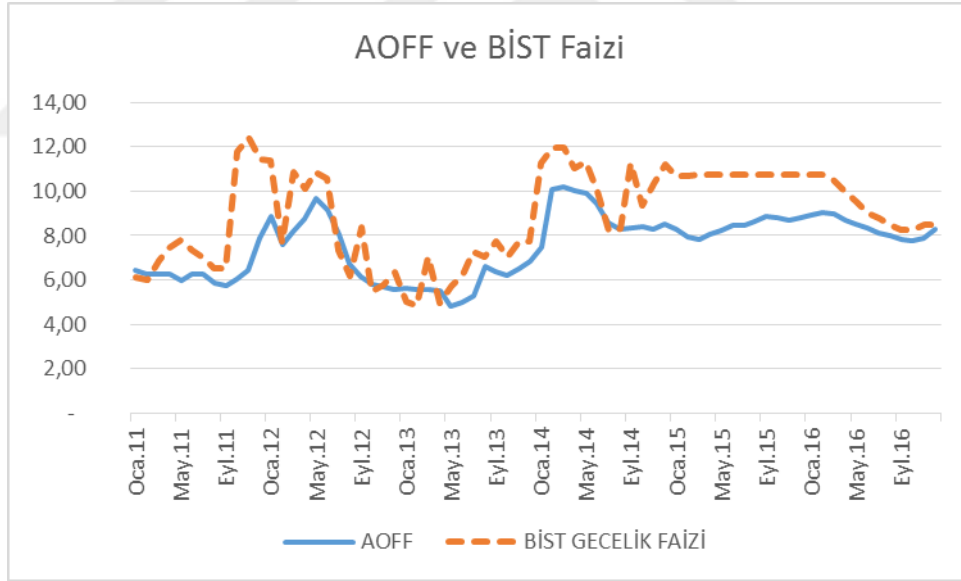
	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
Banka Pasifleri İçerisinde Mevduatların Payı	61,29	57,12	56,32	54,59	52,79	52,83	53,23
Mevduatların Krediye Dönüşüm Oranı	85,22	98,19	102,92	110,75	117,86	119,23	119,31

Kaynak: BDDK, Vakıfbank

İncelenen dönemde BIST repo – ters repo piyasalarında oluşan gecelik faiz oranlarının seyrine bakıldığında ise piyasa faiz oranlarının seyrine benzer bir durum ortaya çıkmaktadır.

Merkez Bankası tarafından piyasada oluşan günlük likidite ihtiyacı haftalık ve aylık vadeli Açık Piyasa İşlemleri ile karşılanmadığı durumlarda, bankalar BIST Repo/Ters Repo Pazarı'nda ki repo işlemleri ile faiz koridorunun üst sınırından fon temin edebilmektedirler (Küçük ve diğerleri, 2013: 4).

BİST repo – ters repo piyasalarında oluşan gecelik faiz oranları ülkemizde kısa vadeli piyasa faiz oranlarını en iyi temsil eden faiz oranları olarak kabul edilmektedir. Bu piyasa Merkez Bankası politika faiz oranından etkilenen en derin piyasadır (Küçüksaraç, Özel, 2013: 2). Aşağıdaki grafikten de görüldüğü üzere BİST faiz oranları incelenen dönemde AOFF ile aynı yönde hareket etmiştir. Ancak geleneksel olmayan para politikalarının uygulanmaya başlandığı 2010 yılından itibaren BİST gecelik faiz oranı ile Merkez Bankası ortalama faiz oranı arasındaki faiz farkı açılmıştır. Bu açılma kısa vadeli faiz beklentileri, fonlama belirsizlikleri, bankaların teklif karşılama oranlarındaki değişimler gibi bankaların teklif davranışlarını etkileyen nedenler olduğu gibi, Merkez Bankası'nın yeni para politikası uygulaması sonucunda çok araçlı politika uygulamasının da bir sonucu olarak görülmektedir (Küçük ve diğerleri, 2013: 3). Örneğin, Merkez Bankası'nın piyasanın likidite ihtiyacının ne kadarını karşılayacağına dair belirsizlik, bankaların daha yüksek maliyetle borçlanmasına neden olabileceğinden, BİST gecelik faizi ile politika faizinin farkının açılmasına neden olabilmektedir.



Şekil 4.10. AOFF ve BİST Faizi

Kaynak: TCMB EVDS verileri kullanılarak tarafıma hazırlanmıştır.

Çalışmanın bir sonraki bölümünde Merkez Bankası'nın 2006 yılı sonrasında uyguladığı faiz politikalarının etkilerinin ampirik analizine yer verilecektir.

5. TÜRKİYE CUMHURİYET MERKEZ BANKASI'NIN 2006 YILI SONRASINDA UYGULADIĞI FAİZ POLİTİKALARININ ETKİLERİNİN AMPİRİK ANALİZİ

Çalışmanın bu bölümünde Merkez Bankası'nın 2006 yılı sonrasında uyguladığı faiz politikalarının etkilerinin ampirik analizine yer verilecektir. Öncelikle literatürde parasal aktarım kanallarından olan faiz kanalının işleyişine ilişkin yapılan çalışmalardan bazılarında ilişkin bilgiler aktarılacaktır. Daha sonrasında ise Merkez Bankası'nın 2006 yılı sonrasında uyguladığı faiz politikalarının etkilerinin Factor Augmented Vector Autoregressive – Faktör Arttırımlı Vektör Otoregresyon (FAVAR) metodolojisi ile ampirik analizi gerçekleştirilecektir.

5.1. Literatür Taraması

Literatürde parasal aktarım kanallarının işleyişini inceleyen çok sayıda çalışma bulunmaktadır. Friedman ve Schwarz'ın 1963 yılında, Büyük Buhran'ın açıklamasını yaptıkları ve parasal şokların ekonomi üzerindeki etkisini inceledikleri çalışma, o tarihlerden itibaren bu konunun incelendiğini göstermektedir. Türkiye'ye yönelik yapılan çalışmaların pek çoğu 2010 öncesi dönemine ilişkin olup, bu çalışmanın bir sonraki alt başlığında 2010 sonrası dönemini de içeren uygulanan faiz politikalarının etkileri analiz edilecektir. Ayrıca Türkiye'ye yönelik bu konuda daha önceden yapılan çalışmaların büyük bir çoğunluğunda VAR metodolojisinin kullanıldığı gözlemlenmiş olup, bu çalışmada FAVAR metodolojisi ile faiz oranındaki değişikliklerin etkilerinin ölçülmesi gerçekleştirilecektir.

Bernanke ve Blinder (1992), Amerika için yaptıkları çalışmalarında, bankalararası faiz oranlarını para politikası değişkeni olarak almış ve aktarım kanalının işleyişini bu değişkene verilen tepkiler çerçevesinde VAR metodolojisi ile ölçmüşlerdir. Etki tepki fonksiyonları ile işsizlik oranı, fiyatlar genel seviyesi, banka mevduatları, menkul değerler ve kredilerin bankalararası faiz oranlarındaki değişikliklere gösterdikleri tepkileri ölçmüşlerdir. Bankalararası faiz oranının para politikasının tepkilerini ölçmede iyi bir gösterge olduğu sonucuna varmışlardır.

Taylor (1995) çalışmasında, parasal aktarım kanallarını incelemiş ve faiz kanalının en etkili kanal olduğunu ifade etmiştir. Taylor'a göre, faiz oranlarında görülen değişiklikler tüketim ve yatırım üzerinde dikkate değer şekilde etkili olmaktadır.

Loupas, Savignac ve Sevestre (2001), Fransa için banka kredi kanalının varlığına yönelik bir çalışma gerçekleştirmişlerdir. 1993-2000 yıllarını kapsayan bu çalışmalarında panel veri analizini kullanmışlar ve para politikasının düşük likiditeye sahip bankalar üzerinde daha etkili olduğu sonucuna ulaşmışlardır.

Chirink ve Kalckreuth (2002), Almanya özelinde gerçekleştirdikleri çalışmalarında, faiz oranı ve kredi kanalının işleyişini incelemişlerdir. Çalışma yatırımların faize olan duyarlılığının yüksek olduğu sonucuna ulaşmıştır. Nominal faiz oranlarında görülen değişikliklerin bir zaman sonunda yatırım harcamalarında ve GSYH'de değişikliklere neden olmaktadır. Ancak, merkez bankasının faiz oranlarında gerçekleştirdiği değişikliklerin firmaların dış kaynak maliyetlerini arttırması firmalar üzerinde farklı etkilere neden olmaktadır. Zayıf firmaların parasal sıkılaştırmadan daha fazla etkilendiğinden, kural koyucuların bu durumu da göz önüne almaları gerektiği çalışmada vurgulanmıştır.

Camarero, Ordonez ve Tamarit (2002), İspanya için gerçekleştirdikleri 1986-1998 dönemini kapsayan çalışmaları sonucunda, faiz ve döviz kuru kanalının parasal aktarım kanalları içerisinde en açıklanabilir kanallar olduğunu ifade etmişlerdir. Yapısal eş bütünleşme ve VAR analizi ile para politikasındaki bir sıkılaştırmanın, kısa ve uzun dönemli nominal faiz oranlarını etkileyerek üretim seviyesinin döviz kurlarını etkilediğini bulmuşlardır.

Holtemöller (2002), 1975-1998 dönemini kapsayan çalışmasında Almanya özelinde kredi kanalının etkinliğini VAR metodolojisi ile araştırmıştır. Çalışma ülkede kredi kanalının etkili bir aktarım mekanizması kanalı olduğu sonucuna varmıştır.

Angeloni ve diğerleri (2003), para politikasındaki değişikliklerin EURO Bölgesi ekonomisi üzerindeki etkilerini inceledikleri çalışmalarında EURO Bölgesi genelinde faiz kanalının etkin olduğu sonucuna ulaşmışlardır. Yatırımların aktarım mekanizmasında önemli bir rolü olduğuna değinilen çalışma, bu durumun Amerika ve EURO Bölgesi'nde

aktarım mekanizmasının işleyişinin farklı yönü olarak açıklanmıştır. Amerika'da çıktı seviyesindeki ayarlamaların tüketim seviyesindeki değişiklikler nedeniyle gerçekleştiği, EURO Bölgesinde ise çıktı düzeyindeki değişimlerde yatırımların önemli olduğu belirtilmiştir.

Çiçek (2005), 1995-2003 dönemi için gerçekleştirdiği çalışmasında Türkiye'de parasal aktarım kanallarının etkinliğini incelemiştir. Çalışmada VAR metodolojisi kullanılmış, faiz oranlarındaki artışın reel üretim düzeyini hızlı bir şekilde etkilediği ve incelenen dönemde faiz oranı kanalının Türkiye'de en etkili aktarım kanalı olduğu sonucuna ulaşılmıştır.

De Bondt (2005), Euro Bölgesi'nde faiz aktarım kanalının etkinliğini incelediği çalışmasında, politika faizinde meydana gelen değişikliklerin daha uzun dönemli piyasa faiz oranları üzerindeki etkilerini irdelemiştir. Çalışmanın ampirik sonuçları, üç ay vadeye kadar olan piyasa faizlerinde politika faizinin piyasa faizleriyle etkileşimin olduğu, ancak üç aydan uzun vadeli piyasa faizlerinde bu etkileşimin olmadığı yönündedir.

Kasapoğlu (2007), VAR metodolojisini kullanarak 1990-2006 dönemi için Türkiye özelinde Türkiye'de faiz kanalının etkinliğini çalışmıştır. Çalışmanın neticesinde, söz konusu dönemde Türkiye'de faiz kanalının etkin olduğu sonucuna ulaşılmıştır. Etki tepki fonksiyonlarında, faiz oranlarındaki artışa enflasyon ve döviz kurları artarak tepki vermiştir. İlgili çalışmada bu durum, Merkez Bankası'nın enflasyon beklentileri ya da döviz kurundaki ani değişikliklere karşı faiz oranlarını yükseltmesinin, bir süre boyunca enflasyon ve faiz oranlarındaki yükselişi devam ettirdiği şeklinde açıklanmıştır.

Öztürkler ve Çermikli (2007), 1990-2006 dönemi için Türkiye için yaptıkları çalışmalarında, para politikası uygulamaları ile banka kredileri, banka kredileri ile sanayi üretimi arasındaki ilişkileri Granger nedensellik testi ile incelemiştir. Merkez Bankası'nın para politikası bir reaksiyon fonksiyonu ile ifade edilmiş, fonksiyonda bankalararası faiz oranı bağımlı değişken olarak alınmıştır.

Çalışmanın VAR yöntemiyle gerçekleştirilen ampirik bulgularına göre, bankalararası faiz oranlarındaki bir artış reel kredi büyüme oranını düşürmekte, para politikası

değişikliklerinden bankalarca kullanılan reel kredilere yönelik tek yönlü bir ilişki bulunduğu sonucuna varılmıştır. Çalışma ayrıca, reel kredilerden sanayi üretimine, sanayi üretiminden de reel kredilere doğru çift yönlü bir etkileşimin olduğunu da göstermiştir.

Erdoğan ve Yıldırım (2008), Türkiye’de döviz kuru kanalının işleyişini VAR modeli ile analiz etmişlerdir. 1995 – 2006 dönemini inceleyen modelde, gecelik faiz oranı politika değişkeni olarak belirlenmiştir. Analizde kullanılan diğer değişkenler ise, reel döviz kuru, dış ticaret dengesi, gayri safi milli hasıla ve toptan eşya fiyat endeksi olarak belirlenmiştir. Çalışmada gerçekleştirilen varyans ayrıştırması sonucunda, reel döviz kurunu en çok açıklayan değişkenin faiz oranı olduğu, incelenen dönemde Türkiye’de döviz kuru kanalının etkin olduğu sonucuna ulaşılmıştır.

Erdoğan ve Yıldırım (2009), 1995-2007 dönemi için Türkiye’de parasal aktarım kanallarından faiz kanalının etkinliğini çalışmışlardır. VAR metodolojisinden yararlanarak gerçekleştirdikleri çalışmalarında, para politikasındaki değişikliği bankalararası gecelik faiz oranı ile eşleştirmişlerdir. Modellerinde, bu faiz oranındaki değişimlere, uzun vadeli faiz oranlarının, tüketimin ve sermaye oluşumunun verdiği tepkileri ölçümlemişlerdir. Çalışmanın sonuçlarına göre, kısa vadeli faiz oranında meydana gelen bir değişiklik, zamanla uzun vadeli faiz oranları, tüketim ve yatırım harcamalarında değişikliklere neden olmaktadır. Dolayısıyla, Türkiye’de faiz kanalının etkili bir parasal aktarım kanalı olduğunu belirtmişler ancak kısa vadeli faiz oranlarındaki değişikliklerin yatırım ve tüketim harcamaları üzerindeki etkilerinin kısa süreli olduğunu da vurgulamışlardır.

Örnek (2009), 1990-2006 dönemi için Türkiye için gerçekleştirmiş olduğu araştırmasında, parasal aktarım kanallarından faiz kanalının söz konusu dönemde çalıştığı sonucuna ulaşmıştır. Öyle ki, çalışmada enflasyon oranı ve reel üretim düzeyindeki değişikliği açıklayan en önemli değişkenin faiz oranı olduğu belirtilmiştir. Çalışmada VAR metodolojisi kullanılmıştır. Aynı çalışma Türkiye’de döviz kuru kanalı çalışırken, banka kredileri kanalının çalışmadığı sonucuna ulaşmıştır.

Göktaş (2010), 2002-2010 dönemini kapsayan çalışmalarında, VAR metodolojisini kullanarak Türkiye’de aktarım mekanizmalarının etkinliğini incelemiştir. Çalışma, döviz

kurundaki değişikliklerin fiyatlar ve üretim düzeyi üzerinde etkili olmakla birlikte, para arzındaki değişikliklerin fiyatlar genel seviyesi üzerinde daha etkili olduğu sonucuna ulaşmıştır.

Duran ve Diğerleri (2010), Türkiye için yaptıkları çalışmalarında, Merkez Bankası faiz kararlarının piyasa faizleri ve hisse senedi piyasaları üzerine etkisini incelemişlerdir. Çalışmalarında genelleştirilmiş beklentiler yöntemi kullanılmış ve sonuçlar vaka çalışması sonuçları ile karşılaştırılmıştır. Çalışmanın neticesinde Merkez Bankası faizlerindeki artışların, hisse senetleri fiyatlarını etkileyerek gerilemesine neden olduğu sonucuna ulaşılmıştır.

Cambazoğlu ve Karaalp (2012), 2003-2010 döneminde, Türkiye’de faiz kanalının etkilerini içeren döviz kuru kanalının etkili olduğunu ifade etmişlerdir. Çalışmada VAR metodolojisi kullanılmış ve tüketici fiyat endeksi, kısa vadeli faiz oranı, net ihracat hacmi, sanayi üretim endeksi ve reel efektif döviz kurunu içeren beş makroekonomik değişken kullanılmıştır.

Literatür taraması sonucunda hem Türkiye özelinde hem de uluslararası alanda faiz kanalının işleyişine yönelik gerçekleştirilen çalışmalarda çoğunlukla VAR metodolojisinin kullanıldığı görülmektedir. Ayrıca Türkiye için gerçekleştirilen çalışmaların büyük bir kısmının 2010 yılı öncesine ait olduğu saptanmıştır.

Bu çalışmada ise FAVAR metodolojisi kullanılarak Merkez Bankası faiz politikalarının etkileri analiz edilecektir.

Literatürde, gözlemlenemeyen faktörleri de modele dahil edebilen ve çok büyük bir veri setini kullanan FAVAR metodolojisi ile gerçekleştirilen ekonomik çalışmalar bulunmaktadır (Küçükkefe ve Demiröz, 2017: 40).

Lagana (2004), İngiltere para politikalarının aktarım mekanizmalarının etkinliğini FAVAR metodolojisi yardımıyla açıklamaya çalışmıştır. Çalışmada 108 adet aylık makro veri kullanılmıştır. Veriler on kategoriye temsilen seçilmişlerdir. Bu on kategori, işgücü, kamu finansmanı, gelir düzeyi, başlayan konut ve araçlar, tüketici ve reel kesim güven endeksi,

fiyatlar, para ve borçlanma, faiz oranı, birleşik borçlanma göstergeleri, stok fiyatları ve döviz kurları olarak oluşturulmuştur. Çalışma, VAR ile analiz yapıldığında açıklanamayan veriler nedeniyle fiyat paradoksu ortaya çıkarken, FAVAR uygulaması bu problemi ortadan kaldırdığı sonucuna ulaşmıştır.

Boivin, Giannoni ve Mihov (2007), ABD özelinde gerçekleştirdikleri çalışmalarında, fiyatların sektörel şoklara ve makroekonomik şoklara farklı tepkiler verdiğini tespit etmişlerdir. Çalışma büyük bir veri seti ve FAVAR metodolojisi kullanılarak gerçekleştirilmiştir.

Silva (2008), FAVAR metodolojisinden yararlanarak gerçekleştirdiği çalışmasında para politikası ile konut piyasası arasındaki ilişkiyi incelemiştir. Çalışmada, uzun bir zaman aralığı (1959-2001) ve geniş bir veri setini kullanılmış, para politikası şokları ile konut inşaatı başlangıçları arasında ters yönlü bir ilişki olduğu sonucuna ulaşılmıştır.

Zuniga (2011), FAVAR metodolojisiyle ABD’de meydana gelen parasal bir şokun Brezilya ve Meksika gibi gelişmekte olan ülke ekonomileri üzerindeki etkilerini incelemiştir. Çalışma, söz konusu ülkelerde faiz kanalının işlediği, istatistiki olarak döviz kurunun etkisinin anlamsız olduğu sonucuna varmıştır.

Fucawa (2012), FAVAR’ı kullanarak devlet harcamalarının ekonomiye etkilerini incelemiştir. FAVAR’ı Japonya için 107 zaman serisi kullanarak uygulamıştır. Bu çalışmada devlet yatırımlarının ve tüketimlerinin, özel tüketimi ve reel ücretleri arttırdığı sonucuna ulaşmıştır.

Munir ve Qayyum (2012), Pakistan ekonomisi için FAVAR metodolojisi ile para politikasının etkilerini araştırmışlardır. 1992-2010 dönemini kapsayan çalışmalarında çok sayıda makroekonomik değişken kullanılarak faiz kanalının işlediği sonucuna ulaşılmıştır.

Koop ve Korobilis (2013, 2014), 1959-2012 dönemini kapsayan Amerika özelinde gerçekleştirdikleri çalışmalarında, FAVAR metodolojisini kullanarak Finansal Koşullar Endeksini hesaplamışlardır. Sonuçların, daha önceleri hesaplanan endekslere göre daha tutarlı sonuçlar verdiğini saptamışlardır.

Akdeniz ve Çatık (2017), 1992-2015 dönemi için Türkiye’de Finansal Koşullar Endeksini FAVAR metodolojisi kullanarak hesaplamışlardır. Çalışma, eş varyanslı FAVAR metodolojisi ile hesaplanan endeksin iktisadi faaliyetleri tahmin gücünün diğer metodolojiler ile hesaplanan endekslere göre daha yüksek olduğu sonucuna varmışlardır.

5.2. Model

VAR metodolojisi, para otoritelerinin ekonomideki gelişmeler neticesinde gerçekleştirdikleri içsel tepki ile dışsal parasal etkiyi ayırt ederek, inceleme olanağı sağlamaktadır (Smets ve Wouter, 1999: 490). Sims (1980) tarafından tanımlanmış olan bu metodoloji, iktisadi değişkenler arasındaki ilişkilerin incelenebilmesi amacıyla geliştirilmiştir.

Metodoloji, değişkenler arasında eşanlılık olması durumunda, tüm bu değişkenlerin hepsinin eşit olarak ele alınması ve içsel –dışsal değişkenler arasında önceliksel bir ayırım yapılmamasına dayanmaktadır (Gujarati, 1999: 746). Bu sayede, modelde incelenen değişkenler arasında içsellik ve dışsallık ayırımı ortadan kalkmaktadır. Hangi değişkenin içsel hangisinin ise dışsal olduğunun belirlenme sürecinin ortadan kalkması, bu metodolojinin avantajı olarak görülmektedir (Kasapoğlu, 2007: 39).

Ancak etki tepki sadece modeldeki değişkenler için kontrol edilebilmektedir. Oysa ki ekonomistler politika yeniliklerinin daha geniş bir veri seti üzerindeki etkileri ile ilgilenmektedirler (Lagana, 2004: 2). Zira yapısal şokların etkilerinin ölçülebilmesi ancak bu şekilde mümkündür. Ayrıca, VAR metodolojisinde değişkenlerin birbirlerini etkileme yönleri belirlenmemektedir. Bu sebeple de Granger Nedensellik Testi gerçekleştirilmektedir. Ancak çok sayıda değişken modele dahil edildiğinde bu test yardımıyla etkileşim yönlerini belirlemek mümkün olmamaktadır. Özetle VAR metodolojisi ile oluşturulan modellerde sınırlı veri setinin kullanımı ve modellerin iktisadi teori içermemeleri daha geniş veri seti ile çalışmaya imkân sağlayan bir metodolojiye ihtiyaç doğurmuştur.

Bernanke ve diğerleri (2004), para politikasının etkilerini ölçmede yeni bir yaklaşım getirmişlerdir. Bu yaklaşım FAVAR metodolojisi olarak bilinmektedir. Çalışmalarında, VAR metodolojisi yerine niçin FAVAR’ı tercih ettiklerini şu şekilde aktarmışlardır;

VAR metodolojisi para politikalarının etkilerini ölçmede çok geniş bir kullanım alanına sahiptir. Bununla birlikte bu metodolojide sınırlı sayıdaki bilgi setinin kullanımı bazı problemleri de beraberinde getirmektedir. Öyle ki VAR metodolojisinde model, merkez bankalarının ve özel sektörün bilgi dağarcığını içermemektedir. Ayrıca VAR metodolojisine dayalı analizler sınırlı sayıdaki değişkeni içermekte, dolayısıyla sınırlı sayıda bilgi setini kullanmaktadırlar. Bu sınırlı sayıdaki değişken para otoritelerinin sunduğu çok sayıdaki verinin kullanımına olanak tanımamaktadır (Bernanke ve diğerleri, 2004: 1).

Parasal şokların makroekonomik değişkenlere etkisi yaygın olarak VAR metodolojisi kullanılarak araştırılmaktadır (Christiano ve diğerleri, 2000). Fakat parasal iktisadın VAR modelleriyle kullanımı pek çok açıdan eleştirilmiştir. Bu konudaki çalışmalar politika şoklarının ayrıştırılması konusunda uzlaşmamıştır (Christiano ve diğerleri, 2000); (Bernanke ve Mihov, 1998).

Standart VAR modellerinde eklenen her yeni değişken serbestlik derecesi problemine sebep olmaktadır (Bernanke ve diğerleri, 2004: 3). Bu probleminin varlığı VAR kullanılarak gerçekleştirilen ampirik çalışmalarda zaman serisi sayısını sınırlandırmaktadır. VAR'ın kısıtlı değişken kullandırmasından dolayı ekonomistleri politika yapıcıların kullandıklarından daha az sayıda değişken ve daha az bilgi setini kullanmak durumunda kalmaktadırlar (Bernanke ve diğerleri, 2004: 4).

VAR modellerindeki bu belirtilen problemlerin aşılabilmesi amacıyla büyük veri setlerindeki verileri tahmin amacıyla dinamik faktör modelleri üzerinde çalışılmıştır. Dinamik faktör modelleri, 1977 yılında Geweke tarafından geliştirilmiş olan ve büyük boyutlu makroekonomik zaman serilerinin daha küçük sayıdaki "faktörler" ile özetlenebileceğini öngören modellerdir (Küçükkefe ve diğerleri, 2017). Örneğin modelde bir değişken olarak ele alınan geliri, reel aktivitenin ölçümü olarak endüstriyel üretimi içine alacak şekilde, tüketici fiyat endeksini de fiyatları ölçümlemek için kullanıp, veri setini genişletilebileceği ifade edilmiştir (Bernanke ve diğerleri, 2003: 20). Bernanke bu geniş veri setini temel bileşenler analiziyle oluşturduğu faktör değişkenler vasıtasıyla temsil etmekte ve VAR analizini bu faktörlerle genişletmektedir.

Makroekonomiye faktör değişkeni literatürü ilk olarak Sargent ve Sims (1977) tarafından tanıtılmıştır. Daha sonraları Engle ve Watson (1983), Sargent (1989), Stock and Watson (1991), Quah and Sargent (1993) ve Forni ve Reichlin (1996,1998) tarafından geliştirilmiştir (Lagana, 2004: 3).

Faktörlerin tahmininde dinamik faktör modellerini kullanarak değişkenleri göstermenin iki temel bakış açısı bulunmaktadır. Bu bakış açıları bazı değişken tahminlerinin daha güçlü yapılmasını sağlamaktadırlar. Bunlardan bir tanesi Stock and Watson'ın (1998, 1999, 2002) tanıttığı statik temel bileşenler analizi ile Forni, Hallin, Lippi Ve Reichlin'in (2000, 2001, 2003) tanıttığı dinamik temel bileşenler analizidir. Bernanke ve Boivin (2003) ve Bernanke, Boivin ve Eliaz (2004), Stock and Watson'ın (1998, 2002) two step principal component yaklaşımını para politikasına uygulamışlardır (Lagana, 2004: 3).

Bernanke ve Bovin (2003)'te yaptıkları çalışmalarında tahmin edilen faktörler kullanımının FED'in politika tepki fonksiyonunu tahmin etmesini iyileştirdiğini göstermiştir (Bernanke ve Bovin, 2003: 545). Eğer gerçekten küçük sayıdaki tahmin edilen faktörler büyük veri setlerini etkili bir şekilde açıklıyorsa VAR Modellerinde sorun olan serbestlik derecesi sorunu, tahmin edilen faktörler yoluyla aşılmış olacaktır (Bernanke, Boivin, Eliaz, 2004: 4).

Bu çalışmada Merkez Bankası'nın faiz politikalarının etkileri daha geniş bir bilgi seti kullanan FAVAR yaklaşımıyla analiz edilmektedir. Böylelikle Merkez Bankası faiz politikalarının dinamik faktör modelinin kullanımı ile daha geniş makroekonomik değişkenler üzerindeki etkisinin ölçülmesi hedeflenmiştir. Bu çalışmayı Türkiye özelinde literatürde farklı kılan yanı da budur.

Bernanke, Boivin ve Eliaz 2004 yılında yayınladıkları makalelerinde FAVAR'ı şu şekilde açıklamışlardır (Bernanke, Boivin, Eliaz, 2004: 5-8);

Y_t , $M \times 1$ boyutunda (M sayıda ekonomik değişkenin oluşturduğu) ekonomik değişkenleri gösteren bir matristir. Bu ekonomik değişkenlerle VAR analizi yapılabilmektedir. Ancak M sayıdaki ekonomik değişkeni etkileyen tüm diğer ekonomik değişkenler bu matris içerisinde yer almayabilir. Bu durum Y_t matrisinin içerisinde yer

almayan önemli bir ekonomik bilginin model dışında kalmasına sebep olabilmektedir (Bernanke, Boivin, Elias, 2004: 5).

Bu sebeple gözlemlenemeyen ek bilgileri içeren yeni bir faktörü modele dahil etmek faydalı olacaktır. Bu gözlemlenemeyen değişkenleri K 'nın küçük olarak ele alındığı $K \times 1$ boyutunda (K sayıda gözlemlenemeyen faktörlerin oluşturduğu) bir matris olan F_t ile temsil edilebileceğini düşünebiliriz. Bu gözlemlenemeyen faktörler birçok değişkenin bir araya gelerek oluşturduğu bir "durum" olabilir. Bu durumlar "iktisadi etkinlik" ve "kredi koşulları" gibi durumlar olabilir.

(F_t, Y_t) 'nin etkileşiminin aşağıdaki şekilde ifade etmek mümkündür;

$$\begin{bmatrix} F_t \\ Y_t \end{bmatrix} = \Phi(L) \begin{bmatrix} F_{t-1} \\ Y_{t-1} \end{bmatrix} + v_t \quad (5.1)$$

Bu ifadede, v_t , kovaryans matrisi Q olan ve sıfır ortalamaya sahip hata terimleridir. $\Phi(L)$, d sınırlı dereceden gecikme polinomunu ifade etmektedir. Bu polinom yapısal VAR literatürdeki gibi öncü sınırlamalar içerebilen bir polinomdur.

Denklem (5.1) bir VAR modelini göstermektedir. Y_t ve F_{t-1} ilişkisini anlatan $\Phi(L)$ 'nin tüm terimlerinin sıfır olması durumunda, bu ifade standart VAR modeline dönüşmektedir. $\Phi(L)$ matrisinin sıfırdan farklı olması durumu ise (5.1) eşitliğinin FAVAR modeline dönüştüğü durumu ifade etmektedir. Eğer FAVAR standart VAR ile tahmin edilirse yanlış sonuçlar ortaya çıkar. Y_t ile F_t arasında güçlü bir ilişki varsa yani Denklem 5.1 gerçekten bir FAVAR modeli ise tahminlerin de buna göre yapılması gerekmektedir. Y_t ile F_t arasındaki ilişki FAVAR'ı gerektirmesine rağmen Denklem 5.1 standart VAR yöntemi ile tahmin edilirse yanlış sonuçlar verecektir. Ancak modele F_t dahil olduğu için F_t 'nin marjinal katkıları da modelde görülecektir.

Denklem (5.1) faktörlerin gözlemlenebilir olmaması sebebiyle direkt olarak tahmin edilememektedir. Fakat eğer bu faktörler birçok ekonomik değişkeni etkileyen güçler olarak ele alınırsa, çeşitli ekonomik zaman serisi verilerinden hareketle bu faktörler elde edilebilir.

Varsayalım ki, Y_t' 'yi etkileyen faktörlerin nasıl davrandığına yönelik bilgileri de içeren ve iktisadi "durum"u temsil edebilecek elimizde bilgi amaçlı çok sayıda zaman serisi bulunmaktadır. Bu zaman serisi $N \times 1$ boyutundaki X_t vektörü ile gösterilmektedir. Bilgi amaçlı zaman serisinin boyutunu gösteren N (ekonomik durumu gösterecek olan zaman serileri sayısı) hem VAR modelinde kullanılan değişkenlerin sayısından (M) ve bu değişkenleri etkileyen faktör değişkenlerinin sayısı (K) toplamından çok daha büyüktür ($K+M \ll N$). Varsayalım ki, bilgi amaçlı zaman serisi matrisi X_t , gözlemlenemeyen faktörler terimi olan F_t ve gözlemlenebilir faktörler terimi olan Y_t ile şu şekilde ilişkili olsun;

$$X_t' = \Lambda^f F_t' + \Lambda^y Y_t' + e_t' \quad (5.2)$$

Burada Λ^f , $N \times K$ boyutlu bir faktör yükü matrisi, Λ^y , $N \times M$ boyutlu bir matristir. (e_t), $N \times 1$ boyutlu ve sıfır ortalamalı hata terimleri matrisidir. Bu hata terimleri tahminin temel bileşenler analiziyle mi yoksa olabilirlik yöntemine göre mi yapıldığına bağlı olarak bağımsız veya zayıf ilişkili olabilir. Eğer faktörler temel bileşenler analizi kullanılarak bulunduysa birbiriyle zayıf ilişkili, yok eğer maksimum olabilirlik yöntemi ile tahmin edildiysse ilişkisiz hata terimleridir.

Denklem (5.2) hem Y_t' 'nin hem F_t' 'nin – ki bunlar genellikle birbirleriyle ilişkilidir- X_t' 'nin ortak dinamiklerini ortaya çıkaran yaygın güçleri temsil ettiği fikrine dayanmaktadır. X_t' 'nin faktörlerin geçmiş değerlerine değil ama güncel değerlerine bağlı olduğunu anlatan Denklem (5.2) tanımlayıcı bir yapıda değildir. F_t temel faktörlerin farklı gecikmelerini içerecek şekilde ele alındığında, Stock ve Watson (1998) Denklem (5.2)'yi gözlemlenebilir faktörler olmadığı durumda *dinamik faktör modeli* olarak tanımlamaktadırlar.

Denklem (5.1) ve Denklem (5.2) iki farklı şekilde tahmin edilebilmektedir. İlki $C_t' = (F_t', Y_t')$ ortak bileşenleriyle kapsanan alanın parametrik olmayan bir yöntemle elde edilmesini sağlayan iki aşamalı temel bileşenler analizidir. Diğeri ise tek aşamalı Bayesian Olabilirlik Yaklaşımıdır. Bu iki yaklaşımın birbirinden ayrı yönleri olsa da birinin diğerine tercihinde kesin bir öncelik bulunmamaktadır.

İki basamaklı temel bileşenler analizinde, ilk basamakta X_t' 'nin ilk $K + M$ temel bileşenleri kullanılarak ortak bileşen olan C_t tahmin edilir. Bu ilk aşamanın tahmininde Y_t' 'nin

gözlemlenebilir olmasının hiçbir önemi bulunmamaktadır. Fakat Stock and Watson (2002) tarafından ifade edildiği gibi, N büyük ve kullanılan temel bileşenlerin sayısı en az faktörlerin gerçek sayısı kadar büyükse, temel bileşenler tutarlı olarak F_t ve Y_t tarafından etkilenen alanı tanımlar. \hat{F}_t , Y_t tarafından kapsanmayan, \hat{C}_t tarafından kapsanan alanın bir parçası olarak tahmin edilir.

İki basamaklı temel bileşenler analizinin ikinci basamağında; Denklem (5.2) FAVAR eşitliği F_t yerine \hat{F}_t yerleştirilerek standart metotlarla tahmin edilir. Bu yöntem basit ve yorumu kolay olduğundan avantajlı bir yöntemdir. Ayrıca Stock and Watson (2002)'de de tartışıldığı gibi bu yöntem hata terimlerinin dağılımı ile ilgili çok az varsayım gerektirdiği için tercih edilmektedir. Bunun yanında iki aşamalı bu yöntem ikinci aşamasında “yaratılmış tahmin ediciler” kullanılmaktadır. Etki tepki fonksiyonları için en uygun güven aralığını elde edebilmek için bootstrap prosedürü uygulanmalıdır. Bu eksikliklerine rağmen FAVAR iki aşamalı temel bileşenler analizi ile tahmin edileceğinden çalışmada Bayesian Olabilirlik Yaklaşımı ele alınmamıştır.

Bu çalışmada FAVAR metodolojisi kullanılarak Merkez Bankası'nın faiz oranlarında gerçekleştirdiği değişikliklerin makroekonomik değişkenler üzerindeki etkileri incelenmiştir. Merkez Bankası faiz oranı değişkeni olarak çalışmanın önceki bölümlerinde detaylı olarak açıklanan AOFF kullanılmıştır. Böylelikle Merkez Bankası'nın gösterge faiz oranlarında bir değişikliğe gitmeden de uyguladığı para politikalarıyla değiştirebildiği AOFF'ndeki değişikliklerin makroekonomik değişkenler üzerindeki etkileri ölçümlenebilmiştir.

Çalışmada 88 makroekonomik değişkenin oluşturduğu geniş bir veri seti kullanılmıştır. Veri seti 2002-2016 dönemi için çeyrek dönemlik zaman serilerinden oluşturulmuştur.

Geniş veri setindeki seriler, faiz oranlarına yavaş tepki veren (X_t) ve hızlı tepki veren (F_t) değişkenler olarak ayrıştırılmıştır.

Çalışmada toplam 88 değişkenin 63 tanesi politika şokuna karşı yavaş tepki veren, 25 tanesi de hızlı tepki veren değişken olarak tanımlanmış ve bu değişkenlerin AOFF'ndeki

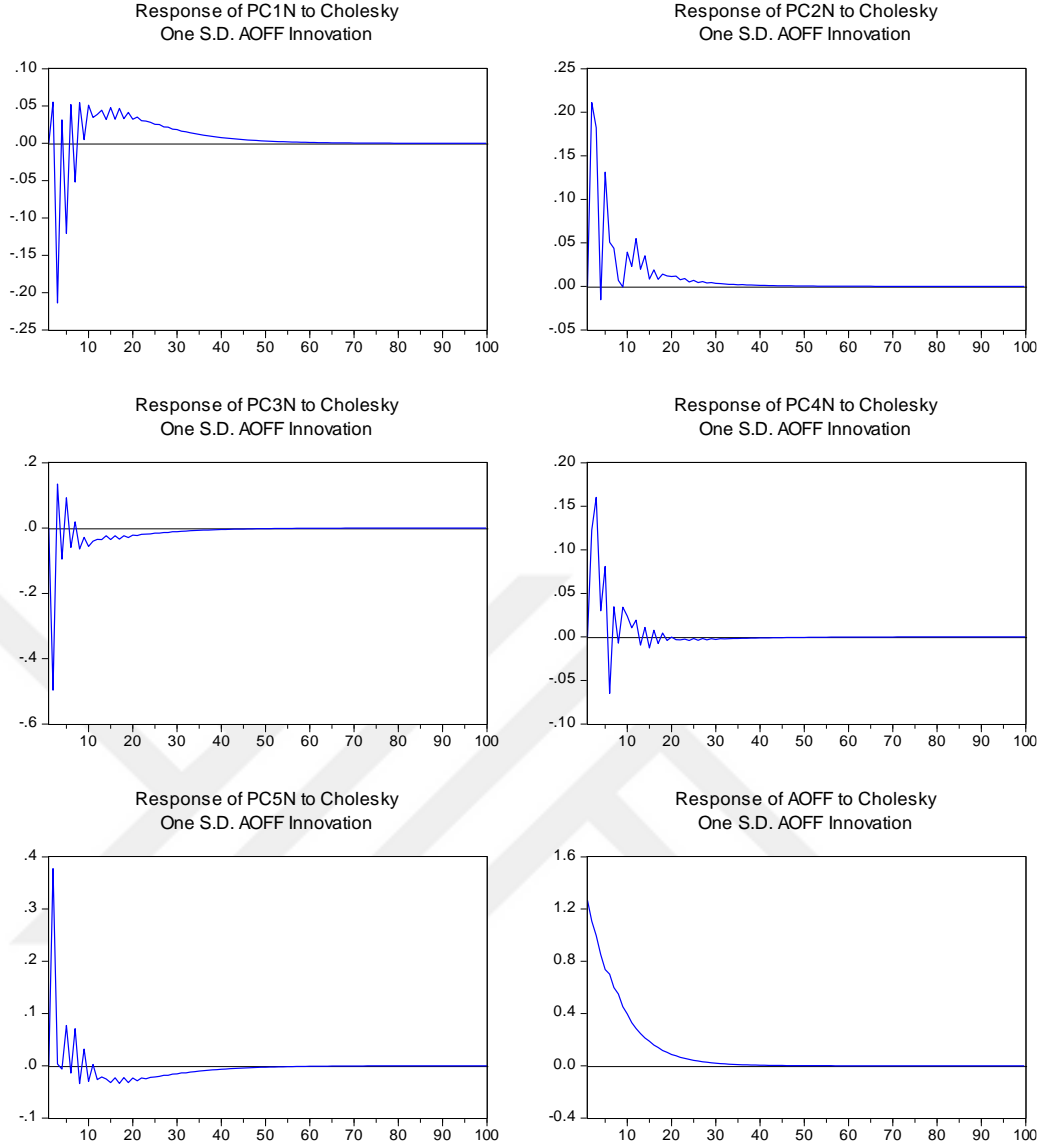
bir standart sapmalık değişikliğe verdikleri tepki FAVAR metodolojisi ile ölçümlenmiştir. Çalışmada kullanılan değişkenlerin listesi Ek1 de gösterilmiştir.

Veriler önce mevsimsellikten arındırılmış ve durağan hale getirilmiştir. Birim kök test sonuçları Ek 2’de verilmiştir.

Veriler için iki aşamalı tahmin prosedürü tekrarlanmış ve faktörlerin tahminleri FAVAR tahmininden önce temel bileşenler analizi yöntemi ile gerçekleştirilmiştir. Eigen değerleri hesaplanarak temel bileşenler analizi ile faktörler tespit edilmiştir.

Bu faktörler temel bileşenler analizi ile seçilmiş tüm veri setinin refleksini gösteren faktörlerdir. Görülmüştür ki, ilk beş temel bileşen tüm veri setindeki varyasyonun %60’dan fazlasını açıklamıştır. Aynı işlem yavaş değişen değişkenler için de gerçekleşmiş, yine benzer bir sonuçla karşılaşmıştır. Ek 3 ve Ek 4’te faktör değerleri paylaşılmıştır.

AOFF ile faktörler arasındaki ilişki aşağıdaki şekillerde gösterilmiştir. AOFF’ye verilen bir şokun faktörler üzerindeki etkisinin uzun dönemde sönümlendiği gözlemlenmiştir.



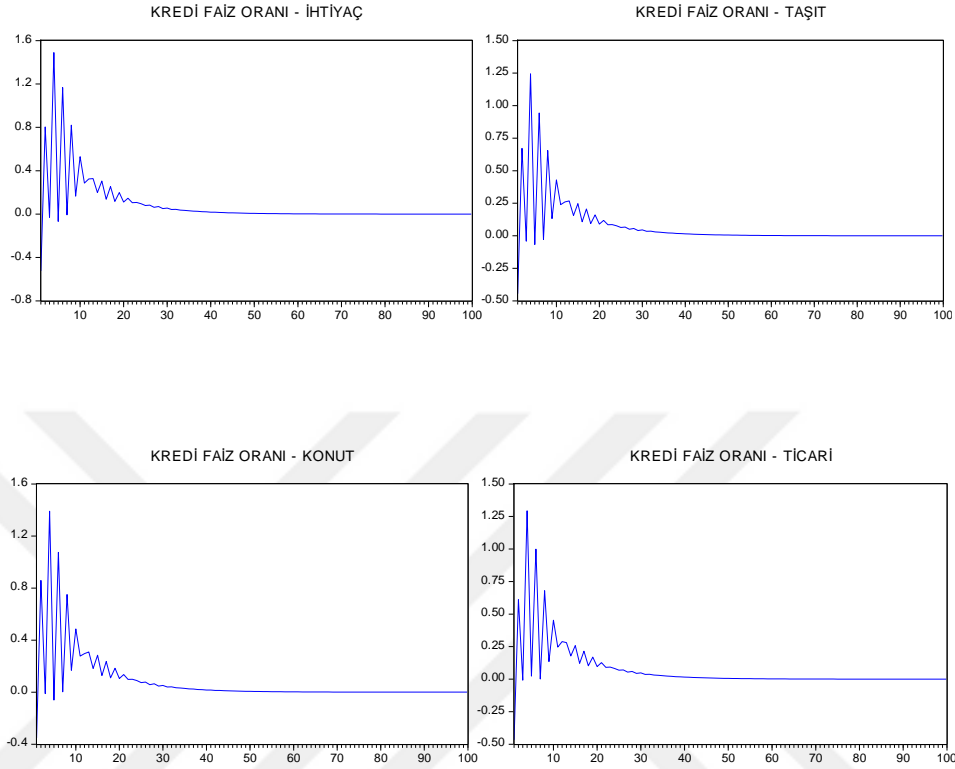
Şekil 5.1. AOFF ve Faktör Etkileşimleri

FAVAR analizi sonucunda tüm 88 değişkenin etki tepki fonksiyonları Ekte 5'te gösterilmiştir.

Aşağıda 88 makroekonomik değişkenden seçilen bazılarının vermiş oldukları tepkilere detaylı olarak yer verilmiştir.

Merkez Bankası'nın AOFF'de gerçekleştirdiği bir standard sapmalık artırımın bankalarca açılan ihtiyaç, taşıt, konut ve ticari kredilere uygulanan faiz oranları üzerindeki etkileri incelenmiştir. Kısa dönemde AOFF'deki bu değişiklik söz konusu faiz oranlarında kısa süre içerisinde yükselişe yol açmış, 20. Periot'tan itibaren ise etki sönümlenmeye

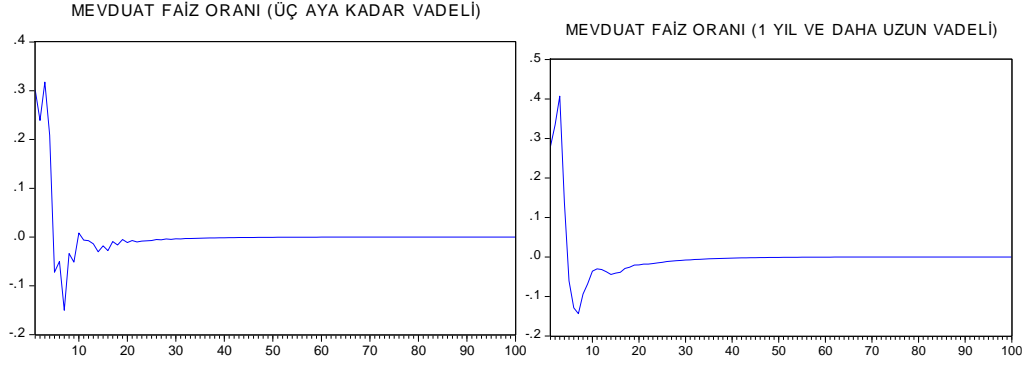
başlamıştır. Bu da tezin önceki bölümlerinde anlatılan, Merkez Bankası'nın faiz politikaları ile piyasaları etkileme gücünü ortaya koymaktadır.



Şekil 5.2. AOFF ve Kredi Faiz Oranları Arasındaki Etkileşim

Yukarıdaki etki tepki analizleri Merkez Bankası'nın likidite politikalarında gerçekleştirmiş oldukları değişimler neticesinde elde edilmiştir. Bu sonuçlar Merkez Bankası'nın gösterge faiz oranlarında bir değişikliğe gitmeden, likidite politikalarında gerçekleştirdikleri değişikliklerle de piyasa faiz oranlarını etkilediğini göstermektedir.

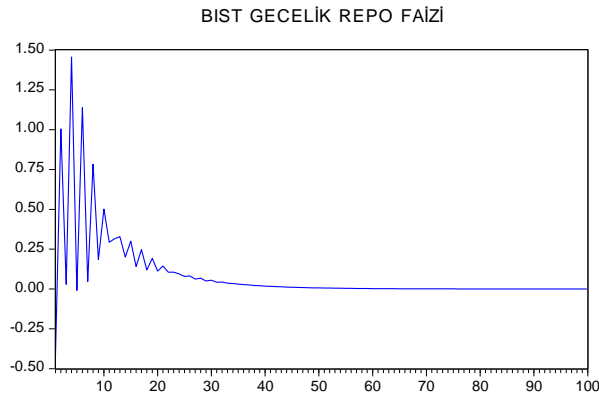
Merkez Bankası'nın AOFF'de gerçekleştirdiği bir standard sapmalık artırımının TL mevduat faiz oranları üzerindeki etkileri incelenmiştir. Şekil 5.3'de AOFF ile mevduat faiz oranları üzerindeki etkileşim gösterilmiştir. Bu grafiğe göre kısa dönemde AOFF'deki bu değişiklik mevduat faiz oranlarında da kısa dönemde bir artışa yol açmıştır. Yukarıdaki iki şekilden de görüleceği üzere kısa vadeli mevduat oranlarındaki dalgalanmalar uzun vadeli faiz oranlarına göre daha sık olarak gerçekleşmiş, uzun dönem faiz oranlarındaki sönümlenme daha erken başlamıştır.



Şekil 5.3. AOFF ve Mevduat Faizleri Arasındaki Etkileşim

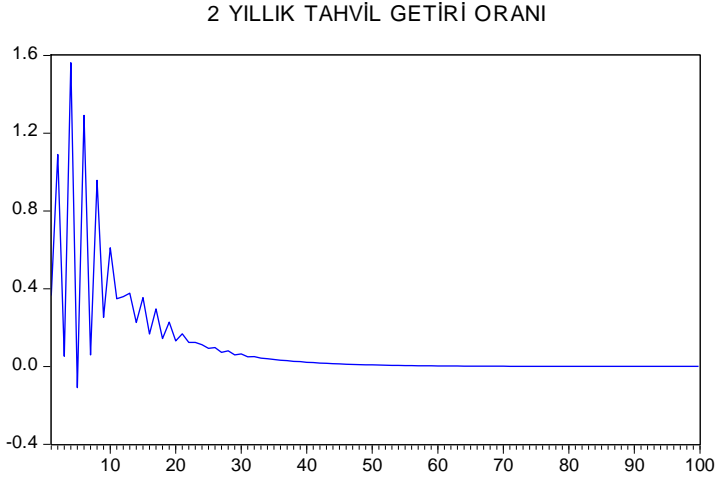
Merkez Bankası'nın AOFF'de gerçekleştirdiği bir standard sapmalık artırımının BIST gecelik repo faizi üzerindeki etkileri incelendiğinde şu sonuca ulaşılmıştır. Kısa dönemde AOFF'deki bu değişiklik BIST gecelik repo faizinde çok kısa süre içerisinde yükselişe yol açmış, 20. Periyot'tan itibaren ise etki sönümlenmeye başlamıştır.

BIST repo – ters repo piyasalarında oluşan gecelik faiz oranlarının ülkemizde kısa vadeli piyasa faiz oranlarını en iyi temsil eden faiz oranları olarak kabul edildiğini tezin önceki bölümlerinde aktarmıştık (Küçüksaraç, Özel, 2013: 2). Çıkan sonuçlar da bu durumu teyit eder niteliktedir.



Şekil 5.4. AOFF ve BIST Gecelik Repo Faizi Arasındaki Etkileşim

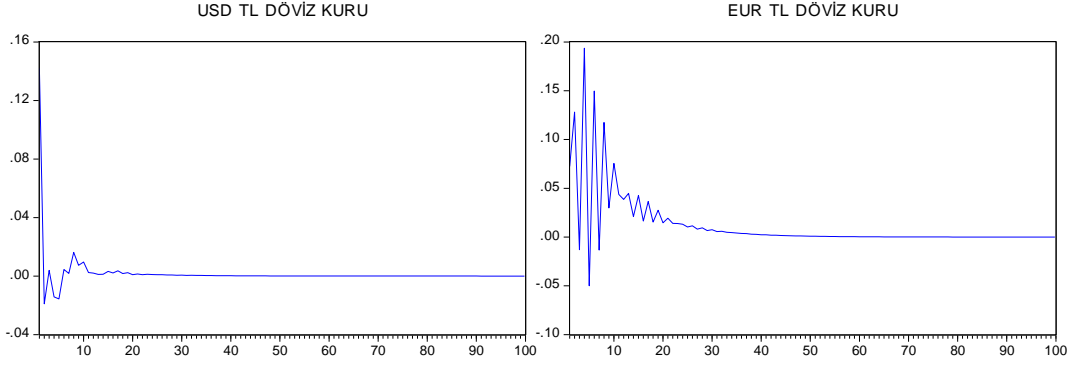
BIST gecelik repo faizinde görülen değişikliklere benzer bir sonuç da 2 yıllık gösterge tahvilin getiri oranında yaşanmıştır. İncelenen dönemde AOFF'ndeki yükseliş iki yıllık tahvil getiri oranında da kısa dönemde yükselişe sebep olmuştur. Şekil 8'den görüleceği üzere 20. Periyot'tan sonra bu etki sönümlenmeye başlamıştır.



Şekil 5.5. AOFF ve 2 Yıllık Gösterge Tahvil Getirisi Arasındaki Etkileşim

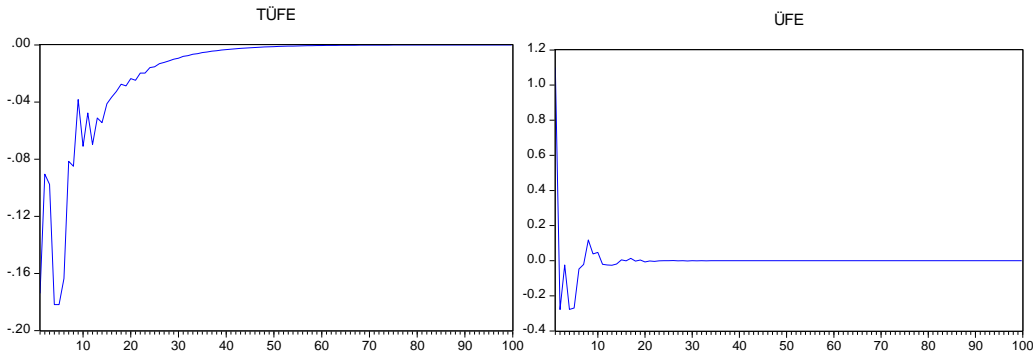
Merkez Bankası'nın AOFF'de gerçekleştirdiği bir standard sapmalık artırımın döviz kurları üzerindeki etkileri incelenmiştir . Şekil 5.7'de AOFF ile dolar kuru ve AOFF ile Euro kuru arasındaki etkileşim gösterilmiştir. Çıkan sonuçlara göre kısa dönemde AOFF'deki bu değişiklik her iki kurda da kümülatif olarak gerilemeye yol açmıştır. Her iki kurda da kısa dönemde düşüş yaşanırken, bu tepki 10. Periyot'tan sonra ufak dalgalanmalara dönüşmüş ve 20. Periyot'tan sonra sönümlenmiştir. Bu tepkiler doğru işaret ve büyüklüktedir.

Bu sonuçlar çalışmanın önceki bölümlerinde aktarılan kısa dönemde faiz oranlarında gerçekleştirilen artırımların yerli paraya olan talebi artırması ve yerli paranın değer kazanması sürecini desteklemektedir. Bu durum sermaye hareketlerindeki ani değişikliklerde likidite yönetimiyle döviz kuru oynaklıklarına müdahale edilmesini mümkün kılmaktadır. Merkez Bankası'nın gösterge faiz oranında bir değişikliğe gitmeden de, sadece fonlama miktarındaki değişikliklerle AOFF'yi değiştirerek döviz kuru üzerinde etkili olabilmektedir.



Şekil 5.6. AOFF ve Döviz Kurları Arasındaki Etkileşim

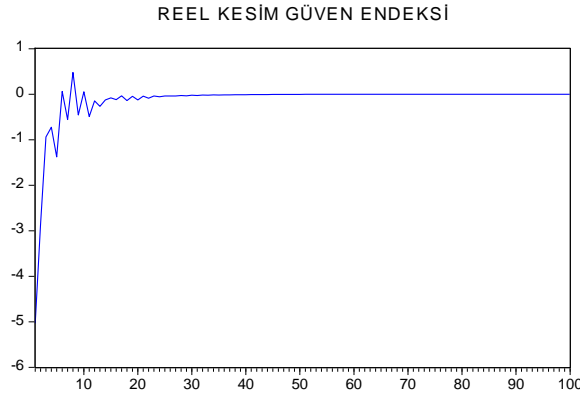
Merkez Bankası'nın AOFF'de gerçekleştirdiği bir standart sapmalık artırımın TÜFE ve ÜFE üzerindeki etkileri incelenmiştir. Şekil 8'de AOFF ile TÜFE ve ÜFE arasındaki etkileşimler gösterilmiştir. Çıkan sonuçlara göre AOFF'deki bu değişiklik TÜFE'de ve ÜFE'de kısa dönemde bir gerilemeye yol açmıştır. ÜFE'de çok kısa dönemde görülen yükseliş kısa dönemde yerini gerilemeye bırakmıştır. TÜFE'deki etkinin sönümlenmesi ancak 50. Periyot'ta gerçekleşirken, ÜFE'deki sönümlenme daha erken periyotlarda gerçekleşmiştir. Bu tepkiler doğru işaret ve büyüklüktedir.



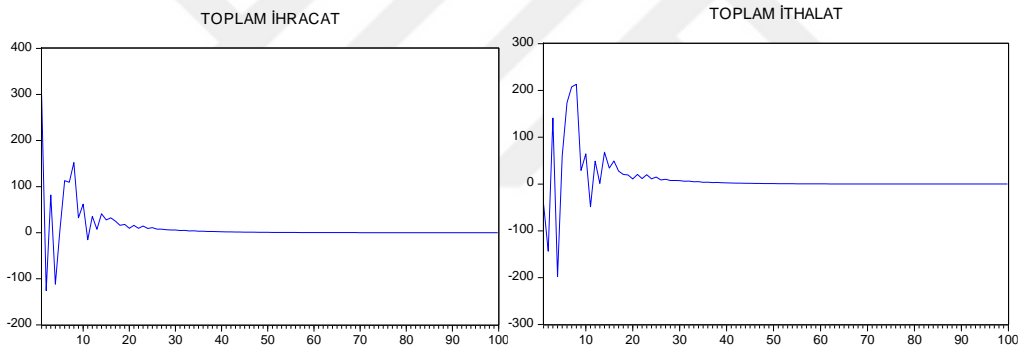
Şekil 5.7. AOFF ve Enflasyon Oranları Arasındaki Etkileşim

Merkez Bankası'nın AOFF'de gerçekleştirdiği bir standart sapmalık artırımının reel kesim güven endeksi üzerindeki etkileri Şekil 5.9'da gösterilmiştir. Çıkan sonuçlara göre AOFF'deki bu değişiklik kısa dönemde reel kesim güven endeksinde gerilemeye yol açmış, 15. Periyot'tan sonra ise sönümlenmeye başlamıştır. Reel kesim güven endeksi, reel sektör temsilcilerinin ekonomik görünüme ilişkin izlenimlerini ortaya koyan bir endekstir. Endekste gerileme güvenin azaldığını göstermektedir. AOFF'ndeki yükselişlerin ekonomideki bir takım değişkenlerin kontrol altına alınması amacıyla gerçekleştirildiği

düşünüldüğünde, bu zamanlardaki endeks gerilemesinin beklenen değişiklik olduğunu söylemek mümkündür.



Şekil 5.8. AOFF ve Reel Kesim Güven Endeksi Arasındaki Etkileşim



Şekil 5.9. AOFF ve Dış Ticaret Arasındaki Etkileşim

Merkez Bankası'nın AOFF'de gerçekleştirdiği bir standart sapmalılık artırımın dış ticaret üzerindeki etkileri incelenmiştir. Kısa dönemde AOFF'deki bu değişiklik toplam ihracat düzeyinde azalışa yol açarken, uzun dönemde arttırdığı gözlemlenmiştir. 20. Periyot'tan itibaren etki sönümlenmeye başlamıştır. Toplam ithalat seviyesinde yükseliş yaşanmış, 20. Periyot'tun ortalarından itibaren etki sönümlenmeye başlamıştır. İthalattaki bu yükselişi, faiz oranlarında meydana gelen yükselişin yerli parayı değerli kılmaması ile açıklamak mümkündür. Zira değerli yerli para ithalatı tetiklemektedir.



6. SONUÇ

Çalışmada 2006-2016 yılları arasında Merkez Bankası faiz politikalarının finans piyasaları üzerindeki etkileri araştırılmıştır.

Faiz politikalarının etkilerini anlayabilmek için çalışmanın başlangıcında öncelikle merkez bankaları para politikalarına ilişkin temel kavramlar ve teorilere yer verilmiştir. Bu bölümde para politikası tanımı ve amaçları yer almıştır. Görülmüştür ki, para politikasının zaman içerisinde amaçları değişirken, kullanılan para politikası araçlarında da değişiklikler, çeşitlilikler meydana gelmiştir. Bu çeşitliliğin kimi zaman gelişen piyasalara ayak uydurabilmek, kimi zaman ise krizlerin etkilerini azalabilmek için gerçekleştiği saptanmıştır. Tüm bu para politikası araçları çalışmanın ikinci bölümünde geleneksel ve geleneksel olmayan para politikası araçları ayırımında işlenmiştir.

Özellikle finansal istikrarın daha fazla gündeme geldiği 2008 sonrası dönemde önem kazanan geleneksel olmayan para politikası araçları detaylı olarak ele alınmıştır. Bu dönemdeki küresel krizin para politikası uygulamalarında ciddi bir değişimi başlattığı görülmüştür. Aynı bölümde para politikası rejimleri ve parasal aktarım kanalları da incelenmiştir. Özellikle tezin konusu ile yakından ilişkili olan faiz kanalı detaylı olarak ele alınmıştır.

Küresel krizin likidite krizine dönüşmesiyle, başta büyük merkez bankaları olmak üzere pek çok merkez bankasının temel politika aracı olan kısa vadeli faiz oranlarını çok düşük seviyelere düşürdükleri görülmüştür. Ancak krizin aktarım kanallarının etkisini azalttığı ve düşük faiz politikasının beklenen etkiyi yaratmadığı gözlemlenmiştir. Bu etkiyi arttırabilmek için merkez bankaları geleneksel olmayan para politikası araçlarının kullanımına yönelmişlerdir. Büyük merkez bankalarının kullandığı miktarsal genişleme ve kredi genişlemesi bu araçlardan birisi olmuştur. Ancak bu araçların kullanımı gelişmekte olan ülkeler üzerinde de etkileri olmuştur. Parasal genişleme risk iştahını arttırmış, gelişmekte olan ülkelere sermaye akışı gerçekleşmiştir. Bu da gelişmekte olan ülkelerin ekonomilerinde kırılganlıkları arttırmıştır. Bu ülkeler de finansal istikrarı sağlamak için bir takım geleneksel olmayan para politikası araçları kullanma yollarına gitmişlerdir. Zira tek

hedefi fiyat istikrarı olan bir merkez bankası tek bir politika faizini kullanarak yoluna devam edebileceken, hedeflerinin arasında finansal istikrar da olan merkez bankalarının tek faiz uygulaması yeterli olmamıştır. Sonuç olarak, geleneksel olmayan bir para politikası aracının kullanımının beraberinde başka geleneksel olmayan para politikası araçlarının kullanımını gerektirdiği görülmüştür.

Fiyat istikrarı hedefiyle arttırılan faiz oranı, sermaye girişleri üzerindeki kontrolün azalmasına dolayısıyla ekonominin sermaye hareketlerine karşı kırılganlığının artmasına sebep olabilmektedir. Asimetrik faiz koridoru uygulaması bu durumun önüne geçmek için kullanılmıştır. AOFF bu noktada önem kazanmaya başlamış, merkez bankaları politika faiz oranlarını değiştirmeden de sadece fonlama miktarını değiştirerek de faiz oranları üzerinde etkili olmuşlardır. Böylelikle hızlı sermaye girişlerinin enflasyon üzerindeki olumsuz etkisi, birden fazla faiz oranı kullanılarak engellenmeye çalışılmıştır.

Çalışmanın üçüncü bölümünde 1923 yılından günümüze Türkiye’de uygulanan para politikalarına beş alt başlıkta yer verilmiştir. Dönemler itibariyle ülkemizdeki para politikası uygulamalarının da farklılaştığı görülmüştür.

Cumhuriyetin ilk yıllarında “sağlam ve istikrarlı” para anlayışı çerçevesinde para politikaları yönetilirken, 1938 yılından itibaren ise istikrarlı ve sağlam para anlayışından vazgeçerek, “genişletici para politikası” uygulandığı görülmüştür. 1945- 1950 yılları arasındaki istikrarlı para arzı politikası, fiyat istikrarını da beraberinde getirmiştir. 1950 yılındaki siyasi değişim ekonomi politikalarında da köklü bir değişimi beraberinde getirmiştir. Fiyat istikrarından daha çok büyüme hedefine öncelik verilmiştir. 1950 -1960 döneminde bağımsız bir para politikası izlenememiştir.

Türkiye 1960 yılından itibaren ekonomik politikalarında köklü bir değişim yaşamıştır. 1960- 1979 döneminde genişlemeci para ve maliye politikaları izlenmiştir. Kamu finansman açıklarının parasal genişleme ile finanse edildiği, bu durumun da bağımsız bir para politikası uygulamasının önünde engel olduğu görülmüştür.

1980-1989 döneminde Türkiye yine bağımsız bir para politikası izleyememiştir. Bu dönemde de para politikası maliye politikasının bir aracı olmuştur. Ancak bu dönem Merkez

Bankası'nın etkinliğinin arttırılması için bir takım yasal düzenlemelerin de yapıldığı, serbest piyasa ekonomi ilkelerinin benimsenmeye başlandığı bir dönem olmuştur.

1990'lı yıllarda ise hem ülkede hem dünyada yaşanan bir takım ekonomik krizler para politikaları üzerinde etkili olmuştur. 2000'li yılların başında yaşanan finansal kriz ekonomik programları da beraberinde getirmiş, Merkez Bankası'na fiyat istikrarının yanında finansal istikrarı da sağlama görevi verilmiştir.

Özellikle 2006 sonrasında uygulanan para politikalarının detaylı olarak aktarıldığı çalışmada, finansal istikrarı da hedefleyen para politikası uygulamalarının ülkemizde de para politikası araçlarının kullanımında çeşitliliğe yol açtığı görülmüştür. 2006 yılından günümüze uygulanan para politikası rejimi ve döviz kuru rejimi değişmezken, para politikası uygulamalarında ve gösterge olarak seçilen faiz oranında değişkenlik gösterdiği saptanmıştır.

Öyle ki tüm bu süreçte uygulanan para politikası rejimi açık enflasyon hedeflemesi, döviz kuru politikası da dalgalı döviz kuru politikası olmuştur. 2006 yılında sıkı para politikası uygulanırken, 2007 yılında genişletici para politikası uygulanmış, gecelik borçlanma faiz oranı gösterge faiz oranı olma özelliğini sürdürmüştür. 2008-2009-2010 yıllarında ise genellikle düşük faiz politikası uygulanmıştır. Bu uygulamayla piyasayı ihtiyacına fazla fonlayan Merkez Bankası gün sonunda oluşan likiditeyi piyasadaki gecelik borçlanma oranı ile çekmiştir. Gösterge faiz oranı böylelikle gecelik borçlanma oranı olmuştur. Bu uygulama ile gecelik borçlanma oranı ile piyasada oluşan faiz oranlarının birbirinden çok farklı olmamasını sağlamıştır.

2011 yılında TL'de görülen değer kaybının enflasyon üzerindeki olumsuz etkilerini sınırlandırabilmek için faiz koridoru etkin olarak kullanılmış ve borç verme faiz oranı arttırılmıştır. 2012 yılının ikinci yarısından sonra ve 2013 yılının genelinde ise AOFF'nde düşüşler gözlemlenmiştir. 2014 ve 2015 yıllarında uygulanan yüksek faiz uygulamaları 2016 yılı genelinde yerini göreceli düşük faiz uygulamasına bırakmıştır. 2010 yılından itibaren öncesinde gecelik borçlanma faizi gösterge iken, 2010 yılından sonra haftalık repo faizi gösterge faiz olmuştur.

Finansal krizin olumsuz etkilerini aşmak isteyen merkez bankalarının düşük faiz politika uygulamalarının göreceli olarak yüksek faiz uygulayan ülkemize ani sermaye girişlerine sebep olduğu görülmüştür. Sermaye akımlarındaki oynaklıkları azaltarak, finansal kırılganlıkları önlemek için faiz oranlarının düşürülmesi ise enflasyon hedefiyle uyuşmayabilmektedir. Bu sebeple Merkez Bankası'nın özellikle 2010 yılı sonrasında para politikası araçlarının kullanımında çeşitliliğe gittiği gözlemlenmiştir.

Özellikle 2008 yılından sonra kullanılan geleneksel olmayan para politikası araçlarının kullanımı neticesinde gösterge faiz oranının yanında AOFF finansal piyasalarda etkili olmaya başlamıştır. 2010 yılına kadar piyasada oluşan faiz oranının politika faiz oranından farklılaşmasını engellemek için kullanılan faiz koridoru, 2010 yılı sonrasında finansal istikrarı sağlayabilmek için asimetrik faiz koridoru olarak aktif bir para politikası aracı olarak kullanılmaya başlanılmıştır.

Merkez Bankası'nın koridorun alt ve üst bandında yaptığı değişikliklerin sermaye akımlarındaki ani değişikliklerin finans piyasaları üzerindeki olumsuz etkilerini azalttığı görülmüştür. Öyle ki, sermaye girişlerinin hızlı olduğu dönemlerde, sermaye girişlerinin azaltılması için koridorun alt bandındaki düşük faiz oranı bir araç olarak kullanılırken, üst bandı oluşturan faiz oranı kredilerdeki hızlı büyümenin önüne geçilmesi için kullanılmıştır. Aynı dönemlerde Merkez Bankası'nın finansal istikrarı sağlamak için ROM uygulamasına da sıklıkla başvurduğu görülmüştür.

Merkez Bankası gösterge faiz oranını değiştirmese dahi, piyasaya verdiği likidite miktarını değiştirerek AOFF'yi değiştirebilmiştir. Aynı şekilde gösterge faiz oranındaki bir değişikliği de yine piyasaya verdiği likidite miktarını değiştirerek bertaraf edebilmiştir. Bu sebeple çalışmanın dördüncü bölümünde, beşinci bölüm olan ampirik bölüme hazırlık olarak 2006 -2010 yılları arasında politika faizi ile diğer faiz oranları arasındaki, 2010 yılı sonrasında da AOFF ile diğer faiz oranları arasındaki etkileşim incelenmiştir. Söz konusu faiz oranlarındaki değişimlere piyasa faiz oranlarının da genellikle aynı yönde tepki verdiği gözlemlenmiştir. Bazı dönemlerde görülen farklı tepkilerin nedenleri araştırılmış ve açıklanmıştır.

Örneğin 2006 yılında politika faiz oranındaki yükseliş, kredi faiz oranlarında da görülmüş ancak kredi faiz oranlarındaki artışın daha fazla olduğu saptanmıştır. Bu durum kredi piyasasının para politikasının etkisini arttırmış olduğu şeklinde aktarılmıştır. Aynı şekilde 2007 yılının ortalarında politika faizi sabit kalmasına karşın piyasa faiz oranlarındaki düşüşün nedeni olarak, uluslararası fon akışının devam etmesi ve konut piyasalarındaki rekabet olduğu vurgulanmıştır. Aynı şekilde 2008 son çeyreğinde politika faizindeki düşüşe rağmen, piyasa faiz oranlarında küresel krizin yarattığı belirsizlikler nedeniyle yüksek faiz oranı etkili olmuştur.

2012 yılında bazı piyasa faiz oranlarındaki düşüş eğilimi AOFF'deki düşüş eğiliminden önce başlamıştır. Bunda da 2011 yılının son döneminde uygulamaya alınan ROM'un etkili olmuştur. Öyle ki zorunlu karşılık maliyetleri azalan bankalar maliyetlerindeki azalmaları kullandıkları kredi faizlerine yansıtılmışlardır.

Çalışmanın beşinci ve son bölümünde ise ampirik çalışmaya yer verilmiştir. FAVAR metodolojisi kullanılarak AOFF'nde meydana gelen bir standart sapmalılık değişikliğinin 2002–2016 dönemi çeyrek dönemlik 88 adet makroekonomik değişken üzerindeki etkileri incelenmiştir. Böylelikle gösterge faiz olan haftalık repo faizi değiştirilirse dahi AOFF'nde meydana gelen değişikliklerin finans piyasaları üzerindeki etkileri ölçülebilmektedir. Elde edilen bulgular beklenen işarete ve büyüklükte gerçekleşmiştir.

AOFF'nde görülen değişikliklerin bankalarca açılan ihtiyaç, taşıt, konut ve ticari kredilerin faiz oranları üzerinde kısa dönem içerisinde etkili olduğu görülmüştür. Öyle ki AOFF'nde görülen yükseliş, kısa dönemde söz konusu kredilerin faizlerinde de yükselişe yol açmıştır. Bu durum Merkez Bankası'nın likidite politikası yoluyla kredi piyasası üzerinde etkili olabileceğini, kredi piyasasında fiyat istikrarı ve finansal istikrar hedefleri ile uyumsuz bir durumu tespit ettiğinde likidite politikasında değişikliğe giderek piyasayı düzenleyici rol alabileceğini göstermektedir.

Merkez Bankası AOFF'ni değiştirerek BIST repo- ters repo piyasalarında oluşan gecelik faiz oranlarında da kısa dönemde etkili olabilmektedir. Bu da Merkez Bankası'na kısa vadeli piyasa faiz oranları üzerinde kısa sürede etkili olabilme olanağı sağlamaktadır.

AOFF'nde görülen değişikliklerin kısa dönemde döviz kurları üzerinde de etkili olduğu gözlemlenmiştir. Bu durum Merkez Bankası'na risk algısındaki ve sermaye hareketlerindeki değişikliklerde döviz kurlarında gözlemlenebilecek ani değişikliklere likidite politikası yardımıyla kısa süre içerisinde müdahale edebilmesine olanak tanımaktadır. Böyle bir durumda Merkez Bankası gösterge faiz oranında bir değişiklik kararını beklemeden AOFF'ni değiştirerek düzenleyici rol alabilmelidir.

Sonuç olarak, AOFF'nde görülen değişiklik kısa dönemde, kredi faiz oranları, mevduat faizleri, gösterge tahvil getirileri, BIST repo oranı ve döviz kurları üzerinde etkili olmaktadır.

Dolayısıyla Merkez Bankası gösterge faiz oranında bir değişiklik gerçekleştirmeden de, uyguladığı likidite politikalarında değişikliğe giderek, finans piyasaları üzerinde etkili olabilmektedir. Bu da Merkez Bankası'na günlük olarak da piyasalar üzerinde etkili olma, finansal istikrar için gerekli tedbirleri alma imkanını tanımaktadır. Merkez Bankası, finansal istikrarsızlık durumunda, gösterge faiz oranı değişikliği için önceden belirlenen toplantı tarihlerini beklemeden ya da toplantı tarihlerini değiştirerek piyasada belirsizlik yaratmadan da finansal piyasalar üzerinde etkili olacak likidite politikalarını belirleyebilmelidir.

KAYNAKÇA

- Akçay, A. M. (1997). “Para politikası araçları Türkiye ve çeşitli ülkelerdeki uygulamalar”. Uzmanlık Yeterlilik Tezi, T.C. Başbakanlık Devlet Planlama Teşkilatı, Ankara.
- Akdeniz, C., Çatık, N.A. (2017). “Türkiye için finansal koşulların bir analizi: faktör ve var modellerinden bulgular”. *Eskişehir Osmangazi Üniversitesi İİBF Dergisi*, 12(1), 99-120.
- Akdiş, M. (2006). *Para Teorisi ve Politikası*. Ankara: Gazi Kitapevi.
- Akerlof, George A. George L. Perry, and William T. Dickens (1996). “The macroeconomics of low inflation”. *Brooking Papers on Economic Activity*, 1, 1-76.
- Akgönül, Hüseyin (2001). “Atatürk Dönemi’nin para politikası”. *Afyon Kocatepe Üniversitesi İİBF Dergisi*, 2(2), 117-125.
- Aktan, C., Utkulu C. ve Togay, S. (1998). *Nasıl Bir Para Sistemi? Parasal Disiplin ve Parasal İstikrar İçin Alternatif Öneriler*. İstanbul: İMKB Yayınları, 7-8.
- Akyazı, H., Ekinci, A. (2009). “Enflasyon hedeflemesi, büyüme ve Türkiye Cumhuriyeti Merkez Bankası”. *Bankacılar Dergisi*, 68, 3-13.
- Alper, K., Kara, H. ve Yörükoğlu, M. (2012). “Rezerv opsiyon mekanizması”. *TCMB Ekonomi Notları*, 2012-28.
- Ando, A., Modigliani, F. (1963). The “Life Cyle” hypothesis of savings: aggregate implications and tests. *The American Economic Review*, 53(1), 55-84.
- Aren, S. (2008). *İstihdam, Para ve İktisadi Politika*. Ankara: İmge Kitapevi, 329-330.
- Arıcan, E. ve Okay, G. (2014). “Ekonomik istikrarsızlık ortamında merkez bankalarının uyguladığı para politikaları ve Türkiye örneği”. *İktisat Politikaları Araştırmaları Dergisi*, 1(1).
- Avcı, S. (2014). “1923-1938 dönemi Kemalist para politikası”. *Aydınlanma*, 1923, 21- 24.
- Bahar, O. (2004). “Türkiye’de Atatürk Dönemi’nde (1923-1938) uygulanan para politikaları. yönetim ve ekonomi”. *Manisa Celal Bayar Üniversitesi İİBF*, 11(1).
- Bain, M. K., Howells, P. (2009). *Monetary Economics: Policy and its Theoretical Basis*. Palgrave Macmillan.
- Balino, T. J. T. (1-12 July 1985). *Instruments of Monetary policy: Technical Aspects*. IMF Seminar on Central Banking.
- Ball, L. (1999). “Efficient rules for monetary policy”. *International Finance*, 2(1), 63-83.
- Bankacılık Denetleme ve Düzenleme Kurulu Türk Bankacılık Genel Görünümü 2009-2014

Bankacılık Denetleme ve Düzenleme Kurulu Yıllık Faaliyet Raporları 2010-2016

Başçı, E. (2009). Fiyat İstikrarı, TCMB, 2. KPMG Türkiye Finansal Risk Yönetim Konferansı.

Başçı, E., Kara, H. (2007). "Finansal istikrar ve para politikası". *İktisat, İşletme ve Finans*, 2007-01.

Başçı, E., Kara, H. (2011). "Finansal istikrar ve para politikası". *TCMB Çalışma Tebliği*, 2011-08.

Bernanke, B., Boivin, J. (2003). "Monetary policy in a data rich environment". *Journal of Monetary Economics*, 50(3), 525-546.

Bernanke, B., Mihov, I. (1998). "Measuring monetary policy". *Quarterly Journal of Economics* 113, 869-902.

Bernanke, B.S ve Blinder, A. (1988). "Credit, money and aggregate demand". *American Economic Review*, 78, 435-439.

Bernanke, B.S, Mishkin, F.S.(1997). "Inflation targetting: A new framework for monetary policy?" *Journal of Economic Perspectives*, 11(2), 97-117.

Bernanke, B.S., Gertler, M. (1995). Inside the black box: The credit channel of monetary policy transmission. NBER Working Paper Series. Working Paper No. 5146. June 1995.

Binici, M., Erol, H., Kara, H., Özlü, P. ve Deren, Ü. (2013). Faiz koridoru bir makro ihtiyati araç olabilir mi? *TCMB Ekonomi Notları*, 2013-20.

Blake, A., Mumtaz, H. ve Rummel, O. (2015). Measuring The Effects of Monetary Policy: The Factor Augmented VAR (FAVAR) Model. Bank of England, Centre for Central Banking Studies, Economic Modelling and Forecasting. 06 February 2015.

Bleaney, M. (1985). *The Rise and Fall Of Keynesian Economics, An investigation of its contribution to capitalist development*. New York: St. Martin's Press.

Boivin, J.G. ve Mihov, I. (2007). *Sticky Prices and Monetary Policy: Evidence From Disaggregated U.S. Data*. NBER Working Paper, 12824.

Boratav, K. (2006). *Türkiye'de Devletçilik*. Ankara: İmge Kitapevi.

Boratav, K. (2010). *Türkiye İktisat Tarihi*. Ankara: İmge Kitabevi Yayınları.

Boratav, K. (2012). *Türkiye İktisat Tarihi* (16. Baskı). Ankara, İmge Kitapevi.

Borio, C. (2011). Central Banking Post- Crisis: What Compass for Uncharted Waters?. BIS Working Paper, Sayı 353.

Bozkurt, C. (2006). "Parasal hedefleme stratejileri: Türkiye için uygun politika seçimleri". Doktora Tezi, Çukurova Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Adana.

- Bundesbank Deutsche (2003). Report on The Stability of The German Financial System. Frankfurt: Monthly Report.
- Cambazoğlu, B. (2010). “Parasal aktarım mekanizması, kredi kanalı: kuram ve Türkiye örneği”. Doktora Tezi, Adnan Menderes Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü, Aydın.
- Cambazoğlu, B., Karaalp, S. H. (2012). “Parasal aktarım mekanizması döviz kuru kanalı: Türkiye örneği”. *Celal Bayar Üniversitesi İ.İ.B.F Manisa, Yönetim ve Ekonomi*, 19(2).
- Celasun, M. (2002). “2001 Krizi, Öncesi ve Sonrası, Makroekonomik ve Mali Bir Değerlendirme. (Internet: görüntülenme: 01/08/2016).
- Cengiz, V. (2009). “Parasal aktarım mekanizması işleyişı ve ampirik bulgular”. *Erciyes Üniversitesi, İİBF Dergisi*, 33, 225-247.
- Ceylan, E. (2010). *Para politikası amaçları, araçları, Türkiye’de 1980 sonrası izlenen para politikası uygulamaları ve 2000 yılı sonrası Türk dış ticaretindeki Gelişmeler*. Yüksek Lisans Tezi, Marmara Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, İstanbul.
- Chant, J. (2003). *Financial Stability as a Policy Goal*, in Essays on Financial Stability, Technical Report No. 95, Bank of Canada, September.
- Christiano, L., Eichenbaum M. ve Evans, c. (2000). *Monetary Policy Shocks: What Have We Learned and to What End?*. in J. Taylor and M. Woodford, eds., Handbook of Macroeconomics, Amsterdam: North- Holland 2000.
- Cihak, M. (2006). “How do central banks write on financial stability?” IMF Working Paper, S. 163.
- Clarida, R., Gali, J. ve Gertler, M. (1999). “The science of monetary policy: a new keynesian perspective”. *Journal of Economic Literature*, XXXVII, 1661-1707.
- Curdia, V. ve Woodford, M. (2009). Credit Spreads and Monetary Policy. *Columbia University Department of Economics, Discussion Paper No: 0910-01*.
- Dağdemir, Ö., Küçükkalay, M. (1999). “Türkiye’de 1960 – 1980 müdahale dönemi ekonomileri: itisat politikaları ve makro ekonomik göstergeler açısından bir karşılaştırma”. *Dumlupınar Üniversitesi Sosyal Bilimler Dergisi*, 3.
- Demircan, E., Ener, M. (2004). “IMF’in gelişmekte olan ülkeler ve Türkiye’de uygulanan istikrar programları üzerine etkileri”. *Yönetim Bilimleri Dergisi*, 1(2), 83-102.
- Demirhan, E. (2002). Para politikasının değişen yüzü: enflasyon hedeflemesi. İstanbul: Türkiye Bankalar Birliği, Yayın No: 231,
- Doğan, S. (2006). “Keynesyen teoriye bir tepki: arz yanlı iktisat”. *S.Ü. İİBF Sosyal ve Ekonomik Araştırmalar Dergisi*, (12), 253-272.

- Duran, M., Gürkaynak, R., Özlü, P. ve Ünalmiş, D. (2010). TCMB faiz kararlarının piyasa faizleri ve hisse senedi piyasaları üzerine etkisi. *TCMB Ekonomi Notları*, 2010-8.
- Düzgün, R. (2010). "Türkiye Ekonomisi'nde para ve maliye politikalarının etkinliği". *Journal of International Social Research*, 3(11), 230-237.
- Enç, E., Aykaç, G. (2003). "Türkiye'nin IMF deneyiminin bir bakış". *Gazi Üniversitesi İİBF Dergisi*, 372003, 57-75.
- Erçel, G. (1999). *200 Yılı Enflasyonu Düşürme Programı: Kur ve Para Politikası Uygulaması*. TCMB, Basın Toplantısı Notları, Ankara.
- Erdem, E. (2006). "Osmanlı para sistemi ve taşıma politikası: dönemsel bir analiz". *Bankacılar Dergisi*, 56, 10-28.
- Erdoğan, S. (2005). "Alternatif para politikası stratejileri üzerine karşılaştırmalı bir değerlendirme". *Kocaeli Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi*, 9, 34-54.
- Erdoğan, S., Yıldırım, D. (2008). "Türkiye'de döviz kuru kanalının işleyişi: var modeli ile bir analiz". *İ.Ü. Sosyal Bilimler Fakültesi Dergisi*, 39, 95-108.
- Erdoğan, S., Yıldırım, D. (2009). "Türkiye'de faiz kanalı ile parasal aktarım mekanizması". *Eskişehir Osmangazi Üniversitesi İİBF Dergisi*, 4(2), 57-72.
- Erdost, C. (1982). *IMF istikrar politikaları ve Türkiye*. Ankara: Savaş Yayınları.
- Eroğlu, N. (2010). "Atatürk Dönemi para politikaları (1923-1938)". *Marmara Üniversitesi, İİBF Dergisi*, 28(1), 23-36.
- Eroğlu, Ö. (2004). "*Para Teorisi ve Politikası Ders Notları*". Isparta: Süleyman Demirel Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Yayın No: 50, 147-157.
- Ferguson, R. (2003). *Should Financial Stability Be an Explicit Central Bank Objective?*. in Monetary Stability, Financial Stability and the Business Cycle: Five Views, BIS Paper No. 18, 7-15.
- Ferguson, W.R. (2003). *Should Financial Stability Be an Explicit Central Bank Objectives?* *BIS Working Paper*, Sayı: 18.
- Fırat, E. (2006). "*Ekonomik krizler ve istikrar paketleri Türkiye uygulaması 1980-2002*". Doktora Tezi, Selçuk Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Konya.
- Fisunoğlu, M., Köksal Tan, B. (2009). "Keynesyen devrim, keynesyen iktisat". *Ekonomik Yaklaşım*, 20(70), 31-60
- Friedman M., Meselman D. (1963). *The Relative Stability of Monetary Velocity and the Investment Multiplier in the United States*, 1887-1958. In Stabilization Policies, Englewood Cliffs, Prentice-Hall.

- Fukawa, K. (2012). Estimation of an Empirical FAVAR Model and DSGE Model for Evaluation of Government Expenditure Effects in Japan. City University of New York, Graduate Center. February 19, 2012.
- Gertler, M., Karadi, Peter. (2011). "A model of unconventional monetary policy". *Journal of Monetary Economics*, 58, 17-34.
- Giz, D., Cekan S. S. (2011). Enflasyon hedeflemesi, makroekonomik istikrar ve Türkiye. *Sosyal Siyaset Konferansları*, 60, 119-143.
- Güler, H. (2009). "Likidite çerçevesinde dolaşımdaki para hacminin modellenmesi ve likidite tahmini". TCMB Uzmanlık Yeterlilik Tezi, Ankara.
- Güloğlu, B., Altunoğlu, E. (2002). "Finansal serbestleşme politikaları ve finansal krizler: Latin Amerika, Meksika, Asya ve Türkiye krizleri". *İstanbul Üniversitesi Sosyal Bilimler Fakültesi Dergisi*, 27, 107-134.
- Güneş, H. (1992). *Enflasyonun Kontrolünde Alternatif Para Programı*. İstanbul: İstanbul Ticaret Odası Yayın No: 1992-18.
- Gür, T. E. (2003). "Kredi kanalının etkin çalışması ve Türkiye uygulaması". Uzman Yeterlilik Tezi, TCMB Bankacılık ve Finansal Kuruluşlar Genel Müdürlüğü, Ankara.
- Güzel, H. (2011). "Devletçi ve liberal dönem iktisat politikalarının makroekonomik göstergeler üzerindeki etkileri 1930 – 1939 / 1950 – 1960". Yüksek Lisans Tezi, Marmara Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, İstanbul.
- Hiç, M. (1994). *Para Teorisi ve Politikası*. İstanbul: Filiz Kitapevi
- Ireland, P.N. (2005). *The Monetary Transmission Mechanism*. Federal Bank of Boston Working Paper, No: 06 -1,1-13.
- İnal, D. (2006). "Türkiye’de para politikası faiz kararlarının uzun dönemli faizler üzerindeki etkisi". Uzmanlık Yeterlilik Tezi, TCMB Dış İlişkiler Genel Müdürlüğü, Ankara.
- İnan, E. (2001). "Parasal aktarım mekanizmasının kredi kanalı ve Türkiye". *TBB Bankacılar Dergisi*, 12(39), 3-19.
- Kalaycı, İrfan. (2009). "Atatürk’ün Kalkınma Modeli (AKM): günümüz sanayisi için kazanımlar". *Maliye Dergisi*, 156, 152 -176.
- Kalustyan, T. (1999). *İstanbul Üniversitesi, SBE, TCMB açık piyasa işlemleri değişkeninin çeşitli kantitatif metotlarla analizi*. Yüksek Lisans Tezi, İstanbul Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, İstanbul.
- Kamin, S., Turner, P. ve Van’t dack, J. (1998). "The transmission mechanism of monetary policy in emerging market Economies". *BIS Tebliği*, 3, 5-64.
- Kantarıcı, H., Karacan, R. (2008). "Mali disiplini sağlanması açısından Türkiye IMF ilişkilerinin değerlendirilmesi". *Maliye Dergisi*, 155, 144-158.

- Kaplan F., Yapraklı S. (2012). "Türkiye'de uygulanan açık enflasyon hedeflemesi stratejisinin başarısı üzerine ekonometrik bir değerlendirme". *Hacettepe Üniversitesi İİBF Dergisi*, 30(2), 185-208.
- Kara, H. (2012). "Küresel kriz sonrası para politikası". *İktisat, İşletme ve Finans*, 26(302), 9-25.
- Kara, H. (2015). "Faiz koridoru ve para politikası duruşu". *TCMB Ekonomi Notları*, 2015-13.
- Karaca, O. (2010). "Para politikası aktarım mekanizması ve 2001 krizi sonrası türkiye uygulaması". Yüksek Lisans Tezi, İstanbul Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, İstanbul.
- Karahan, Ö., İpek, E. (2013). "Türkiye'ye yönelik yabancı sermaye akımlarının hacim ve kompozisyonundaki gelişmeler". *Yönetim ve Ekonomi Araştırmaları Dergisi*, 11(21), 299-316.
- Karataş, M. (2000). "1990 sonrası Türkiye'de uygulanan para programları". *Balıkesir Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi*, 3(4), 131- 153.
- Karluk, R. S. (2011). *Türkiye Ekonomisi* (2. Baskı). Eskişehir: Anadolu Üniversitesi Yayınları.
- Kasapoğlu, Ö. (2007). "Parasal aktarım mekanizmaları: Türkiye için uygulama". Uzmanlık Yeterlilik Tezi, TCMB Piyasalar Genel Müdürlüğü, Ankara.
- Kaya, Veysel M. (2012). Enflasyon Hedeflemesi Stratejisine Genel Bir Bakış: 2012-2011 Türkiye Deneyimi. *Dumlupınar Üniversitesi Sosyal Bilimler Dergisi*, 33 129-138.
- Kenen, Peter B. (2000). Fixed Versus Floating Exchange Rates. *Cato Journal*, 20(1), 109- 113.
- Kepenek, Y. , Yentürk, N. (2001). *Türkiye Ekonomisi* (18.Baskı). İstanbul: Remzi Kitapevi.
- Kesriyeli, M. (1997). *1980'li Yıllardan Günümüze Para Politikası Gelişmeleri*. Ankara: TCMB Yayın
- Keyder, N. (1988). *Para Teori Politika Uygulama* (4. Baskı). Ankara: Bizim Büro Basımevi, 26.
- Keyder, N. (2005). *Para Teori Politika Uygulama* (10. Baskı). Ankara: Seçkin Yayıncılık, 215.
- Keyder, N. (2008). *Para Teori Politika Uygulama* (11. Baskı). Ankara: Seçkin Yayıncılık, 2-3.
- Kırmızıaltan, E. (2012). *1980 Sonrası Türkiye Ekonomisi Türkiye'nin Neoliberal Dönüşümüne IMF ve Dünya Bankası'nın Etkisi*. İstanbul: Maki Basın Yayın.
- Koop, G., Korobilis, D. (2014). A New Index of Financial Conditions. *European Economic Review*, 71,101-116.
- Koop, G., Korobilis, D. (2014). A New Index of Financial Conditions. *European Economic Review*, 71, 101-116.
- Köklü, A. (1984). *Makro İktisat*. Ankara: S Yayınları.

- Küçük, H., Özlü P., ve diğerleri (2013). Likidite Yönetimi ve BİST Faiz Farkı. *TCMB Ekonomi Notları*, 2013,1-13.
- Küçük, H., Özlü, P., Talaşlı, A., Ünalmiş D. ve Yüksel, C. (2014). Interest Rate Corridor, Liquidity Management and the Overnight Spread. *TCMB Çalışma Tebliği*, 2014-02.
- Küçükefe, B., Demiröz, D.M. (2017). FAVAR (Factor- Augmented Vector Autoregression) Modeli Literatür Taraması. *Fiscaeconomia*, 1(2), 38-59.
- Küçüksaraç, D., Özel, Ö. (2012). Rezerv Opsiyonu Mekanizması ve Optimal Rezerv Opsiyonu Kataylarının Hesaplanması. *TCMB Çalışma Tebliği*, 2012-32.
- Lagana, G. (2004). Measuring Monetary Policy in the UK: A Factor-Augmented VectorAutoregressive Approach. March 2004.
- Lindsey, David E. ve Henry C. Wallich (1996). *The New Palgrave. A Dictionary of Economics*. (Ed. J. Eatwell, M. Milgate ve P. Newman). Volume III. ABD: Macmillan Press, 508.
- Loayza, N., Hebbel, S. K. (2002). Monetary Policy Functions and Transmission Mechanism: An Overview. Central Bank of Chile, 2002.
- Mehra, Y. P. (1996). Monetary Policy and Long Term Interest Rates. Federal Reserve Bank of Richmond. *Economic Quarterly*, 82(3), 27-49.
- Mishkin, F. (1995). Symposium on the Monetary Transmission Mechanism. *Journal of Economic Perspectives*,9(4), 3-10.
- Mishkin, F. (1997). Strategies for Controlling Inflation. NBER Working Paper, No: 6122, 1-49.
- Mishkin, F. (1999a). Global Financial Instability: Framework, Events, Issues. *Journal of Economic Perspectives*, 13(4), 3-20.
- Mishkin, F. (1999b). *International Experiences with Different Monetary Policy Regimes*. NBER Working Paper No: 6965.
- Mishkin, F. (2000a). Inflation Targeting in Emerging Market Countries. NBER Working Paper Series, No: 7618.
- Mishkin, F. (2000b). *Para Teorisi ve Politikası*. İstanbul: Bilim Teknik Yayınevi.
- Mishkin, F. (2011). Monetary Policy Strategy: Lessons from the Crisis, *NBER Working Paper* No: 16755.
- Munir, K., Qayyum, A. (2012). *Measuring The Effects of Monetary Policy in Pakistan: A Factor Augmented Vector Autoregressive Approach*. Mpra Paper No.35976.
- Odabaş, H. (2011). "Euro bölgesi ve mali istikrarsızlık: Yeni Avrupa istikrar mekanizması başarılı olacak mı?". *Ekonomi Bilimleri Dergisi*, 3,101-110.

- Orhan, O., Erdoğan, S. (2008). *Para Politikası*. Ankara: Palme Yayıncılık, 70.
- Öğretmen, E. (2004). *Enflasyon Hedeflemesi Uygulama Özellikleri*. Ankara: TCMB Dış İlişkiler Müdürlüğü.
- Önder, T.(2005). “*Para politikası: amaçları, araçları ve Türkiye uygulaması*”. Uzmanlık Tezi, TCMB, Ankara.
- Özcan, S. (2006). “*Para politikası tercihleri ile finansal istikrar arasındaki ilişki, enflasyon hedeflemesi politikasında finansal istikrar ve Türkiye analizi*”. TCMB, Uzmanlık Yeterlilik Tezi, Ankara.
- Özatay, F. (2011). “*Merkez Bankası’nın yeni para politikası: İki hedef -üç ara hedef –üç araç*”. *İktisat İşletme Finans Dergisi*, 26 (302), 27-43.
- Özatay, F. (2011a). *Parasal İktisat Kuram ve Politika*. Ankara: Efil Yayıncılık, 424.
- Özatay, F. (2016). *Merkez Bankası Yasasında Değişiklik*. www.dunya.com.tr 18 Mayıs 2015 tarihli yazısı.
- Özsan, A. (2013). *Avrupa Birliği’ndeki Ekonomik Yavaşlamanın Türkiye’nin Sektörel İhracatına Ekisi*. Ankara, T.C. Kalkınma Bakanlığı.
- Öztürk, N., Bayraktar, Y. (2010). *IMF’in Değişen Rolü ve Gelişmekte Olan Ülke Ekonomilerine Etkileri*. Ankra. Palme Yayıncılık.
- Öztürkler, H., Çermikli, H. (2007). “*Türkiye’de bir parasal aktarım kanalı olarak banka kredileri*”. *Finans Politik ve Ekonomik Yorumlar*, 44(514), 57-68.
- Parasız, İ. (1998). *Para Politikası (Türkiye Uygulamaları)*. Bursa: Ezgi Kitapevi
- Parasız, İ. (2003). *Türkiye Ekonomisi*. (1.Baskı). Bursa: Ezgi Kitapevi
- Parasız, İ. (2009). *Para Banka ve Finansal Piyasalar*. (9.Baskı). Bursa: Ezgi Kitapevi
- Paya, M. (2002). *Para Teorisi ve Para Politikası*. İstanbul: Filiz Kitapevi
- Perera, A.A.R. (2010) Monetary Policy in Turbulent Times: Impact of Unconventional Monetary Policies Central Bank of Srilanka International Reserarch Conference, 2010.
- Plosser, Charles I. (2001). Does the New Economy Call For A New Monetary Policy. *Cato Journal*, 21(2), 170-171.
- Sabır, H. (2003). Atatürk’ün İktisadi Zihniyeti. *Dış Ticaret Dergisi*, 28, 77-92.
- Saçkan, O. (2006). “*Genel fiyat düzeyinin belirlenmesinde para ve maliye politikası dominant rejimleri: Türkiye örneği, 1988-2005*”. Uzmanlık Tezi, Merkez Bankası Ankara.

- Schwartz,A. (1995). Why Financial Stability Depends on Price Stability. *Economic Affairs*, 15(4), 21-25.
- Sellon, H. ve Weiner, E. (1996). Monetary Policy Without Reserve Requirements: Analytical Issues. *Economic Review*, Fourth Quarter 1996.
- Serel, A. Ve Özkurt, C. (2014). "Geleneksel olmayan para politikası araçları ve Türkiye Cumhuriyeti Merkez Bankası". *Yönetim ve Ekonomi Araştırmaları Dergisi*,22, 56 -71.
- Serin, V. (1987). *Para Politikası. Tarihi-Teorik Gelişmeler ve Türkiye Uygulaması. İstanbul: Marmara Üniversitesi Yayın No: 440.*
- Sezer B. (2013). "TCMB para politikası araçları ve "2002-2012 yılları arası TCMB politikalarının incelenmesi". Yüksek Lisans Tezi, Okan Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü, İstanbul.
- Sezgin, O., Darıcı, B. (2009). "Para politikasının finansal istikrarı sağlama -sürdürme sorumluluğu: finansal istikrara yönelik geleneksel – spesifik para politikası uygulamaları". *Yönetim ve Ekonomi Araştırma Dergisi*, 11, 15-18.
- Silva, C.V. (20089). "The Effect of Monetary Policy On Housing: A Factor-Augmented Vector Autoregression (FAVAR) Approach". *Applied Economics Letters*, 15(10),749-752.
- Somçağ, S. (2006). *Türkiye'nin Ekonomik Krizi Oluşumu ve Çıkış Yolları*. Ankara: 2006 Yayınevi.
- Stein, J. C. (2012). "Monetary policy as financial stability regulation". *The Quarterly Journal of Economics*, 127(1), 57-95.
- Svensson, L. E. (1997). "Inflation forecast targeting: Implementing and monitoring inflation targets". *European Economic Review*, 41(6), 1111-1146.
- Şahin, H. (2009). *Türkiye Ekonomisi* (10. Baskı). Bursa: Ezgi Kitapevi.
- T.C. Başbakanlık Hazine Müsteşarlığı IMF Niyet Mektupları
- Takım, A. (2011). "Türkiye'de para politikası stratejilerinin fiyat istikrarına etkisi: enflasyon hedeflemesi Örneği". *Bartın Üniversitesi, ZKÜ Sosyal Bilimler Dergisi*, 7(13), 15-35.
- Takım, A. (2012). "Demokrat Parti döneminde uygulanan ekonomi politikaları ve sonuçları". *Ankara Üniversitesi SBF Dergisi*, 67(2), 157-187.
- Taş, M. (2004). "Menderes döneminin ekonomi politiği ve 1958 istikrar programı". *Mevzuat Dergisi*, 7, 76.
- Taylor, John B. (1993). "Discretion versus policy rules in practice". *Carnegie-Rochester Conference Series on Public Policy*, 39, 195-214.
- Taylor, John B. (1995). "The monetary transmission mechanism: an emprical framework. *Journal of Economic Perspectives*, 9(4), 11-26.

Tiryaki, G. (2014). "Türkiye’de Bireysel Kredilerin Ekonomik Büyüme ve Cari Açık ile İlişkisi". *Türkiye Bankalar Birliği Bankacılar Dergisi*, 91, 55,74.

Tokatlıoğlu, İ., Öztürk, F. (2008). "1950-1980 yılları arasındaki dönemde Türkiye’de uygulanan para ve maliye politikaları". *Ekonomik Yaklaşım*, 11(66), 155-174.

Türkiye Bankalar Birliği İstatistik Raporlar (2006-2016)

Türkiye Cumhuriyeti Merkez Bankası (2001). *2001 Yılı Para Politikası Raporu. Süreyya Serdengeçti*. Ankara: TCMB.

Türkiye Cumhuriyeti Merkez Bankası (2002). *2002 Yılı Para ve Kur Politikası Basın Duyurusu*. Ankara: TCMB.

Türkiye Cumhuriyeti Merkez Bankası (2003). *2003 Yılı Para ve Kur Politikası Basın Duyurusu*. Ankara: TCMB.

Türkiye Cumhuriyeti Merkez Bankası (2004). *2004 Yılı Para ve Kur Politikası Basın Duyurusu*. Ankara: TCMB.

Türkiye Cumhuriyeti Merkez Bankası (2005a). *2005 Yılı Para ve Kur Politikası Basın Duyurusu*. Ankara: TCMB.

Türkiye Cumhuriyeti Merkez Bankası (2005b). *Enflasyon Hedeflemesi Rejiminin Çerçevesi ve 2006 Yılında Para ve Kur Politikası Raporu*. Ankara: TCMB.

Türkiye Cumhuriyeti Merkez Bankası (2005c). *2006 Yılı Yıllık Rapor*. Ankara: TCMB.

Türkiye Cumhuriyeti Merkez Bankası (2006). *2007 Yılı Para ve Kur Politikası Raporu*. Ankara: TCMB.

Türkiye Cumhuriyeti Merkez Bankası (2007a). *2008 Yılı Para ve Kur Politikası Raporu*. Ankara: TCMB.

Türkiye Cumhuriyeti Merkez Bankası (2007b). *Enflasyon Raporu*. Ankara: TCMB.

Türkiye Cumhuriyeti Merkez Bankası (2007c). *2006 Yılı Yıllık Rapor*. Ankara: TCMB.

Türkiye Cumhuriyeti Merkez Bankası (2008a). *2009 Yılı Para ve Kur Politikası Raporu*. Ankara: TCMB.

Türkiye Cumhuriyeti Merkez Bankası (2008b). *Enflasyon Raporu*. Ankara: TCMB.

Türkiye Cumhuriyeti Merkez Bankası (2009a). *2010 Yılı Para ve Kur Politikası Raporu*. Ankara: TCMB.

Türkiye Cumhuriyeti Merkez Bankası (2009b) *Enflasyon Raporu*. Ankara: TCMB.

Türkiye Cumhuriyeti Merkez Bankası (2009c). Bülten Sayı: 15.

Türkiye Cumhuriyeti Merkez Bankası (2010a). *2011 Yılı Para ve Kur Politikası Raporu*. Ankara: TCMB.

Türkiye Cumhuriyeti Merkez Bankası (2010b). *Enflasyon Raporu*. Ankara: TCMB.

Türkiye Cumhuriyeti Merkez Bankası (2010c). *Para Politikası Çıkış Stratejisi Raporu*. Ankara: TCMB.

Türkiye Cumhuriyeti Merkez Bankası (2011a). *2012 Yılı Para ve Kur Politikası Raporu*. Ankara: TCMB.

Türkiye Cumhuriyeti Merkez Bankası (2011b). *Enflasyon Raporu*. Ankara: TCMB.

Türkiye Cumhuriyeti Merkez Bankası (2012a). *2013 Yılı Para ve Kur Politikası Raporu*. Ankara: TCMB.

Türkiye Cumhuriyeti Merkez Bankası (2012b) *Enflasyon Raporu*. Ankara: TCMB.

Türkiye Cumhuriyeti Merkez Bankası (2012c). Türk bankacılık sisteminde faiz marjı ve belirleyicileri. *Finansal İstikrar Raporu*, Özel Konu IV.2., Kasım 2012.

Türkiye Cumhuriyeti Merkez Bankası (2012d). Zorunlu karşılıklarda rezerv opsiyonu mekanizması. *Finansal İstikrar Raporu*, Özel Konu IV.1., Kasım 2012.

Türkiye Cumhuriyeti Merkez Bankası (2012e). Merkez Bankacılığında Yeni Bir Araç: Öngörülebilirlik". **Bülten**, Sayı 27, Eylül 2012.

Türkiye Cumhuriyeti Merkez Bankası (2012f). Bülten Sayı: 28.

Türkiye Cumhuriyeti Merkez Bankası (2013a). *2014 Yılı Para ve Kur Politikası Raporu*. Ankara: TCMB.

Türkiye Cumhuriyeti Merkez Bankası (2013b). *Enflasyon Raporu*. Ankara: TCMB.

Türkiye Cumhuriyeti Merkez Bankası (2013c). *Parasal Aktarım Mekanizması Raporu*. Ankara: TCMB.

Türkiye Cumhuriyeti Merkez Bankası (2014a). *2015 Yılı Para ve Kur Politikası Raporu*. Ankara: TCMB.

Türkiye Cumhuriyeti Merkez Bankası (2014b). *Enflasyon Raporu*. Ankara: Türkiye Cumhuriyeti Merkez Bankası.

Türkiye Cumhuriyeti Merkez Bankası (2015a). *2016 Yılı Para ve Kur Politikası Raporu*. Ankara: TCMB.

Türkiye Cumhuriyeti Merkez Bankası (2015b). *Enflasyon Raporu*. Ankara: TCMB.

Türkiye Cumhuriyeti Merkez Bankası (2015c). *Küresel para politikalarının normalleşme sürecinde yol haritası*, Ankara: TCMB, 1-39.

Türkiye Cumhuriyeti Merkez Bankası (2016a). *2017 Yılı Para ve Kur Politikası Raporu*. Ankara: TCMB.

Türkiye Cumhuriyeti Merkez Bankası (2016b). *Enflasyon Raporu*. Ankara: TCMB.

Türkiye Cumhuriyeti Merkez Bankası (2017a). *Türk Lirası depoları karşılığı döviz depolarına ilişkin basın duyurusu*, 17/01/2017.

Türkiye Cumhuriyeti Merkez Bankası (2017b). *Hükümete gönderilen açık mektup*, Ankara: TCMB, 31/01/2017

Türkiye Cumhuriyeti Merkez Bankası (2010c). *Para Politikası Çıkış Stratejisi Raporu*. Ankara: TCMB.

Uygur, E. (2001). *Krizden Krize Türkiye: 2000 Kasım ve 2001 Şubat Krizleri*. Türkiye Ekonomisi Kurumu, Tartışma Metni.

Üçer, M. (2011). "Son para politikası üzerine gözlemler". *İktisat İşletme ve Finans Dergisi*, 26 (302), 45-51.

Ünalmiş, D. (2015). Faiz koridoru, likidite yönetimi ve para piyasalarında efektif fonlama faizi. *TCMB Ekonomi Notları*, 2015-20.

Ünsal Erdal M. (2009). *Makro İktisat* (8. Baskı). Ankara: İmaj Yayıncılık.

Vakıfbank Bankacılık Sektörü Raporu – 2013 4. Çeyrek

Vakıfbank Bankacılık Sektörü Raporu – 2014 4. Çeyrek

Vakıfbank Bankacılık Sektörü Raporu – 2015 4. Çeyrek

Vakıfbank Bankacılık Sektörü Raporu – 2016 4. Çeyrek

Varlık, S. (2014). *"Enflasyon hedeflemesi stratejisinde finansal istikrar: Türkiye ekonomisi üzerine bir inceleme"*. Doktora Tezi, Gazi Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Ankara.

Vural, U. (2013). *Geleneksel Olmayan Para Politikalarının Yükselişi*. Ankara: TCMB İletişim Ve Dış İlişkiler Genel Müdürlüğü.

Weeks, J. (2009). The Effectiveness of Monetary Policy Reconsidered. *PERI Working Papers*, 154.

Wrishtman, D. (1971). *An Introduction to Monetary Theory and Policy*. New York: The Free Press.

Yakupoğlu, A. (2010). Merkez Bankası'nın 2002-2009 Yılları Arasında Uyguladığı Para Politikası ve Kur Rejiminin Genel Bir Analizi. *Maliye Finans Yazıları*, 24(88), 35-54.

Yaşa, M. (1980). *Cumhuriyet Dönemi Türkiye Ekonomisi 1923- 1978*. İstanbul. Akbank Kültür Yayını.

- Yavaşlar, F. (2013). *Avrupa Birliğinde mali kriz ve Türkiye'ye etkiler*. Ankara: Seçkin Yayıncılık.
- Yay Gülsün G. (2006). "Para politikası stratejileri ve enflasyon hedeflemesi". *Yıldız Teknik Üniversitesi İktisat Dergisi*, 470-471.
- Yazgan, E. (2015). "Para politikası: Bir örnek olarak Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankasının tepki fonksiyonunun tahmini". Doktora Tezi, Hacettepe Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Ankara.
- Yeldan, E. (2001). "Birinci yılında 2000 – enflasyonu düşürme programının değerlendirilmesi". *Mülkiyeliler Birliği Dergisi*, XXV(226), 157- 174.
- Yıldırım, D., Mirasedoğlu, M. (2015). "Aktarım mekanizmasının hisse senedi fiyatları kanalının etkinliğine ilişkin bir analiz". *Eskişehir Osmangazi Üniversitesi, Sosyal Bilimler Dergisi*, 16(2), 105-125.
- Yiğit, D. (2012). "Küresel ekonomik kriz öncesi ve krizin etkileri ile mücadele sürecinde avrupa birliği'nde ekonomi yönetimi". *Ankara Avrupa Çalışmaları Dergisi*, 11(1), 135-168.
- Yurdabak, K. (2015). "2008 küresel kriz sonrası merkez bankacılığında politika değişimi: Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası örneği". Doktora Tezi, Marmara Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, İstanbul.

İnternet Kaynakları:

- İnternet: Armağan, Ş. (2015). *2001 Krizinden Günümüze Para Politikası Uygulamaları*. Marmara Üniversitesi İİBF. Url: <https://www.slideshare.net/Armaanahin/2001-krizinden-gnmze-para-politikas-uygulamalar-53082822> adresinden 18 Temmuz 2016 erişilmiştir.
- İnternet: Bernanke, B.S. , Boivin, J., Elias, P. (2004). "Measuring the Effects of Monetary Policy: A factor – Augmented Vector Autoregressive (FAVAR) Approach. Working Paper" 10220 <http://www.nber.org/papers/w10220>. NBER Working Paper Series, January 2004.
- İnternet: Federal Reserve Bank of New York (t.y.). *The Discount Window*. Url: <https://www.newyorkfed.org/banking/discountwindow.html> adresinden 14 Nisan 2016 tarihinde erişilmiştir.
- İnternet: Greenspan, A. (1994). Testimony before the Subcommittee on Economic Growth and Credit Formation of the Committee on Banking, Finance and Urban Affairs, U.S. House of Representatives. Url: https://fraser.stlouisfed.org/scribd/?item_id=8513&filepath=/files/docs/historical/greenspan/Greenspan_19940722.pdf adresinden 12 Mayıs 2016 tarihinde erişilmiştir.

İnternet: IMF Niyet Mektupları Url: <http://www.tcmb.gov.tr/wps/wcm/connect/TCMB+TR/TCMB+TR/Main+Menu/Yayinlar/Temel+Politika+Metinleri/IMF+Niyet+Mektuplari> adresinden 12 Mayıs 2016 tarihinde erişilmiştir.

İnternet: Kara, H. (2012). Küresel kriz sonrası para politikası. *TCMB Çalışma Tebliği*, 1217. https://www.researchgate.net/profile/Hakan_Kara/publication/254423678_Kuresel_kriz_sonrasi_para_politikasi/links/5406baf90cf23d9765a7ff2b/Kueresel-kriz-sonrasi-para-politikasi.pdf adresinden 10 Mayıs 2017 tarihinde erişilmiştir.

İnternet: Özatay, F. (2012). *Para Politikasına Yeni Arayışlar ve TCMB*. TEPAV, <http://www.tepav.org.tr/upload/files/13268900343>. adresinden 12 Mayıs 2016 tarihinde erişilmiştir.

İnternet: Özen, A., Özpençe, Ö. (2006). Osmanlı İmparatorluğu'nda ve Türkiye Cumhuriyeti'nde Borçlanma Politikaları ve Sonuçları. *Mevzuat Dergisi*, 100(9). Url: <https://www.mevzuatdergisi.com/2006/04a/03.htm> 12 Mayıs 2016 tarihinde erişilmiştir.

İnternet: Serdengeçti, S. (1999). *Türkiye'de Enflasyon ve Büyüme İlişkisi: Genel Bir Değerlendirme konulu konuşma metni*, Ankara. <http://www.tcmb.gov.tr/> adresinden 9 Ağustos 2016 tarihinde erişilmiştir.

İnternet: Serdengeçti, S.(2002). Fiyat İstikrarı Sunumu, Siyasal Bilgiler Fakültesi Konferansı, Ankara. (http://www.tcmb.gov.tr/yeni/evds/konusma/tur/2002/fiyat_istikrar.pol/. adresinden 12 Mayıs 2016 tarihinde alınmıştır.

İnternet: Serdengeçti, S.(2005). Fiyat İstikrar Raporu kapsamında yaptığı konuşma metni, Ankara. (<http://www.tcmb.gov.tr/> adresinden 08 Nisan 2016 tarihinde erişilmiştir.

İnternet: Stock, J.H. ve Watson, W.M. (2005). Implications of Dynamic Factor Models for VAR Analysis. Working Paper 11467. <http://www.nber.org/paper/w11467>. NBER Working Paper Series. adresinden 12 Mayıs 2016 tarihinde erişilmiştir.

İnternet: T.C. Ekonomi Bakanlığı. Url: <http://www.ekonomi.gov.tr> adresinden 12 Mayıs 2016 tarihinde erişilmiştir.

İnternet: Türkiye Bankalar Birliği. (2013). *Bankacılar Dergisi*. 85, Haziran 2013 https://www.tbb.org.tr/Content/Upload/dergiler/dosya/59/Sayi_85_TBB.pdf adresinden 12 Mayıs 2016 tarihinde erişilmiştir.

İnternet: Türkiye Cumhuriyeti Merkez Bankası (2016). *Para Politikası Kararı* <http://www.tcmb.gov.tr/wps/wcm/connect/tcmb+tr/tcmb+tr/main+menu/duyurular/basin/2016/duy2016-49> adresinden 12 Mayıs 2016 tarihinde erişilmiştir.

- İnternet: Türkiye Cumhuriyeti Merkez Bankası (2017). *Hükümete Gönderilen Açık Mektup*, 31/01/2017. <http://aa.com.tr/tr/ekonomi/merkez-bankasi-hukumete-acik-mektup-gonderdi/738577> adresinden 12 Mayıs 2016 tarihinde erişilmiştir.
- İnternet: Türkiye Cumhuriyeti Merkez Bankası 1211 Sayılı Kanunu. Url: <http://www.tcmb.gov.tr> adresinden 12 Mayıs 2016 tarihinde erişilmiştir.
- İnternet: Türkiye Cumhuriyeti Merkez Bankası, Veriler – İstatistiki Veriler. Url: <http://www.tcmb.gov.tr> adresinden 12 Mayıs 2016 tarihinde erişilmiştir.
- İnternet: Türkiye İhracatçılar Meclisi, İstatistikler. Url: <http://www.tim.org.tr> adresinden 12 Mayıs 2016 tarihinde erişilmiştir.
- İnternet: Türkiye İstatistik Kurumu, Temel İstatistikler. Url: <http://www.tuik.gov.tr> adresinden 12 Mayıs 2016 tarihinde erişilmiştir.
- İnternet: Url: www.mahfiegilmez.com/2012/09/guncel-para-politikas.html adresinden 13 Nisan 2016 tarihinde erişilmiştir.
- İnternet: Wynne, Mark A. (2008). Federal Reserve Bank of Dallas, Globalization and Monetary Policy Institute, Working Paper No. 8 How Should Central Banks Define Price Stability? 1-36. Url: <http://www.dallasfed.org/assets/documents/institute/wpapers/2008/0008.pdf> adresinden 12 Mayıs 2016 tarihinde erişilmiştir.
- İnternet: Yılmaz, D. (2011). *Ocak 2011 Enflasyon Raporu Basın Toplantısı*. 25 Ocak 2011. Url: http://tcmb.gov.tr/wps/wcm/connect/f1a86848-f547-438c-8615-19ec3024b0f6/Baskan_EnfRapOcak2011.pdf?MOD=AJPERES&CACHEID=f1a86848-f547-438c-8615-19ec3024b0f6 adresinden 12 Mayıs 2016 tarihinde erişilmiştir.
- İnternet: Yükseler, Z. (2010). *Örtülü mali kuraldan açık mali kurala geçiş*. Url: <http://www.tcmb.gov.tr/wps/wcm/connect/308be945-5a3b-4b8c-96f5-3a6c64e9b045/mali+kural-zy.pdf?MOD=AJPERES&CACHEID=308be945-5a3b-4b8c-96f5-3a6c64e9b045> adresinden 12 Mayıs 2016 tarihinde erişilmiştir.
- İnternet: Zuniga, M. C. (2011). International Monetary Transmission, a Factor-Augmented Vector Autoregressive (FAVAR) Approach: The Cases of Mexico and Brazil. *Business and Economics Journal*. Url: <http://go.galegroup.com/ps/anonymous?id=GALE%7CA335189010&sid=googleScholar&v=2.1&it=r&linkaccess=fulltext&issn=21516219&p=AONE&sw=w&authCount=1&isAnonymousEntry=true> adresinden 12 Mayıs 2016 tarihinde erişilmiştir.





EKLER

Ek-1. FAVAR Veri Seti

X1	X1	Gösterge Faiz Oranı
AOFF	X2	TCMB Ağırlıklı Ortalama Fonlama Faizi
F1	X3	Bankalarca Açılan Kredilere Uygulanan Ağırlıklı Ortalama Faiz Oranı (İhtiyaç TL)
F2	X4	Bankalarca Açılan Kredilere Uygulanan Ağırlıklı Ortalama Faiz Oranı (Taahhüt TL)
F3	X5	Bankalarca Açılan Kredilere Uygulanan Ağırlıklı Ortalama Faiz Oranı (Konut TL)
F4	X6	Bankalarca Açılan Kredilere Uygulanan Ağırlıklı Ortalama Faiz Oranı (Ticari TL)
F5	X7	Bankalarca Açılan Kredilere Uygulanan Ağırlıklı Ortalama Faiz Oranı (Ticari EUR)
F6	X8	Bankalarca Açılan Kredilere Uygulanan Ağırlıklı Ortalama Faiz Oranı (Ticari USD)
F7	X9	Bankalarca Açılan Kredilere Uygulanan Ağırlıklı Ortalama Faiz Oranı (Tüketici TL)
F8	X10	Bankalarca Açılan Mevduatlara Uygulanan Ağırlıklı Ortalama Faiz Oranları (3 aya kadar vadeli EUR)
F9	X11	Bankalarca Açılan Mevduatlara Uygulanan Ağırlıklı Ortalama Faiz Oranları (1 yıl ve daha uzun vadeli EUR)
F10	X12	Bankalarca Açılan Mevduatlara Uygulanan Ağırlıklı Ortalama Faiz Oranları (3 aya kadar vadeli TL)
F11	X13	Bankalarca Açılan Mevduatlara Uygulanan Ağırlıklı Ortalama Faiz Oranları (1 YIL VE DAHA UZUN VADELİ TL)
F12	X14	Bankalarca Açılan Mevduatlara Uygulanan Ağırlıklı Ortalama Faiz Oranları (3 aya kadar vadeli USD)
F13	X15	Bankalarca Açılan Mevduatlara Uygulanan Ağırlıklı Ortalama Faiz Oranları (1 YIL VE DAHA UZUN VADELİ USD)
F14	X16	Borsa İstanbul (BIST) Gecelik Repo Faizleri Ağırlıklı Ortalama Faiz Oranı
F15	X17	Bankalararası Para Piyasası İşlem Özetleri - (ON Gerçekleşen Basit Faiz Oranı) Ağırlıklı Ortalama (1 Gecelik İşlem)
F16	X18	Bankalararası Para Piyasası İşlem Özetleri - (ON Gerçekleşen En Yüksek Basit Faiz Oranı (1 Gecelik İşlem))
F17	X19	Bankalararası Para Piyasası İşlem Özetleri - (ON Gerçekleşen En Düşük Basit Faiz Oranı (1 Gecelik İşlem))
F18	X20	2 yıllık gösterge niteliğindeki tahvil getiri oranı
X2	X21	Bankacılık Sektörü - Yurtiçi Kredi Hacmi (Aylık - Bin TL)
X3	X22	Mevduat Bankaları Bilançosu (Aylık, Bin TL) Vadesi gelmiş Menkul değerler
X4	X23	Mevduat Bankaları Bilançosu (Aylık, Bin TL) Krediler
X5	X24	Mevduat Bankaları Bilançosu (Aylık, Bin TL) zorunlu karşılıklar
X6	X25	Mevduat Bankaları Bilançosu (Aylık, Bin TL) Kredi ve diğer faiz gelir tah. Ve reeskontları
X7	X26	Mevduat Bankaları Bilançosu (Aylık, Bin TL) Sabit Değerler
X8	X27	Mevduat Bankaları Bilançosu (Aylık, Bin TL) Toplam Varlıklar
X9	X28	Mevduat Bankaları Bilançosu (Aylık, Bin TL) Toplam Mevduat
X10	X29	Mevduat Bankaları Bilançosu (Aylık, Bin TL) Vadesiz Mevduat
X11	X30	Mevduat Bankaları Bilançosu (Aylık, Bin TL) Vadeli Mevduat
X12	X31	Mevduat Bankaları Bilançosu (Aylık, Bin TL) Alınan Krediler
X13	X32	Mevduat Bankaları Bilançosu (Aylık, Bin TL) Kamu Kurum ve Kuruluşlarına Borçlar
X14	X33	Mevduat Bankaları Bilançosu (Aylık, Bin TL) Özkaynaklar
X15	X34	Mevduat Bankaları Bilançosu (Aylık, Bin TL) Toplam yükümlülükler
X16	X35	Para Arzı M1
X17	X36	Para Arzı M2
X18	X37	Para Arzı M3
X19	X38	Dış Ticaret İhracat Birim Değer Endeksi-BEC Sınıflamasına Göre (2010=100) (TÜİK) (Aylık) ihracat Birim Değer- Yatırım (Sermaye) Malları
X20	X39	Dış Ticaret İhracat Birim Değer Endeksi-BEC Sınıflamasına Göre (2010=100) (TÜİK) (Aylık) ihracat Birim Değer- Hammaddede (Aramaları)
X21	X40	Dış Ticaret İhracat Birim Değer Endeksi-BEC Sınıflamasına Göre (2010=100) (TÜİK) (Aylık) ihracat Birim Değer- Tüketim Malları
X22	X41	Dış Ticaret İhracat Birim Değer Endeksi-BEC Sınıflamasına Göre (2010=100) (TÜİK) (Aylık) ihracat Birim Değer- Dayanaksız Tüketim Malları
X23	X42	Dış Ticaret İhracat Birim Değer Endeksi-BEC Sınıflamasına Göre (2010=100) (TÜİK) (Aylık) ithalat Birim Değer- T genel
X24	X43	Dış Ticaret İhracat Birim Değer Endeksi-BEC Sınıflamasına Göre (2010=100) (TÜİK) (Aylık) ithalat Birim Değer- Yatırım (Sermaye) Malları

X25	X44	Dış Ticaret İhracat Birim Değer Endeksi-BEC Sınıflamasına Göre (2010=100) (TÜİK) (Aylık) ithalat Birim Değer- Hammadde (Aramaları)
X26	X45	Dış Ticaret İhracat Birim Değer Endeksi-BEC Sınıflamasına Göre (2010=100) (TÜİK) (Aylık) ithalat Birim Değer- Tüketim Malları
X27	X46	Dış Ticaret Geniş Ekonomik Kategorileri Sınıflamasına Göre (BEC) (TÜİK) (Aylık, Milyon \$) Ara Malları (İhracat)
X28	X47	Dış Ticaret Geniş Ekonomik Kategorileri Sınıflamasına Göre (BEC) (TÜİK) (Aylık, Milyon \$) Ara Malları (İthalat)
X29	X48	Dış Ticaret Geniş Ekonomik Kategorileri Sınıflamasına Göre (BEC) (TÜİK) (Aylık, Milyon \$) Toplam İhracat
X30	X49	Dış Ticaret Geniş Ekonomik Kategorileri Sınıflamasına Göre (BEC) (TÜİK) (Aylık, Milyon \$) Toplam İthalat
X31	X50	Dış Ticaret Geniş Ekonomik Kategorileri Sınıflamasına Göre (BEC) (TÜİK) (Aylık, Milyon \$) Sermaye Malları (İhracat)
X32	X51	Dış Ticaret Geniş Ekonomik Kategorileri Sınıflamasına Göre (BEC) (TÜİK) (Aylık, Milyon \$) Sermaye Malları (İthalat)
X33	X52	Dış Ticaret Geniş Ekonomik Kategorileri Sınıflamasına Göre (BEC) (TÜİK) (Aylık, Milyon \$) Tüketim Malları (İhracat)
X34	X53	Dış Ticaret Geniş Ekonomik Kategorileri Sınıflamasına Göre (BEC) (TÜİK) (Aylık, Milyon \$) Tüketim Malları (İthalat)
X35	X54	TÜFE
X36	X55	TÜFE GIDA
X37	X56	ÜFE
X38	X57	ÜFE İMALAT
X39	X58	ÜFE HAMMADDE VE DOĞALGAZ
X40	X59	TÜFE Bazlı Reel Efektif Döviz Kuru (2003=100)
X41	X60	Yİ-ÜFE Bazlı Reel Efektif Döviz Kuru (2003=100)
F19	X61	(FIYAT) BİST 100 Endeks, Kapanış Fiyatlarına Göre(Ocak 1986=1)
F20	X62	(GETİRİ) BİST 100 Endeks, Kapanış Fiyatlarına Göre (27-12-1996=976)
F21	X63	Borsa İstanbul (BİST) Endeksi ve Günlük İşlem Hacmi (İş Günü, Bin TL, Bin Adet) Toplam İşlem Hacmi
F22	X64	(FIYAT) BİST Sınai Endeks, Kapanış Fiyatlarına Göre (31-12-1990=33)
F23	X65	(GETİRİ) BİST Sınai Endeks, Kapanış Fiyatlarına Göre (27-12-1996=1046)
F24	X66	(USD) ABD Doları (Efektif Alış)
F25	X67	(EUR) EURO (Efektif Alış)
X42	X68	İmalat Sanayi Kapasite Kullanım Oranı
X43	X69	Kapasite Kullanım Oranı - Tüketim Malları
X44	X70	Kapasite Kullanım Oranı - Yatırım Malları
X45	X71	Sanayi Üretim Endeksi Toplam Sanayi
X46	X72	Sanayi Üretim Endeksi İmalat Sanayi
X47	X73	Reel Kesim Güven Endeksi - Tüketicî Güven Endeksi
X48	X74	GSYİH-Gelir Yöntemiyle-Cari Fiyatlarla - Sanayi
X49	X75	GSYİH-Gelir Yöntemiyle-Cari Fiyatlarla - İmalat Sanayi
X50	X76	GSYİH-Gelir Yöntemiyle-Cari Fiyatlarla - İnşaat
X51	X77	GSYİH-Gelir Yöntemiyle-Cari Fiyatlarla - Hizmetler
X52	X78	GSYİH-Gelir Yöntemiyle-Cari Fiyatlarla - Alıcı Fiyatlarıyla
X53	X79	İşsizlik oranı (%)
X54	X80	Temel İş Gücü Göstergeleri (TÜİK)(Aylık, Bin kişi,15+yaş) 15 ve daha yukarı yaştaki nüfus
X55	X81	Temel İş Gücü Göstergeleri (TÜİK)(Aylık, Bin kişi,15+yaş) işgücü
X56	X82	Temel İş Gücü Göstergeleri (TÜİK)(Aylık, Bin kişi,15+yaş) istihdam edilenler
X57	X83	Temel İş Gücü Göstergeleri (TÜİK)(Aylık, Bin kişi,15+yaş) işsiz
X58	X84	Temel İş Gücü Göstergeleri (TÜİK)(Aylık, Bin kişi,15+yaş) işgücüne dahil olmayan nüfus
X59	X85	Temel İş Gücü Göstergeleri (TÜİK)(Aylık, Bin kişi,15+yaş) işgücüne katılma oranı
X60	X86	Temel İş Gücü Göstergeleri (TÜİK)(Aylık, Bin kişi,15+yaş)istihdam oranı
X61	X87	İç Borç Stok Verileri (Hazine) (Aylık, Bin TL) - Toplam
X62	X88	İç Borç Stok Verileri (Hazine) (Aylık, Bin TL) - Tahvil
X63	X89	İç Borç Stok Verileri (Hazine) (Aylık, Bin TL) - Bono

Ek-2. Birim Kök Testi

DEĞİŞKEN	T STATİĞİ	P DEĞERİ
X01	I (0)	-5,540388
	I (1)	0,0000
	I (2)	
X02	I (0)	-5,438576
	I (1)	0,0000
	I (2)	
X03	I (0)	-4,381068
	I (1)	0,0008
	I (2)	
X04	I (0)	-3,631929
	I (1)	0,0079
	I (2)	
X05	I (0)	-3,702268
	I (1)	0,0004
	I (2)	
X06	I (0)	-4,588506
	I (1)	0,0004
	I (2)	
X07	I (0)	-3,177980
	I (1)	0,0263
	I (2)	0,0000
X08	I (0)	-3,3920
	I (1)	0,0152
	I (2)	0,0000
X09	I (0)	-3,0909
	I (1)	0,0328
	I (2)	0,0000
X10	I (0)	-1,695170
	I (1)	0,4284
	I (2)	0,0000
X11	I (0)	-7,560924
	I (1)	0,0000
	I (2)	
X12	I (0)	-5,900795
	I (1)	0,0000
	I (2)	
X13	I (0)	-8,150537
	I (1)	0,0000
	I (2)	
X14	I (0)	-2,120639
	I (1)	0,2375
	I (2)	0,0000
X15	I (0)	-7,159923
	I (1)	0,0000
	I (2)	
X16	I (0)	-4,384314
	I (1)	0,0008
	I (2)	
X17	I (0)	-2,738409
	I (1)	0,0738
	I (2)	0,0003
X18	I (0)	-4,132162
	I (1)	0,0018
	I (2)	
X19	I (0)	-3,400468
	I (1)	0,0149
	I (2)	0,0001
X20	I (0)	-6,407251
	I (1)	0,0000
	I (2)	

DEĞİŞKEN	T STATİĞİ	P DEĞERİ
X21	I (0)	1,939312
	I (1)	0,9998
	I (2)	0,8737
X22	I (0)	-7,005099
	I (1)	0,0000
	I (2)	
X23	I (0)	2,251601
	I (1)	0,9999
	I (2)	0,8352
X24	I (0)	-4,391185
	I (1)	0,0009
	I (2)	
X25	I (0)	0,747619
	I (1)	0,9923
	I (2)	0,0000
X26	I (0)	2,029829
	I (1)	0,9999
	I (2)	0,0000
X27	I (0)	6,645344
	I (1)	1,0000
	I (2)	0,0000
X28	I (0)	6,9014
	I (1)	1,0000
	I (2)	0,0000
X29	I (0)	6,0797
	I (1)	1,0000
	I (2)	0,0001
X30	I (0)	7,008607
	I (1)	1,0000
	I (2)	0,0077
X31	I (0)	4,210204
	I (1)	1,0000
	I (2)	0,0000
X32	I (0)	-0,432856
	I (1)	0,8958
	I (2)	0,0000
X33	I (0)	5,367334
	I (1)	1,0000
	I (2)	0,0000
X34	I (0)	6,645345
	I (1)	1,0000
	I (2)	0,0000
X35	I (0)	6,244412
	I (1)	1,0000
	I (2)	0,0005
X36	I (0)	6,731931
	I (1)	1,0000
	I (2)	0,0000
X37	I (0)	6,714768
	I (1)	1,0000
	I (2)	0,0000
X38	I (0)	-2,372031
	I (1)	0,1540
	I (2)	0,0001
X39	I (0)	-2,486028
	I (1)	0,1241
	I (2)	0,0000
X40	I (0)	-2,421589
	I (1)	0,1404
	I (2)	0,0003

DEĞİŞKEN	T STATİĞİ	P DEĞERİ
X41	I (0)	-2,524000
	I (1)	0,1151
	I (2)	0,0000
X42	I (0)	-2,004281
	I (1)	0,2843
	I (2)	0,0001
X43	I (0)	-3,233680
	I (1)	0,0229
	I (2)	0,0000
X44	I (0)	-2,308702
	I (1)	0,1727
	I (2)	0,0002
X45	I (0)	-2,426340
	I (1)	0,1391
	I (2)	0,0001
X46	I (0)	-1,635838
	I (1)	0,4582
	I (2)	0,0000
X47	I (0)	-2,017123
	I (1)	0,2789
	I (2)	0,0001
X48	I (0)	-1,703712
	I (1)	0,4242
	I (2)	0,0001
X49	I (0)	-1,984294
	I (1)	0,2928
	I (2)	0,0001
X50	I (0)	-1,963152
	I (1)	0,3020
	I (2)	0,0000
X51	I (0)	-2,048561
	I (1)	0,2659
	I (2)	0,0000
X52	I (0)	-1,785047
	I (1)	0,3843
	I (2)	0,0000
X53	I (0)	-1,790520
	I (1)	0,3815
	I (2)	0,0001
X54	I (0)	3,311478
	I (1)	1,0000
	I (2)	0,0001
X55	I (0)	2,376712
	I (1)	1,0000
	I (2)	0,0000
X56	I (0)	0,045197
	I (1)	0,9586
	I (2)	0,0000
X57	I (0)	0,567592
	I (1)	0,9876
	I (2)	0,0000
X58	I (0)	-1,459205
	I (1)	0,5471
	I (2)	0,0000
X59	I (0)	-2,094041
	I (1)	0,2478
	I (2)	0,0000
X60	I (0)	-3,117941
	I (1)	0,0307
	I (2)	0,0000

DEĞİŞKEN	T STATİĞİ	P DEĞERİ
X61	I (0)	-1,357552
	I (1)	0,5967
	I (2)	0,0095
X62	I (0)	-0,757671
	I (1)	0,8229
	I (2)	0,0044
X63	I (0)	-1,063246
	I (1)	0,7246
	I (2)	0,0000
X64	I (0)	-0,241067
	I (1)	0,9267
	I (2)	0,0000
X65	I (0)	0,642834
	I (1)	0,9898
	I (2)	0,0000
X66	I (0)	0,705522
	I (1)	0,9913
	I (2)	0,0000
X67	I (0)	-0,705652
	I (1)	0,8370
	I (2)	0,0000
X68	I (0)	-2,598722
	I (1)	0,0990
	I (2)	0,0000
X69	I (0)	-3,093938
	I (1)	0,0324
	I (2)	0,0000
X70	I (0)	-3,104919
	I (1)	0,0317
	I (2)	0,0000
X71	I (0)	-1,016955
	I (1)	0,7418
	I (2)	0,0000
X72	I (0)	-1,041636
	I (1)	0,7327
	I (2)	0,0000
X73	I (0)	-3,961528
	I (1)	0,0031
	I (2)	
X74	I (0)	5,754417
	I (1)	1,0000
	I (2)	0,0001
X75	I (0)	5,785710
	I (1)	1,0000
	I (2)	0,0001
X76	I (0)	3,737659
	I (1)	1,0000
	I (2)	0,0000
X77	I (0)	5,177349
	I (1)	1,0000
	I (2)	0,0000
X78	I (0)	4,964510
	I (1)	1,0000
	I (2)	0,0000
X79	I (0)	-2,089732
	I (1)	0,2495
	I (2)	0,0000
X80	I (0)	0,856733
	I (1)	0,9942
	I (2)	0,0000

DEĞİŞKEN	T STATİĞİ	P DEĞERİ
X81	I (0)	0,997919
	I (1)	0,9961
	I (2)	0,0000
X82	I (0)	0,673546
	I (1)	0,9906
	I (2)	0,0000
X83	I (0)	-0,719693
	I (1)	0,8333
	I (2)	0,0001
X84	I (0)	-2,010047
	I (1)	0,2819
	I (2)	0,0000
X85	I (0)	-0,585696
	I (1)	0,8655
	I (2)	0,0000
X86	I (0)	-1,013041
	I (1)	0,7431
	I (2)	0,0000
X87	I (0)	-0,551417
	I (1)	0,8727
	I (2)	0,0420
X88	I (0)	-1,596306
	I (1)	0,4781
	I (2)	0,0000
X89	I (0)	-1,762734
	I (1)	0,3950
	I (2)	0,0000

Ek-3. Tüm Değişkenler Faktör Değerleri

Principal Components Analysis					
Date: 08/16/17 Time: 23:12					
Sample (adjusted): 2002Q3 2016Q4					
Included observations: 58 after adjustments					
Balanced sample (listwise missing value deletion)					
Computed using: Ordinary correlations					
Extracting 88 of 88 possible components					
Eigenvalues: (Sum = 88, Average = 1)					
Number	Value	Difference	Proportion	Cumulative Value	Cumulative Proportion
1	19.13746	3.566143	0.2175	19.13746	0.2175
2	15.57132	6.240040	0.1769	34.70878	0.3944
3	9.331277	3.208976	0.1060	44.04005	0.5005
4	6.122301	1.319372	0.0696	50.16236	0.5700
5	4.802929	0.856653	0.0546	54.96528	0.6246
6	3.946276	0.666565	0.0448	58.91156	0.6694
7	3.279711	0.482166	0.0373	62.19127	0.7067
8	2.797545	0.345198	0.0318	64.98882	0.7385
9	2.452347	0.320202	0.0279	67.44116	0.7664
10	2.132145	0.268207	0.0242	69.57331	0.7906
11	1.863937	0.323042	0.0212	71.43724	0.8118
12	1.540896	0.300874	0.0175	72.97814	0.8293
13	1.240022	0.058716	0.0141	74.21816	0.8434
14	1.181306	0.063934	0.0134	75.39947	0.8568
15	1.117372	0.054893	0.0127	76.51684	0.8695
16	1.062479	0.058451	0.0121	77.57932	0.8816
17	1.004028	0.092375	0.0114	78.58335	0.8930
18	0.911652	0.155890	0.0104	79.49500	0.9034
19	0.755762	0.019866	0.0086	80.25076	0.9119
20	0.735897	0.063613	0.0084	80.98666	0.9203
21	0.672283	0.054416	0.0076	81.65894	0.9279
22	0.617867	0.082012	0.0070	82.27681	0.9350
23	0.535855	0.080227	0.0061	82.81266	0.9411
24	0.455628	0.005443	0.0052	83.26829	0.9462
25	0.450185	0.053250	0.0051	83.71847	0.9513
26	0.396935	0.012373	0.0045	84.11541	0.9559
27	0.384562	0.015106	0.0044	84.49997	0.9602
28	0.369456	0.048553	0.0042	84.86943	0.9644
29	0.320903	0.031175	0.0036	85.19033	0.9681
30	0.289728	0.004819	0.0033	85.48006	0.9714
31	0.284909	0.017427	0.0032	85.76497	0.9746
32	0.267482	0.040801	0.0030	86.03245	0.9776
33	0.226681	0.019456	0.0026	86.25913	0.9802
34	0.207225	0.015225	0.0024	86.46635	0.9826
35	0.192000	0.015713	0.0022	86.65836	0.9848
36	0.176287	0.005927	0.0020	86.83464	0.9868
37	0.170360	0.028965	0.0019	87.00500	0.9887
38	0.141395	0.015898	0.0016	87.14640	0.9903
39	0.125497	0.011179	0.0014	87.27189	0.9917
40	0.114318	0.023285	0.0013	87.38621	0.9930
41	0.091033	0.009314	0.0010	87.47725	0.9941
42	0.081720	0.008808	0.0009	87.55897	0.9950
43	0.072911	0.005080	0.0008	87.63188	0.9958
44	0.067831	0.011770	0.0008	87.69971	0.9966
45	0.056062	0.008291	0.0006	87.75577	0.9972
46	0.047771	0.013591	0.0005	87.80354	0.9978
47	0.034180	0.004313	0.0004	87.83772	0.9982
48	0.029866	0.001025	0.0003	87.86759	0.9985
49	0.028842	0.001490	0.0003	87.89643	0.9988
50	0.027352	0.010227	0.0003	87.92378	0.9991
51	0.017125	0.000732	0.0002	87.94091	0.9993

Ek-4. Yavaş Değişen Değişkenler Faktör Değerleri

Principal Components Analysis					
Date: 08/16/17 Time: 23:21					
Sample (adjusted): 2002Q3 2016Q4					
Included observations: 58 after adjustments					
Balanced sample (listwise missing value deletion)					
Computed using: Ordinary correlations					
Extracting 63 of 63 possible components					
Eigenvalues: (Sum = 63, Average = 1)					
Number	Value	Difference	Proportion	Cumulative Value	Cumulative Proportion
1	14.51004	1.709293	0.2303	14.51004	0.2303
2	12.80074	7.346275	0.2032	27.31078	0.4335
3	5.454470	1.192036	0.0866	32.76525	0.5201
4	4.262434	1.185380	0.0677	37.02769	0.5877
5	3.077054	0.204669	0.0488	40.10474	0.6366
6	2.872386	0.502285	0.0456	42.97713	0.6822
7	2.370101	0.322674	0.0376	45.34723	0.7198
8	2.047427	0.329630	0.0325	47.39466	0.7523
9	1.717797	0.199401	0.0273	49.11245	0.7796
10	1.518396	0.198083	0.0241	50.63085	0.8037
11	1.320313	0.241691	0.0210	51.95116	0.8246
12	1.078622	0.021931	0.0171	53.02978	0.8417
13	1.056691	0.109136	0.0168	54.08647	0.8585
14	0.947555	0.143707	0.0150	55.03403	0.8736
15	0.803848	0.043310	0.0128	55.83788	0.8863
16	0.760538	0.098983	0.0121	56.59842	0.8984
17	0.661555	0.032864	0.0105	57.25997	0.9089
18	0.628691	0.086045	0.0100	57.88866	0.9189
19	0.542646	0.058877	0.0086	58.43131	0.9275
20	0.483769	0.023979	0.0077	58.91508	0.9352
21	0.459790	0.052574	0.0073	59.37487	0.9425
22	0.407217	0.036926	0.0065	59.78208	0.9489
23	0.370291	0.038818	0.0059	60.15237	0.9548
24	0.331473	0.022826	0.0053	60.48385	0.9601
25	0.308647	0.031053	0.0049	60.79249	0.9650
26	0.277593	0.020498	0.0044	61.07009	0.9694
27	0.257095	0.021422	0.0041	61.32718	0.9734
28	0.235673	0.031238	0.0037	61.56285	0.9772
29	0.204435	0.024343	0.0032	61.76729	0.9804
30	0.180093	0.021155	0.0029	61.94738	0.9833
31	0.158937	0.034936	0.0025	62.10632	0.9858
32	0.124001	0.013527	0.0020	62.23032	0.9878
33	0.110474	0.007803	0.0018	62.34079	0.9895
34	0.102671	0.005774	0.0016	62.44347	0.9912
35	0.096897	0.019071	0.0015	62.54036	0.9927
36	0.077826	0.009445	0.0012	62.61819	0.9939
37	0.068381	0.013930	0.0011	62.68657	0.9950
38	0.054451	0.004638	0.0009	62.74102	0.9959
39	0.049813	0.011206	0.0008	62.79083	0.9967
40	0.038607	0.004757	0.0006	62.82944	0.9973
41	0.033850	0.003806	0.0005	62.86329	0.9978
42	0.030043	0.006790	0.0005	62.89333	0.9983
43	0.023254	0.002328	0.0004	62.91659	0.9987
44	0.020926	0.004610	0.0003	62.93751	0.9990
45	0.016316	0.005522	0.0003	62.95383	0.9993
46	0.010794	0.002280	0.0002	62.96462	0.9994
47	0.008514	0.001107	0.0001	62.97314	0.9996
48	0.007407	0.001835	0.0001	62.98055	0.9997
49	0.005572	0.001189	0.0001	62.98612	0.9998
50	0.004383	0.000624	0.0001	62.99050	0.9998
51	0.003759	0.001789	0.0001	62.99426	0.9999

ÖZGEÇMİŞ

Kişisel Bilgiler

Soyadı, adı : Bayraktar, Sibel
Uyruğu : T.C.
Doğum tarihi ve yeri : 1974, Ankara
Medeni hali : Evli
Telefon : -
e-mail : -

Eğitim

Derece	Eğitim Birimi	Mezuniyet Tarihi
Doktora	Gazi Üniversitesi / İktisat	Devam ediyor
Yüksek lisans	Gazi Üniversitesi / İktisat	2002
Lisans	ODTÜ / İktisat	1996

Yıl Yer Görev

1996-Halen FNSS Savunma Sistemleri A.Ş Baş Hazine Yöneticisi

Yabancı Dil

İngilizce



GAZİLİ OLMAK AYRICALIKTIR..

