

T.C.
BOLU ABANT İZZET BAYSAL ÜNİVERSİTESİ
SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ
İKTİSAT ANABİLİM DALI
İKTİSAT BİLİM DALI

2008 FİNANSAL KRİZİNDEN SONRA TÜRKİYE CUMHURİYET
MERKEZ BANKASI PARA POLİTİKASI UYGULAMALARI

YÜKSEK LİSANS TEZİ

Hazırlayan
Meltem GÜLBEK

Danışman
Dr. Öğr. Üyesi Cengizhan YILDIRIM

BOLU 2019

Sosyal Bilimler Enstitüsü Müdürlüğüne,

Meltem Gülbek'e ait "2008 Finansal Krizinden Sonra Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankasının Para Politikası Uygulamaları" adlı çalışma, jürimiz tarafından İktisat Anabilim Dalında Yüksek Lisans Tezi olarak oy birliğiyle/ oy çokluğuyla kabul edilmiştir.

12.07.2019

Unvan, Adı, Soyadı

İmza

Üye (Tez Danışmanı) : Dr. Öğr. Üyesi Cengizhan YILDIRIM
Üye : Doç. Dr. Sevim AKDEMİR
Üye : Dr. Öğr. Üyesi Nihat DAĞISTAN

Sosyal Bilimler Enstitüsü Onayı



Doç. Dr. Yaşar AYYILDIZ
Sosyal Bilimler Enstitüsü Müdürü

ETİK UYGUNLUK BEYANI

Yüksek Lisans Tezi olarak sunduğum, “**2008 Finansal Krizinden Sonra Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası Para Politikası Uygulamaları**” başlıklı çalışmanın yazılmasında, bilimsel ve etik kurallara uyulduğunu, başvurulan kaynaklardan yapılan alıntılarının adlarının bilimsel kurallara uygun olarak metin içinde, dipnotlarda ve kaynaklarda gösterildiğini, kullanılan verilerde herhangi bir tahrifat yapılmadığını, tezin tamamının ya da bir kısmının bu üniversite veya başka bir üniversitede bir tez çalışması olarak sunulmadığını beyan ederim.



Meltem GÜLBEK

12.07.2019

ÖN SÖZ

Bu tez çalışması sürecinde bana destek olan ve teşvik eden tez danışmanım Dr. Öğr. Üyesi Cengizhan YILDIRIM'a ve her zaman yanımda olduğumu bildiğim ve desteğini hissettiğim aileme çok teşekkür ediyorum.

Meltem GÜLBEK

12.07.2019

ÖZET

2008 FİNANSAL KRİZİNDEN SONRA TÜRKİYE CUMHURİYET MERKEZ BANKASI PARA POLİTİKASI UYGULAMALARI

Meltem GÜLBEK

Yüksek Lisans Tezi

İktisat Anabilim Dalı

Danışman: Dr. Öğr. Üyesi Cengizhan YILDIRIM

Temmuz 2019, 120 + xiv Sayfa

2008 küresel finansal krizi Merkez bankaların para politikalarında değişikliğe sebep olmuştur. Bu çalışmada 2008 finansal krizi sonrasında Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankasının(TCMB) para politikasında yaşanan değişiklikler ele alınmıştır. Kriz sonrasında TCMB para politikası amaç ve araçlarında değişiklikler yaşanmıştır. TCMB açısından 2001 krizi sonrasında ortaya atılan finansal istikrar kavramı söylemleri 2008 krizi sonrasında daha belirgin hale gelmiş ve TCMB para politikası amacı fiyat istikrarı ve finansal istikrar olmuştur. TCMB amaçları ile birlikte araçlarında da değişiklik yaparak kriz sonrasında yeni bir döneme başlamıştır. Merkez bankasında geleneksel para politikası araçlarının yanında geleneksel olmayan politikası aracı olarak Rezerv Opsiyon Mekanizması(ROM), faiz koridoru, zorunlu karşılık oranları kullanılmaya başlanmıştır. Bu çalışma üç bölümden oluşmaktadır, birinci bölümde kriz kavramı ele alınmış ve açıklanmaya çalışılmıştır. İkinci bölümde para, para politikası, politika araçları ve Merkez bankacılığı incelenmiştir, üçüncü bölümde kriz sonrasında TCMB'nin uygulamaları ele alınmıştır. Çalışmanın kapsamında 2008 kriz sonrasında başlayarak 2017 yılına kadar uygulanan para politikası ele alınmıştır. Tezimizin sonucunda Merkez bankasının geleneksel ve yeni para politikası araçlarının birbiriyle entegre hale getirerek başarılı bir şekilde kullandığı ve ekonomik gelişmelere hızlı aksiyonlar alarak müdahale edebildiği tespit edilmiştir.

Anahtar kelimeler: Küresel Finansal Kriz, TCMB ve Para Politikası Uygulaması, Para Politikası araçları ve finansal istikrar



ABSTRACT**CENTRAL BANK OF THE REPUBLIC OF TURKEY MONETARY POLICY
AFTER THE 2008 FINANCIAL CRISIS PRACTICES****Meltem GÜLBEK****Master Thesis****Department of Economics****Advisors: Assist Prof. Dr. Cengizhan YILDIRIM****July 2019, 120 + xiv Pages**

The 2008 global financial crisis has caused changes in central banks. In this study, the changes experienced in the CBRT were discussed after the 2008 financial crisis. In the aftermath of the crisis, the aims and instruments of the CBRT monetary policy changed. Discussions of the concept of financial stability emerged after the crisis of 2001 in terms of the CBRT became more evident after the 2008 crisis and the aim of the CBRT monetary policy was price stability and financial stability. It has begun a new era in the aftermath of the crisis by making changes in its instruments as well as its aims. In addition to traditional monetary policy tools, the central bank used non-traditional policy tools such as ROM, Interest Rate Corridor, and required reserve ratios. The aim of this study is to analyze within the monetary policy implemented by the CBRT after the crisis. The study is divided into three sections, the first chapter deals with the concept of crisis and attempts to explain it. In the second part, money, monetary policy, policy instruments and central banks were tried to be explained. In the third and last section, the applications of CBRT were taken after the crisis. Within the scope of the study, the monetary policy implemented from the beginning of the crisis until the year 2017 was discussed. In the last part of this study, it was seen that the Central Bank successfully intervened by integrating traditional and new monetary policy tools into one another and taking rapid action in economic development.

Key words: Global Financial Crisis, The Central Bank of the Republic of Turkey, Monetary Policy



İÇİNDEKİLER

ONAY SAYFASI	
ETİK UYGUNLUK BEYANI	iii
ÖN SÖZ	iv
ÖZET	v
ABSTRACT	vii
İÇİNDEKİLER	ix
TABLolar LİSTESİ	xii
GRAFİKLER LİSTESİ	xiii
KISALTMALAR LİSTESİ	xiv
I. BÖLÜM	
1. KRİZ KAVRAMI	5
1.1. Krizin Tanımı	5
1.2. Finansal Krizin Sınıflandırılması	8
1.3. 2008 Finansal Krizi Hakkında.....	11
1.4. Krizin Nedenleri	13
1.5. Finansal Krizlere Karşı Alınabilecek Önlem Önerileri	21
1.6. Türkiye’de 2008 Finansal Kriz Sonrası Genel Durum.....	23
II. BÖLÜM	
2. PARA POLİTİKASI ve MERKEZ BANKACILIĞI	28
2.1. Paranın Tanımı ve İşlevleri.....	30
2.1.1. Paranın Hesap Birimi Olması	30
2.1.2. Paranın Mübadele Aracı Olması	30
2.1.3. Paranın Tasarruf Aracı Olması	31
2.1.4. Politika Aracı Olarak Para (Ekonomik Faaliyetleri Teşvik Edici ya da Köstekleyici Olarak Para).....	32
2.1.5. Gelirleri Yeniden Dağıtma Aracı Olarak Para	32

2.1.6. Egemenlik Kaynağı Olarak Para	33
2.2. Para Arzı	33
2.2.1. Para Tabanı ve M1'in Tanımı	34
2.3. Para Talebi	38
2.3.1. Klasik Görüş	38
2.3.1.1. Paranın Miktar Teorisi	40
2.3.1.1.1. Fisher'in Yaklaşımı	40
2.3.1.1.2. Cambridge Yaklaşımı	41
2.3.2. Keynesyen Görüş	42
2.3.3. Friedman Modern Miktar Teorisi	43
2.4. Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası Para Politikası Amaçları ve Araçları	44
2.5. Para Politikası Araçları	47
2.5.1. Faiz Koridoru	47
2.5.2. Rezerv Opsiyonu Mekanizması (ROM)	49
2.5.3. Likidite Yönetimi	51
2.5.3.1. Açık Piyasa İşlemleri	51
2.5.3.1.1. Açık Piyasa İşlemlerinin Etkisi	52
2.5.3.1.2. Açık Piyasa İşlemlerinin Çeşitleri	53
2.5.3.2. Zorunlu Karşılık Politikası	57
2.5.3.3. Reeskont Politikası	59
2.5.3.4. Döviz Piyasası İşlemleri	59
2.5.4. Kredi Tavanı Kontrolleri	60
2.5.5. Selektif Kredi Politikası	61
2.5.6. İletişim Politikası	62
2.6. Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası	63
2.6.1. TCMB Görev ve Yetkileri	63
2.7. Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası Tarihçesi	65

III. BÖLÜM

3. TÜRKİYE CUMHURİYET MERKEZ BANKASI PARA POLİTİKASI.....70

3.1. Kriz Sonrası Dönemde TCMB Uygulamaları ve Müdahaleleri	70
---	----

3.1.1 Krizin Etkilerini Azaltma Dönemi	70
3.1.2 Koruma Politikalarından Yeni Politikalara Geçiş Yılları	75
3.1.3 Yeni Politikaları Sürdürme ve Normalleşme	80
3.1.4 Türkiye’de Enflasyon Süreci.....	96
3.1.5 Makro İhtiyati Politikalar	100

IV. BÖLÜM

4. SONUÇ	102
-----------------------	------------

KAYNAKLAR	106
------------------------	------------

TABLULAR LİSTESİ

Tablo 2.1: Para Tanımları	36
Tablo 2.2: Ülkemizde Para Arzının Bileşimi.....	37
Tablo 2.3: TCMB Değişen Para Politikası Amaç ve Araçları	46
Tablo 2.4: Geleneksel ve Geleneksel Olmayan Para Politikası.....	46
Tablo 2.5: API'nin Çeşitleri.....	55
Tablo 3.1: 2011 Yılı Ocak ve Aralık Ayı Para Politikası Kurul Faiz Oranı %.....	82
Tablo 3.2: 2012 Yılı Ocak ve Aralık Ayı Para Politikası Kurul Faiz Oranı %.....	87
Tablo 3.3: 2013 Yılı Mayıs ve Aralık Ayı Para Politikası Kurul Faiz Oranı %	88
Tablo 3.4: 2014 Yılı Ocak ve Aralık Para Politikası Kurul Faiz Oranı %.....	91
Tablo 3.5: 2015 Yılı Ocak ve Aralık Ayı Para Politikası Kurul Faiz Oranı %.....	94
Tablo 3.6: 2008-2017 Yılı Türkiye Enflasyon Oranı, Değişimi ve Hedefi	99

GRAFİKLER LİSTESİ

Grafik 1.1: Türkiye GSYH Büyüme Oranı (%)	24
Grafik 1.2: 2008-2009 Türkiye İşsizlik - İstihdam oranı (%) - Yıllık Yüzde Değişim... 26	
Grafik 1.3: 2008-2009 Uluslararası Doğrudan Yabancı Sermaye Yatırımları.....	27
Grafik 2.1: TCMB Para Politikasının Operasyonel Yapısı	57
Grafik 3.1: Gelişmiş ve Gelişmekte Olan Ülkeler Yıllık Büyüme Oranı.....	73
Grafik 3.2: Enflasyon Hedeflemesi Yapan Gelişmekte Olan Ülkelerde Politika Faiz Oranı	76
Grafik 3.3: Türkiye 2008-2017 Yılı Enflasyon Oranı ve Enflasyon Hedefi (%)	98

KISALTMALAR LİSTESİ

AB	: Avrupa Birliği
ABD	: Amerika Birleşik Devletleri
API	: Açık Piyasa İşlemleri
DİBS	: Devlet İç Borçlanma Senedi
ECB	: Avrupa Merkez Bankası
FED	: ABD Merkez Bankası
GLP	: Geç Likidite Penceresi
GSA	: Glass-Steagal Yasası
GSYİ	: Gayri Safi Yurtiçi Hasıla
ILO	: İnternational Labour Organization, Uluslararası Çalışma Örgütü
IMF	: İnternational Money Fund, Uluslararası Para Fonu
İMKB	: İstanbul Menkul Kıymetler Borsası
PPK	: Para Politikası Kurulu
ROK	: Rezerv Opsiyon Katsayısı
ROM	: Rezerv Opsiyon Mekanizması
TCMB	: Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası
TL	: Türk Lirası
TÜFE	: Tüketici Fiyat Endeksi Rakamları
TÜİK	: Türkiye İstatistik Kurumu

GİRİŞ

Finansal kriz, ekonomik piyasalarda oluşan beklenmedik bir dengesizlik, önceden öngörülemeyen makro ve mikro gelişmeler sonucu ortaya çıkmaktadır. Finansal krizin birçok sınıflandırması mevcuttur. Finansal krizler gerçekleştikleri zamana, coğrafyaya, oluşumunda temel olan nesneye göre sınıflandırılabilir. 2008 yılında yaşanan küresel kriz 1930 yılında yaşanan Büyük Buhran'dan sonra ciddi anlamda küresel etkiler yaratan bir krizdir. Bu süreç içerisinde birçok kriz yaşanmıştır; 1970'lerin sonunda, 1980'lerin başında stagflasyon, Asya krizi, 2001 Şubat krizi gibi. 2008 küresel krizini diğer krizlerden ayıran özellik birçok ülkeyi etkisi alan küresel bir boyut kazanmasıdır.

2008 finansal krizi ABD' de konut piyasasında 2002-2007 yıllarında meydana gelen yüksek fiyat artışlarının 2007 yılında gerilemeye başlamasıyla ilk sinyallerini vermiştir. 2008 yılına gelindiğinde taşınmaz fiyatlarında büyük değer kayıpları yaşanmasıyla birlikte büyük ticari bankalarda birleşmeler ve köklü yatırım bankalarından batan bankalar ile ABD'de kriz ortaya çıkmıştır. Bu dönemde ABD, İngiltere, İspanya, İzlanda gibi birçok ülkede kredilerinin yoğunluğu konut piyasasında kullanılmaktaydı. Konut fiyatlarında yaşanan hızlı düşüş gelişmiş ve gelişmekte olan ülkeleri etkisi altına aldı ve büyük finansal bir kriz küresel finansal krize dönüşmüştür. Yaşanan krizden bir çıkış yolu aramaya başlayan merkez bankalarının ilk müdahaleleri faiz indirimleri oldu. Gelişmiş ülkeler faiz indirimi yaptığında kısa vadeli sermaye akımları gelişmekte olan ülkelere kaymaya başladı ve bu durum krizin yayılmasını hızlandırdı. Gelişmekte olan ülkelere gelişmiş ülkeler gibi faiz indirimi sağladı ancak indirim oranları gelişmiş ülkeler kadar büyük oranlarda değildi.

2008 kriz öncesinde ABD Merkez Bankası(FED), Avrupa Merkez Bankası(ECB) gibi gelişmiş ülke merkez bankaları temel politika aracı olarak faiz oranlarını kullanmaktaydı. Merkez bankası faiz oranlarında değişiklik yaparak

beklentiler ve krediler üzerinde etki yaratabilmekteydi. Enflasyon hedeflemesi uygulayan merkez bankaları düşük faiz oranları uygulayarak piyasanın canlanmasını sağlamışlardır. Bu dönemde bankaların kredi oranlarında artış yaşanmıştır. Yüksek risk içeren kredilerin verilmesi sonucunda ödenemeyen krediler bankaların zor duruma düşmesine ve iflaslarını açıklamaları neden olmuş ve kriz meydana gelmiştir. 2008 Finansal krizine karşı merkez bankaları faiz indirimi ile müdahale etmeye çalışmışlardır. Merkez bankaları politika faiz oranını sıfıra yakın oranda uygulayarak ekonomide krizden kaynaklanan durgunluğu gidermeyi amaçlamışlardır. Faiz oranlarının indirilebilecek en alt noktaya indirilmesi durumu ise merkez bankaları açısından para politikasının etkinliğini kaybetmesi anlamını taşımaktadır. Bu durum karşısında merkez bankaları para politikası uygulayıcısı olarak alternatif yöntemler kullanmaya çalışmışlardır. 2008 krizinden sonra merkez bankaları finansal istikrarı göz ardı etmeden para politikasını tasarlamaya çalışmışlardır. Geleneksel para politikası ile yapılan müdahale ile sağlanamayan likidite geleneksel olmayan para politikası araçlarının kullanılmasını gerekli hale getirmiştir. FED para politikasına işlerlik kazandırmak için menkul kıymet alımları, uzun vadeli tahvil alımları yapmış, sözlü yönlendirme yöntemiyle beklentileri şekillendirerek kriz sonrasında ekonomiye yön vermeye çalışmıştır. Gelişmekte olan ülkelerde gelişmiş ülkelerin müdahalelerini takip ederek krizin etkileri azaltmaya çalışmışlardır. Türkiye’de bu süreci yakından takip etmiştir.

Türkiye ekonomisi tarih sürecinde birçok krizle karşılaşmış ve ekonomik duruşunu tedbirlerle şekillendirmiştir. Yaşanan krizler Türkiye’nin ekonomik anlamda kendini tanımasını ve tecrübe kazanmasını sağlamıştır. 2008 finansal krizini de bu tecrübeleri ile hızlı, doğru zamanda doğru müdahaleleri yaparak karşılamaya çalışmıştır. Türkiye içinde faiz indirimi yapılması krize karşı yapılan ilk hamle olmuştur. Bu durumla birlikte para politikası uygulamalarını yürütme ile görevli olan merkez bankası mevcut durumun değerlendirmesini yaparak geleneksel para politikalarının krizi atlattak için yeterli olmadığını kriz atlatılsa dahi kriz öncesinde elde edilen büyüme ve istikrar trendinin yakalanarak devam ettirebilmesi için yeni para politika araçları ile desteklemesinin gerekliliğini tespit ederek gerekli önlemleri ve araçları uygulamaya geçirmiştir.

Bu çalışmanın amacı literatürde çok fazla yer bulmayan 2008 Finansal Krizinden sonra TCMB'nin uyguladığı para politikalarını analiz etmektir. Bu amaç doğrultusunda öncelikli olarak krizin ne olduğu tanımlanmaya çalışılmıştır ve Türkiye'nin küresel krizi nasıl yönettiği, hangi tedbirleri aldığı ve kullandığı araçları ele alınmıştır. Bu kapsamda çalışmamız üç bölümden oluşmaktadır.

Çalışmanın birinci bölümde; ekonomik kriz kavramı ve tanımı, krizlerin nedenleri ve sınıflandırılması, 2008 yılının genel bir incelemesi yapılmıştır. Süreci daha doğru değerlendirebilmek için temel kavramlarının tanımlanması ve anlatımı sağlanmaya çalışılmıştır.

Çalışmanın ikinci bölümünde, para kavramı, para politikası tanımları ve para politikası araçları tanımlanmıştır. Bu bölümde TCMB tarafından kullanılan para politikası araçları ve TCMB anlatılmıştır. 2008 krizi sonrasında uygulanan para politikasında geleneksel olan ve mevcut durumda kullanılan araçlar yeterli olmamıştır. Bu durumda geleneksel olmayan para politikası araçların kullanılması söz konusu olmuştur. Geleneksel ve geleneksel olmayan para politikası araçlarının tanımlanması ve kullanılması bu bölüm içerisinde anlatılmıştır. Mevcut durumda kullanılan geleneksel para politikası araçlarından en sık kullanılanları API, reeskont oranı, zorunlu karşılık oranı iken faiz koridoru, rezerv opsiyon mekanizması yeni para politikası araçları olarak uygulanmaya başlanmıştır.

Çalışmanın üçüncü ve son bölümünde, 2008 finansal krizi sonrasında TCMB'nin para politikası uygulamaları yıl yıl değerlendirilerek açıklanmaya çalışılmıştır. 2008 krizi sonrasında merkez bankası mevcut uygulamalarının krizin etkilerini yok ederek kriz öncesi ekonomik duruma dönebilmek için yeterli gelmediğini fark etmiştir. İlk müdahalelerini küresel koşullar doğrultusunda diğer merkez bankalarının uygulamalarını takip ederek gerçekleştirmiş ve faiz indirimi yapmıştır. TCMB'nin ilk hedefi kriz öncesi dönemde elde edilen ekonomik büyümeye ulaşmak olmuştur. TCMB kriz sonrası süreci yönetirken öncelikle krizden korunmayı ve kriz etkilerini azaltmayı amaçlamıştır, 2010 yılında "Çıkış Stratejisi" açıklamasıyla yeni politika araçları kullanmaya başlamıştır.

Bu tez, Türkiye'nin ekonomik istikrarını sağlamak için krize müdahalelerini adım adım ele alarak krizden çıkış, kriz sonrası konumunu koruma ve ekonomik gelişimini sürdürme sürecini konu alan bir çalışma olmuştur. Kriz literatürü için başarılı bir örnek sayılabilecek Türkiye ekonomisi para politikası anlatılmaktadır.



I. BÖLÜM

1. KRİZ KAVRAMI

1.1. Krizin Tanımı

Kriz sözcüğü günlük konuşma dilinde, çeşitli bilim dallarında çok sık kullanılan bir kelimedir ve temel anlam olarak aniden ortaya çıkan olumsuz durumları ifade eder. Ekonomi terimi olarak ise önceden öngörülemeyen iktisadi anlamda makro ve mikro gelişmeler anlamını taşır. Genel itibari ile negatif ve zor süreçleri ifade eden, mevcut dengenin bozulması durumunu anlatan bir kelimedir kriz.

Finansal kriz süreç olarak bir ülkede iç veya dış ekonomik etmenlere bağlı olarak ortaya çıkan ve ülkenin makroekonomik dengesini temelden sarsan olaylar bütünüdür. Ekonomik kriz aniden ortaya çıkan olayların makro açıdan ülke ekonomisini, mikro açıdan ise firmaları ekonomik temellerinden etkileyecek sonuçların ortaya çıkması olarak tanımlanır. Ekonomik krizler çok farklı ortamlarda meydana gelebilirler. Spekülatif haberler, fiyatlar genel seviyesinde ani bir düşüş, döviz kurunda ani büyük oranlı artışlar, üretimde beklenmeyen bir azalma veya borsada ani çöküş, banka iflasları ekonomik krizin çıkışına örnek olabilir. Ekonomik krizler kapsadıkları etki alanına göre bölgesel veya küresel olabilirler.

Ekonomik kriz, uluslararası ekonomide aniden ve beklenmedik bir şekilde ortaya çıkan olayların makro açıdan ülke ekonomisini, mikro açıdan ise firmaları ekonomik temellerinden etkileyecek sonuçların ortaya çıkması olarak ifade edilir. Tanımlanan Ekonomik krizin dünya ölçeğinde yaygınlaşması ise kürese ekonomik kriz olarak tanımlanır. Teknik tanımlamalara bakacak olursak; Finansal kriz, verimli yatırım olanaklarına sahip finansal piyasaların ahlaki tehlike ve ters seçim problemlerinin

gittikçe kötüleşmesi nedenleriyle, fonları etkili biçimde kanalize edilememesi sonucu ortaya çıkan doğrusal olmayan bozulmadır (Coşkun ve Balatan 2009: 3). Bir başka tanımlama da ise kriz kavramı genel olarak herhangi bir mal ve hizmet, üretim faktörü veya finans piyasalarındaki fiyat ve/veya miktarlarda kabul edilebilir bir değişme sınırının ötesinde gerçekleşen şiddetli dalgalanmaları ifade etmektedir (Kibritçioğlu 2001: 42). Bu tanımlamalara ek olarak birçok görüşte kriz paranın değerindeki belirgin düşüş, büyüme hızındaki düşüş, borç stokunun yükselişi olarak ifade edilmiştir. Finansal kriz için genel olarak piyasalarda meydana gelen istikrarsızlaşma, aksaklıkların başlaması, ekonomide tökezleme, büyüme rakamlarının gerilemesi dönemi denilebilir.

Yalçinkaya vd. (2006: 3)'nin ifadesinde ise, “finansal kriz önceden tahmin edilemeyen ve ani bir şekilde ortaya çıkan bazı olumsuz ekonomik gelişmelerdir. Makroekonomik düzeyde devleti, mikro ekonomik düzeyde ise firmaları çok daha olumsuz bir şekilde etkileyebilecek sonuçlar doğurmaktadır. Krizler, ulus devletlerin ulaşmak istediği makroekonomik hedeflerin gerçekleşmesini güçleştirirken, bir ülkenin üretim yapısı, fiyat istikrarı, ödemeler dengesi gibi makroekonomik değişkenleri kökten etkilemektedir” olarak tanımlanmıştır.

Finansal krizleri, krizin gerçekleştiği ülke, dönem ve makroekonomik göstergeler gibi özelliklerine göre gruplara ayırabiliriz. Örneğin; Asya krizi, 2001 Şubat krizi gibi. Finansal kriz türleri içerisinde, para krizleri, bankacılık krizleri, dış borç krizleri ve sistematik finansal krizleri saymak mümkündür. Küresel anlamda birçok ülkede yaşanan ve birçok ülkeyi etkisi altına alan son finansal kriz, 2008 küresel krizidir.

Frederic Mishkin'e göre finansal kriz, finansal sistemin işleyişini aksatan bir durumdur ve fonların tasarruf sahiplerinden üretken yatırım fırsatlarına sahip ekonomik birimlere etkin bir biçimde aktarılmasını sağlayan finansal piyasalarda, ters seçim ve ahlaki risk probleminin artmasıyla oluşan bir süreçtir (Mishkin 1997: 56). Rudiger Dornbush'a göre “Krizler ancak patladığında görülür” ve finansal kriz; para birimindeki değer kaybı ile birlikte likidite problemlerinin karşılıklı etkileşimine bağlı olarak meydana gelen döviz kuru ve faiz oranlarının aşırı yükselmesinin sonucudur (Dornbush

2001:8). Krizin kesin olarak ne zaman olacağı öngörülebilse, gerekli önlemler alınır, kriz önlenir, böylece ekonomik istikrarsızlıkların meydana gelmesi engellenmiş olurdu. Rudiger Dornbush, finansal krizlerin çıkış noktası olarak baskı, gerginlik, güvensizlik ve panik unsurlarını ön plana çıkarmaktadır (Uygur 2001:9; Acar vd. 2017: 8). Ekonomik anlamda duyulan güvensizlik ve panik ortamı piyasada yer alan yatırımcıların yanlış hamleler yaparak mevcut durumu daha derin ve onarılması güç duruma getirmesine neden olmaktadır.

Finansal krizlerin ortaya çıkması; sermaye girişlerindeki hızlı artış, açık veya gizli mevduat sigortası, zayıf denetim ve bankacılık sektöründeki ahlaki tehlike sorunlarından kaynaklanan aşırı kredi genişlemesi ile hareketlenen ekonomik faaliyetlerin sürdürülmesi beklenirken yaşanan ekonomik durgunluğun sürecidir. Diğer taraftan finansal krizler; aşırı değerlenmiş kur, düşük ihracat ve varlık fiyatlarında ani bir yükselişle beslenen para birimine ve bankacılık sistemine olan güveni azaltan bir süreçtir (Kaminsky ve Reinhart 1996: 15).

Michael Bordo, finansal krizi, beklentilerde meydana gelen bir değişim, bazı finansal kurumların iflas etmesinden duyulan korku, gayrimenkul veya likit olmayan varlıkların nakde çevrilme girişimi olarak açıklamıştır (Eroğlu vd. 2015). İflaslar, ekonomik güvensizlik ve gelecekte oluşacak ekonomik durumların kaygısı nedeniyle ekonomik ajanlar(bireyler) varlıklarını hızlı bir şekilde nakde çevirmeyi hedeflerler. Bu düşünce bireysel anlamda elde tutulacak nakit miktarını artırıyor veya bireysel olarak yaşanacak değer kaybını azaltıyor görünümü yaratıyor olsa da kitlelerin aynı anda bu hamleyi yapmaya çalışması daha geniş bir çerçeveden bakıldığında ülke ekonomisinde panik ortamı yaşanmasını sağlamıştır.

Marshall Planı'nın önde gelen isimlerinden olan finansal krizler tarihi alanında otorite kabul edilen Charles P.Kindleberger finansal krizleri, iktisadi dalgalanmaların zirve dönemleriyle ilişkilendirmiş ve faiz, hisse senedi, gayrimenkul, arsadan oluşan finansal göstergelerin tamamını veya büyük bir kısmının fiyatlarının hızlı ve aşırı artması neticesinde, ticari kurumların finansal iflaslar yoluyla başarısız sonuçları şeklinde yaşanan döngüsel bir bozulma olarak ifade etmiştir (Bordo 2010: 4).

Krizlerin genel özelliklerini; önceden öngörülememesi, kişiler ve organizasyonlar için tehdit ve fırsat yaratması, süresinin belli olmaması, geçirgenlik etkisinin olması olarak ifade edebiliriz. Krizler çok çeşitli şekillerde ortaya çıkabilir. Genel olarak, piyasanın iyimserlik havasında hızla gelişmesi, yatırımların, istihdamın aşırı genişlik kazanması, gelirlerin çoğalması, para hacmi ve tedavül hızının artmasıyla beraber ham madde ve mamul fiyatlarının da yükselişe geçmesi, üretimin artması yükselme aşamasının en başlıca göstergeleridir. Bu doğrultuda ekonomik büyüme ile oluşan stoklar eritemeyince şiddetli bir kriz ardından gelen durgunluk, yatırımda azalma, istihdamda daralma, gelir düşüşü ve dolayısıyla stok malların fiyatlarının düşmesi şeklinde meydana gelecektir (Barışık 2015). Birbirini takip eden bu adımlar sonrasında ekonomiyi ve ekonomik gelişmelerin tesiri altında kriz yaşanmış olacaktır. Kriz sonrası yapılacak ilk müdahaleler ve alınacak önlemler krizi tetikleyen sürecin başlamasına neden olan sorunların giderilmesi amacıyla olacaktır.

1.2. Finansal Krizin Sınıflandırılması

Finansal krizler genel anlam itibari ile aynı tanımlara sahip olsalar da kendi oluşumları açısından farklılıklara sahiptirler. Başlıca krizleri aşağıdaki şekilde ele alabiliriz:

1. Para krizleri
2. Bankacılık krizleri
3. Dış borç krizleri
4. Sistemik Finansal Krizler

Para krizleri; temelde döviz krizi anlamını taşır. Merkez bankalarının rezervlerindeki dövizlerin tükenmesi veya dramatik olarak azalmasıyla meydana gelir. Para krizi, yatırımcıların o ülkenin parasına olan güvenini kaybetmesi dolayısıyla spekülasyon fonların ya da sıcak paranın ekonomiden çıkmaya başlamasını dolayısıyla Merkez Bankasının tüm müdahalelerine rağmen mevcut kurun sürdürülemezlikte ulusal paranın devalüe edilmesi olarak tanımlanabilir (Parasız 2003). Bir finansal bunalım türü olan para krizine spekülasyon saldırıları neden olur. Para krizleri ülke parasına karşı oluşan

bir saldırı gibi algılanarak sistem kendini savunmaya çalışır, bu durumda da kullanılan araç, paranın değerini belirleyen faiz oranıdır. Faiz oranları yükseltilecek kur düşürülebilir (Yıldırım 2006). Para krizleri aynı zamanda döviz rezervlerinde erimeye neden olur.

Bankacılık krizleri; geri dönmeyen kredilerin artması, menkul değerler piyasasındaki dalgalanmalar, reel sektörün küçülmesi sonucunda bankaların aktif yapılarının bozulması gibi nedenlerle banka bilançolarının küçülmesi anlamını taşır. Bankalar ekonomide kısa vadeli fon akışını sağlayan kurumlardır aynı zamanda ülkeler için para akışını sağlayan önemli kanallar oldukları için bankalarda oluşan sorun tüm ülke ekonomisini hatta küresel düzeyde tüm dünyayı etkileyebilir. Bankacılık krizleri, ekonomik durgunluk, döviz kuru ve faiz oranlarındaki dalgalanmalar nedeniyle ortaya çıkar, finansal ve finansal olmayan tüm sektörleri etkisi altına alır. Bu kriz türünün nedenleri için geri alınan mevduatlar, bankaların yükümlülüklerini ertelemesi, yerine getirememesi, hükümetin desteklemede yeterli olamaması gibi durumlar sıralanabilir. En önemli nedenlerinden biri de ticari bankaların borçlarının vadesinin uzatılmaması ve vadesiz mevduatlardaki ani çekilme (bankaya hücum) talebini bankalar tarafından karşılanamaması nedeniyle likidite sıkışıklığına düşen bankaların iflas etmeleridir (Delice 2003: 61). Bankacılık krizleri, bankaların başarısızlıkları, iflasları veya yükümlülüklerini yerine getirememeleri durumunda, mevduat sahiplerinin panikleyerek bankalardan kaçışları durumunda, hükümetlerin bankalara kurtarma ve kamulaştırma operasyonlarıyla müdahale ettiği durumlarda veya geniş ölçüde dönmeyen kredilerin varlığı halinde ortaya çıkmaktadır. Bu süreçte, mali piyasalara olan güvenin sarsılması dolayısıyla yatırımcılar, hisse senetleri ve tahvillerini satıp nakde dönüştürmek ve bunu da altın, döviz gibi güvenilir varlıklara yatırmak isterler. Böylece aniden başlayan satış dalgası borsayı da çökertir ve krizin derinleşmesine neden olur (Seyidoğlu 2007: 556).

Bu krizlerde mevduat sahipleri, bankaya kredi veren kişi veya kuruluşlar ve banka hissedarları oluşan güven kaybı ile fonlarını çekmek isterler. Tek bir bankanın başarısızlığı her zaman tüm bankacılık sistemini sarsmayabilir; ancak krizdeki bankanın, bankacılık sistemi içindeki payının büyüklüğü oranında, tekil banka krizinin

tüm finansal sisteme ve ekonomiye yansması ve sistematik bir krize dönüşmesi olasılığı her zaman söz konusudur (Yay vd. 2001: 140).

Dış borç krizleri; ülkenin dış borçlarını finanse edemez ve ödeyemez duruma gelmesini ifade eder. Dış borç krizleri borçlu ülkelerin borçlarını ödeyemediklerini beyan etmeleri veya vadelerinin değiştirilmesini istemeleri yani bu durumu kabul etmeleri ile başlar. Dış borç krizi bir ülkenin kamu ve/veya özel kesime ait dış borçlarını ödeyememesi halidir. Özellikle hükümetlerin dış borçların çevrilmesi ve yeni dış kredi bulma konusunda sıkıntı yaşamaları nedeniyle dış borcun yeni ödeme planlarına bağlanması veya yükümlülüklerin ertelenmesi şeklinde ortaya çıkar (Delice 2003: 62). Ömer Veysel Çalışkan'a göre dış borç krizlerinin özellikleri dört madde ile açıklamıştır. a) Dış borç geri ödemelerinde aksama oluşabilir. b) Ülke geri ödemeye "muktedir" olduğu halde yükümlülüğünden kaçınmakta olabilir. Bilerek ve isteyerek ödemeyi ret etmesidir. c) Bir dış borç krizi, borçlu ülkenin "beyanı" ile başlar. d) Tek bir ülkedeki likidite krizi bile, tüm dünya finansal sistemine önemli derecede olumsuz etkide bulunurken, dış borç krizine düşen bir ülkenin olumsuz etkilerinin yalnızca alacaklı taraf(lar)la sınırlı kalır. Dış borç krizi alacaklı taraf üzerinde olumsuz etkiler yaratır. Bu durum, aksayan ödemenin miktarı büyük derecede olsa da geçerlidir (Çalışkan 2003: 226).

Sistematik Finansal Krizler; işletmelerin finansal sorunlarının çözümlenememesi, merkez bankasının likit ihtiyacını karşılayamaması durumudur. Bir spekülatif atak başladığında ve ulusal paranın değerinde bir değer kaybı ortaya çıktığında, yeni gelişen piyasa ekonomilerinde borç piyasalarının kurumsal yapısı (borç sözleşmelerinin kısa vadesi ve yabancı paralarla birimlendirilmiş olmaları) ile ulusal paranın devalüasyonu arasında karşılıklı bir etkileşim ortaya çıkar ve ekonomi sistematik bir finansal krizin içine sürüklenir (Mishkin 2001:11, Aktaran: Delice 2003). Sistematik kriz dönemlerinde yatırımcılar geri çekilirler ve bu nedenle işletmelerin finansal kaynak bulma olanakları daha az hale gelir. Bu da üretimi sürecini olumsuz etkileyen bir durumdur. Bununla birlikte bankaların faaliyetlerinde kötüleşmenin başlaması da üretim miktarını azaltır ve ülkenin milli gelirinde önemli düşüşlerin yaşanmasına neden olur (Sertkaya 2009: 22).

1.3. 2008 Finansal Krizi Hakkında

Dünyada 2007 yılında başlayan ve hızla yayılan küresel krizin bütün ülkeleri derinden etkilediği ve hemen hemen tüm dengelerin değişmesine neden olduğu söylenebilir. 2008 yılında yaşanan bu kriz, 1929' da yaşanan Büyük Buhran dâhil, diğer krizlerden oldukça farklı ve dünyada bugüne kadar yaşanan ilk gerçek küresel finansal kriz olarak yer alır (Öztürk ve Gövdere 2010: 378). Krizin ilk sinyalleri 2007 yılı içerisinde görülmeye başlanmıştır ve 2008 küresel krizi, Amerika Birleşik Devletlerindeki konut piyasasında büyük bir çöküş yaşanmasıyla ortaya çıkmıştır. Dünyada 2007-2008 döneminde ortaya çıkan küresel finansal dalgalanmanın nedeni ABD'de 2007 yılı Ağustos ayında başlayan mortgage (tutsat) krizidir. Piyasanın mevcut yapısı, denetim eksikliklerinin bulunması ve bu süreçte izlenen politikaların yanlışlıkları öngörülemeyen olumsuzluklara yol açmıştır (Tong ve Wei 2008).

2008 Finansal krizi, kredi verenden alana kadar tüm süreci kapsayarak kurum ve kişiler üzerinden etki yaratmıştır, piyasa etkileşimi ile büyüyerek tüm sektörü kapsar duruma gelmiş ve gelişmiş-gelişmekte olan ülkeleri de içine alarak derinleşmiştir. Kriz için kısa bir özet yapmak istersek; Krizin Amerika da ortaya çıkmasında nakit kullanım oranının azlığı ve yatırım için kredi kullanım oranının yüksek olması gibi etmenler etkili olmuştur. Amerika Mortgage sistemi ile düşük faizli kredi sistemi uygulanmıştır. Düşük faiz oranları kredi talebini artırmış, talepte meydana gelen artış konut fiyatlarının yükselmesine neden olmuştur. Konut fiyatları değerlerini aşacak derece yükselmiş ve yükseliş kredi ve rehin gayrimenkul arasında fark oluşmasına neden olmuştur. Konut fiyatları varlık balonu (yani değerinin üstünde fiyatlanmış varlıklar) oluşmuş ve balonun 2007 yılında patlaması olarak ifadelerde yer alan konut fiyatlarında düşüşün başlaması ile değerinin üstüne çıkan konut fiyatları değerinin altına düşmüş ve kriz süreci ortaya çıkmıştır.

Konut fiyatlarında yaşanan düşüş sonrasında krizin başlangıcı olarak 15 Eylül 2008 kabul edilir. Dünyanın en büyük dördüncü yatırım bankası olan ABD'li Lehman Brother 15 Eylül 2008 günü saat 13.45 de iflasını açıkladı ve bu tarih küresel kriz başlangıcı olarak ekonomi tarihe kaydedilmiştir. 16 Eylül 2008 sabahı uyananlar

arasında evini kredi ile almayanlar veya birikimlerini kredi ve yatırım fonu, bono veya herhangi bir yatırım aracına bağlamayanlar, krediler ile yatırım yapanlara kıyasla daha rahat bir güne uyanmışlardı (Kriz sözlüğü). Gelişmiş ülkelerde bankaların iflası daha öncede yaşanmıştır ancak büyük ölçeğe sahip bankaların iflasını açıklaması hemen hemen tüm dünyada büyük bir şok etkisi yaratmıştır. Büyük bankaların iflası, birleşmesi veya devlete geçmesi yaşanan durumun önemliliğini ve büyüklüğünü ortaya çıkarmıştır.

2008 finansal krizi, kontrolsüz konut kredisi genişlemesi ve aktif fiyatlarında oluşan balonun etkisiyle 2007 yılında ABD’de başlamış, ardından başta Yunanistan, İrlanda, Portekiz, İspanya ve İtalya gibi ülkeler olmak üzere Avrupa Birliği Ülkeleri’ni ve çok sayıda gelişmekte olan ülkeyi de etkisi altına alarak, gitgide derinleşen bir küresel kriz haline gelmiştir. 2008 krizinin bu denli büyük etkilerinin olmasının altında yatan sebepler için yüksek bütçe açıkları, artan işsizlik oranları, yüksek kamu borçları, makroekonomik göstergelerin saydam olmaması, bankacılık sektöründeki kırılmalıklar, konut fiyatlarının aşırı değerlenmesi ve yapısal reformların etkin ve zamanında uygulanmaması gibi pek çok neden sıralanabilir (Sertdemir 2008). ABD’den dünyaya yayılarak derinleşen ve Yunanistan, İrlanda, İspanya ve Portekiz gibi bazı AB ülkelerindeki ekonomik sarsıntılarla boyutları daha da büyüyen küresel ekonomik kriz gerek gelişmiş, gerekse Türkiye gibi gelişmekte olan ülkelere aşırı riskli varlık ticareti kanalı, kredi kanalı ve ticaret kanalı vasıtasıyla ulaşmıştır (Kibritçioğlu, 2010: 6). ABD’deki konut fiyatlarındaki aşırı artışın 2007 yılı başlarında tersine dönmesinin (yani yaygın deyişle “konut fiyatı balonunun patlaması”nın) ardından, Aralık 2007’den itibaren sanayi üretiminde ciddi gerilemeler ve işsizlik oranlarında büyük artışlar yaşanmıştır. Bunu, 2008 yılının ikinci yarısında dünya mal ticaretinde büyük bir gerileme süreci takip etmiştir (Kibritçioğlu 2010: 8). 2008 ve 2009 yıllarında ise, tüm dünyada yıllık büyüme hızında yüksek oranda düşüş yaşanmıştır. Kriz döneminde büyüme hızındaki düşme en çok Avrupa Birliği (AB) ve Euro bölgesinde gözlemlenmiştir. 2008 krizinden en az etkilenen ülke grubu ise, az gelişmiş ekonomilere sahip ülkelerin bulunduğu gruptur (Sertdemir 2012: 32).

1.4. Krizin Nedenleri

Finansal krizlerin sebeplerini açıklamak amacı ile yapılan çalışmalarda farklı görüşler söz konusu olmuştur. Bazı görüşler krizin nedenlerini içsel ve dışsal nedenler olarak ele almıştır. İçsel nedenler ülke ekonomisinin kendi yapısal sorunlarından kaynaklanan nedenlerden oluşmaktadır. Bunlar bilgi eksiklikleri, tasarrufların yetersiz olması ve yatırım amaçlı değerlendirilememesi, para ve maliye politikalarının yetersiz kalması, borç kaynaklarının ve döviz likiditesinin yönetilememesi biçiminde belirtilebilir. Dışsal nedenler ise ithalat ve ihracat kanalları ile yapılan ticaret ve sanayileşme sürecinde dışa açık ekonomilerde küresel piyasalarda yaşanan dalgalanmalardan kaynaklanmaktadır. Bir görüşe göre, finansal krizlerin ortaya çıkmasının en önemli nedeni gelişmekte olan ekonomilerdeki finansal liberalizasyondur (Ateş 2004: 11). Finansal liberalizasyon; genellikle hükümetlerin gelişmiş ülkelerin uluslararası finansal faaliyetlerini kendi ülkelerine çekmek için bankacılık finans sistemi üzerindeki denetim ve kısıtlamaları kaldırdığı ya da önemli bir ölçüde azalttığı deregülasyon uygulamalarının bir sonucu olarak gösterilmekte ve ekonomilerin uluslararası sermaye akımlarına açılma süreci olarak ifade edilmektedir.

2008 finansal krizinin nedenleri için farklı görüşleri mevcuttur.¹

R. Kuttner krizin nedenleri için 7 önemli hatanın yapıldığını ifade etmiştir.

¹ İçeriği Ersan Bocutoğlu' nun yayınlanan farklı kaynaklarından derlenmiştir (2012-2014-2015)

Konut Kredilerinin Spekülasyona Dönüşmesine İzin Verilmesi: Fannie Mae²

konut kredisi alanında hizmetini II. Dünya Savaşından itibaren sürdüren bir firmaydı. Wall Street firmaları bu alanda hizmet vermeye ve Fannie Mae ile rekabete girmeye başladılar. Wall Street firmalarının riski yüksek ürünler geliştirerek daha fazla kar elde etmeleri sektördeki standartların bozulmasına yol açtı. Fannie Mae de Pazar payını kaybetmemek için Wall Street firmalarının hatalarını tekrarladı. Devlet sistemi düzenleme yapmak için müdahalede bulunmadı. Bu durum krize yol açacak eşik altı konut kredisinin doğmasına yol açacak bir adım oldu (Bocutoğlu 2015).

Moody's ve Standard and Poors Gibi Düzenlenmemiş Bazı Kredi Derecelendirme Kuruluşlarının Bono Derecelendirmesi Yapmasına İzin Verilmesi:

Konut kredilerinin bonolara dönüştürülmesi menkulleştirme olarak adlandırılmaktadır. Bonoların güvenilirlik değerlendirmeleri Moody's ve Standard and Poors gibi özel kredi derecelendirme kuruluşları tarafından gerçekleştirilmektedir. Bu kredi derecelendirme kuruluşları pazar paylarını artırmak için kendi aralarında girdikleri rekabet ve çıkar

² Fannie Mae, ipotekli konut kredilerinin alınıp satıldığı ikincil ipotekli konut finansmanı piyasasında likidite ve stabilizeyi desteklemek amacıyla Amerikan Kongresi tarafından 1938 yılında imtiyaz verilen devlet destekli bir girişim (GSE)'dir (US Securities and Exchanges Commission, Fannie Mae 2008:1). 1929 bunalımından sonra Amerikan yönetimi finans sistemini korumak amacıyla SEC (Menkul Değerler ve Borsalar Komisyonu) ve FDIC (Federal Mevduat Sigorta Şirketi)'i ve ulusal bir ipotekli konut finansman piyasası oluşturmak amacıyla ise Fannie Mae'i oluşturmuştur. Şirket, birincil ipotekli konut piyasasında kredi veren kuruluşlar tarafından açılan kredileri ikincil piyasada alınıp satılan ipoteğe dayalı menkul değer (MBS) olarak menkul kıymetleştirir. Şirket aynı zamanda ikinci konut finansmanı piyasasında ipotekli menkul değerlere yatırım yapmaktadır. Bu yatırıma kendi ihraç etmiş olduğu MBS'ler de dâhildir. Şirket aynı zamanda konut arzını artırıcı diğer yatırımlar da yapabilir. Ancak, birincil ipotekli piyasada tüketiciye doğrudan kredi veremez. Devletin düzenleme ve gözetimine tabidir. Düzenleyici kuruluşlar Federal Konut Finansmanı Bürosu (FHFA), Konut Edindirme ve Kentsel Gelişim Departmanı (HUD), Menkul Değerler ve Borsalar Komisyonu (SEC) ve Hazine Departmanıdır. Şirkete ABD kongresi tarafından imtiyaz verilmesine, bir A.B.D devlet acentesi tarafından koruma (conservatorship) altına alınmasına ve A grubu imtiyazlı hisse senetlerini ve adi hisse senetlerini satın alma hakkı veren Varant'larının Hazine Departmanının elinde olmasına karşın Amerikan devleti tarafından şirketin menkul değerleri ve diğer tahvilleri Amerikan devletinin garantisi altında değildir. Şirketin adi hisse senetleri New York Borsası'nda FNM sembolü ile işlem görmektedir. Şirketin sabit getirili menkul değerleri tezgah ustası piyasada alınıp satılmaktadır (US Securities and Exchanges Commission, Fannie Mae 2008:1). Şirketin adi hisse senedi borsa fiyatının 12 Kasım 2008 sonu itibarıyla son 30 is günü ortalama kapanış fiyatının 1\$'ın altında kalması nedeniyle şirket New York Borsası listesinden çıkarılmıştır. Şirket, New York Borsası yönetiminden 11 Mayıs 2009'a kadar hisselerinin 1 \$'a yükselmesi için süre istemiş ve bu süre içinde hazine onayına bağlı olarak hisselerine ters hisse bölünme işlemi yapmayı planladıklarını bildirerek hisselerinin Şubat 2009'dan itibaren tekrar listelenmeye başlamasını sağlamıştır (US, Security and Exchange Commission, Fannie Mae 2008: 31). Ancak şirket ters bölünme işlemini henüz tamamlamamış, bu yönde kamuoyuna yeni bir bilgi ulaşmamıştır.

çatışması nedeniyle mesleki standartlarından taviz vermişlerdir. Konut kredilerine dayalı bonoları paketleyip satmak isteyen finansal kuruluşların başarısı paketlerin derecelendirmesi ile doğru orantılıdır. Yüksek dereceli bonolar yatırımcılarda güven uyandırdığı için satması daha kolay varlıklardır. Riskli kredileri satmak daha zor olduğu için kredi derecelendirme kuruluşlarına yüksek ödenme yapıldığı durumlarda derece notunun kuruluşlar tarafından yükseltilmesi durumu söz konusu olmuştur. Derecelendirme kuruluşları mesleki standardı uyguladıklarında haksız rekabete uğrayacağı ve Pazar payını kaybedeceği endişesi ile bu duruma dâhil olmuşlardır (Bocutoğlu 2015a).

Eşik Altı (Sub-Prime) Kredilerinin Denetlenmesinde Zaaf Gösterilmesi: Bankanın riskli görülen bir müşteriye yüksek faiz oranı ile kredi vermesi ve hükümet müfettişlerinin belirli aralıklarla banka varlıklarının kalitesinin kontrol edilmesi sürecini içerir. Bankaların gelirlerinin büyük kısmını faiz ödemelerinden oluşur. Kredi kuruluşları faiz gelirlerinin kredilerin ödenmesinden uzak olması durumunda bankanın kayıpları önlemek için sermaye artırımını öngörür. Eşik altı kredilerde oluşan sorun kredi derecelendirme kuruluşlarının sermayenin karşılama oranını göz ardı etmelerinden kaynaklanır (Bocutoğlu 2015a).

Aşırı Kaldırıcı Sınıflamada Başarısızlık: Bankalar için belirlenen kaldırıcı oranı 30'a 1'dir. Yani 1\$'lık işlem için 30\$'a kadar borçlanma sağlanabilmektedir. Eşik altı kredilerde hiç sermaye bulunmadığı için kaldırıcı oranı sonsuzdur. Ekonomik yapı iyi olduğu sürece firmalar borç almaya devam eder. Ancak ekonomide aksaklık oluştuğunda yatırımcılarda panik ortamı oluşur. Firmalar ticari bankalardan büyük oranlarda kredi çektiklerinden ödemelerde meydana gelen aksaklık bankaları zor duruma düşürür. Bu durum düzenleyici (regülatör) kuruluşlar tarafından kontrol edilmiş olsa bankaların kapatılması gerekli olacaktır.

Çıkar Çatışmalarını Gözetim Altında Tutmada Başarısızlık: Muhasebe ve denetim firmaların aynı şirkete bağlı bulunduğu durumlarda; muhasebe firmalarının anonim şirketlerin bilançolarını incelemesi, hesapların düzeltilmesine yardım etmeleri denetimlerde bu şirketlerin sorun yaşamasını engellemiştir. Denetçi kurumların göz ardı

ettiği düzeltilmiş bilançolar hisse senedi piyasasında çökme yaşanana kadar devam etmiştir. Analistlerin riskli hisse senetlerini almalarını yatırımcılara tavsiye ediyor olması da analist ve firma arasında oluşan çıkardan kaynaklı oluşmuştur (Bocutoğlu 2015).

Hedge Fonları ve Girişim Sermayesinin Düzenlenmesinde Başarısızlık: Hedge kelime anlamı olarak riskten koruma anlamını taşır. Bir finansal pozisyonun riskten korunmak amacıyla ters pozisyona getirilmesidir. Ama anlamında olduğu gibi riskten korumak yerine oldukça riskli pozisyonlar içermiştir. Hedge fonları ve girişim sermaye şirketleri bankaların faaliyet alanına girmiş ve banka gibi görev üstlenmiştir. Bu finansal kurumlar piyasada hisse senedi yaratmakta, firmaları satın almakta ve satmakta, ödünç paralar ile düzenlemeye tabi bankalardan daha yüksek risklere girerek finansal piyasalarda spekülasyon yaratmaktadır. Sonuç itibarıyla bu sistem finansal sistemin bütünü bakımından risk oluşturmaktadır (Bocutoğlu 2015).

Glass-Steagal Yasası'nın Yürürlükten Kaldırılması: Glass-Steagal Yasası (GSA)³ ticari bankalar ve yatırım bankalarının birbirinden ayrılmasını öngörmektedir. Ticari bankaların faaliyet alanı mevduat toplayıp kredi verir, yatırım bankalarının faaliyet alanı ise menkul kıymetler alım satımı yapmaktır. GSA ticari bankaları her türlü spekülasyondan korurken spekülasyon odaklı olan işlemler için yatırım bankalarını öngörmüştür. Ticari bankalardaki mevduatları belli bir ölçüde sigortalamakta ancak yatırım bankaları için bu imkânı sağlamamaktadır. GSA bu iki banka yapısının birbirinden ayrı tutulması hususunda hükümler içermesine rağmen yıllar içerisinde devam eden süreçte ticari, yatırım, hisse senedi brokerlığı, sigorta şirketini içinde

³ Glass-Steagall yasasına göre ticari bankalar yatırım aracı alım satımı ve halka arz işlemi gerçekleştiremezdi. Aynı düzenlemede ticari bankaların da yatırım işlemi (menkul kıymet ve türev alım satım aracılığı, menkul kıymet ihracı, halka arz, piyasa yapıcılığı işlemleri vb.) yapması sınırlandırılmıştı (Altaş 2013: 132). 1933 yılında kabul edilen Bankacılık Kanununda yer alan, ticari ve yatırım bankacılığını birbirinden ayıran Glass-Steagall düzenlemesi yer alıyordu. 1933'de Büyük Buhran sonrasında ortaya çıkan denetleme sisteminin belkemiğini oluşturan Glass-Steagall yasasının 1999'da yürürlükten kaldırıldı. Ticari Komisyonların serbest olmadığı dönemde yatırım bankaları müşterileri için hisse senedi satışı yaparak kar elde edebiliyorlardı. Ancak bu komisyonların serbest bırakılmasıyla bu sahadaki rekabet arttı ve Charles Schwab gibi düşük maliyetli aracı firmalar yatırım bankalarına rakip oldular. Glass-Steagall Yasası'nın iptal edilmesiyle de ticari bankalar ve AIG gibi sigorta şirketleri yatırım bankalarının geleneksel işlerine girdiler. Buna karşılık, yatırım bankaları da kendilerine türev ürünler gibi yenilikler yaratmak zorunda kalmışlardır. Bu da kar elde edebilmek amacıyla borç-sermaye oranlarını yükseltmelerine sebep olmuştur.

barınan firmalar oluştuğunda GSA içeriği tamamen boşalmıştır. Bu durumda GSA'nın güvenli finansal ortam ve tekelleşmeye karşı, riski azaltıcı, yatırımcıyı ayırıştırıcı öngörülerini uygulamada kullanılmamıştır (Bocutoğlu 2014).

Kuttner bu yedi maddenin temelinde finansal sistemin yanlış yönlendirmeler ve hatalı uygulamalar eşliğinde 2008 finansal krizinin zeminini oluştuğunu öngörmektedir.

N.Roubini ve S.Mihm'in 2010 yılında çıkarılan kitabında 2008 krizini nedenlerini 6 madde ile incelemiştir.

Finansal Yenilikler/Menkulleştirme Sorunu: Küresel krizler bir yenilikle ortaya çıkan sürecin devam ettirilememesi sonucu meydana gelen patlamayla ortaya çıkar. 2008 finansal krizi hizmet sektörü içerisine oluşan yenilik balonunun patlamasıyla ortaya çıkmıştır. Geleneksel konut kredisini yerini “krediyi oluştur tut” yerine “krediyi aldağıt” modeline geçilmiş olması etkili olmuştur. Banka ipoteğe konu olan kredi için anapara ve faiz tahsilatı yapar, ipoteği elinde tutardı. Uygulama değişikliğinde ise banka ipoteğe konu alan değerleri bir bonoya bağlı hale getirmeye başladı. Menkulleştirme olarak geçen bu sistemle ipotek gibi likit olmayan varlıklar bir havuzda toplanarak, piyasada alınıp satılan likit varlığa dönüşebiliyordu. Menkulleştirmeye geçilen süreçte yeterli dikkat ve özen gösterilmeden çok fazla finansal kurum tarafından menkulleştirme yapılması ve geniş bir yelpazede uygulama alanı (taşıt kredisi, kredi kartı borcu vs.) bulmasıyla yaygınlaşmıştır. İpoteğe konu olan kıymetin güvenilirliği teminat altına alınamamıştır (Bocutoğlu 2015). Bu durumda sistemi risklere açık hale getirmiştir.

Kredi Derecelendirme Kuruluşlarının Görevini Yerine Getirememesi: Moody's, Fitch, Standard and Poors gibi kredi derecelendirme kuruluşları yanlış ve güvenilirliği düşük menkulleştirme oluşturulduğunda devreye girip müdahale ederler. Bu süreçte gerekli müdahaleler yapılmayarak uygulamayı serbest bırakılmaları söz konusu oldu. Kredi derecelendirme kuruluşları kendi Pazar paylarını korumak ve genişletmek için inceledikleri menkul kıymet ipoteği kredileri için yüksek not uyguladılar, gelir ve komisyonları artırmayı tercih ettiler. Krizin hemen öncesindeki menkulleştirme kredi

notlarının AAA varlığının fazla olması bu durumu göstermektedir (Bocutoğlu 2015a). Yanlış derecelendirme sonucu öngörülemeyen riskler nedeniyle kriz ortamı hazırlanmıştır.

Ahlaki Tehlike Sorunu: 2008 küresel krizinin temelinde menkulleştirme için verilen sorunlu krediler yer almaktadır. Riski yüksek olan krediler için bankalar onay veriyor, ipotek komisyoncuları ücretini alıyor, ipoteğin geri ödenmemesi durumunda sorumluluk üstlenmiyordu. İlk ahlaki tehlike olarak; yatırım bankaları, sigorta şirketleri, finansal kurum çalışanları maaş yerine ikramiye, ödüllendirme sisteminde çalışıyordu. Kriz sürecinde çalışanların ödemeleri maaş düzeylerinin on katı civarlarında olduğu gözlemlenmiştir. İkramiye sistemi risk almayı ve satış alanında ihtisaslaşmayı beraberinde getirmiştir. İkinci durum ise; şirketlerin kurul üyeleri ve yönetici vekilleri arasında doğru bilgi akışının sağlanmamasından kaynaklanmaktadır. Yöneticiler yüksek risklere giriş yapmakta kazançlı çıkarsa gelen ikramiyeden herkes memnun olmakta ancak zararlı sonuçlanması durumunda şirket kurulunun sorumluluğu üstlenmesi gerekmektedir. Yönetim kurulu ve yöneticiler arasında asimetrik bilgidен kaynaklı sorunlar oluşmuştur (Bocutoğlu 2015).

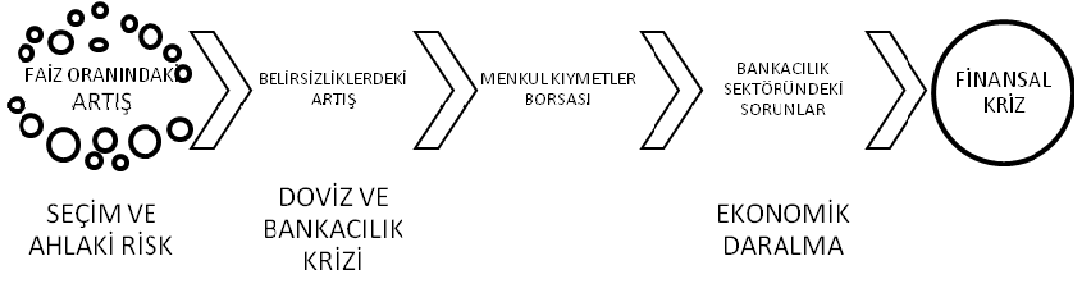
Deregülasyon, Glass-Steagal Yasasının Yürürlükten Kaldırılması ve Gölge Bankacılık Sistemi: Regülasyon ülke ekonomisinin istikrarını sağlamak ve piyasalarda ortaya çıkan dengesizlikleri gidermek amacıyla ekonomiye devlet tarafından yapılan her türlü düzenleyici önlemi içeren bir süreçtir. Deregülasyon, devletin karar alanını daraltan regülasyonların, azaltılması veya kaldırılması, kamu gücünün devredilmesini içeren düzenlemelerdir. Deregülasyon devletin gücünü, etki alanını azaltıcı bir uygulamadır. Devlet kontrolünde yapılan denetlemelerin bankaların bilançoları gibi özel kurumlara devredilmesi kurumlarının yeterince denetlenmemesine neden olmuştur. Derecelendirme kuruluşları tarafından hazırlanan raporlar gerçekten uzak spekülasyon kaygılarıyla meydana getirilmiştir. Deregülasyon ve piyasaya müdahalelerden yana olmayan bir devlet yöneticisi tarafından alınan uygulama kararları finansal krizlere yol açan balonları oluşmasına ortam hazırlamıştır. Glass-Steagal yasası mevduat toplayıp kredi veren ticari bankalar ile menkul değer alan, satan, halka arza aracılık yapan yatırım bankaları arasında bir güven sistemi kurmuştu. Ancak zaman içerisinde bu

güvenli sistem yıkılmış ve zamanla geçersiz hale geldi. Gölge bankacılık sistemi; banka gibi görünen, banka gibi hareket eden, banka gibi borç alıp veren, yatırım yapan, ancak banka gibi regülasyona tabi olmayan finansal kurumlardan oluşmaktadır (Bocutoğlu 2015a). İpotekli kredi verme, ticari varlığa dayalı kâğıtlar çıkarma, yatırım fonları ve hedge fonları, özel bankacılık fonları gölge bankacılığın havuzunda yer alıyordu. Gölge bankacılık kısa vadeli likit piyasalardan borçlanıyor sonra likit olmayan uzun vadeli varlıklara yatırım yapıyordu. Bu durum krizi kaçınılmaz son olarak getirdi.

Küresel Finansmanda Başarısızlık: 2004-2006 yıllarında Fed sıkı para politikası uygulamış ancak uygulanan para politikası vadeli faiz oranları ve ipotek kredileri üzerinde, toplam talebi kısımda etkili olmamıştır. Alan Greenspan Amerika Merkez Bankası başkanı iktisat teorilerinin aksini gösteren sıkı para politikasına faiz oranlarında beklenen tepkiyi yaratmamasını ‘bono piyasası bilmececi’ olarak adlandırmıştır. Küresel piyasada tasarruf fazlası nakit varlığı olan ülkeler ABD’den uzun-kısa vadeli düşük faiz getirili yatırımları yerine daha yüksek getiri sağlayan ABD hazinesi içerisinde yer alan şirket kâğıtlarına yönelmişlerdir. Bu süreçte ABD’nin portföyü menkulleştirme yoluyla yabancı yatırımcıları kapsar hale gelmiştir. Bu durum 2008 de oluşan finansal krizin yayılma ağının geniş bir yelpazeye sahip olmasında aktif rol almıştır.

Kaldıraçlı İşlemler: Borç ve kaldıraç arasındaki ilişki finansal sistemin kırılma eğilimi için göstergedir. Borç kullanılarak iktisadi finansman sağlanması kaldıraç oranını artıracak daha kırılma eğilimli bir piyasa ortaya çıkacaktır. Varlık fiyatlarında meydana gelen düşüş menkulleştirme ile bağlanan bono ve fonların değer kaybetmesine yol açacağı elde olan değerlerin satılması yoluna gidilir. Bu durumda da ipotek değerinin altına inen varlık havuzu meydana gelecek ve kriz kaçınılmaz son olacaktır.

Mishkin finansal kriz incelemelerinde krizin nedenlerini dört gruba ayırmıştır; faiz oranındaki değişim, belirsizliklerdeki artış, menkul kıymet borsasında yaşanan değişim ve bankacılık sektöründeki sorunlar olarak sınıflandırmıştır.



Mishkin'in göstergelerinin birleşim noktası 2008 krizinin ortaya çıkışını ifade etmektedir. Küresel krizin nedenlerinden biri faiz yapısının değişmesidir. Artan faiz oranları, değişken faiz oranlarından düşük faizle başlayıp borçlanmayı kabul eden kişilerin faiz oranlarının artmasıyla borçlarını ödeyemez duruma düşürmüştür. Kredilerin değişken, esnek faiz oranı ile kullanan tüketicilerin ödeyemez duruma düşmesi finansal yapıyı etkilemiş, mevcut yapısında bozulmalar yaratmıştır. “ 2001 yılından itibaren düşük faizler ve piyasadaki atıl fonların artması karşısında çoğu finansal kuruluşlar, kredibilitesi zayıf olan kişilere de supprime (yüksek riskli krediler) kredisi vererek kredi hacmini artırmışlardır. Bu durum, varlık fiyatlarının özellikle de konut fiyatlarının çok hızlı bir şekilde artmasına neden olmuştur. Bir kısım konut kredisinde başlayan geri ödeme problemleri sonucunda, banka portföylerindeki hacizli konut sayısı artmaya başlamış ve bankaların bu hacizli konutları piyasaya arz etmesi konut fiyatlarının düşmesine neden olmuştur. Bunun sonucunda finansal kuruluşların elinde bulunan konut destekli tahviller değer kaybetmiştir. Bilançodaki varlıkların değer kaybına uğraması karşısında bankalar kredileri döndüremez hale gelmiş ve büyük bir likidite darlığı ortaya çıkmıştır ” (Birdal 2009: 23). Yaşanan süreç düşük kredi yayılması ve riskli varlıkların fiyatlarının şişmesiyle sonuçlanmıştır (Berberoğlu 2011: 108).

Eksik bilgi problemi piyasada belirsizliklerdeki artış ve ekonomik işlem sürecine dâhil olanların yeterli ve tam bilgiye sahip olmamasından kaynaklanmaktadır. Piyasa mekanizmasında bankaların, bireysel ve kurumsal anlamda mevcut yatırımcıların eksik veriye sahip olması beklentilerin farklı şekillenmesine neden olmuştur. Faiz oranlarının artması ve piyasada meydana gelen belirsizlik durumu menkul kıymetler üzerinde yapılan piyasa hareketlerinde güvensizlik ortamı yaratmıştır. Bu durum bankacılık

sektörünü de içine alarak büyümüş, alınan ve ödenemeyen krediler, yüksek faiz oranları, oranları karşılayamayan risk yapılarıyla birleşimi sonucu ekonomi döngüsünü sürdürmez hale gelmiş ve kriz kaçınılmaz son olmuştur.

2008 Finansal Krizinin nedenlerini ve derinleşmesini Galindo vd. (2008), Erdem vd. (2011) çalışmalarında incelemişlerdir. Bu nedenlerin başlıcaları; banka iflasları, hükümetin finans piyasalarında düzenleme ve denetlemelerin yeterli düzeyde olmaması, yurt içi tasarruf düzeyinin düşük olması, küresel finans sistemindeki değişimler ve sistemin teknik anlamda karmaşıklığının olması, finansal işlem hacmindeki beklenenin üstünde büyüme ve artan sistematik risk ve sermaye hareketlerindeki aşırı dalgalanmalar olarak sıralanmaktadır. Aynı zamanda büyük ölçekli finans kuruluşların yaşadığı sorunların temelinde yanlış ve eksik bilgilendirme ve bilgi kirliliğinden kaynaklı beklentilerde yaşanan uyumsuzluk, bankacılık sisteminde artan rekabet ve mevduat garanti sisteminin ters seçim ve ahlaki tehlike sorunlarına yol açabilecek şekilde uygulanmasıdır.

1.5. Finansal Krizlere Karşı Alınabilecek Önlem Önerileri

Finansal krize karşı alınabilecek önlemler için iki seçenek vardır: ilk seçenek kriz öncesi alınabilecek tedbirlerdir, diğer seçenek kriz sonrası uygulanabilecek tedbirlerdir. Kriz öncesi alınabilecek tedbir programlarında amaç, olması muhtemel bir krize karşı tedbir olarak istikrarı sağlamaktır. Kriz sonrası uygulanabilecek tedbir programlarında ise kriz yaşanmıştır ve krizin sonucunda yaratabileceği olumsuz etkileri minimize etmek amaçlanmaktadır.

Krizle karşı alınacak önlemler için literatürde genel olarak; para politikaları, maliye politikaları ve devlet müdahaleleri yardımıyla önlem alınabileceği yer almaktadır. Para politikası anlamında yapılan müdahaleler, faiz oranı müdahaleleri, zorunlu karşılık oranlarının değiştirilmesi ve döviz kuru müdahaleleri ilk etapta gelmektedir. Finansal sistemi korumak amacıyla yapılan birkaç müdahaleyi likiditenin

artırılması, bankaların borçlarını devletin üstlenmesi, kamulaştırması, bankaların sermayelerinin desteklenmesi, ticari tahviller için fon ayrılması gibi sıralayabiliriz.

Küresel krize müdahale edilebilmesi için yeni bir sistemin oluşturulmasına uluslararası kurumların desteğine ihtiyaç duyulmuştur. Bu kapsamda Uluslararası Para Fonu(IMF)'nin Kasım 2009'da yapılan toplantısı sonucunda 'Küresel Ekonomik Olasılıklar ve Çıkış Politikalarının İlkeleri' başlıklı bir rapor yayınlanmıştır. Bu raporda belirlenen bazı gerekliliklere vurgu yapılmış ve yeni bir sistemin gerekliliği öne çıkarılmıştır. Öncelikle IMF'nin kendi uygulamasında değişiklik yaparak krizi atlatma çalışmalarını başlattığı söylenebilmektedir. İlk olarak kredi mekanizmasını değiştirmeye başlanmış ve daha esnek bir yapı oluşturmayı ve şartları azaltarak kredilerin hacmini artırmayı hedeflemiştir, finansal güvenlik sistemine önem vererek denetlenmesi gerekliliği üzerinde çalışmaya başlanmıştır. IMF'nin hazırladığı krizden çıkış paketinin içerisinde yer alan bazı maddeleri şu şekilde sıralayabiliriz:

- Krizden çıkış için öncelikle devletlerle ve uluslararası kuruluşlarla işbirliği içerisinde olunmalı.
- Para politikası uygulamaları daha kolay ayarlanabilir ve hızlı uygulanabilir olmalı, ülkelerin kendi iç taleplerini güçlendirmek için maliye politikalarından destek alınmalı.
- Geleneksel politikalar yeterli gelmiyorsa yeni politika araçları ile desteklenmeli.
- Ekonomik yapı şeffaf hale getirilmeli ve ihtiyaçların zamanında algılanabilmesi sağlanmalı.
- Uluslararası işbirliği desteklenmeli, finansal entegrasyon sağlanmalı.
- Gelişmekte olan ülkelere destek sağlanmalı.

Kriz sonrasında ülkeler kendi mevcut yapılarını tekrar gözden geçirmiş ve yeni finansal istikrarı sağlayacak politikalar çevresinde çalışmalarını başlatmışlardır. Bu çerçevede para politikası noktasında yapılan değişiklikleri ilgili bölümde tekrar ele alacağız.

1.6. Türkiye’de 2008 Finansal Kriz Sonrası Genel Durum

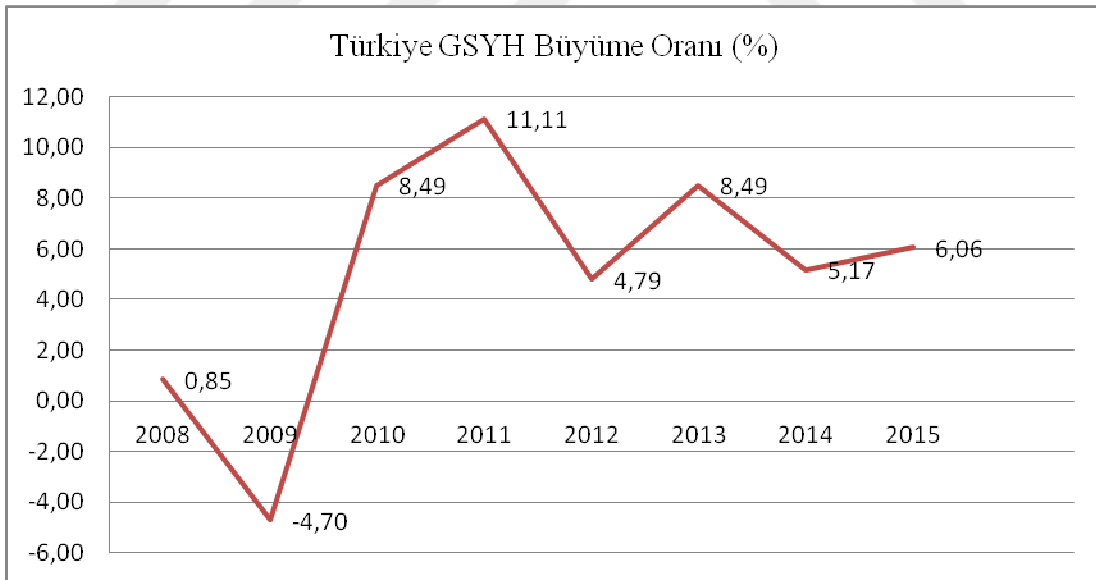
Krizin ortaya çıkışı gelişmiş birçok ülkenin yanı sıra Türkiye gibi gelişmekte olan ülkeleri de etkilemiştir. Krizin etkilerini azaltabilmek için ülkeler birçok alanda finansal sistemlerine uyguladıkları politikalara müdahale ettiler. Süreç içerisinde ülkeler küresel etkiyi yok edebilmek için aynı yönde hareketler ile kendi ekonomik durumlarını da dünya ekonomisi ile birlikte göz önüne alarak birbirlerini izleyerek süreci kontrol altına almaya çalıştılar. Türkiye bu süreç içerisinde diğer ülkelerle birlikte krize ilk müdahale aracı olarak kullanılan faiz oranlarını indirmiş ve en belirgin faiz oranı indirimi yapan ülkelerden olmuştur. TCMB 2008 yılında Ekim-Kasım ayları döneminde borç alma ve verme faiz oranı %3,5’den %2,5’e, borçlanma faiz oranını (politika faizi) %6,75’den %6,5’e indirmiştir. 2009 yılının ikinci yarısında kredi işlemleri zorunlu karşılık oranının %6’dan %5’e indirerek uyguladığı görülmüştür.

Türkiye tarihi boyunca kısa-uzun vadeli, büyük-küçük ölçekli, içsel-dışsal kaynaklı birçok kriz yaşamıştır. 2008 finansal krizinin piyasalar üzerindeki etkileri, para ve sermaye piyasaları, bankacılık ve sermaye akımları üzerinde kendini göstermiştir. 2008 finansal krizi Türkiye’de de birçok ülkede olduğu gibi ekonomik anlamada güven kaybı yaşanmasına neden olmuştur. Finansal kriz 2008 yılının son çeyreğinde ekonomik yapı üzerinde etkili olmuştur. Genel anlamda kriz GSYH, işsizlik-istihdam sürecini takip ederek değerlendirilebilmektedir. Türkiye ekonomisi 2008 Ekim ayından itibaren olumsuz etkilenmeye başlamıştır ve 2009 yılı başlarında sanayi üretimi %40 bir önceki döneme göre azalmış; işsizlik oranı %15,4’e çıkmış ve GSYH 2009 da %4,7 azalmanın olduğu hesaplanmıştır (TÜİK 2018a).

GSYH büyüme oranlarına bakıldığında 2008 kriz dönemlerinde aşağı yönlü hareketlilik gözlemlenmektedir. Aşağıda yer alan grafikten de görüleceği üzere kriz dönemleri GSYH üzerinde negatif yönlü etki yaratmaktadır, 2001 kriz döneminde de 2008 finansal kriz döneminde de. Kriz dönemleri büyüme oranlarını düşürmektedir. Sonraki yıllarda ise krizden çıkış ve toparlanma süreci olarak devam etmektedir. 2008 kriz öncesinde büyüme oranında artış ve süreklilik gözlemlenmektedir. 2008 yılı ortalarında başlayan düşüş 2008 ve 2009 yıllarını içerisine alarak devam etmiş,

toparlama süreci 2010 yılında normal seyrine başlamıştır. 2008 kriz öncesi dönem de büyüme oranı ortalaması %6,6'dır. 2008 yılı içerisinde ilk çeyrekte büyüme oranı %7,0, ikinci çeyrekte %2,6 üçüncü çeyrekte %0,9'dur. Krizin sonuçlarının yansması ve derinleşmesi sürecinde 2009 yılının birinci döneminde büyüme oranı GSYH için -%14,7 olarak gözlemlenmiştir. 2008 yılından 2009 yılının son çeyrek dönemine kadar GSYH da sürekli düşüş yönünde hareketlilik gözlemlenmiştir. Gözlemlenen bu düşüşün temelinde yaşanan güven kaybı yer almaktadır (TCMB, 2010a).

Türkiye'de 2009 yılındaki veriler ele alındığında reel mal ve hizmet ihracatının %5.3, ithalatın ise %14.3, sabit sermaye yatırım harcamalarının %22.3 oranında azaldığı görülmektedir. Azalmaların temel nedeni kriz ortamının yarattığı belirsizlik durumudur. Özel yatırım harcamaları ve özel tüketim harcamalarında da azalma meydana gelmiş, üretici firmalar yeni üretim yapmak yerine ellerindeki stokları piyasaya çıkarmışlar ve bu durumda ekonomideki küçülmeyi başlatmıştır. Üretimin azalması ile birlikte GSYH değerlerinde azalma yaşanmıştır (Engin, Göllüce 2016: 35).



Kaynak: Dünya Bankası Veri Tabanı

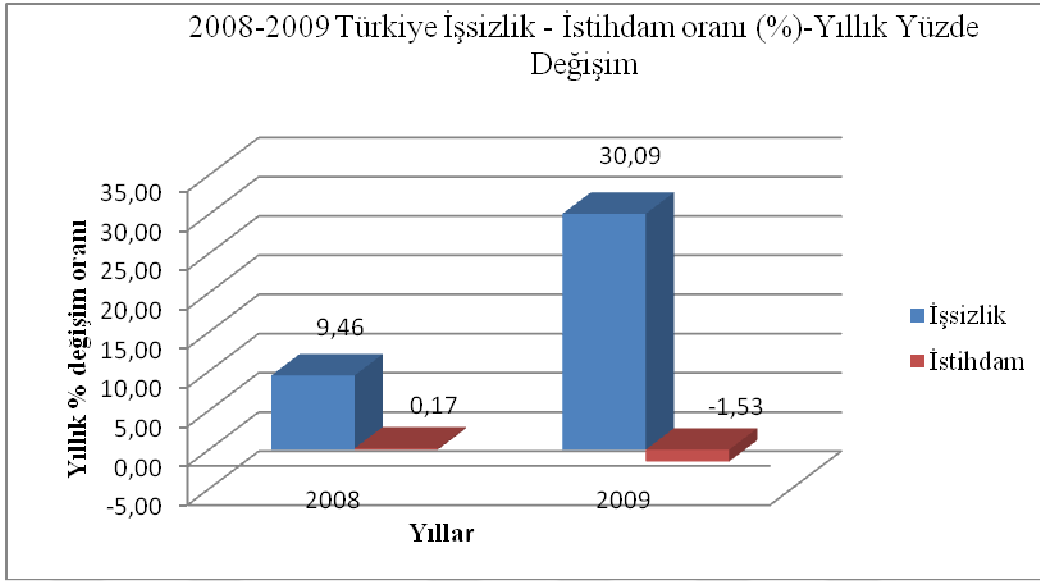
Grafik 1.1: Türkiye GSYH Büyüme Oranı (%)

Sanayi sektörü GSYH'de %25 paya sahip olmakla birlikte büyümenin de en önemli ögesidir. Ülkeler için stratejik öneme sahip bir sektördür. 2008 yılında sanayi üretiminde ve imalat sektöründeki büyümede bir düşüş olduğu görülmektedir. TÜİK

verileri göz önüne alındığında 2008 verilerinin yılın son çeyreğinde düşüş eğilimi gösterdiğini gözlemlenmektedir (TÜİK 2008b). Krizin etkilerinin sanayi sektöründe belirginleşmesinde ihracata dayalı üretim yapan sanayi sektöründe meydana gelen daralmadandır. 2008 Krizinin etkilerinin azalması ile 2009 yılı boyunca uygulanan politikalarla denge sağlanmaya çalışılmıştır. Sanayi üretimi Ocak 2009'da %24 düşüş kaydetmiş ve kriz öncesindeki seviyesine ancak 2010 Haziran ayında ulaşabilmiştir (TÜİK 2010).

Kriz yaşanmaya başladığı 2008 yılı ortasından itibaren işsizlik oranında artış meydana gelmiştir ve 2009 yılına gelindiğinde işsizlik oranlarında belirgin bir artış söz konusu olmuştur. 2008 kriz öncesi düzenli bir büyüme dönemi olduğu için işsizlik verilerinde aşağı yönlü bir hareket izlenmiştir. İşsizlik oranına bakıldığında 2008 yılında kırılma ve 2009 yılı boyunca devam eden işsizlik artışını yaşanmıştır. 2008 yılından 2009 yılının son çeyrek dönemine kadar işsizlik oranında da sürekli artış yönünde hareketlilik gözlemlenmiştir. İşsizliğin artması iş kayıplarının yaşanması ülke çapında yaşanan yoksulluk oranını artırmıştır. TÜİK verilerine göre 2008 yılında işsizlik oranı aylara göre farklılık göstermekle birlikte yıllık seyri %11, 2009 yılında hesaplanan verilerde %14'e ulaştığı gözlemlenmiştir (TÜİK 2008c).

Kriz sonrası yaşanan ekonomik daralma ve talepler de ki azalma üretimin yapısını etkilemiş ve bu durumda işsizlik oranlarında artışa neden olmuştur çünkü büyük firmalar işten çıkarmalar yapmaya başlamıştır. Krizden her yaş ve eğitim grubu işsizlik alanında etkilenmiştir ancak en belirgin grup genç işsizler grubudur. Bu dönemde işsizlik probleminde göze çarpan bir özelliği uzun dönem işsizlerin sayısında yaşanan artıştır. 2009 yılında oran %45, işsiz sayısı 1.560 bin olarak saptanmıştır. ILO (International Labour Organization)- IMF(International Money Fund) çalışmalarında ortaya konulan görüş "bariz bir konjonktürel yapının gözlemlenmesine rağmen işsizlik süresinde istikrarlı bir artış eğilimi olduğu" yönündedir (Yeldan 2010).

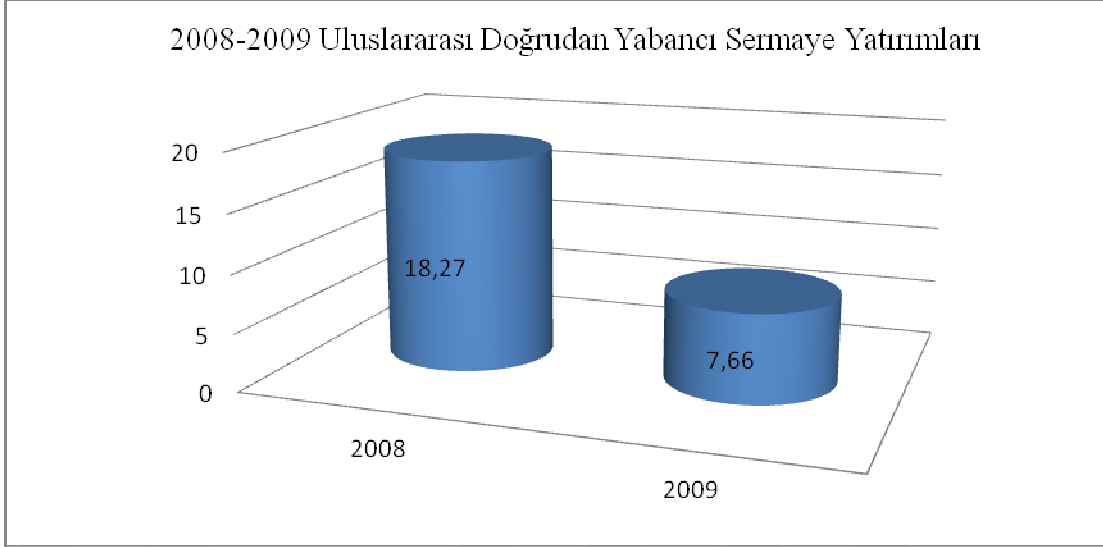


Kaynak: TÜİK

Grafik 1.2: 2008-2009 Türkiye İşsizlik - İstihdam oranı (%) - Yıllık Yüzde Değişim

2008 finansal krizinin Türkiye'yi etkilediği en önemli alanlardan biri Dış Ticaret alanıdır. Dış ticaret ilişkilerinde bulunduğumuz AB ülkelerinde yaşanan durgunluk yurtdışı talebi ve ihracatımızı azaltarak dış talebimizi olumsuz yönde etkilemiştir. Çünkü AB ülkeleri en önemli ve en büyük hacme sahip olan dış ticaret yaptığımız ülkelerdir. Azalan dış ticari ilişkiler bu dönemde Türkiye'nin cari açığı artmasına, makroekonomik veriler kötüleşmesine, büyüme oranı duraklamasına, artan işsizlik ve yoksulluğa katkı sağlayarak krizin etkilerini belirginleştirmiştir. Türkiye-ithalata dayalı büyüme strateji izleyen bir ülkedir ihracat yaparken hammaddeyi yurt dışından ithal edip ihracat amaçlı üretim yaptığı için küresel koşullardan etkilenmesi kaçınılmazdır. Küresel kriz esnasında emtia ve Petrol fiyatlarında yaşanan artışlar bu nedenle cari işlemler dengesi ne olumsuz etkilemiştir.

Doğrudan yabancı sermayenin ülkeden çıkışı kriz dönemlerinde zorlu bir süreçtir. Krizler yeni doğrudan sermaye girişleri yavaşlatabilir, engelleyebilir. Doğrudan yabancı sermaye yatırımları çok uluslu şirketler aracılığı ile gerçekleştirilmektedir, bu nedenle de küresel bir kriz ortamında yatırım kanallarını normal zamanlara oranla daha dikkatli seçilir. Dolaylı yabancı sermayeler ise sıcak para olarak adlandırılır ülkeler arasında hızlı hareket eder. Olumsuz bir durumla karşılaştığında bulunduğu ülkeyi hızla terk etmesi gibi gittiği ülkede de ekonomi üzerinde etkili olur.



Kaynak: Ekonomi Bakanlığı Yıllık Raporu (Veri TCMB)

Grafik 1.3: 2008-2009 Uluslararası Doğrudan Yabancı Sermaye Yatırımları

2008 krizi ve durgunluk döneminde Yurt dışından gelen yabancı yatırımların payı azalma göstermiştir. Özellikle grafiğe dikkat edildiğinde 2008 finansal krizi sonrasında 2009 yılında Türkiye'ye gelen doğrudan yabancı sermaye oranları azalmıştır. Dış finansman kullanan orta ve küçük ölçekli şirketlerin borçlanmalarını Türk lirası üzerinden yapmış olmaları kur farkından kaynaklı oluşabilecek riski azaltmıştır. Döviz üzerinden borçlanmayı büyük ölçekli şirketler kullanmış ve bu durum 2008 yılında yapılan ödemeleri zorlaştırarak firmaları ödemeler dengesi açık verir hale getirmiştir. Bu firmalar daha çok ihracata yönelik hizmet veren firmalardır.

II. BÖLÜM

2. PARA POLİTİKASI ve MERKEZ BANKACILIĞI

Bir ülke ekonomisi para ve maliye politikaları yardımıyla ekonomik işlerliğini devam ettirmektedir. Maliye ve para politikaları ekonomik varlığını sürdürebilmek, uluslararası ekonomik yapılara uyum sağlayabilmek ve ticari alanlarda faaliyet gösterebilmek için uygulanmaktadır. Para politikasını Merkez Bankası, maliye politikasını Maliye Bakanlığı, Hazine ve Ekonomi Bakanlığı tarafından yürütülmektedir. Bir ülke ekonomisinde para arzının kontrol edilmesi, fiyat istikrarı, iktisadi büyüme ve istihdam artışı gibi hedeflere ulaşabilmek için uygulanan politikalar para politikası olarak adlandırılmaktadır.

Uluslararası uygulamalarda üç tür para politikası yer almaktadır,

- Döviz kuru hedeflemesi
- Enflasyon hedeflemesi
- Parasal hedefleme (para miktarı hedeflemesi)

Para politikası uygulamalarının amacı fiyat ve kurda istikrar sağlamaktır.

Döviz kuru hedeflemesi uygulaması esnek sabit kur - katı sabit kur uygulaması gibi farklı uygulamaları içerir. Sabit kur uygulamasına örnek olarak tam dolarizasyon ve para kurulu verilebilir. Dolarizasyonda ülke parası olarak dolar kullanılırken, para kurulunda ülke parası birebir dolara eşitlenerek kullanılır. Döviz kuru hedeflemesinde serbest sermaye hareketliliğini benimseyen ülkelerde güven ortamının bozulması sonucu oluşabilecek spekülasyonlar ve aşırı döviz alımı gibi nedenlerle sabit kur uygulamasını tehlikeye girmektedir. Sabit kurun başarısız olması durumunda faizlerin

aşırı yükselmesi veya devalüasyon beklenmektedir. Bu durumda ülkenin finansal krize sürüklenmesine neden olacak ortamı oluşturmaktadır (Keyder 2002: 503).

Parasal hedefleme uygulamasında paranın dolaşım hızı, para arz ve talebi ile parasal taban arasındaki ilişki kullanılarak para tabanının hangi seviyede tutulması gerektiği belirlenmektedir. Merkez Bankası para politikası uygulamasında serbesttir, kullanılan parasal büyüklük hedefi bir nominal çıpa niteliğindedir (enflasyon beklentilerini olumlu yönde etkiler), kur serbesttir ve faiz oranı kontrol edilebilmektedir.

Enflasyon hedeflemesi uygulamasında kamuca belirlenen enflasyon oranı “çıpa” olarak kullanılmaktadır. Uygulamada enflasyon hedeflemesi için alt ve üst sınır ilan edilmekte, bant sistemi, oluşturulmaktadır. Bant genelde belirli bir merkez hedefin etrafında yer almaktadır. Bant aralığının geniş veya dar olabilmektedir. Dar bir bant, enflasyon hedeflemesi için faiz oranlarına daha çok müdahaleyi gerektirmektedir, geniş bir bant ise döviz piyasasında kur üzerinde daha az baskı oluşturmaktadır. Her iki durumda istikrarı bozucu sonuç doğurabilmektedir. Enflasyon hedeflerine ulaşmak için politika faizleri ve diğer para politikası araçları kullanılarak toplam talep ve enflasyon beklentileri yönetilmektedir. Enflasyon hedeflemesi rejiminde Merkez Bankasının yayımladığı enflasyon tahminleri de enflasyon beklentilerini yönlendirmek açısından önemli bir araç olarak kullanılmaktadır (Keyder 2002: 503).

Mishkine (2000: 1-2) göre enflasyon hedeflemesi stratejisi, içinde beş temel unsuru barındıran bir para politikası stratejisidir: a) Orta vadeli sayısal bir enflasyon hedefinin kamuya ilanı, b) Para politikasının nihai amacını fiyat istikrarını sağlama, diğer hedeflerin de tali hedefler olduğuna ilişkin yasal taahhüt, c) Politika araçlarının kullanımı kararlaştırılırken, parasal büyüklükler veya döviz kuru oranı değil, bunları da içeren kapsamlı bir enformasyon stratejisinin takibi, yani birçok parasal ve reel göstergeden faydalanılması, d) Para otoritesinin planları, hedefleri ve kararları hakkında kamuoyu ve piyasalarla iletişim kurmak suretiyle para politikası stratejisinin şeffaflığını artırmak, e) Enflasyon hedeflerine ulaşmak için merkez bankasının hesap verebilirliğini artırmak.

2.1. Paranın Tanımı ve İşlevleri

Para, mal ve hizmet değişiminde herkes tarafından kabul edilen bir nesnedir. Paranın tanımlaması genel olarak fonksiyonlarına göre yapılır ve işlevsel olarak bu fonksiyonları kapsayan nesnelere para olarak kabul edilir. Bir borç ve alacak ilişkisi kurulurken iki taraflı değer oluşturabilecek bir nesneye ihtiyaç duyulmuştur. Para adı verilen nesnenin insanlar tarafından kabul edilmesi ve güvenilir olması gerekmektedir. Paranın işlevleri genel olarak; hesap birimi, mübadele aracı, tasarruf aracı olma, ekonomik faaliyetleri desteklemesi, geliri yeniden dağıtması ve egemenlik işlevidir.

Paranın Hesap Birimi Olması

Paranın hesap birimi olma özelliği, borç ilişkisine konu olan nesnenin değer ölçüsünü oluşturmasıdır. Para hesap birimi olarak mal ve hizmetlerin değerini belirlemede, mal varlığını ve borçlarını hesaplamakta ve ölçmektedir. Para sadece hesap birimi olma özelliği ile ele alınamaz mübadele aracı olması ile birleşerek bir ölçüt oluşturur. Mal ve hizmetler için bir hesap biriminin olması işlem maliyetlerini azaltır. Tek hesap değeri olarak sabit bir para unsurunun olmaması her hizmet ve malın diğer hizmet ve mallar ile ölçülmesine neden olacak, bu durumda maliyetin yükselmesiyle sonuçlanacaktır (Parasız 2011: 5).

2.1.1.

Paranın Mübadele Aracı Olması

Mübadele sürecinin başlangıcı takas yöntemi ile olmuştur. Bir malın belli bir oran karşılığında bir diğer malla değiştirilmesi sürecidir. Bu süreç iki mal arasında belli bir oran karşılığında değişim yapılması ile oluşur ve para iki mal arasında yer almaktadır. Malın değerinin malla ölçülmesi durumu hesap birimi olma fonksiyonunda olduğu gibi mübadele süreci içinde bir maliyet yaratmaktadır. Her bir mal, üretim sürecinde farklı evrelerden geçer ve her varlık için sarf edilen farklı bir emek unsuru vardır. Emek unsuru söz konusu olduğunda malı başka bir mal ile ölçmek reel bir fiyat ortaya çıkarmayacaktır. Mübadele sürecinin kolaylaşması için her bir mal için kullanılan para birimi ve her malın kendi fiyatının olması gerekmektedir. Para malın

malla değişimini ortadan kaldırarak iki mal arasında transfer sağlayan bir özelliğe sahiptir. İki taraflı değişimin zorluğu para ile ortadan kalkar, ekmek almak isteyen demir ustası, fırıncının demir ihtiyacının olmasını beklemek zorunda kalmayacaktır (Parasız 2007:7). Mübadele sürecinde bir biriyle takas edilmek istenen iki malın alıcılarının karşılıklı olarak birbirlerinden alacakları mala ihtiyaç duymaları gerekmektedir. Aynı zamanda takasa söz konusu olan malların bir diğeri karşılığında parçalarına bölünebilmesi gerekmektedir. Bu durumların varlığı takas sürecini zorlaştırmaktadır. Paranın küçük birimlere ayrılabilir olması bu sorunu ortadan kaldırmakta ve ortak bir para birimiyle karşılıklı iki mala aynı anda ihtiyaç duyulmasına gerek kalmamaktadır.

Para çok geniş kapsamlıdır, birim başına bir değeri olmalı aynı zamanda da tüm alışverişi kapsayabilmelidir. Paranın parçalara ayrılabilir-bölünebilmesi, standart bir değeri olması ve dayanıklılık gibi özelliklere de sahip olması gerekmektedir. Paranın küçük birimlere bölünebilmesi ile günlük ihtiyaçlar kolaylıkla karşılanırken niteliksel olarak büyük alımları da karşılayabilmelidir. Para sürekli kullanılacağı için dayanıklı olması da gerekir. Bu özelliklerle para bir ödeme aracı niteliği kazanmış olacaktır (Parasız 2007: 7).

2.1.2.

Paranın Tasarruf Aracı Olması

Para sadece elde edildiğinde anlık olarak kullanılan bir araç değildir. Geleceğe yönelik yapılmak istenen yatırımlar için de kullanılabilir. Tüketici para ile bugün kazandığından daha az tüketim yaparak birikim oluşturur. Gelecekte kazancından fazla sağlamayı tasarladığı bir harcama için tasarruf oluşturur. Tasarruf amacı ile biriktirilen nesnenin paranın uzun vade de değerini koruması gereklidir. Aksi durumda birikim yaparak ileride daha büyük bir tüketim yapmak mümkün olmayacaktır. Örneğin, ev-araba gibi belli bir birikim gerektiren varlıkları elde edebilmek mümkün olmaz.

Özellikle yüksek enflasyonun yaşandığı ülkelerde, ulusal paralar çok hızlı değer yitirdiğinden tasarruf aracı olma vasfını kazanamaz. Bu durumda tüketiciler, değerini

uzun süre muhafaza edeceğini düşündüğü, altın, döviz gibi nesnelere yönelecektir. Bu durum paranın ikamesi olarak adlandırılır.

Friedman ve Shwartz parayı satın alma gücünün geçici oturma yeri olarak tanımlamaktadır. Bir aktifi ödeme yapmak için elde eden bir kimse aynı anda harcamada bulunmaz. Bu aktifleri belli bir zaman dönemi için elde tutar. Böylece bir ödeme aracı olarak kullanılan bütün aktifler en azından belli bir ölçüde bir birikim değeri olarak nitelendirilebilir (Aktaran: Parasız 2011: 4).

Politika Aracı Olarak Para (Ekonomik Faaliyetleri Teşvik Edici ya da Köstekleyici Olarak Para)

Bir ekonomideki para arzı ile enflasyon, büyüme, dış ticaret gibi makro iktisadi değişkenler arasında ilişki vardır. Bir ekonomideki para arzı artınca faizler düşer, yatırımlar ve toplam talep artar. Diğer şartlar sabitken ekonomik büyümeyi artırmak için para arzı artırılır. Para arzındaki artışın olumsuz sonucu enflasyona neden olmasıdır. Dolayısıyla enflasyon sorunu olan ülkelerde para arzı artırılmak yerine azaltılır. Böylece enflasyonun önüne geçilmeye çalışılır.

Türkiye örneğinde olduğu gibi günümüz ekonomilerinde çoğunlukla enflasyonla mücadele araç bağımsız merkez bankaları tarafından yürütülmektedir. TCMB, para arzını sıkılaştırarak enflasyonla mücadele etmektedir. Ancak Fed ve ECB gibi, enflasyon sorunu olmayan ülkeler, para arzını artırarak krizden çıkmaya çalışırlar. Hatta AB ve ABD’de 2008 krizinden çıkmak için düşük faize dayalı para politikası yoğun şekilde kullanılmıştır; ancak genişletici para politikalarının en nihayetinde enflasyona yol açtığı da bilinmektedir.

Gelirleri Yeniden Dağıtma Aracı Olarak Para

Bir ekonomide para gelir yaratan etki oluşturabilir. Örneğin bankalar verdikleri kredilerle özel şahıslara ve işletmelere iş hacimlerini ve dolayısıyla net karlarını artırma imkânı sağlamaktadır. Sektörlere seçilerek kredi verilmesi-verilmemesi bu sektörlerin

gelişmesini veya duraksamasına katkıda bulunmaktadır. Kredi politikası kredi hacmine doğrudan doğruya müdahale ederken aynı zamanda işletmelerin kar hacmine dolaylı olarak müdahale etmektedir.

Enflasyon dönemlerinde ayrıca kredilerin geliri yeniden dağıtıcı etkisi vardır. Enflasyonist ortamda tasarruf sahipleri ve sabit gelirli gelirleri ve dolayısıyla alım güçleri azalır. Diğer bir açıdan borç sahibi olanlar enflasyondan pozitif fayda sağlar. Yani borçlarını, işlerini gerçekleştirdikten sonra değeri düşmüş olan para ile ödeyeceklerdir. Böylelikle satın alma gücü yeniden dağıtılmış olacaktır.

Egemenlik Kaynağı Olarak Para

Parasal dengesizlik dönemlerinde, para bir nüfuz aleti olabilmektedir. Nitekim Roy F. Harrod “para kuvvettir” demektedir (Parasız 2007: 9). Bankaları düşünecek olursak; bankalar uzun vadede çeşitli krediler için onay vererek veya reddederek ekonomiye yön vermektedirler. Söz konusu kredilerin ölçeği büyüdüğünde ve sektör olarak üretim sektörüne yöneldiğinde bankaların ekonomi ve üretime etkisi göz ardı edilemez.

2.2. Para Arzı

Bir ekonomide bir dönemde piyasada bulunan para stoku para arzı olarak ifade edilmektedir. En çok likit varlıklardan en az likit varlıklara doğru gidildikçe para arzı genişler. Tablo 2’de çeşitli para arzı tanımları gösterilmiştir (Parasız 2009: 10).

Paranın tanımı konusunda farklı araştırmalar bulunmaktadır. Bir yaklaşım, mali aktifleri para tanımının içine katmakta ve bazı aktiflerin paraya benzer özelliklere sahip olduklarını kabul etmektedir. Aynı zamanda paranın bir ödeme vasıtası olarak kullanılması ve satın alma gücünün geçici bekletilme aracı olması özellikleri vurgulanmıştır. Bir başka yaklaşım, mali aktifler üzerinde deneysel bir araştırma yapmaktadır. Bu aktifleri para olarak tanımlarken bunların davranışlarında para ile olan benzerlikleri saptanmaya çalışılmaktadır. Bu araştırmacılar için “paranın yaptığını yapan her şey, paranın fonksiyonel olarak yerine geçen nesnel paradır”. Buradan

çıkarılan sonuçla para benzeri likiditeler de para arzı tanımı içinde yer almalıdır. Para benzeri likiditelerin para ikamesi olanakları tam olmasa da çok yüksektir. Dolayısıyla para arzının hesaplamasına asli para(madeni ve kâğıt para), kaydı para ve para benzeri likiditelerin seyri de önem arz etmektedir (Parasız 2009: 10).

2.2.1.

Para Tabanı ve M1'in Tanımı

Bankalar Merkez Bankası nezdinde rezerv para bulundurlar. Eğer bir banka nakde ihtiyaç duyarsa merkez bankasında tuttukları rezervlerini (B) nakde (C) çok düşük işlem maliyetiyle çevirebilir. Bankanın nakit ankesleri çok yüksekse, onları rezervlerle değiştirebilir. Rezervlerle nakit arasındaki ilişki kavram olarak karşılığı para tabanıdır.

Para tabanını (MB); $MB=C+B$ olarak tanımlayabiliriz.

En dar anlamdaki para arzı M0, TCMB tarafından dolaşıma çıkarılmış banknotlarla, Darphane tarafından dolaşıma çıkarılmış madeni paradan bankaların kasalarında bulunan nakit paranın düşülmesiyle bulunan toplamı gösterir. M1 dar para arzı tanımı dolanımdaki paraya yani M0'a bankalarda bulunan vadesiz mevduatın da eklenmesiyle ortaya çıkar (Eğilmez, 2013). Görüldüğü gibi M0 ve M1 en likit varlıkları ifade etmektedir.

$M0=$ Dolaşımdaki para-Banka kasalarında bulunan para

Dolaşımdaki parayı vadesiz mevduatlar (D) ikame etmektedir. Nakit harcamacılar çok az işlem maliyetiyle gecelik mevduatlarını nakde transfer edebilirler. Bu M1 para stokudur.

$$M1= C + D$$

$$M1= M0 + \text{Dolaşımdaki Nakit (C) + Vadesiz Mevduatlar (TL, YP)}$$

$M1=$ Dolaşımdaki Para (İhraç Edilen Banknot ve Madeni Para – Banka Kasaları)
Vadesiz Mevduat (TL, YP)

Para politikası açısından M1 para stoku önemli bir göstergesidir. Merkez Bankası M2, M3 ve hatta M4 gibi daha geniş parasal büyüklükleri göz önüne almaktadır. Örneğin Avrupa Merkez Bankası (ECB) istikrar yönlü para politikası stratejisi izlerken M3 para stokunu köşe taşı olarak kullanmaktadır. ECB bu daha geniş büyüklükleri şu şekilde tanımlamaktadır (Parazı,2007: 11).

$M2 = M1 + \text{Vadesi İki Yıla Kadar Olan Mevduatlar} + \text{Üç Aya Kadar Vadeli İhbarlı Mevduatlar}$

$$M2 = M1 + \text{Vadeli Mevduat (TL, YP)}$$

Vadeli mevduat hesabı: Banka ile mevduatı yapan arasında karşılaştırılan vadeden itibaren çekilebilir.

İhbarlı mevduat hesabı: Mevduatın sahibi, mevduatını çekeceği tarihi belirli bir süre önce bankasına bildirmek zorundadır.

$M3 = M2 + \text{Geri Alım Anlaşmalar} + \text{Para Piyasası Fon Payları} + \text{Vadeleri İki Yıla Kadar İhraç Edilmiş Borç Menkul Kıymetleri}$

$M3 = M2 + \text{Repodan Sağlanan Fonlar Para Piyasası Fonları İhraç Edilen Menkul Kıymetler (2 yıla kadar vadeli)}$

Likidite ve dolaşımdaki hızı açısından sıralama $M1 > M2 > M3$ şeklinde sıralanır. En likit varlıklar M1 içerisinde yer alır.

M2 ve M3'e dâhil olmayan aktiflerin hepsinin dolaşımdaki nakdi yakından ikame ettiğini söylemek mümkün değildir. Genel olarak nakit ve gecelik mevduatlar faiz getirisi sağlamazlar. Buna karşılık M2 ve M3'e dâhil parasal büyüklükler söz konusu ise sınıflama sorununu çözmek zorlaşmaktadır.

Tablo 1 dünyada önde gelen ülkelerin merkez bankalarının para tanımlarını göstermektedir. Avrupa Merkez Bankası (ECB) bu daha geniş büyüklükleri şöyle tanımlamaktadır (Parasız 2007: 11):

Tablo 2.1: Para Tanımları

	M1	M2	M3
			M2
		M1	+
		+	Geri Satın Alım Anlaşmaları
		Vadesi 2 Yıla Kadar Olan Mevduatlar	+
		+	Para Piyasası Fon Payı
		+	+
		İhbarlı 3 Aylık Mevduatlar	Vadeleri İki Yıla Kadar Olan Borç Menkul Kıymetleri
EURO ALANI (ECB)	Dolaşımdaki Para + Gecelik Mevduatlar		
			M2
		M1	+
		+	Kurumsal Para Fonları
		Hane Halkının Tasarruf Mevduatları,	+
		+	Mevduat Sahiplerinin Yönetilebilir Yükümlülükleri, Büyük Vadeli Mevduatlar
		+	+
		Vadeli Mevduatlar,	Geri Alım Anlaşmaları Ve Euro Dolarlar
		+	
		Para Piyasası Fonları	
ABD	Nakit + Üzerine Çek Çekilen Mevduatlar		

Kaynak: Parasız, 2007: 11

Birçok ekonomist paranın dar anlamda tanımını M1'i kabul etmektedir. Bu ekonomistlere göre yalnızca M1 genel olarak bir ödeme vasıtası olarak kabul edilebilir. Ancak birçok varlık (tahviller, stoklar, bonolar) değişik derecelerde likidite ifade eder. M1, paranın dar anlamda tanımlanmasıdır. Monetarist iktisatçı Milton Friedman M2 tanımını, yani geniş anlamda senetle yapılan alış-verişleri de göz önünde tutmaktadır. Senet önce mal ve hizmet elde etmek için, sonra da ödemelerin gerçekleştirilmesi için kullanılmaktadır (Parasız 2007: 12).

Son yıllarda TCMB raporlarında M1, M2, M3 ve L para tanımlarına yer verilmektedir. Tablo 2. de gösterilmektedir.

Tablo 2.2: Ülkemizde Para Arzının Bileşimi

M1	M2	M3	M4
		M2	
Madeni paralar	M1	+	
+	+	Repo	M3
Kâğıt paralar	Vadeli TL Mevduatlar	+	+
+	+	Para Piyasası Fonları	Hazine bonoları
Vadesiz mevduatlar	Vadeli YP Mevduatlar	+	
		İhraç edilen menkul kıymetler	

Kaynak: TCMB

TCMB'nin 2007 yılında yayınladığı bildiriminde para tanımı, Merkez Bankası ve Mevduat Bankalarına ilave olarak Kalkınma ve Yatırım Bankaları, Katılım Bankaları ve B Tipi Likit Fonları (Para Piyasası Fonları) kapsayacak şekilde genişletilmiştir.⁴ M2Y içerisinde yer alan yabancı para cinsinden parasal yükümlükler vade gruplarına göre M1 ve M2 para arzı tanımları içerisinde eklenmiştir. Mevcut sunumda, Resmi Mevduatlar (Vadeli/Vadesiz) ve diğer TCMB Mevduatı içerisinde yer alan merkezi yönetime ait mevduatlar, M3 para arzı tanımından çıkarılıp, karşılık kalemleri içerisindeki merkezi yönetim mevduatı kalemi içerisine alınmıştır. Merkezi yönetim dışında kalan ve mevcut sunumda M3 içerisinde yer alan diğer genel yönetim mevduatları (yerel yönetimler ve sosyal güvenlik kurumları) ise vade gruplarına göre M1 ve M2 içerisinde gösterilmeye başlanmıştır.⁵ Aralık 2010 tarihli veriden başlamak üzere M3 para arzı tanımına; bankalarca yurtiçinde Türk Lirası üzerinden ihraç edilen ve orijinal vadeleri 2 yıla kadar olan tahvil ve bonolar dahil edilmiştir.⁶

M1= Dolaşımdaki Para + Vadesiz TL Mevduatlar + Vadesiz YP Mevduatlar

M2=M1 + Vadeli TL Mevduatlar + Vadeli YP Mevduatlar

M3= M2 + Repo + Para Piyasası Fonları + İhraç edilen menkul kıymetler

⁴ www.tcmb.gov.tr Para arzı ek düzenleme bildirim, 2007/01 Tarihli Düzenleme,

⁵ www.tcmb.gov.tr Para arzı ek düzenleme bildirim, 2007/01 Tarihli Düzenleme,

⁶ www.tcmb.gov.tr Para arzı ek düzenleme bildirim, 2007/01 Tarihli Düzenleme,

2.3. Para Talebi

Bireylerin, hane halklarının ve diğer kurumların ellerinde bulundurmak istedikleri para miktarına para talebi denmektedir. Farklı iktisadi görüşlere göre para talebi teorileri de farklılık göstermektedir.

Klasik Görüş

Klasik iktisadın teori ve kuramlarını anlayabilmek için temel varsayımlarında yola çıkılması gerekir; a) Bir ekonomideki tüm iktisadi birimler rasyoneldir ve kendi karlarını ya da faydalarını maksimize etmeye çalışırlar, b) Bütün piyasalarda tam rekabet hâkimdir, tüm ekonomik birimler neyi ne kadar alacak ya da satacaklarına tamamen esnek ve veri olan bir fiyat seti üzerinden karar verirler, c) Tüm ekonomik birimler fiyatlar ve piyasa koşulları hakkında tam bilgiye sahiptirler, d) Ticaret ancak denge fiyatlar piyasalarda oluşunca gerçekleşir, e) Ekonomik birimlerin beklentileri kararlı bir dingededir, f) Fiyatlar esnektir, g) Paranın gelir donanım hızı sabittir, g) Para talebinin gelir esnekliği sıfırdır olarak sıralanabilir.

Varsayımlara göre, tüm piyasalarda şeffaflık hâkimdir. Ekonomideki makro dengelerin analizi için tüm ekonomi reel ve parasal sektör olmak üzere iki sektöre ayrılır. Reel sektörü oluşturan emek ve mal piyasalarındaki dengelerin analizi "Klasik istihdam ve çıktı belirlenmesi teorisi" ile gerçekleştirilir. Parasal sektördeki denge ise "paranın miktar teorisi" aracılığı ile yapılır (Snowdon ve Vane 2006: 38).

Klasik görüş, Say Kanunu ve Paranın Miktar Kuramı olmak üzere iki temel üzerinde yer almaktadır. Say yasası "Her arz kendi talebini yaratır" olarak ifade edilir. Say yasası ekonominin tam istihdamda olacağını, tam bilginin var olduğunu ve düşük tüketimin olmayacağını öngören, işsizliğin ise isteğe bağlı olduğunu bireylerin mevcut ücretten çalışmayı kabul etmemesinden kaynaklı olacağını ileri sürmüştür. Klasik ekonomistlere göre, ekonomide gönüllü ve friksiyonel işsizlik olsa bile tam istihdama ulaşılabilir. Ancak, gönülsüz eksik istihdam mümkün değildir. Reel ücretler emek piyasasındaki arz ve talebe göre tespit edilecek ve bu ücret seviyesinde gönülsüz

işsiz bulunmayacaktır. Ancak ekonomide gönülsüz eksik istihdamın bulunması da olasıdır. Bu durumun nedeni ise, reel ücretlerin piyasa denge seviyesinin üzerine çıkmasıdır ve çözüm yolu nominal ücretlerin düşürülmesi olarak görülmektedir (Snowdon ve Vane 2006: 45).

Klasik teoriye göre Say, üretilen mal ve hizmetlerin tamamına yetecek kadar talep oluşacağını, ekonominin tam istihdam düzeyinde olacağını ifade etmiştir. Bu işlevin piyasa mekanizması tarafından gerçekleştirileceğini söylemiştir, Adam Smith buna “Görünmeyen El” adını vermektedir. Piyasada oluşacak dengesizlikler ücretlerin ve fiyatların esnekliğine bağlı olarak ortadan kalkacaktır (Akçay 1997: 5).

Tam istihdam seviyesinde dengede bulunan bir ekonomide, parasal değişkenlerin reel değişkenleri etkileyemediğini, paranın yansız olduğunu ileri süren klasik görüşe klasik dikotomi denilmektedir. Klasik görüş konjonktür dalgaları ile ilgilenmemiştir dalgalanmaların geçici olduğunu varsaymışlardır. A. Smith, ekonominin sanayi ve tarım sektörlerindeki artan verimler nedeniyle kapitalizmin geleceğini parlak görüyordu. Say, bazı yatırımcıların yanlış kararlar vermesi nedeniyle geçici arz fazlalıklarının olabileceğini, bununla birlikte faiz teorisi açıklamasıyla bu durumu düzelteceğini ileri sürmüştür. D. Ricardo, sanayi sektöründe artan verimler bulunduğunu kabul etmekle birlikte, tarım sektöründeki azalan verimlerin toplam verimliliği düşüreceğini ve uzun dönemde kapitalizmin durgunluğa gireceğini belirtmiştir (Bocutoğlu 2012: 7). Klasik iktisat teorisi; iktisadi dalgalanmaların geçici bir olgu olduğu, ekonominin her zaman kendiliğinden tam istihdamda dengede olacağını ve ekonomiye devletin müdahale etmemesi gerektiği varsayımı üzerine kurulmuştur (Fisunoğlu ve Köksel Tan 1997).

Klasik düşüncedeki ikinci temel kuram Paranın Miktar Kuramıdır. Para arzındaki bir artış yalnızca mal ve hizmetlerin fiyatlarını artırmakta, üretim, istihdam ve faiz oranları değişmemektedir. Buna durumda paranın reel kesim üzerindeki etkisi nötrdür.

2.3.1.1. Paranın Miktar Teorisi

2.3.1.1.1. Fisher'in Yaklaşımı

Klasik görüş tarafından geliştirilen miktar teorisi faiz oranlarının para talebi üzerinde etkisi olmadığını ileri sürmektedir. Irving Fisher bir ekonomide üretilen nihai mal ve hizmetler yapılan harcamaların toplam miktarı ile toplam para miktarı arasındaki ilişki olarak incelemiştir. Bir ekonomide toplam satış tutarı ve toplam alış tutarlarının denkleğinden yola çıkmıştır.

Denklem için; P: Fiyat, M: Para arzı, V: Dolaşım Hızını, Py: (P×Y) Nominal gelir düzeyi ifade etmektedir. $V = \frac{P}{M}$

Değişim denklemi $M \times V \equiv P \times Y$ olarak oluşturulmuştur. Fisher değişim denkleminde miktar teorisine geçiş yaparken bir ekonomide paranın dolaşım hızını etkileyebilecek etkenlerin (kurumsal ve teknolojik değişim) zaman içerisinde çok yavaş değişeceğini ve bu nedenle paranın dolaşım hızının kısa dönemde sabit kalacağını kabul etmiştir. Klasik görüş, durağan varsayımları çerçevesinde, sağlanan gelirin tamamının aynı anda sarf edileceğini kabul etmiştir. Bu durumda paranın dolaşım hızı (V), sonsuza yaklaşacaktır. Klasik iktisatçılar paranın dolaşım hızını $(V = M/Y)$ sabit kabul edilmiştir. V, paranın dolaşım hızı paranın yılda kaç kez el değiştirdiğini gösterir. Klasik görüşte para politikasının üretim ve istihdam üzerinde uzun dönemde etkisi olmadığını; parasal kararların ancak fiyatları ve ücretleri etkileyebileceğini, halkın satın alma gücünü değiştirmeyeceğini savunmuştur (Keyder 2002: 304). Fisher'in öngörülleri; Fiyatlar değişirse, para talebi aynı oranda ve aynı yönde değişecektir.

Paranın miktar teorisi, toplam nominal gelir düzeyi için ne kadar paranın elde tutulması gerektiğini gösterdiği için aynı zamanda para talebinin de teorisidir. Klasik iktisadi görüş temsilcileri ücretler veya fiyatların aşağı ya da yukarı doğru tam esnek olduğunu kabul ederler ve tam istihdam düzeyinde çalışılacağını varsayarlar. Fiyatlar genel düzeyindeki değişiklikler tamamen paranın miktarındaki değişimin sonucudur ve

para yansızdır. $M \equiv P/V$, $M \equiv \frac{1}{V} \times Py$ M yerine M^d , $1/V$ yerine k kullanarak yeni denklemi oluşturabiliriz. $M^d = kPy$ Ekonomide k sabit ise nominal gelirin içerdiği işlem düzeyi, insanların talep ettiği para miktarını belirleyecektir (Yıldırım, 2014:635). Fisher'in miktar teorisi para talebinin tamamıyla gelirin bir fonksiyonu olduğunu ve faiz oranlarının para talebi üzerinde hiçbir etkisi olmayacağını ileri sürmektedir. Fisher, insanların parayı yalnızca işlemlerini sürdürmek için tuttıkları ve ellerinde tutmak istedikleri para miktarı açısından serbest olmadıklarına inanmaktadır. Para talebi nominal gelir, Py 'yi yaratan işlem düzeyi ile ekonomide, insanların işlemlerini sürdürme biçimlerini ve böylece paranın dolaşım hızını ve k 'yı belirleyen kurumsal yapı tarafından belirlenmektedir (Yıldırım 2014:635).

2.3.1.1.2. Cambridge Yaklaşımı

İngiltere'deki Cambridge üniversitesinde aralarında A. Marshall ve A.C. Pigou'nun da bulunduğu bir grup iktisatçı Fisher'in üzerinde çalıştığı miktar teorisi kuramı üzerine çalışmıştır. Cambridge yaklaşımı, Fisher ile aynı mübadele denklemine ulaşmıştır. Cambridge'li iktisatçılar para talebini incelerken yalnızca işlem hacmine ve işlemlerin gerçekleştirme şekilleri yerine parayı elde tutma isteklerini incelemişlerdir (Parasız 2011: 28).

Cambridge iktisatçılara göre, para nakit ve vadesiz mevduatın toplamına eşittir ve bireyler paranın nominal gelire oranıyla ilgilenmişlerdir. Bu yaklaşıma göre para iki güdü ile elde tutulmuştur. Birincisi paranın değişim aracı olma özelliğine sahip olması, ikincisi paranın bir servet biriktirme aracı olarak kullanılmasıdır. İnsanların serveti yükseldikçe daha fazla parayı elde tutmak istemişlerdir (Yıldırım 2017: 635). Para bir değişim aracı olduğu için, insanlar onu işlemlerini yerine getirmek için kullanmışlardır. Para talebinin işlem düzeyi ile ilişkili olabileceği ve nominal gelir ile orantılı olarak, para talebinin bir işlem bileşeni olacağı konusunda Fisher ve Cambridge ekonomistleri hem fikirdir (Yıldırım 2017: 636).

Bu teoriye göre: Ekonomi tam istihdam düzeyindedir ve hâsıla sabittir, dolaşım hızı sabit olduğu için k sabittir. Para miktarındaki değişiklikler aynı yönde ve aynı oranda fiyata yansiyacaktır.

Cambridge yaklaşımına göre para talebi $M^D = k \times P \times Y$ dir. k sabit bir orandır. Cambridge yaklaşımı da, Fisher gibi nominal gelirin para miktarı tarafından belirlendiğini kabul eder ancak farklı olarak ekonomik birimlere ne kadar para tutmaları konusunda esneklik sağlar.

İnsanların değer biriktirme yönünde verecekleri kararlar değer biriktirme aracı olarak işlem yapan öğelerin verimliliğini ve beklenen getiri oranını artıracaktır.

Keynesyen Görüş

Keynes'in likidite tercih teorisi Cambridge yaklaşımından türetilmiştir. İnsanların parayı tutma gerekçeleri irdelenmiştir. Keynes paranın 3 güdü ile elde tutulmak istendiğini ifade etmiştir.

İşlem güdüsüyle para talebi: İşlem amaçlı para talebi, bireylerin işlemlerinde nakde ihtiyaç duymalarından kaynaklanır.

İhtiyat güdüsüyle para talebi: İhtiyat amaçlı para talebi ise gelecekte ortaya çıkabilecek belirsizliklere karşı para talep edilmesidir. İhtiyat amaçlı para talebi de gelirden etkilenir.

Spekülasyon güdüsüyle para talebi: Spekülatif amaçlı para talebi, parayı bir değer saklama aracı olarak görür ve faize duyarlıdır. Keynes'in spekülatif para görüşü, Keynes'in Likidite Tercihi Teorisi kavramı olarak bilinir.

Keynes klasik görüş ve Cambridge yaklaşımının görüşlerine ilaveten alış verişi gibi anlık ihtiyaçları karşılamak dışında beklenmedik ihtiyaçlarına karşılık olarak ihtiyat amaçlı olarak insanların para tutmak istediklerini ifade etmiştir. Keynes'e göre

insanların ihtiyat güdüsüyle tutmak istedikleri para miktarını belirleyen temel etmen insanların gelecekte yapmayı planladıkları işlem düzeyidir.

Keynesyen teoriye göre faiz oranlarının düşebileceği bir alt sınır vardır. Faiz oranı düşebileceği en alt düzeye düştüğü zaman ekonomideki herkes artık faiz oranının daha fazla düşemeyeceğini düşünür. Bu noktadan sonra faiz oranlarının yükselmeye başlayacağını beklentisi başlar. Bu durumda ekonomik birimlerin tümü tahvil fiyatlarında düşme beklentisi içinde olacağı için hiç kimse sermaye kaybı riskini göze almayacak ve herkes elinde para tutmayı tercih edecektir. Böyle bir ortamda tahvil talebi sıfıra ineceği için para talebi sonsuz olacaktır. Bu süreç Keynes'in likidite tuzağı olarak adlandırılmıştır.

2.3.2.

Friedman Modern Miktar Teorisi

Friedman'a göre, her ekonominin yapısal unsurların belirlediği bir doğal işsizlik veya doğal eksik istihdam oranı vardır. Talep ne olursa olsun bu oran devam eder. Bu açıdan para ve maliye politikalarıyla talebi artırmak üretim artışından çok, fiyat yükselmelerine yol açar.

Bu görüşte, ekonomide talep yetersizliği de olmaz; çünkü fertler gelirlerindeki dalgalanmaları dikkate almadan harcamalarını aynı seviyede devam ettirirler. Buna sürekli gelir hipotezi denir. Öyleyse gelir ve harcama artıcı politikalar, yalnızca fiyatları yükseltecek, üretim artışına yol açmayacaktır (Acar 1998: 188)

Paranın miktarıyla fiyatlar arasında doğru orantılı bir ilişki vardır.

$$M = k \times P \times y \quad \frac{M}{P} = k \times y$$

Bu doğrusal orantının kurulabilmesi için k'nın sabit kabul edilmesi gerekir.

Milton Friedman da, insanların niçin ellerinde para tuttıkları sorusunu üzerinde çalışma yapmıştır. Friedman, parayı "satın alma gücünün geçici bir barınağı" olarak tanımlamakta ve değerlendirmelerini bu nokta üzerinden şekillendirmektedir. Friedman

da Keynes gibi insanların belli bir miktar para balansları (reel para miktarı) bulundurmaya isteyeceklerini fark etmiştir. Ancak Patinkin'a göre i) tüketim için sürekli gelir teorisinin belirli bir varlık talebine uygulanması olduğundan, ii) beklenen enflasyon oranının para talebine dahil edilmesinden ve iii) para talebinin sınırlı sayıda değişken tarafından belirlenen istikrarlı bir fonksiyon olduğunu ileri sürmesi nedenlerinden dolayı Friedman'ın görüşleri Keynes'in görüşlerinden farklılık gösterir (Snowdon ve Vane 2005: 167).

$$\frac{M^d}{P} = f(Y_p, r_b - r_m, r_e - r_m, \pi^e - r_m)$$

$$\frac{\partial f}{\partial Y_p} > 0; \frac{\partial f}{\partial (r_b - r_m)} < 0; \frac{\partial f}{\partial (r_e - r_m)} < 0; \frac{\partial f}{\partial (\pi^e - r_m)} < 0$$

Bu ilişkideki denklemlerden ($\frac{M^d}{P}$) reel para talebini, Y_p Friedman tarafından geliştirilmiş bir servet ölçüsü olan sürekli geliri (teknik olarak gelecekte beklenen tüm gelirlerin bugünkü değeri, ya da beklenen uzun dönem ortalama geliri), r_m paradan beklenen getiriyi, r_b tahvillerden beklenen getiriyi, r_e hisse senetlerinden beklenen getiriyi ve π^e beklenen enflasyon oranını göstermektedir. Kısmi türevler ise para talebinin yukarıda belirtilen değişkenlerden pozitif mi negatif mi etkilendiğini göstermektedir (Yıldırım, 2014: 648). Bu denkleme göre, servet arttıkça, diğer varlıkların getirisi azaldıkça ve beklenen enflasyon oranı düştükçe para talebinin artacağı beklenmektedir.

Friedman serveti para dışında elde tutulabilecek varlıkları; tahviller, hisse senetleri, mallar olmak üzere sınıflandırmıştır. Bu varlıkları para yerine elde tutulmasının nedeni beklenen getirisinin paradan daha fazla olacağı düşüncesidir. Örneğin, $r_b - r_m$ ve $r_e - r_m$ terimleri paraya oranla tahviller ve hisse senetlerinden beklenen getirileri göstermektedir; bunlar yükseldikçe, paranın nispi beklenen getirisi düşer ve sonuç olarak para talebi düşer. $\pi^e - r_m$ paraya oranla malların beklenen getirilerini göstermektedir (Yıldırım 2014: 648).

2.4. Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası Para Politikası Amaçları ve Araçları

Merkez bankaları para politikası uygularken, ülkenin ekonomik koşullarını ve hükümet tarafından uygulanan maliye politikalarını baz alarak para politikası hedeflerini belirlerler. Merkez bankaları hedeflere ulaşmak için uygulayacağı stratejiye, seçilen strateji çerçevesinde hangi para politikası araçlarını kullanacaklarına bağımsız olarak karar verirler.

Merkez bankalarının temel amacı fiyat istikrarını sağlamaktır. Türkiye Cumhuriyet merkez bankasının ilk amacı uzun yıllar fiyat istikrarını sağlamak olmuştur, 2001 krizi sonrasında gündeme gelmeye başlayan finansal istikrar kavramı 2008 finansal krizi sonrasında daha sık telaffuz edilmiştir. Fiyat istikrarının temelde olmasının nedeni, fiyat istikrarının bozulması ekonominin aktif olarak çalışan sektörleri olumsuz etkilemekte ve işleyiş sistemi bozmaktadır.

Para politikası amaçları olarak,

- Fiyat istikrarı
- Finansal piyasa istikrarı
- Faiz istikrarı
- Ekonomik büyüme
- Döviz kuru istikrarı

sıralayabiliriz.

Para politikasının amaçları belirlendikten sonra merkez bankaları amaçlara ulaşmada kullanılacak yöntemler için doğru araçları belirleyerek uygulamaya başlarlar. Blinder'in (2013:6) küresel krizin merkez bankacılığı ve para politikası üzerindeki etkilerini konu alan görüşlerini; "Merkez Bankası bağımsızlığını genel anlamda korumuştur, enflasyon hedeflemesi stratejisi geri plana atılmıştır, gecelik faiz oranlarının sıfır faiz oranı seviyesini inmesiyle daha fazla parasal genişleme için geleneksel politika araçları yetersiz kalmıştır. Bankalara borç verme gibi eski politik araçlarına büyük ölçüde başvurulmuş ve bunun yanında miktarsal genişleme gibi geleneksel olmayan yeni araçlarda ortaya çıkmıştır. Merkez bankaları bankacılık faaliyetleri ile daha fazla uğraşmaya başlamış bankacılık faaliyetleri ile ilgili olmayan izleme ve düzenleme görevlerinde üstlenmişlerdir." ifadeleriyle özetleyebiliriz.

Ekonomik kriz sonrası dönemde Merkez bankalarında farklı alanlarda değişiklikler meydana gelmiştir. Merkez bankasının amacı fiyat istikrarı yerine fiyat istikrarı ve finansal istikrar olarak güncellenmiştir. Mevcut kullanılan araçlarına yeni araçlar eklenerek daha aktif hale getirilmiştir.

Tablo 2.3: TCMB Değişen Para Politikası Amaç ve Araçları

Dönem	Değişen Para Politikası Amaç ve Araçları	
	Eski dönem (2010 öncesi)	Yeni dönem (2010 sonrası)
Amaçlar	Fiyat istikrarı	Fiyat İstikrarı Finansal İstikrar Yapısal Araçlar Konjonktürel Araçlar
Araçlar	Faiz politikası	Politika Faizi Likidite Yönetimi Faiz Koridoru

Kaynak: TCMB, 2013 Yılı Para ve Kur Politikası

Kriz dönemlerinde geleneksel önlemlerin yeterli olmadığı görülmüş ve geleneksel olmayan para politikası önlemlerine de başvurulmuştur. Bu anlamda; daha yoğun varlık alım ihaleleri, borç verme imkânı hacminin genişletilmesi, daha uzun vadeli finansman, ihale sürecinin değiştirilmesi, doğrudan varlık alımları ve bankalar dışındaki araçlar için likidite imkânı getirilmiştir (Perera 2010: 9-10).

Tablo 2.4: Geleneksel ve Geleneksel Olmayan Para Politikası

Geleneksel Politikalar	Para Politikası Araçları	İhtiyati Para Politikaları
Fiyatlar üstüne odaklanma Varlık fiyatlarını ve finansal şartları etkilemeye yönelik dolaylı çabalar Kısa dönemli interbank piyasasına doğrudan müdahale	Politika faiz oranları Rezerv şartları/nakit rezerv oranları	Sermaye şartları Likidite Şartları
	Merkez Bankası Bilanço Araçları	
Geleneksel Olmayan Politikalar	Yerli Finansal Piyasalara Müdahale	Döviz Kuru Piyasalarına Müdahale
Fiyattan miktara doğru kayan bir odaklanma Finansal piyasalara doğrudan müdahaleler	İnterbank piyasası vadesi Bono-tahvil piyasası Kredi piyasaları (şirket tahvilleri, varlığa dayalı menkul kıtmetler) Mortgage piyasaları	Döviz kuru müdahalesi Rezerv birikimi Döviz takası (swap) düzenlemeleri

2010 yılının başlarında gelişmekte olan ülkelerde gözlemlenen ekonomik iyileşmeyle birlikte krizden çıkış stratejileri uygulanmaya başlanmıştır. TCMB de bu

çerçeve 14 Nisan 2010 tarihinde amacı, küresel kriz sırasında alınan önlemlerin geri alınması ve para politikalarının operasyonel çerçevesinin normalleştirilmesi olan bir çıkış stratejisi yayımlamıştır (TCMB 2010). 2008 Kriz sonrası dönemde uygulanan politika ve stratejileri üçüncü bölümde detaylı ele alacağız.

2.5. Para Politikası Araçları

İktisadi büyüme, fiyat istikrarı, enflasyonla mücadele, finansal istikrar gibi makro iktisadi hedeflere ulaşmak için piyasadaki para arzının belirlenmesine yönelik uygulanan politikalar para politikası olarak adlandırılmaktadır. Para politikaları genellikle merkez bankaları tarafından uygulanmaktadır.

Faiz Koridoru

Ekonomilerin ve finansal piyasaların sürekli bir değişim içerisinde olması, buna bağlı olarak artan finansal riskler, para politikası araçlarının da zamanla değişmesine neden olmuştur. Merkez bankaları 2008 Finansal Krizinden sonra finansal istikrarsızlıklarla mücadelede, takibinin ve uygulamasının zor olması nedeniyle geleneksel politikaların yanında geleneksel olmayan para politikalarına da yönelmişlerdir. Bu açıdan, makroekonomik istikrarın önemli bir belirleyicisi haline gelen faiz koridoru sistemi, para politikasının yeni bir aracı olarak uygulamaya konulmuştur (Tufaner vd. 2016: 658).

TCMB tarafından uygulanan faiz koridoru sisteminde koridorun üst bandını gecelik borç verme faizi, koridorun alt bandını ise gecelik borç alma faizi oluşturmaktadır. Koridorun alt bandı ve üst bandı arasında kalan ve TCMB'nin bir hafta vadeli olarak bankalara repo yoluyla sağladığı fonlamanın faiz oranı politika faizi olarak tanımlanmaktadır (TCMB 2012 Bülten). Faiz koridoru uygulamasında borç verme faiz oranı, borç alma faiz oranı ve politika faiz oranı olmak üzere üç faiz türü vardır. Borç verme faiz oranı, merkez bankasının likidite sorunu yaşayan bankalara verdiği kısa vadeli borç için belirlediği faiz oranını, borç alma faiz oranı likidite fazlası olan

bankaların faiz getirisi sağlamak amacıyla bu fonlarını merkez bankasına yatırması karşılığında kabul ettiği faiz oranını, politika faiz oranı da genellikle faiz koridorun orta noktasını oluşturmaktadır (Tufaner vd. 2016: 658).

Piyasa faizleri, faiz koridorunun içerisinde oluşmaktadır. TCMB uygulamasında bir hafta vadeli repo fonlama faizi “politika faizi” olarak geçer. Politika faiz oranı ve faiz koridoru her ay PPK toplantılarında gözden geçirilerek kamuoyuna durulmaktadır. Faiz koridoru geleneksel anlamda enflasyon hedeflemesi uygulayan birçok merkez bankası tarafından piyasa faizlerinin politika faizinden belirgin şekilde sapmasını engellemek amacıyla kullanılmaktadır. Bu anlamda, politika faizi etrafında simetrik ve (genelde değişmeyen) dar bir bant olarak tanımlanan faiz koridoru likidite yönetimi çerçevesinde pasif bir rol üstlenmektedir (TCMB 2013a). TCMB’nin izlediği yeni para politikası yaklaşımında ise faiz koridoru aktif bir araç olarak kullanılmaktadır. Gerekli görüldüğü takdirde genişliği TCMB tarafından ayarlanabilen faiz koridoru, politika faizi etrafında asimetrik bir şekilde oluşturulabilmektedir. Faiz koridoru kısa vadeli sermaye hareketlerindeki oynaklığa karşı hızlı ve esnek tepki verebilen, kredi büyümesi üzerinde etkili olabilen bir para politikası aracı olarak kullanılabilir (TCMB 2013a). Özellikle, faiz koridorunun asimetrik olarak yukarı yönlü genişletilerek yapılan likidite operasyonları ile ek sıkılaştırma yapılması krediler üzerinde oldukça etkili olabilmektedir; çünkü bankalar stabil olmayan dönemlerde faizi oluştururken genelde faiz koridorunun üst sınırını baz almaktadır. Böylelikle TCMB, net borç verici konumda olduğu bir piyasada, kredi faizleri ve kredi büyümesi üzerinde güçlü bir etki yapabilmektedir (Kara 2012).

TCMB’nin yeni uygulamaları ile geleneksel para politikası arasında temel olarak iki fark bulunmaktadır (Kara 2012):

- 1) Geleneksel para politikasında ortalama kısa vadeli fonlama faizi ile piyasada oluşması hedeflenen faiz arasında bir fark gözetilmezken, yeni sistemde likidite operasyonlarıyla bu iki faiz birbirinden ayrıştırılabilmektedir. Bu farklılaşma, bazı dönemlerde TCMB’nin kredi ve döviz kuru kanallarını ayrı ayrı etkilemesine yardımcı olmaktadır.

- 2) Geleneksel para politikasında ortalama kısa vadeli fonlama faizinin seviyesi aylık frekanslarda Para Politikası Kurulu toplantılarında incelenmektedir. Yeni politikalarda ise küresel risk iştahındaki oynaklıklara zamanında tepki verebilmek amacıyla ortalama fonlama faizi (yine Kurul üyelerinin onayı dâhilinde) gerek duyulduğunda günlük frekansta ayarlanabilmektedir.

Rezerv Opsiyonu Mekanizması (ROM)

Rezerv Opsiyonu Mekanizması da finansal kriz sonrasında kullanılmaya başlanan geleneksel olmayan para politikası araçlarından biridir. ROM bankaların, Türk Lirası zorunlu karşılıkların bir kısmını, merkez bankasının belirlediği limitler dâhilinde ve kendi istekleri doğrultusunda döviz ve/veya altın olarak tutabilmesidir. Birim Türk lirası zorunlu karşılık başına tesis edilebilecek döviz veya altını belirleyen katsayılar Rezerv Opsiyon Katsayısı (ROK) denilmiştir (Çetin 2016: 87). Örneğin 100 liralık mevduata karşılık 10 lira zorunlu karşılık (zorunlu karşılığın %10 olması varsayımı altında) ayırması gereken bir banka, merkez bankasının belirlediği bir oran dahilinde bu paranın belli bir kısmını altın ve/veya döviz olarak tutabilir. Örneğin ROK'un %60 olması durumunda ilgili banka 6TL'lik döviz veya altın yatırabilir (Eğilmez 2012).

TCMB, küresel dünyada çok hızlı hareket eden sermayenin makroekonomik ve finansal istikrar üzerindeki olumsuz etkilerini azaltmak, toplam döviz rezervlerini güçlendirmek ve ticari bankalara likidite yönetimlerinde daha fazla esneklik sağlamak amaçlarıyla ROM'u bir politika aracı olarak kullanmaktadır. Temelde "otomatik dengeleyici" olarak kullanılmak üzere tasarlanan ROM, her bankaya en uygun tercihi yapabilme olanağı tanınması ile döviz piyasası yönetiminde kullanılan diğer araçlara kıyasla iktisadi açıdan daha etkin bir araçtır. ROM ile sağlanan imkânlar ayrıca TCMB'nin döviz ve altın rezervlerini de olumlu yönde etkilemektedir (TCMB 2013b).

ROM ile bankalara TL bazında likidite ihtiyaçlarını karşılamak için döviz varlıklarının belli bir kısmını kullanabilme imkânı sunulmaktadır. Böylelikle bankalar, TL aktifleri için zorunlu karşılıkları sağlamada esneklik kazanmakta ve gönüllü olarak Merkez Bankasında döviz rezervi biriktirmektedir. ROM, sermaye akımlarının neden

olduğu döviz kuru istikrarsızlığını azaltmakta ve bu nedenle faiz koridoruna olan ihtiyacı kısmen azaltmaktadır. Bu imkânın hangi ölçüde kullanılabilceğine dair üst limitler ROK ile belirlenmektedir (TCMB 2012 Bülten). Sermaye girişlerinin hızlı olduğu bir dönemde bankalar ROM'u daha fazla kullanmak isteyeceklerdir. Bu durum bankaların yabancı para kaynaklara daha rahat ulaşabilmeleri ve yabancı para kaynakların maliyetinin düşük olmasından kaynaklanmaktadır. Bu şekilde, sermaye akımlarının yol açabileceği TL'de aşırı değerlenme baskısı ve hızlı kredi büyümesi, özellikle yabancı para kredilerde engellenebilecektir. İmkânın daha fazla kullanılmasıyla, bankalar Türk lirası cinsinden likidite elde edeceklerdir. İmkânın tamamıyla kullanıldığı durumda TCMB piyasadan daha fazla döviz likiditesi çekmek için mevcut katsayıları artıracak ya da ROM'a yeni bir dilim ekleyebilecektir. Sermaye çıkışlarının hızlı olduğu bir dönemde, bankaların yabancı para fon maliyetlerinin artması veya bankaların yabancı para kaynaklara ulaşmalarında sorun yaşanması durumunda bankaların bu imkânı daha az kullanması beklenecektir (Küçüksaraç ve Özel 2012: 3).

Yabancı sermaye girişlerinin arttığı zamanlarda, döviz kaynakların maliyeti, genellikle TL kaynakların maliyetine göre düşmektedir. Bu durumda, eşik ROK artmakta ve bankalar Türk lirası zorunlu karşılıkların daha yüksek bir oranını yabancı para cinsinden tutma eğiliminde olmaktadır (TCMB 2012 bülten). Sermaye girişlerinin azaldığı veya durduğu zamanlarda ise, döviz kaynaklarının maliyeti TL kaynaklarının maliyetine göre artmakta ve yurt dışı fonlara erişim zorlaşmaktadır. Bu durumda, bankalar ihtiyaç duydukları döviz likiditesinin bir kısmını ROM kullanımlarını azaltmak suretiyle elde etme yoluna gitmektedir. Piyasadaki döviz likiditesi ihtiyacının çok yükselmesi durumunda TCMB, ROK'u düşürerek veya mevcut bir dilimi sonlandırarak piyasaya daha fazla döviz likiditesi sağlayabilir. Sermaye girişlerinin yavaşlamasının borçlanma kısıtlarını daha da bağlayıcı hale getirmesi nedeniyle de bankalar rezerv opsiyonu kullanımlarını azaltmaktadır (TCMB 2012 bülten).

ROM'nın faydalarını a) Kısa vadeli sermaye akımlarının yaratabileceği oynaklığı azaltması, b) TCMB brüt döviz rezervlerini güçlendirmesi, c) Bankalara likidite yönetimlerinde esneklik sağlanması, d) kredilerin sermaye hareketlerine olan

duyarlılığını azaltması, e) her bankaya kendi likidite optimizasyonunu yapabilme olanağı sağlaması, f) diğer politika araçlarına duyulan ihtiyacı azaltması olarak sıralayabiliriz (TCMB 2012 bülten).

Likidite Yönetimi

Likidite yönetiminin temel amacı, piyasada belirlenen kısa vadeli faizlerin merkez bankasının amacına ulaşmak için saptadığı kısa vadeli politika faizine uyumlu bir düzeyde belirlenmesidir. Koridor sisteminde amaç, piyasadaki kısa vadeli faizin saptanan koridorun dışına çıkmamasıdır.

2.5.1.1. Açık Piyasa İşlemleri

Merkez bankasının en aktif olarak kullandığı araç açık piyasa işlemleridir. Açık piyasa işlemleri, merkez bankasının dolaşımdaki para miktarını azaltıp-artırmak amacıyla, hazine bono ve tahvilleriyle, özel sektöre ait bazı tahvil ve senetleri kesin olarak veya geçici bir süre için alıp satma işlemlerini ifade eder. Piyasadan bu gibi kıymetlerin merkez bankası tarafından satın alınması, piyasaya para çıkması, satılması piyasadan para çekilmesiyle sonuçlanır (Akçay 1997: 22). Geniş anlamda finansal araçların merkez bankası tarafından birincil ve ikincil piyasalarda doğrudan ya da repo- ters repo işlemleri yoluyla alınıp satılması işlemi açık piyasa işlemidir. Açık piyasa işlemleri için kullanılan araçlar hazine bonoları, merkez bankası bonoları ve ticari senetlerdir (Akçay 1997: 17).

Merkez bankası parasal tabanı dengede tutmaya çalışır, bu anlamda açık piyasa işlemleri savunmaya (defansif) ve hücumu yönelik (ofansif) amaçlarla kullanılır. Merkez bankasının bu işlemleri, parasal tabanı değiştirmeye yönelik etmenlere karşı sadece savunma niteliğinde olduğunda, bu işlemlere defansif işlemler denir. Öte yandan merkez bankası bir dengesizlik durumu olmaksızın, parasal tabanı değiştirmek amacı ile açık piyasa işlemleri yaptığında, bu işlemlere dinamik veya ofansif işlemler denir (Parasız 1994: 220).

Açık piyasa işlemleri ve reeskont politikası benzer özelliklere sahip iki uygulamadır. Her ikisi de ticari bankaların finansmanını kontrol etmek için kullanılır. Merkez bankası parası şeklindeki banka likiditelerini ve bir piyasa fiyatının saptanmasını içermektedir. APİ ve reeskont politikası birbirinden şu özelliklerle ayrılmaktadır: açık piyasa işlemleri zorlayıcı değildir ve fiyatların belirlendiği bir piyasada gerçekleşir. Merkez bankası alım-satım insiyatifini eline alır. Açık piyasa işlemleri ticari bankalar için olduğu kadar ticari bankalar dışında da uygulanabilir. Reeskont politikası sadece ticari bankalara uygulanmaktadır. Merkez bankasının senet satın alması banka likiditesini artırır, senet satması ise azaltır. Açık piyasa işlemleri ve reeskont politikasından benzerlik gösterse açık piyasa işlemleri daha üstündür (Parasız 2007: 77).

2.5.1.1.1. Açık Piyasa İşlemlerinin Etkisi

Açık piyasa işlemlerinde iki etki mevcuttur.

Miktar Etkisi: Merkez bankası, para piyasasında bankalardan senet alarak ya da senet satarak bankaların likiditeleri artırır veya azaltır. Bankaların ellerindeki rezervlerin değişmesi bankaların para yaratma ve dağıtma politikalarını değiştirmesine yol açar. Merkez bankasının elinde bulunan senetleri para piyasasında ticari bankalara sattığını varsayalım. Bu politikanın bankaların yaratacakları para üzerinde azaltıcı bir etkisi olacaktır. Merkez bankası senet satarak ekonomide deflasyonist bir politika, senet satın alarak da enflasyonist bir politika uygulayabilir (Parasız 2007: 77). Açık piyasa işlemlerinde miktar etkisi, önce banka likiditesini, sonra kredi çarpanı yoluyla para arzını etkileyecektir.

Fiyat Etkisi: Para piyasasına, merkez bankası bazen senet arz edici olarak katılmaktadır. Merkez bankası piyasada senet satarsa fiyatlar düşecek senet alırsa fiyatlar yükselecektir. Bu haliyle merkez bankası piyasada oluşmuş denge fiyatını değiştirmektedir.

Açık piyasa işlemleri için para otoritelerinin tahvil alıp satabileceği bir piyasanın olması gerekir. APİ 1 Temmuz 1980 tarihine kadar mevcut uygulamalardan dolayı kullanılmayan bir para politikası aracı olmuştur. Faiz oranları üzerindeki tavan 1980’li yıllarda kaldırıldı ve açık piyasa işlemleri Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankasının kullandığı en etkin para politikası aracı oldu.

TCMB ayrıca, vadeleri dikkate almaksızın yukarıda sözü edilen senetleri geri satma anlaşması imzalayarak, satın alabilir ve geri alma anlaşması imzalayarak satabilir. Anlaşma süresi 91 günü aşamaz. Sürenin başlangıç tarihi alım veya satım tarihidir. Açık piyasa işlemleri hazineye, kamu idare ve müesseselerine veya diğer kurum ve müesseselere kredi yardımı amacıyla yapılamaz ve vadesi 12 ayı aşan senetler (repo işlemleri ilgili olanlar hariç) açık piyasa işlemlerine dâhil edilemezler (Parasız 2007: 78).

2.5.1.1.2. Açık Piyasa İşlemlerinin Çeşitleri

TCMB halen Açık Piyasa İşlemleri çerçevesinde dört çeşit işlem yapmaktadır.

- İ. Kesin Alış**
- ii. Kesin Satış**
- iii. Geri Alım Vaadi ile Satım (Ters Repo)**
- İV. Geri Satım Vaadi İle Alım (Repo)**

Kesin Alış: TCMB'nin para politikası hedefleri çerçevesinde, para arzının ve ekonominin likiditesini ayarlamak amacıyla kullandığı açık piyasa işlemlerinden biridir. Genellikle, piyasada kalıcı likidite açığı (sıkışıklığı) olduğu durumlarda, TCMB'nin piyasadan (açık piyasa işlemi yapmaya yetkili kuruluşlardan) kendi portföyü için menkul kıymet almasını ve karşılığında sisteme kalıcı olarak likidite sağlaması anlamına gelir (TCMB terimler sözlüğü 9). Kesin alış işlemi, TCMB'nin bankalardan DİBS satın alarak bankaların rezervlerini arttırma yolunu seçtiği işlemlerdir. Bu işlem Açık Piyasa Portföyü oluştururken ya da piyasadaki likidite ihtiyacının kalıcı olduğu gözlemlendiği durumlarda yapılır. Hazineden portföy oluşturmak için yapılan kesin alış işlemleri, hazinenin onaylaması şartıyla ortalama fiyattan gerçekleşir. Hazine, ayrıca açık piyasa portföyüne tahkim borçlarına istinaden DİBS verebilir (Parasız 2007: 79).

Kesin Satış: Kesin satış işlemi, piyasadan para çekilmesi gereken durumlarda yapılır. Piyasadaki likidite fazlasının kalıcı olduğu durumlarda uygulanır. Böylece TCMB bankacılık sisteminin rezervlerini azaltmış olur. 1992 yılının Eylül ayından itibaren kesin satış işlemlerinde ihale yönetimine geçilmiştir (Parasız 2007: 79). TCMB'nin para politikası amaçları doğrultusunda, para arzının ve ekonominin likiditesini ayarlamak amacıyla kullandığı açık piyasa işlemlerinden biridir. Genellikle, piyasada kalıcı likidite fazlası olduğu durumlarda, TCMB'nin piyasaya (açık piyasa işlemleri yapmaya yetkili kuruluşlara) kendi portföyünden menkul kıymet satması, karşılığında sistemden likidite fazlasını kalıcı olarak çekmesi anlamına gelir (TCMB terimler sözlüğü 9).

Repo: Geri satım vaadiyle alım (TCMB açısından repo=bankalar açısından rezerve repo), piyasada geçici kısa süreli likidite sıkıntısının olduğu, maaş ödemeleri, mevduat munzam karşılık tesisi, ihale ile satılan DİSB'lerin tesliminin yapılması, TCMB'nin döviz satış müdahaleleri, disponibilite hesaplarının tutturulması, bankacılık sisteminin takas açığının büyümesi ve vergi ödeme dönemlerinde piyasadaki sıkışıklığı gidermek amacı ile DİSB'lerin belli bir tarihte önceden belirlenmiş bir fiyatla geri satılmak üzere TCMB tarafından bankalardan satın alınması işlemidir (Parasız 2007: 79).

Ters (Reserve) Repo: Geri alım vaadi ile satım (TCMB açısından reserve repo= bankalar açısından repo) ise piyasada geçici likidite bolluğunun gözlemlendiği dönemlerde örneğin zorunlu döviz devirlerinin yoğunlaştığı günler, bankalar arası para piyasası dönüşlerinin yüksek olduğu günler, DİSB itfa günleri ve TCMB'nin döviz alım müdahaleleri gibi: TCMB portföyünden tekrar belli bir fiyattan geri almak üzere menkul değer satması işlemidir. TCMB 1992 yılından itibaren ihale yönetimi ile repo/reserve repo işlemi yapmaktadır (Parasız 2007: 79).

Tablo 2.5: API'nin Çeşitleri

İşlem çeşidi	Yapıldığı Durum	Sonuçta
Kesin satım	Piyasadaki kalıcı likidite fazlasının olduğu durumlarda yapılır	Piyasada likidite kalıcı olarak çekilmiş olur
Kesin alım	Piyasadaki kalıcı likidite sıkışıklığının olduğu durumlarda yapılır	Piyasaya kalıcı olarak likidite sağlanmış olur
Ters Repo	Piyasadaki geçici likidite fazlasının olduğu durumlarda yapılır	Piyasada likidite geçici olarak çekilmiş olur
Repo	Piyasadaki geçici likidite sıkışıklığının olduğu durumlarda yapılır	Piyasaya geçici olarak likidite sağlanmış olur

Kaynak: TCMB, Açık Piyasa İşlemleri Uygulama Talimatı, Ekim 2014,

www.tcmb.gov.tr

Vadelerin Belirlenmesi: Vadeli açık piyasa işlemleri yapılırken vadelerin saptanmasında likiditedeki devresel dalgalanmaları mümkün olduğu kadar aza indirebilmek için TCMB tarafından Türkiye'deki bankacılık sistemi fonlarının akımını gösteren ve her gün güncellenen bir takvim hazırlanmıştır. Bu takvimde bankacılık sisteminin rezervlerindeki değişimler tahmin edilmeye çalışılmaktadır. Takvim kesin doğru rakamları vermemekle birlikte herhangi bir tarihte bankacılık sistemindeki rezervlerin hareket yönü ve büyüklüğü konusunda bir fikir vermekte ve açık piyasa politikasının saptanmasında yardımcı olmaktadır. Takvimde likiditeyi arttırıcı/azaltıcı tüm unsurların yanı sıra vadeli açık piyasa işlemleri de yer almaktadır (Parasız 2007: 80).

Depo (mevduat) Alım ve Satımı: TCMB'nin, Türk lirası likidite işlemleri etkinliğinin artırılmasını sağlamak amacıyla bankalardan ihale yöntemi ile Türk lirası depo alması işlemleridir⁷. Bu tür işlemler bir tür bankalar arası mevduat işlemleridir, genelde merkez bankalarının likiditelerin son mercii olmaları gereği kullanılır. Merkez bankaları genelde, para piyasası gecelik faiz oranlarının belli bir bant içinde oluşmasını hedefler. Merkez bankaları gecelik para piyasasında faizler üst sınıra çıktığında açık

⁷ www.tcmb.gov.tr, API işlemleri.

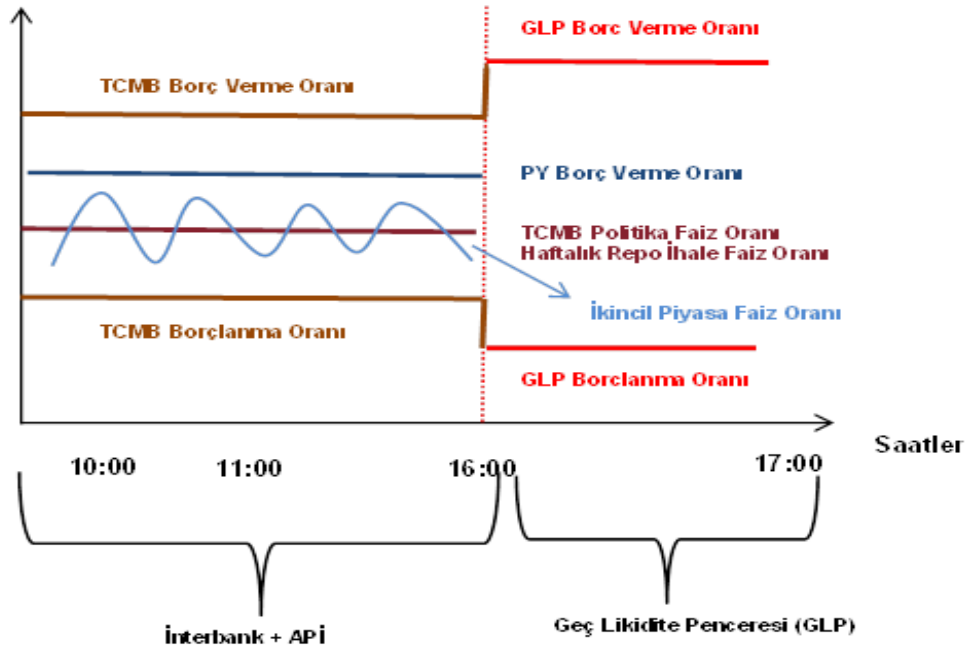
piyasa işlemleri çerçevesinde bankalara teminat karşılığı likidite verirler ya da faizler düştüğünde bankalarda mevduat faizlerinin aşırı dalgalanmasını engellemeye çalışırlar.

Merkez bankaları likiditenin son mercii olması gereği gün sonunda likidite ihtiyacı olan bankalara likidite verirler. Bu uygulamaya '*Geç Likidite Penceresi*' denilmektedir. Geç likidite faiz oranları merkez bankasının gün içi faiz oranlarından daha yüksektir. Ülkemizde depolar doğrudan doğruya likiditenin kontrolü amacıyla da kullanılmaktadır. Dolayısıyla depo işlemleri bir tür açık piyasa işlem türüdür (Parasız 2007: 80).

Merkez Bankalarının Likidite Senedi İhraçları: Merkez bankaları ekonomideki likidite fazlasını kendisinin ihraç edeceği vadeli likidite senetleri yoluyla da piyasadan çekebilir. Likidite fazlalığı yaşayan ülkelerde bu tür senetler aktif bir açık piyasa işlemi olarak kullanılmaktadır. Para politikasının etkinliğini artırmak amacıyla, piyasadaki fazla likiditenin çekilmesine yönelik olarak kullanılan bir araçtır. Merkez Bankası, Kanunu'nun 52. maddesine göre, kendi nam ve hesabına vadesi 91 günü geçmeyen likidite senetleri ihraç edebilir⁸.

Geç Likidite Penceresi (GLP), TCMB'nin nihai kredi mercii sıfatıyla ödeme sistemlerinde ortaya çıkabilecek sorunların önlenmesi amacıyla bankalara geçici likidite ihtiyaçlarını karşılamaları için gün sonunda (saat 16.00-17.00 arasında) teminatları karşılığında, limitsiz olarak sağladığı gecelik vadeli TL borçlanma imkânı ile likidite fazlalarını değerlendirebilmeleri için aynı koşullarda sağladığı gecelik vadeli TL borç verme imkânını ifade eder (TCMB terimler sözlüğü 17).

⁸ www.tcmb.gov.tr, APİ işlemleri, 25.09.2017 tarihinde erişim sağlandı.



Kaynak: TCMB

Grafik 2.1: TCMB Para Politikasının Operasyonel Yapısı

TCMB 19 Temmuz 2007 de 91 güne kadar çıkabilecek likidite senetlerini ilk kez ihraç etmiştir. Bu senetler iskontolu olarak ihraç edilmiştir. Yani fiyatlar vade sonunda 100 YTL olacak şekilde hesaplanmaktadır. Hazine bonolarıyla neredeyse aynı özelliğe sahip olan bu senetler ikincil piyasada işlem görebilmekte, repo-ters repo ve teminat işlemlerinde kullanılabilir. Bu senetlerin özelliği kısa vadeli olmalarıdır. Hazinesinin amacı ise uzun vadeli borçlanmaktır (Parasız 2007: 81).

TCMB piyasa likiditesini ve faizlerini kontrol etmek için müdahalelerde bulunur. Piyasada ihtiyacı olanlara günlük ve haftalık likidite sağlarken, fon fazlası olanlardan gecelik vadede borç alabilir. TCMB likidite operasyonları için PPK tarafından belirlenmiş borç alma-verme oranları doğrultusunda hareket eder. Grafik 4, bu sürecin örnek bir gösterimidir. TCMB piyasanın mevcut durumuna ve ihtiyacına göre alt ve üst limitler çerçevesinde müdahale ile likidite operasyonları gerçekleştirir.

2.5.1.2. Zorunlu Karşılık Politikası

Merkez bankası, ticari bankaları aktiflerinin bir kısmını merkez bankası parası şeklinde tutmaya zorlayabilir. Zorunlu karşılık oranı bir yandan bankaların likidite durumlarını ani ve çok önemli olarak değiştirirken, öte yandan ticari bankaların para yaratma sürecini etkiler. Bankalar ve düzenleyici kurumlar tarafından gerekli görüldüğü durumda diğer finansal kuruluşların, çoğunlukla mevduat ve benzeri yükümlülüklerinin belirli bir oranını merkez bankası nezdinde tutmasıyla uygulanan para politikası aracına zorunlu karşılıklar denir (Alper ve Tiryaki 2011: 1-2).). Zorunlu karşılıkların temel amaçları ihtiyat, likidite yönetimi ve parasal kontrol olarak ifade edilebilir. Birincisi, bankalardan beklenmedik bir likidite çekilişi olduğu durumlarda kullanılmak amacıyla ihtiyati olarak tutulur. Böylelikle zorunlu karşılıklar, bankaların finansal yükümlülüklerini yerine getirmesi için bir koruma sağlayabilmektedir. İkincisi, zorunlu karşılık oranları merkez bankalarının amaçları doğrultusunda likidite yönetiminde önemli rol oynamaktadır. Para piyasasında arz ve talep açığı ya da fazlalığı yaşanması durumunda merkez bankası zorunlu karşılık oranlarını likidite fazlasını ya da açığını engelleyecek şekilde artırarak ya da azaltarak müdahalede bulunur ve para piyasasındaki faiz oranları ya da döviz kurları üzerinde baskı oluşturmasının önüne geçebilmektedir. Üçüncüsü ise, zorunlu karşılık oranları, özellikle 2008 Küresel Krizi sürecinde ve sonrasında yeniden önem kazanarak, merkez bankalarının makroekonomik istikrarı sağlamaya yönelik olarak kullandığı bir parasal kontrol aracı olmasıdır (Alper vd. 2013).

Zorunlu karşılıklar, kullanım amacı kredi arzını etkilemektir. Sermaye girişlerinin arttığı dönemlerde, arz koşullarındaki gevşeme ve faiz oranlarında yaşanan düşüş nedeniyle kredi büyümesi hızlanarak makro finansal riskleri besleyebilmektedir. Bu durumda zorunlu karşılık oranlarının artırılması kredi arzını sınırlayabilmektedir. Sermaye girişlerinin aniden zayıfladığı veya risk algılamasının arttığı dönemlerde ise zorunlu karşılıkların düşürülmesi kredilerde ani düşüş riskini azaltabilmektedir (Kara 2012: 18). Örneğin, TCMB'nin 2010 Eylül ayından itibaren zorunlu karşılık oranlarına faiz ödenmesine son vermesi ve Nisan 2011 dönemine kadar zorunlu karşılık oranlarının ağırlıklı ortalamasını %13,3 seviyesine çekmesi ile ortaya çıkan doğrudan maliyet etkisi yaklaşık 100 baz puan olmuştur (Başçı ve Kara 2011: 26).

- Zorunlu karşılık politikasının etkilerini şu şekilde özetlenebilir (Önder 2005):
- Zorunlu karşılık oranının değişmesi bütün bankaları etkiler.
- Zorunlu karşılık oranının değiştirilmesi mekanizması esnek bir politika aracı olma niteliğine sahip değildir. Karşılık oranında küçük bir değişme çok büyük bir parasal artış ya da azalışa yol açabilir.
- Zorunlu karşılık oranının değiştirilmesi, fazla veya artık rezervleri olmayan bazı bankaları ellerindeki kıymetli evrakları satma durumunda bırakabilir.
- Zorunlu karşılık oranının yükseltilmesi bankaları güç duruma soktuğu kadar ek karşılıkların temini belli bir zaman gerektirdiğinden etkisi de belli bir gecikmeden sonra yaşanacaktır.
- Zorunlu karşılık oranının değiştirilmesi ile küçük etkiler yaratılamaz.

2.5.1.3. Reeskont Politikası

Reeskont, bankalarca iskonto edilmiş ya da banka portföyünde bulunan bir senedin merkez bankasınca iskonto edilmesidir. Böylece bankalar ellerindeki ticari senetleri, vadeleri dolmadan merkez bankasına kırdırarak rezerv ihtiyaçlarını karşılayabileceklerdir (Akçay 1997: 18).

Reeskont işlemleri para ve menkul kıymet piyasaları üzerinde etkilidir. Merkez bankasının reeskont işlemi ticari bankaların finansman gereksinimine bağlıdır. Reeskont politikasının dolaşımdaki para arzı üzerinde miktar etkisi, ekonomideki faiz oranı üzerinde de fiyat etkisi olmak üzere etkileri vardır. Reeskont, ticari bankaların para yaratabilmesi için zorunludur. Reeskont banka dışı sektör tarafından da istenmektedir. Böyle bir finansman para arzı üzerinde miktar etkisi yaratmaktadır. Merkez bankası, kendisinin belirlediği bir faiz oranı ile ticari bankaların senetlerini reeskonta alır. Borçlanma oranının değiştirilmesi reeskont politikasının temelidir. Reeskont işleminin faiz etkisi kısa vadeli krediler üzerinde görülür, faiz oranlarına bu müdahale ticari bankalar için teşvik edici veya caydırıcı olabilir (Parasız 2007: 83).

2.5.1.4. Döviz Piyasası İşlemleri

Merkez bankaları, döviz alım satım ihaleleri ile döviz kurunu etkilemektedir. Merkez banası döviz satım ihalesi ile piyasadaki fazla ulusal parayı çekerek paranın değerini korumaktadır. Likidite sıkışıklığında ise döviz alım ihaleleri ile piyasaya ulusal para sürerek para arzını kontrol etmekte, TL'nin değerinin artmasını önlemektedir. Döviz satım ihalesi ile döviz likiditesini artırıp ulusal para likiditesini azaltmaktadır. Ters durumda, döviz alım ihalesi ile döviz likiditesini azaltmakta, yerli para likiditesini arttırmaktadır (Sözer 2013: 37). Sabit kur uygulanıyorsa merkez bankası belli bir kur üzerinden istenildiği kadar döviz alıp satmakla yükümlüdür. Günümüz ekonomilerinde olduğu gibi serbest döviz kuru rejimi uygulanıyorsa, merkez bankaları döviz kurunun belli bir bant aralığında dalgalanması için döviz piyasasına yine müdahale edebilmektedir. Temel amaç döviz kurunun aşırı dalgalanmamasını sağlamak ve ihtiyaç doğrultusunda döviz hareketini sağlamaktır. Döviz volatilitésinin yüksek olduğu durumlarda TCMB piyasanın düzgün işleyeceğini düşündüğü kurda döviz piyasasını ayarlamak için müdahalelerde bulunmaktadır (Sarpkaya 2009: 50).

TCMB önceden kamuoyuna duyurarak döviz alım ihaleleri düzenlemektedir, gerek gördüğünde günlük döviz alım ihalelerine ara vermekte ve döviz alımlarının miktarını artırıp azaltmaktadır. TCMB, döviz alım-satım İhaleleri sonucunda piyasada likiditenin değişmesini istemiyorsa, açık piyasa işlemleri yoluyla ortaya çıkan ilave likiditeyi çekmektedir. Buna 'sterilizasyon' denir. Merkez bankaları döviz ve efektif alış-satışlarını piyasadaki likiditenin kontrolü amacıyla kullanmazlar asıl amacı döviz kuru kontrolünü sağlamaktır. Bu nedenle, likidite üzerindeki etkilerine rağmen, çoğu kez, döviz ve efektif alış-satışları standart para politikası araçları arasında sayılmaz (Önder 2005: 79).

Kredi Tavanı Kontrolleri

Kredi tavanı genel anlamada kredilere veya özellikle bazı sektörlerde ve kredi çeşitlerine göre üst limitler getirilerek uygulama yapılmasıdır. Günümüz ekonomilerinde iktisadi büyüme, cari işlemler dengesi, enflasyon vb. için belirlenen hedefler çerçevesinde hükümete ve diğer ekonomik birimlere açılacak toplam kredi büyümesinin hesaplanmasında "finansal programlama" kullanılmaktadır. Bu programlama doğrultusunda merkez bankaları, ticari bankaların çeşitli ekonomik

faaliyetlerle ilgili olarak açacakları kredilere bir takım sınırlamalar getirerek ulusal ekonominin tamamında veya belli sektörlerde toplam kredi genişlemesini kontrol altına alabilmektedir (Önder 2005, Güneş 1990).

Merkez bankası, ticari bankaların çeşitli ekonomik faaliyetlerle ilgili olarak açacakları kredilere bir sınırlama getirebilir. Desteklenmek istenen sektörlerde kredi tavanları yüksek tutularak kredilerin bu sektörlerle yönelmesi sağlanmaya çalışılmaktadır. Kredi tavanı sınırlaması bankaların sermayesine, mevcut kredilerine, kredi alanlara ve mevduatlarına göre belirlenebilmektedir. Bu müdahale ile para otoriteleri, ticari banka fonlarının bazı spekülatif faaliyet ve alanlara kayışını da önlemeyi amaçlamaktadır (Lipseş 1984: 186, Aktaran: Akçay 1997: 13).

Kredi tavanları merkez bankaları tarafından ticari bankalara uygulanır ve üç çeşidi vardır: Birincisi Merkez bankalarının ticari bankalara verdiği krediler, bu ticari bankaların pasifindeki mevduatlar ile sınırlanabilir, ikincisi ticari bankaların kredileri öz kaynaklarının belli bir katı ile sınırlanabilir ve üçüncüsü ticari bankaların verdikleri krediler, kredi alanlar için sınırlandırılabilir.

Kredi tavanı uygulamasının neden olduğu olumsuz sonuçlarda oluşabilir. Bankalar kendi kredi tavanlarına ulaşamazlarsa, toplam kredi genişlemesi programlanandan daha düşük bir seviyede gerçekleşerek planlanan büyümeyi yakalayamayacaklardır. Aynı zamanda, bir bankanın kendi kredi tavanına ulaştıktan sonra toplayacağı mevduat faiz getirisi sağlamayacağından dolayı, banka bazında kredi tavanları mevduat hareketliliğini olumsuz etkilemektedir. Bu problemler, bankalararası para piyasası gelişiminin teşvik edilmesiyle, bankalara kendilerine ait kredi tavanlarının ticaretine izin verilmesiyle, kredi tavanı limitine ulaşan bankaların fazla likiditelerine faiz ödenmesiyle ve fazla rezervlerini borç verme imkânına ekleyerek üst tavanlarını yükseltmeleriyle azaltılabilir (Leite 1992, Aktaran: Önder 2005: 59).

Selektif Kredi Politikası

Selektif kredi politikaları, ekonomik gelişme hedefleriyle, kredi kullanım ve kontrol mekanizmasıyla ve konjonktürün genel yapısıyla uyumlu finansal kaynak akışını oluşturan bir mekanizmadır. Yıllık ekonomik programda belirlenerek ve ekonominin kredi ihtiyacını karşılamak amacı ile kullanılan selektif krediler ile birçok sektör desteklenebilmektedir. Örneğin, sektörel anlamda tarımsal üreticiye yönelik olarak düzenlenecek düşük faizli, uzun vadeli, üretimi ve verimliliği arttıracak selektif kredi uygulamaları ile tarım sektörünün finansal ve yapısal sorunlarına çözüm desteği sağlanabilmektedir. Merkez bankaları para politikası aracı olarak kullandığı selektif kredi uygulaması yoluyla üretim planlaması, hedeflenen ekonomik büyüme doğrultusunda ekonomiye yön verebilmektedir. Bu anlamda selektif kredilerin bir kalkınma aracı olarak kullanıldığı düşünülebilir. Selektif kredi kontrolleri hemen hemen tüm ülkelerin uygulamalarında, ekonomideki belirli öncü sektörlerle kredi imkânı sağlamayı amaçlamıştır (Özker 2008: 124).

İletişim Politikası

Merkez bankalarının ne yaptıkları kadar ne yapacakları konusunda verdikleri ipuçları da önem arz etmektedir. Merkez bankalarının duyuruları, yöneticilerinin açıklamaları bu anlamda özellikle incelenmektedir. Açıklamaların ve konuşmaların ne zaman yapılacağı iletişim politikasının alanına girmektedir.

İletişim politikalarında temel amaç merkez bankaların itibarını ve saygınlığını yükseltmek ve politika uygulamalarının etkinliğini artırmaktır. İletişim politikasının özelliği şeffaflığı öne çıkaracak şekilde tasarlanarak tutarlı, anlaşılır ve dürüst olmasına özen gösterilmesidir. Şeffaflığın sınırlarını belirlemek önemlidir. Merkez bankaları iletişim kanallarını ve araçlarını çeşitlendirme çabaları çerçevesinde ekonomik birimler aynı bilgilere farklı kanallardan, farklı iletişim araçları kullanarak ulaşabilmektedir. Bu durumun bazı avantaj ve dezavantajları var. Bir yanda vermek istenilen mesajın tekrar edilmesi mesajı kuvvetlendirirken, diğer yandan mesajlar arasındaki tutarlılık merkez bankaları için önemli bir konu haline gelmektedir.

TCMB'nin en önemli iki iletişim aracı Para Politikası Kurul toplantısından sonra yayınlan duyarular ve 3 ayda bir yayınlanan Enflasyon Raporudur. TCMB bu

yayınlara ek olarak her yılın sonunda yeni dönemde uygulayacağı para ve döviz kuru politikası hakkında bir rapor açıklıyor. Merkez bankası başkanının konuşmaları da iletişim politikası araçlarından biridir. TCMB iletişim araçları; Enflasyon raporu, PPK faiz kararı ve toplantı özeti, Konuşmalar, Finansal istikrar raporu, Basın duyuruları, Basını bilgilendirme toplantıları, Açık mektup, Aylık fiyat gelişmeleri, Yıllık para ve kur politikası metinleri, TCMB stratejik planı, Kitapçıklar ve bültenler, TCMB genel ağ sistemi, yayılan veriler olarak sıralanabilir. Merkez bankası bu araçlarını aktif olarak kullanarak ekonomik birimlere vermek istediği mesajı ileterek beklentiler aracılığı ile ekonomi şekillendirebilmektedir. İletişim politikası her ülke için geçerli olan sabit bir uygulama değildir. Bu doğrultuda her ülke merkez bankası kendi toplumsal ve siyasi yapısına uygun özgün bir strateji belirleyerek iletişim politikasını uygulamaktadır(Özatay 2018:447).

Para Politikası Kurulu kısa vadeli kararlarını alırken üyelerine daha önce gelen raporlar büyük önem taşırlar. Bu raporlar toplantıda tartışılır ve ilgili kişiler bilgi verir. Hazine müsteşarı da kurul üyesidir ve maliye politikası hakkında kurul üyelerini bilgilendirir. Toplantı sonunda alınan faiz kararının nasıl duyurulacağı da önemli bir konudur. Para Politikası Kurulu sonrasında yayınlanan duyurunun kendinden hemen önce gelen raporla benzerliği veya farklılığı çok önemlidir. Bir sözcüğün bile değiştirilmesi birçok şey ifade edebilmektedir(Özatay 2018:458)

2.6. Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası

TCMB Görev ve Yetkileri⁹

Merkez Bankasının temel amacı fiyat istikrarını sağlamaktır. Merkez Bankası, fiyat istikrarını sağlamak için uygulayacağı para politikasını ve kullanacağı para politikası araçlarını doğrudan kendisi belirler. Merkez Bankası, fiyat istikrarını sağlama amacı ile çelişmemek kaydıyla Hükümetin büyüme ve istihdam politikalarını destekler.

⁹TCMB Kanunu, www.tcmb.gov.tr

Bankanın temel görevleri;

- a) Açık piyasa işlemleri yapmak,
- b) Hükümetle birlikte Türk lirasının iç ve dış değerini korumak için gerekli tedbirleri almak ve yabancı paralar ile altın karşısındaki eşitliğini tespit etmeye yönelik kur rejimini belirlemek. Türk lirasının yabancı paralar karşısındaki değerinin belirlenmesi için döviz ve efektiflerin vadesiz ve vadeli alım ve satımı ile dövizlerin Türk lirası ile değişimi ve diğer türev işlemlerini yapmak,
- c) Bankaların ve Bankaca uygun görülecek diğer mali kurumların yükümlülüklerini esas alarak zorunlu karşılıklar ve umumi disponibiliteler¹⁰ ile ilgili usul ve esasları belirlemek,
- d) Reeskont ve avans işlemleri yapmak,
- e) Ülke altın ve döviz rezervlerini yönetmek,
- f) (20/6/2013 tarihli ve 6493 sayılı Kanun ile değiştirilen şekli) Türk lirasının hacim ve tedavülünü düzenlemek, ödeme ve menkul kıymet transferi ve mutabakat sistemleri kurmak, kurulmuş ve kurulacak sistemlerin kesintisiz işlemlerini ve gözetimini sağlamak ve gereken düzenlemeleri yapmak, ödemeler için elektronik ortam da dâhil olmak üzere kullanılacak yöntemleri ve araçları belirlemek,
- g) Finansal sistemde istikrarı sağlayıcı ve para ve döviz piyasaları ile ilgili düzenleyici tedbirleri almak,
- h) Mali piyasaları izlemek,
- ı) Bankalardaki mevduatın vade ve türleri ile özel finans kurumlarındaki katılma hesaplarının vadelerini belirlemektir.

Bankanın temel yetkileri;

- a) Türkiye’de banknot ihracı imtiyazı tek elden Bankaya aittir.

¹⁰ Bankalarının ödeme güçlerini ve likiditelerini koruyabilmeleri amacıyla yasal olarak ve yükümlülükleri oranında, devlet iç borçlanma senedi ve serbest tevdiat şeklinde bulundurmaları zorunda oldukları karşılıklar olup, Merkez Bankaları tarafından belirlenir. Bankalar, mevduat sahiplerine vermiş oldukları taahhütlere karşı kasalarında disponibl yani likiditesi yüksek değerler, nakit değerler veya kolaylıkla nakde dönüştürülebilecek değerler bulundurmaları zorundadırlar.

$$\text{disponibilite oranı} = \frac{\text{disponible değerler}}{\text{taahhütler}} \times 100$$

- b) Banka, Hükümetle birlikte enflasyon hedefini tespit eder, buna uyumlu olarak para politikasını belirler. Banka, para politikasının uygulanmasında tek yetkili ve sorumlusudur.
- c) Banka, fiyat istikrarını sağlamak amacıyla bu Kanunda belirtilen para politikası araçlarını kullanmaya, uygun bulacağı diğer para politikası araçlarını da doğrudan belirlemeye ve uygulamaya yetkilidir.
- d) Banka, olağanüstü hallerde ve Tasarruf Mevduatı Sigorta Fonunun kaynaklarının ihtiyacı karşılamaması durumunda, belirleyeceği usul ve esaslara göre bu Fona avans vermeye yetkilidir.
- e) Banka, nihai kredi mercii olarak bankalara kredi verme işlerini yürütür.
- f) Banka, bankaların ödünç para verme işlemlerinde ve mevduat kabulünde uygulayacakları faiz oranlarını, belirleyeceği usul ve esaslara göre bankalardan istemeye yetkilidir.
- g) Banka, mali piyasaları izlemek amacıyla bankalar ve diğer mali kurumlardan ve bunları düzenlemek ve denetlemekle görevli kurum ve kuruluşlardan gerekli bilgileri istemeye ve istatistiki bilgi toplamaya yetkilidir.

2.7. Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası Tarihçesi

Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası ülkemizde para ve kur politikasından sorumlu kurumdur. Temel amacı fiyat istikrarını sağlamak olan Merkez Bankası, ayrıca finansal sistemde istikrarı sağlayıcı önlemleri almakla da görevlendirilmiştir. Bunun yanı sıra ülkemizde tedavülde olan banknotların basımından ve dolaşımının sağlanmasından, ödeme sistemlerinin kurulması ve işletilmesi ile uluslararası rezervlerin yönetilmesinden de Merkez Bankası sorumludur (TCMB 2014).

Merkez bankasının kurulduğu yıllardan itibaren inceleyebiliriz. Birinci dönem, Osmanlı Devleti dönemini ve Cumhuriyetin ilk yılları ile Merkez Bankasının kuruluşundan 1970’li yıllara kadar olan süreci içermektedir. İkinci dönem, 1970’li yıllardan 2001 yılına kadar geçen süreci kapsamaktadır. Üçüncü dönemde ise 2001 yılından günümüze kadar olan zaman dilimi ele alınmaktadır.

Birinci dönem, Osmanlı Devletinin para miktarının ayarlanması, kredi hacminin düzenlenmesi, altın ve döviz rezervlerinin yönetimi ile iç ve dış ödemelerin gerçekleştirilmesi gibi ekonomik faaliyetleri; hazine, darphane, sarraflar, vakıflar, bedestenler ve loncalar gibi farklı kesimler tarafından yürütülmesini sağlamasıdır. Osmanlı Devleti, “altın sikke” basımını bu dönemde gerçekleştirmiştir. Osmanlı Devleti 1839 yılında senyoraj¹¹ hakkını ilk kez kullanarak kâğıt para çıkartmayı denemiştir. Merkez Bankasının dış borç işlemlerine aracılık etme görevi 1854 Kırım Savaşında dış borç alınması ile başlamıştır ve dış borç ilişkileri için “Ottoman Bank (Bank-ı Osmanî)” kurulmuştur ve sonrasında ismi “Osmanlı Bankası” olarak değiştirilmiştir (TCMB 2011).

Birinci Dünya Savaşından sonra ülkeler kendi para politikalarını bağımsız olarak belirlemek istemişlerdir. Merkez Bankası, TBMM’de kabul edilen karar ile 3 Ekim 1931 tarihinde resmi faaliyetlerine başlamıştır. Merkez Bankası, 11 Haziran 1930 tarihinde bir anonim şirket olarak kurulmuştur. Bankanın hisse senetleri, dört sınıfa ayrılmıştır: (A) sınıfı hisseler Hazineye aittir ve bu hisse sınıfının payı Merkez Bankası Kanunu gereği yüzde 51’den az olamaz. (B) sınıfı hisseler Türkiye’de faaliyette bulunan milli bankalara, (C) sınıfı hisseler milli bankalar dışında kalan diğer bankalarla imtiyazlı şirketlere, (D) sınıfı hisseler ise Türk ticaret kuruluşlarıyla Türk uyruklu gerçek ve tüzel kişilere aittir (TCMB 2011).

Merkez Bankasının temel amacı ülkenin ekonomik kalkınmasını sağlamaktır. Merkez Bankası banknot basma yetkisine sahip tek kurumdur. Banka ayrıca reeskont oranlarını belirlemeye, para piyasasını ve para dolaşımını düzenlemeye, hazine işlemlerini yerine getirmeye ve Türk parasının değerini korumak üzere tüm önlemleri alma yetkilerine sahiptir. İkinci Dünya Savaşı’nın olumsuz etkileri nedeniyle genel fiyat düzeyi, 1938-1948 yılları arasındaki dönemde üç kattan fazla artış göstermiştir (TCMB 2011).

¹¹ Paranın üretim maliyetiyle üzerinde yazılı değer arasındaki farktır. Devletler bu farkı kasalarına gelir olarak yazarak, herhangi bir borçlanmaya veya vergi toplamaya ihtiyaç duymadan harcamalarının bir kısmını finanse edebilirler.

İkinci dönem 1970 yılında TCMB'nin yetkilerini genişletilmesiyle başlayan sürecidir. 1211 sayılı kanunla Bankanın para politikası araçları üzerindeki kontrolü artırılmış, para ve krediye ilişkin durumlarda hükümete görüş bildirebilir duruma gelmiştir. Kanun değişikliğiyle Bankaya para arzını ve likiditeyi düzenlemek amacıyla açık piyasa işlemleri yapma yetkisi verilmiştir (TCMB 2011).

1980 fiyatların piyasa mekanizmasında oluşması için fiyat kontrolleri kaldırılmış ve serbest dış ticaret politikasına geçiş yapılmıştır. Bankanın temel görevlerini ekonominin temel gereklerine göre fiyat istikrarını sağlamak olarak belirtilmiştir. Sabit kur uygulamasından vazgeçilmiş esnek bir döviz kuru rejimine geçilmiştir (TCMB 2011).

1990 yılında Banka, uygulayacağı para programını kamuoyuna ilk defa duyurmuş ve bu programla döviz kurları ve faiz oranlarındaki istikrarı bozmadan piyasanın likidite ihtiyacını karşılamayı amaçlamıştır. Merkez Bankası, 1995-1999 yılları arasında döviz kurundaki dalgalanmaları azaltmayı ve döviz piyasalarındaki spekülasyon hareketleri önlemeyi amaçlayarak mali piyasalarda istikrarı sağlamaya yönelik politikalar izlemiştir. Bu dönemdeki dışsal şokların etkisiyle ekonomik durumun daha da ağırlaşması üzerine 2000 yılında döviz kuruna dayalı yeni bir ekonomik program yürürlüğe konulmuştur (TCMB 2011).

Üçüncü dönem ise 2001 yılında yaşanan ekonomik kriz sonucunda dalgalı kur rejimine geçilmesi ile başlar. Kriz sonrasında ekonomide bir yapısal dönüşüm süreci başlamıştır. Merkez Bankasının uygulayacağı para politikasını ve kullanacağı para politikası araçlarını doğrudan kendisinin belirleyeceği belirtilmiş ve böylelikle Banka araç bağımsızlığına¹²sahip olmuştur. Bankanın fiyat istikrarını sağlama amacı ile çelişmemek kaydıyla hükümetin büyüme ve istihdam politikalarını destekleyeceği kararı alınmıştır. Temel amaç olan fiyat istikrarı doğrultusunda 2002 yılından itibaren,

¹²Merkez bankası bağımsızlığı, temel ve öncelikli amacı fiyat istikrarını sağlamak olan merkez bankalarının bu amaca yönelik politikalara ve kullanılacak araçlara ilişkin kararlarını kendilerinin serbestçe almasıdır.

modern bir para politikası stratejisi olan “enflasyon hedeflemesi¹³ rejimi” uygulamasına geçilmiştir (TCMB 2011).

2002-2005 yılları arasında örtük enflasyon hedeflemesi uygulanarak açık enflasyon hedeflemesi rejiminin uygulanması için gerekli ön koşulların¹⁴ çalışmaları başlamıştır. 2006 yılından itibaren açık enflasyon hedeflemesi rejimi uygulanmaya başlanmıştır (TCMB 2011).

2008 yılına gelindiğinde yaşanan küresel krizin nedeni ile TCMB faiz oranına müdahale ederek indirim sağlamıştır. TCMB, 2010 yılının sonlarından itibaren makro finansal riskleri de gözeten yeni bir para politikası çerçevesi tasarlamış ve uygulamaya koymuştur. Bu kapsamda, enflasyon hedeflemesinin genel çerçevesi gözden geçirilerek finansal istikrar destekleyici bir amaç olarak benimsenmiş; bu amaca yönelik olarak ek politika araçları geliştirilmiştir. Yeni politika tasarımı, özellikle dış denge, kredi genişlemesi ve sermaye akımlarından kaynaklanan kırılganlıklara karşı ekonominin dayanıklılığını artıracak bir çerçeve oluşturmayı amaçlamıştır (Kara 2012:8). TCMB, 2010 yılının sonlarından itibaren finansal istikrarı makro bir perspektifle gözeten yeni bir para politikası çerçevesi tasarlamış ve uygulamaya koymuştur (Kara 2012: 23).

Merkez bankası görev ve yetkileri kapsamında uyguladığı para politikasıyla ekonomiyi kontrol etmeye çalışmaktadır. 2008 küresel krizi döneminde de kontrollü olarak ekonomiye müdahale etmiş ve kriz sonrası dönem için geçiş politikaları uygulamıştır. Başçı'nın (2014) 2008 küresel kriz sonrasına ilişkin değerlendirmeleri şu şekildedir: “Lehman Brothers’ın çöküşüyle zirve noktasına çıkan küresel finansal krize karşı gelişmiş ülke merkez bankalarının uyguladığı faiz indirimlerinin talebi canlandırma konusunda yetersiz kalması, büyük ölçekli varlık alımları ve uzun vadeli

¹³Enflasyon hedeflemesi; para politikasının fiyat istikrarını sağlamaya ve sürdürmeye yönelik olarak kurumsallaştığı bir para politikası rejimidir. Merkez bankaları bu rejimde, belirlenen ve ilan edilen enflasyon hedefine belirli bir süre sonunda ulaşacaklarını taahhüt etmekte, para politikası araçlarını sadece belirlenen hedefe ulaşmaya yönelik olarak bağımsız bir şekilde kullanmaktadırlar.

¹⁴•Merkez bankasının sadece enflasyon hedefine yönelik taahhüdünün olması,
•Merkez bankasının bağımsız ve hesap verebilir olması,
•Güçlü bir finansal sistem, sağlam bir bankacılık sektörü ve gelişmiş para, sermaye ve döviz piyasalarının oluşturulması,
•Mali baskınlığın düşük olması,
•Enflasyonun öngörülebilmesi için geniş bir bilgi setinin ve güçlü tahmin modellerinin oluşturulması.

fonlama gibi alışılmışın dışına para politikalarının gündeme gelmesine sebep olmuştur. Ancak faiz indiriminde daha fazla manevra alanı kalmamasından dolayı söz konusu politikalar kullanılmaya devam ederken, düşük faiz ortamının kriz sonrası normalleşme sürecini zorlaştıracağı endişeleri oluşmuştur”.

Türkiye, güçlü ve iyi denetlenen bankacılık sistemi ve yaşanan krizlerin tecrübeleriyle oluşturulan esnek ve etkin likidite yönetimi ile küresel kriz dönemine tecrübeli girmiştir. Kriz sırasında Merkez Bankası tarafından bir tarafta döviz piyasalarına ve bankacılık sistemi döviz likiditesine yönelik tedbirler alınırken, diğer tarafta krizin para piyasaları üzerinde oluşturduğu belirsizliği gidermeye yönelik uygulamalara başlanmıştır. Krizle birlikte TCMB 2008 Kasım ayında parasal genişleme sürecini başlatmış, Eylül 2012’ye kadar politika faizleri 1025 baz puan indirilmiştir. Küresel likidite bolluğunun kaynaklık ettiği kısa vadeli sermaye girişleri sonucu Türk lirasında aşırı değerlenme ortaya çıkmış ve yurtiçi kredi kullanımı önemli düzeyde artış göstermiştir. Türk lirasındaki değerlenme dış açığı genişletirken, kredi genişlemesi iç talebi artırmıştır. Küresel krizin etkilerinin daha az hissedildiği Türkiye ekonomisinde 2009 yılının ortalarından sonra iç talep kaynaklı bir büyüme süreci ortaya çıkmıştır (Delice 2015: 48).

III. BÖLÜM

3.TÜRKİYE CUMHURİYET MERKEZ BANKASI PARA POLİTİKASI

3.1 Kriz Sonrası Dönemde TCMB Uygulamaları ve Müdahaleleri

Merkez Bankası 2008 finansal kriz sonrasında aldığı tedbirleri aşamalı olarak uygulamaya koymuştur. 2009 yılında genel sistemsel bir toparlanma yoluna giderken 2010 yılında yeni politikalar uygulamaya başlamıştır. Yıllar bazında işlem süreçlerini ve iyileşme politikalarını uygulamaya koyarak krizin etkilerini ortadan kaldırmayı ve gelişim sürecini devam ettirmeyi amaçlamıştır.

Merkez Bankası 2008 kriz sonrasında aldığı tedbirleri uygularken 2009 yılında toparlanma; 2010 yılında yeni politikalar uygulayarak ekonomik canlanma sağlamak istemiştir. TCMB, bu dönemde, toplam talepte canlanma yaratmak amacıyla faiz oranı, zorunlu karşılık, döviz işlemleri, teminat çeşitlendirmesi gibi politika araçlarını kullanmıştır. Merkez Bankası bu dönemde; döviz ve efektif piyasası döviz depo piyasaları aracılık faaliyetlerine yeniden başladı. Döviz depo işlemlerini artırdı ve TCMB'den borçlanma vadelerini 1 haftadan 1 aya çıkardı. Zorunlu karşılık oranlarını düşürdü. TL yükümlülüklerinde değişiklik yapılmadı %6, yabancı para yükümlülükleri %9'a indirildi.

3.1.1 Krizin Etkilerini Azaltma Dönemi

Finansal kriz sonucu Merkez Bankası 2009 yılında fiyat istikrarı temel amacıyla çelişmemek koşulu ile krizin iktisadi faaliyet ve finansal istikrar üzerindeki olumsuz etkilerini azaltmak için hareket etmiştir. 2008 yılı başlangıcında, enflasyon hedeflemesi

rejiminin bir gereği olarak, hükümetle yapılan görüşmeler dâhilinde, 2008, 2009 ve 2010 yılları için %4'lük enflasyon hedefi belirlenmiştir (TCMB 2007). Enflasyon hedefleri, hükümetle birlikte ve yıllık bütçe uygulamasıyla 3 yıllık belirlenmektedir (TCMB 2010a). Kriz nedeni ile 2008 yılı enflasyon hedefinden sapmalar¹⁵ yaşanmıştır. Sapmalardan kaynaklı, tutarlılık sağlanabilmesi ve güvenilir ortam oluşumu amaçlanarak, yeni hedefler 2009, 2010 ve 2011 yılları için sırasıyla %7,5, %6,5 ve %5,5 olarak belirlenmiştir. Küresel iktisadi faaliyetteki daralmanın ve alınan mali önlemler kapsamında vergi indirimlerinin de etkisiyle yılın ilk yarısında enflasyonda kayda değer bir azalma yaşanmıştır (TCMB 2010a).

2008 küresel finansal krizin etkilerini azaltmak için gelişmekte olan ülkeler faiz indirim politikası uygulamıştır. Türkiye daha önce yaşadığı kriz tecrübelerinden yola çıkarak bu sürece adapte olup faiz indirimine giden ülkelere olmuştur. TCMB kriz nedeni ile oluşacak toplam talepteki azalmayı engellemek için politika faiz oranlarını kullanmış, 2008 Eylül ayından itibaren temel politika aracı olan politika faizinde indirim gitmeye başlamıştır (Yılmaz 2010). Politika faizlerine yapılan müdahalelerle ekonomiye yön veren TCMB faiz indirimi yaptığında; bankalar düşük faiz oranları ile fonlanmış olacaklar ve bu durumda mevduat ve kredi faiz oranları düşecek, tüketim, üretim ve yatırım alanlarında canlanma başlayacaktır. Merkez Bankası, 2008 yılı Kasım ayında parasal genişleme sürecini başlatmış ve gelişmekte olan ülkeler içinde faiz indirimlerine en erken başlayan merkez bankaları arasında yer almıştır. 2009 yılında faiz indirimleri devam etmiştir. 2009 yılının ortalarında yakalanan toparlanmaya rağmen yıl boyunca indirimler devam etmiştir (Serel ve Bayır 2013: 63). 2009 yılında enflasyon hedefini göz önüne alan Merkez Bankası, önden yüklemeli bir strateji izleyerek Aralık 2008-Nisan 2009 döneminde politika faizlerini 650 baz puan indirmiştir. Türkiye, enflasyon hedeflemesi uygulayan ülkeler içinde kriz sürecinde en

¹⁵ Enflasyon hedefinden belirgin olarak sapılması durumuna ilişkin olarak, Merkez Bankası Kanunu'nun 42. maddesinde, "Banka, belirlenen hedeflere ilan edilen sürelerde ulaşamaması ya da ulaşamama olasılığının ortaya çıkması halinde, nedenlerini ve alınması gereken önlemleri Hükümete yazılı olarak bildirir ve kamuoyuna açıklar" hükmü yer almaktadır. Bu bağlamda, enflasyon hedeflemesi rejimi çerçevesinde şeffaflık ve hesap verme ilkelerinin uygulanabilmesi için Merkez Bankası, kamuoyunca gözlemlenebilir ve somut bir kriter ortaya koyabilmek amacıyla nokta hedefler etrafında belirsizlik aralığı ilan etmektedir. Enflasyon belirsizlik aralığının dışına çıktığında hesap verme yükümlülüğü devreye girmektedir.

fazla faiz indirimine giden ülkelerden olmuştur, Aralık 2009 yılına gelindiğinde politika faizleri toplam 1.025 baz puan indirilmiştir (TCMB 2010a).

Merkez Bankası her yıl yaptığı Para Politikası Kurulu toplantılarda para politikası üzerine açıklamalar yapmaktadır. Para Politikası Kurulu 15 Ocak 2009 tarihli toplantısında, kısa vadeli faiz oranlarının indirilmesine karar vermiştir (TCMB 2009a):

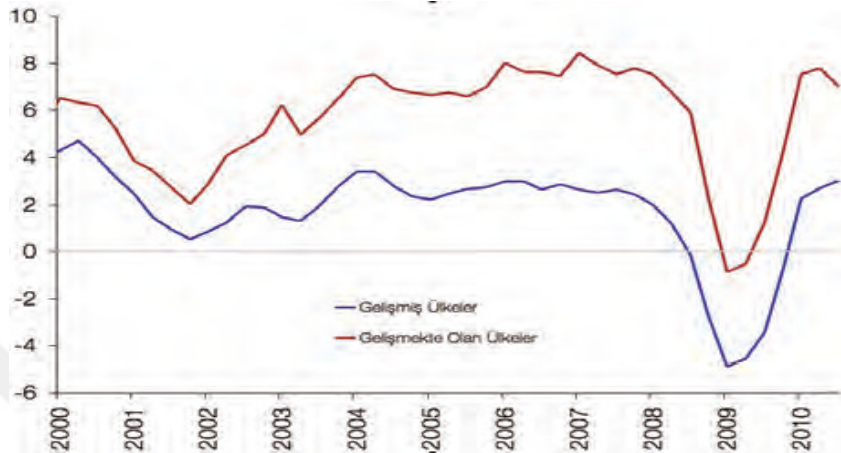
- a) Gecelik faiz oranları: Merkez Bankası borçlanma faiz oranı %15'ten %13'e, borç verme faiz oranı ise %17,50'den %15,50'ye indirilmiştir,
- b) Geç Likidite Penceresi Faiz Oranları: Geç Likidite Penceresi uygulaması çerçevesinde, Bankalar arası Para Piyasası'nda saat 16.00–17.00 arası gecelik vadede uygulanan Merkez Bankası borçlanma faiz oranı %11'den %9'a, borç verme faiz oranı ise %20,50'den %18,50'ye indirilmiştir,
- c) Açık piyasa işlemleri çerçevesinde piyasa yapıcısı bankalara repo işlemleri yoluyla gecelik ve bir haftalık vadelerde tanınan borçlanma imkânı faiz oranı %16,50'den %14,50'ye indirilmiştir.

Para Politikası Kurulu 17 Aralık 2009 tarihli toplantısında uygulanmakta olan kısa vadeli faiz oranlarının aşağıdaki gibi sabit tutulmasına karar vermiştir (TCMB 2009b):

- a) Gecelik faiz oranları: Merkez Bankası borçlanma faiz oranı %6,50, borç verme faiz oranı ise %9 belirlenmiştir,
- b) Geç Likidite Penceresi Faiz Oranları: Geç Likidite Penceresi uygulaması çerçevesinde, Bankalar arası Para Piyasası'nda saat 16.00–17.00 arası gecelik vadede uygulanan Merkez Bankası borçlanma faiz oranı %2,50, borç verme faiz oranı %12 oranında sabit tutulmak istenmiştir,
- c) Açık piyasa işlemleri çerçevesinde piyasa yapıcısı bankalara repo işlemleri yoluyla gecelik ve bir haftalık vadelerde tanınan borçlanma imkânı faiz oranı % 8 belirlenmiştir. Faiz indirimlerinin etkisiyle toparlanma için olumlu bir süreç oluşturulmak istenmiştir.

Aşağıdaki grafikte izleneceği üzere 2009 yılında tüm ülkeler bazında bir gerileme yaşanmıştır ve 2009 yılı kriz etkilerini toparlama sürecini içerisine alan bir

dönem olmuştur. Grafik üzerindeki hareketten yola çıkarsak 2001 kriz dönemi sonrasında olduğu gibi 2008 kriz sonrası dönemde büyüme oranlarında gerileme yaşanmış ve 2009 da ortaya çıkan durum küresel kriz etkisi ile daha derin bir süreç olmuştur.



Kaynak: TCMB 2010 finansal raporu

Grafik 3.1: Gelişmiş ve Gelişmekte Olan Ülkeler Yıllık Büyüme Oranı

Merkez Bankası, temel amacı olan fiyat istikrarından ayrılmadan, finansal krizinin Türkiye ekonomisi ve finansal istikrarı üzerindeki olumsuz etkilerini önlemek amacıyla, faiz indirimleri, Türk lirası ve döviz likiditesi sıkışıklığını giderecek, kredi piyasalarının sağlıklı işlemlerini sağlayacak ve reel sektörü destekleyecek tedbirler almıştır (TCMB 2009c).

2009 Haziran ayından itibaren; temel fonlama aracı olan bir hafta vadeli repo işlemlerine ilave olarak üç aya kadar vadeli repo işlemlerinin de kullanılmaya başlanması ve %6 olan Türk Lirası zorunlu karşılık oranının %5'e düşürülmesi kullanılan bu araçlar arasında en önemli örneklerdir (TCMB 2010a). Bu uygulamalarda Merkez Bankasının amacı ekonomide kredi hacmi, tüketim, yatırım gibi alanlarda canlanma sağlamaktır. TCMB bu uygulamalarıyla yılın sonuna kadar bir canlanma yaratmış ve kredi hacmini genişletmiştir. Ancak, TCMB'nin politika faiz oranında ve zorunlu karşılık oranlarında uyguladığı indirimin, yılın ikinci yarısında kredi faiz oranlarına da yansıdığı ve sene sonuna doğru kredi hacminde bir genişleme ortaya çıkardığı görülmektedir (TCMB 2010a).

Kriz döneminde zorluk yaşanan alanlar arasında yurtiçi döviz piyasası işleyişi de yer almıştır. 2008 krizi ile başlayan ve 2009 yılının ilk yarısına kadar devam eden sermaye çıkışları döviz piyasasında likidite sıkışıklığına neden olmuştur. Mevcut durumda dalgalı döviz kuru uygulanmaktadır. Dalgalı döviz kuru krizin olumsuz etkilerinin giderilmesine ve ekonomik güvenin artmasına destek sağlamaktadır. Merkez Bankası döviz alımlarını, kuralları önceden duyurulmuş şeffaflık anlayışı çerçevesinde yapılan ihaleler aracılığıyla gerçekleştirmektedir ve döviz piyasasındaki arz ve talep koşullarını mümkün olduğunca az etkilemeye özen göstermektedir. Finansal piyasalardan döviz akışının sağlanamaması ve yabancı sermaye girişinin azalması döviz piyasalarında likidite sıkıntısı yaşanmasına neden olmaktadır (TCMB 2010a). Bankaların döviz likiditesi bakımından daha esnek kararlar alabilmesi ve piyasadaki döviz likiditesi sorununu giderici politikaların teşvik edilmesi önem arz etmektedir. Bu nedenle bankaların döviz cinsinden borçlanmaları durumunda faiz oranları %10 seviyesinden kademeli olarak, 20 Şubat 2009 tarihinde Merkez Bankası taraflı işlemlerde borç verme faiz oranı ABD doları için %7'den %5,5'e, Euro için %9'dan %6,5'e düşürülmüştür (TCMB 2009d).

2009 yılı içerisinde TCMB uyguladığı politikalarla tedbirler almaya ve istikrarlı bir politika izlemeye çalışmıştır. Döviz Depo Piyasası'nda bankaların Merkez Bankası'ndan alabilecekleri döviz depolarının vadesi 1 aydan 3 aya uzatılmıştır (TCMB 2010a). Kriz sonrası dönemde ekonominin güçlendirilmesi amacıyla döviz alım ihalelerine ara verilmiştir ve Merkez Bankası 2009 yılına ilişkin açıkladığı para ve kur politikasında, döviz rezervinin güçlü olması için hareket etmiş, döviz alım ihaleleri uluslararası piyasalardaki gelişmelere göre şekillendirilmiştir (TCMB 2008a). Döviz alım ihalelerine 4 Ağustos 2009 tarihinden itibaren tekrar başlanmıştır (TCMB 2009d). 2009 yılı içinde döviz alım ihaleleri yoluyla alımı yapılan toplam döviz tutarı 4 Aralık 2009 tarihi itibarıyla 3,5 milyar ABD doları olmuş, düzenlenen döviz satım ihalelerinde toplam 0,9 milyar ABD doları satılmış, döviz piyasasına 2009 yılında da doğrudan müdahale edilmemiştir (TCMB 2009d). Alınan para politikası kararlarının olumlu etkilerinin sürdürülmesi ve indirim uygulanan faiz oranlarının korunabilmesi için ekonomik güçlenme dönemine geçilmesi gerektiği algılanmıştır. Kriz döneminde uygulanan para politikaları, Merkez Bankası'nın şeffaflığı, açıklamaları ve enflasyonda

gözlenen belirgin düşüş son bir yıl içinde enflasyon beklentilerinin aşağı yönlü bir eğilim sergilemesini sağlamıştır. Sonuç olarak Merkez Bankası, aldığı politika kararlarıyla küresel krizin iktisadi faaliyet üzerinde yol açtığı tahribatı sınırlarken enflasyonun hedeften belirgin şekilde sapmasını engellemiştir (TCMB 2010a).

2009 yılı için izlenen politikalarla TCMB'nin uyguladığı düşük enflasyon, düşük faiz ile krizin etkileri kontrol altına alınmaya çalışılmış ve sürecin gereği olarak kabul edilen veya korunma dönemi olarak ifade edilebilecek bu dönemde fiyat istikrarı amacından vazgeçilmemiş, kriz sonrasında yaşanacak gerileme durdurulmak, yavaşlatılmak istenmiştir.

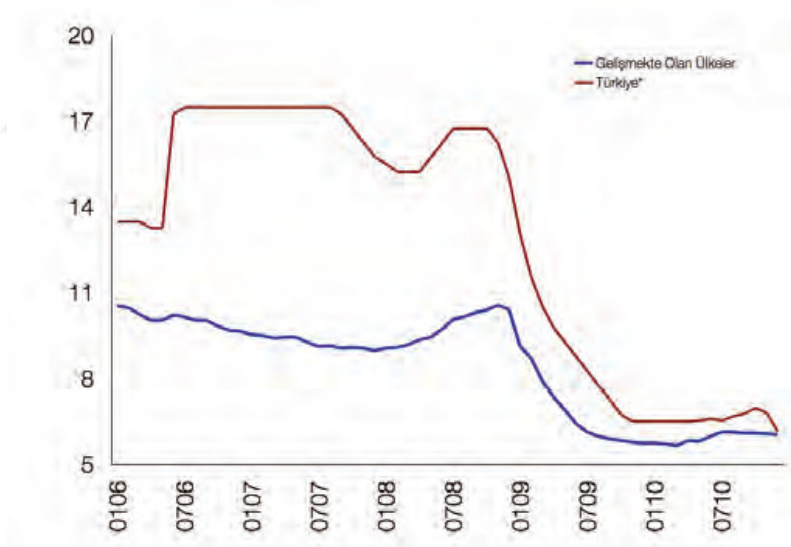
3.1.2 Koruma Politikalarından Yeni Politikalara Geçiş Yılları

2009 yılında uygulanan zararı azaltma, krizin sertliğini yumuşatma süreci sonrasında 2010 yılında toparlanma, kriz öncesi ekonomik durumu yakalama süreci başlamıştır. Küresel ekonomi kademeli olarak toparlanmaya devam etmiştir, gelişmiş ekonomilerde daha yavaş yaşanan bu süreç, gelişmekte olan ekonomilerde daha hızlı ve istikrarlı şekilde yaşanmıştır. Türkiye ve birçok gelişmekte olan ülkede üretim, kriz öncesi seviyelerinin üzerine çıkmıştır (TCMB 2011a).

Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası 2010 yılında izlediği politikalar çerçevesinde fiyat istikrarından taviz vermeden finansal istikrarı sağlamayı hedeflemiştir. TCMB 2010 yılında ilan ettiği kurul kararları ve açıkladığı yeni politikalarla 2010 yılı itibariyle ilerlemeye yönelik adımlar atacağını ve koruyucu süreçten çıkılmaya çalışılacağını ifade etmiştir. 2010 yılı finansal raporlarında bu süreci “çıkış stratejisi” olarak Nisan ayında açıklamıştır. Fiyat istikrarından taviz verilmeden finansal istikrarın gözetilebilmesi amacıyla, politika faizine ek olarak zorunlu karşılıklar ve faiz koridorunun aktif para politikası araçları olarak kullanılacağı açıklanmıştır (TCMB 2011a). Olumlu devam eden gelişmeler neticesinde 2010 yılında TCMB koruma sürecini durdurarak çıkış stratejisini belirlemeye karar vermiştir. Çıkış stratejisinin amacı tedbir kararlarının kontrollü bir şekilde geri alınarak para politikasında olağanüstü durumdan çıkılarak normalleşme sürecine geçiş sağlamaktır

(Serel ve Bayır 2013). Ekonomik canlanma ile birlikte yılın ilk aylarında yıllık %10 seviyesinin üzerine çıkan enflasyon oranı para politikası çıkış stratejisinin açıklandığı nisan ayından itibaren düşmeye başlamış, yılın üçüncü çeyreğinde yeniden yükselmeye başlamasına rağmen, son çeyrekte tekrar düşüşe geçerek yılı hedefin 10 baz puan altında %6.4 seviyesinde tamamlamıştır (TCMB 2011a). Bu oran 1971'den sonra görülen en düşük enflasyon oranıdır.

Aşağıdaki grafikte görüldüğü üzere gelişmekte olan ülkelerde faiz artışları sınırlı oranda kalmış; 2009 yılı sonunda %5,75 olan bileşik politika faiz oranı 2010 yılı sonunda %6 düzeyine ulaşmıştır. Alternatif politika arayışında olan gelişmiş ülke merkez bankaları, 2010 yılı boyunca niceliksel genişleme sürecine devam etmiştir (TCMB 2011a). TCMB bu süreçte politika değişiklikleri yaparak gelişimini devam ettirmeyi hedeflemiştir.



Kaynak: TCMB 2010 yılı Mayıs ayından itibaren oluşan faiz oranı

Grafik 3.2: Enflasyon Hedeflemesi Yapan Gelişmekte Olan Ülkelerde Politika Faiz Oranı

TCMB, kriz döneminde aldığı likidite tedbirlerini aşamalı olarak geri çekmiş, zorunlu karşılık oranlarının da kademeli olarak kriz öncesi seviyelere getirileceğini açıklamıştır. 2010 yılının ortalarından itibaren ise makro finansal sorunlar incelenmeye

devam edilmiştir. Alternatif politika araçlarının kullanımına bu dönemde özen gösterilmiştir. Likidite yönetimi stratejisinin daha etkili olarak kullanılabilmesi için operasyonel açıdan değişiklik yapılmıştır. Merkez bankası 10 Aralık 2009 yılında yayınladığı 2010 yılı para ve kur politikası raporunda; Merkez Bankası, esnek ve etkin likidite yönetimine imkân sağlayan mevcut likidite yönetimi operasyonel çerçevesini 2010 yılında da sürdüreceğine yer vermiş, teknik faiz indirimi ve yeni operasyonel çerçevesi raporun 64. maddesinde detaylı olarak açıklamıştır (TCMB 2009d). 2010 yılı çıkış stratejisi kapsamında kullanılan temel araçlar arasında faiz koridoru, haftalık repo faizi ve likidite yönetimi araçları, zorunlu karşılık oranı yer almaktadır. Faizlerin yükselmesi kredi artışını durdurabilmekte ancak yüksek faiz kısa vadeli sermaye girişlerini teşvik edebilmektedir. Böyle bir ortamda krediler kontrol altına alınmışken döviz kuru dengesi zarar görebilmektedir. Merkez Bankası bu nedenle geleneksel para politikası araçlarını yeni politika araçlarıyla desteklemiştir, örneğin geleneksel politika aracı olarak kabul edilen faiz politikasının geleneksel olmayan faiz koridoru uygulamasıyla desteklenmesi gibi. TCMB bu araçlarla fiyat istikrarı ve finansal istikrarı kontrol etmeyi amaçlamıştır. Bu süreçte krediler ve döviz kuru, araçlar ve amaçlar arasında köprü vazifesi görmektedir. İlk olarak gecelik faiz oranı yerine, 1 hafta vadeli repo ihale faiz oranının politika faiz oranı olarak belirlenmesine karar verilmiş, TCMB'ye daha geniş bir politika esnekliği yaratacak şekilde zorunlu karşılık oranı aracı daha aktif olarak kullanılmış, faiz koridoru aracı kullanılmaya başlanmıştır (TCMB 2012a). Çıkış stratejisi içerisinde zorunlu karşılıklara faiz ödemesine son verilmiş, zorunlu karşılık oranları artırılmış ve vadeye göre farklılaştırılmıştır. Zorunlu karşılık oranı kredi artış hızını kontrol amaçlı kullanılan bir araç olarak değerlendirilmiştir. Kısa vadeler için yüksek, uzun vadeler için düşük karşılık oranları uygulanmış, faiz koridoru genişletilmiştir. Ekonomiyi hassaslaştıran kısa vadeli sermaye girişlerini azaltmak için faizler düşük tutulmuştur (Başçı ve Kara 2011). Kriz sonrasında gelişmiş ülkelerin faizi düşük tutarak piyasada likidite oluşturmaları, faizlerin gelişmiş ülkelere kıyasla yüksek olduğu gelişmekte olan ülkelere sermaye akımlarını artırarak kredi büyümesinin hızlanmasına neden olmuştur (Çetin 2016:100).

2010 yılı PPK toplantılarında alınan kararlar incelendiğinde; Ocak, Şubat, Mart ve Nisan aylarında yapılan PPK toplantılarında politika faizine müdahale edilmediği ve

2009 yılındaki seyrini sürdürdüğü görülmektedir. Gecelik faiz oranları, geç likidite penceresi faiz oranları, Açık piyasa işlemleri çerçevesinde piyasa yapıcısı bankalara repo işlemleri yoluyla gecelik ve bir haftalık vadelerde tanınan borçlanma imkânı faiz oranında değişiklik yapılmadan uygulanmıştır. Para Politikası Kurulu, 14 Ocak 2010 tarihli toplantısında küresel ekonomideki sorunların henüz tam olarak giderilememiş olduğunu ve toparlanmanın gücüne ilişkin belirsizliklerin devam ettiğini dikkate alarak, faiz oranlarının uzun bir süre düşük düzeylerde tutulması gerektiğini vurgulamıştır (TCMB 2010c).

Mayıs, Haziran, Temmuz ve Ağustos aylarında yapılan PPK toplantılarında uygulanan politika faiz oranı %7 belirlenmiştir. Nisan ayında yayınlana Para Politikası Çıkış Stratejisi doğrultusunda teknik faiz ayarlaması için seyrini %7 civarında sürdürdüğü gözlemlenen 1 hafta vadeli repo ihale faiz oranı, politika faizi, %7 olarak belirlenmiş ve uygulanan diğer faiz oranları gecelik ve geç likidite penceresi faiz oranlarında değişiklik yapılmamıştır.

Eylül, Ekim ve Kasım ayları PPK toplantısında Para Politikası Çıkış Stratejisi ikinci aşaması olarak politika faizi sabit tutulurken, gecelik faiz oranları, geç likidite penceresi faiz oranları, açık piyasa işlemleri çerçevesinde piyasa yapıcısı bankalara repo işlemleri yoluyla gecelik ve bir haftalık vadelerde tanınan borçlanma imkânı faiz oranları kademeli olarak düşürülmüştür.

2010 yılının son dönemine gelindiğinde güçlü sermaye girişlerinin ve kredi genişlemelerinin yaşanması cari dengeyi olumsuz etkilemiştir. Bu duruma tedbir olarak TCMB, bir yandan kısa vadeli faizleri düşük tutarak sermaye girişlerini caydırmayı amaçlayan, diğer yandan zorunlu karşılık oranlarını artırarak kredi artış hızını yavaşlatmayı hedefleyen bir stratejiyi uygulamaya koymuştur (Kara ve Başçı 2011). Bu uygulamadaki amaç küresel risk iştahından kaynaklı oluşabilecek beklemedik riskleri minimize edebilmek için kısa vadeli sermaye girişlerini azaltarak döviz kuru oynaklığını kontrol altına almak olmuştur. Yani kısa vadeli faizler düşük tutularak geçici sermaye girişlerinden kaynaklı oluşabilecek denge kaybı engellenmiş olacaktır.

Para Politikası Kurulu, 16 Aralık 2010 tarihli toplantısında faiz oranlarının aşağıdaki gibi belirlenmesine karar vermiştir (TCMB 2010d):

- a) Politika faizi olan bir hafta vadeli repo ihale faiz oranı %7'den %6,50'ye düşürülmüştür.
- b) Gecelik faiz oranları: Merkez Bankası borçlanma faiz oranı %1,75'ten %1,50'ye düşürülmüş, borç verme faiz oranı %8,75'ten %9 düzeyine yükseltilmiştir. Açık piyasa işlemleri çerçevesinde piyasa yapıcısı bankalara repo işlemleri yoluyla tanınan borçlanma imkânı faiz oranı ise %7,75'ten %8'e yükseltilmiştir.
- c) Geç Likidite Penceresi Faiz Oranları: Geç Likidite Penceresi uygulaması çerçevesinde, Bankalararası Para Piyasası'nda saat 16.00–17.00 arası gecelik vadede uygulanan Merkez Bankası borçlanma faiz oranı %0 düzeyinde sabit tutulmuş, borç verme faiz oranı %11,75'ten %12 düzeyine yükseltilmiştir.

TCMB 2010-2011 yılları arasında uyguladığı para politikası kapsamında; kredi piyasalarındaki genişlemeyi sınırlamak için yabancı para zorunlu karşılık oranı 2 puan artırılarak %11'e yükseltilmiştir (TCMB 2011a). Döviz alımlarını kolaylaştırmak için esnek bir döviz alım ihale yöntemi belirlenerek Türkiye'ye yönelik sermaye girişlerinin daha istikrarlı hale getirilmesi sağlanmaya çalışılmıştır. 2010 yılında toplam 14,1 milyar ABD doları piyasadan alınmıştır (TCMB 2010b). Bankacılık sisteminde, yükümlülüklerin vadesinin uzatılması ve yabancı sermaye girişlerinin daha uzun vadeye yönlendirilmesi için Türk lirası zorunlu karşılık oranları vadelere göre farklılaştırılmış ve daha önce zorunlu karşılığa tabi olmayan yurt içi ve yurt dışı repo işlemlerinden sağlanan bazı fonlar da zorunlu karşılık kapsamına alınmıştır (TCMB 2010b). Ekim ayında TCMB Döviz Depo Piyasasındaki aracılık işlemlerine son vermiştir. Bununla birlikte, bankaların kendilerine tanınan borçlanma limitleri çerçevesinde Merkez Bankası'ndan alacakları döviz depo işlemlerinin vadesi 3 aydan 1 haftaya indirilmiştir. Kredi genişlemesini sınırlamak amacıyla Türk lirası zorunlu karşılık oranları %6'ya yükseltilmiştir. Türk lirası zorunlu karşılıklara faiz ödenmesi uygulamasına son verilmiştir (TCMB 2010b).

TCMB tarafından yayınlanan 2010 Ekim ayı enflasyon raporu çalışmalarında anlaşıldığı üzere yapılan çalışmalar ve uygulanan para politikası yöntemleriyle iç talepte artış sağlanabilmiş ancak dış talep kriz öncesi dönemin gerisinde kalmıştır.

Türkiye’de TCMB 2010 yılının sonlarından itibaren makro finansal riskleri de gözetilen yeni bir para politikası çerçevesini uygulamaya koymuştur. Bu kapsamda enflasyon hedeflemesi finansal istikrarı destekleyici bir amaç olarak belirlenmiş ve bu amaca yönelik ek politika araçları geliştirilmiştir. Yeni politikada dış denge, kredi genişlemesi ve sermaye akımlarından kaynaklanan kırılganlıklara karşı ekonominin dayanıklılığını artırma amaçlanmıştır. Finansal istikrara makro perspektiften yaklaşan bir politika tasarımı ile cari denge ve sermaye akımları da önemli değişkenler olarak değerlendirilmiştir. Merkez Bankası uyguladığı politikalarla birlikte ekonominin dengeli büyümesi ve dış finansman yapısının daha güvenli olmasını amaçlamıştır (TCMB 2010b). Küresel krizin etkilerini en fazla hisseden ülkelerden biri olan Türkiye, 2010’un ilk yarısında çift haneli büyüme rakamlarını yakalayarak ciddi bir toparlanma göstermiştir (TCMB 2010b).

3.1.3. Yeni Politikaları Sürdürme ve Normalleşme

2009 yılında koruyucu politikalar, 2010 yılında korumacı tedbirlerden geliştirici tedbirlere geçiş şeklinde izlenen bir süreç yaşanmıştır. 2011 yılında da 2010 yılında başlatılmış olan süreç devam etmiştir. Yeni dönem politikası sürecinde uygulanan faiz koridoru ve zorunlu karşılık oranı uygulanmaya ve fiyat istikrarının yanında finansal istikrarda hedefler içerisinde yer almaya devam etmiştir. Makro finansal alanda ekonomiyi kapsayacak ve küresel riskleri göz önüne alarak ilerlemeyi sürdürecektir politikalar üzerinde durulmuştur. Sermaye akımları ve makro finansal riskleri yönetmeye yönelik politikalara ağırlık verilmiştir (Çetin 2016: 85). Çıkış stratejisi 2011 yılı Ağustos ayına kadar sürmüştür.

2010 Haziran sonrası cari açığındaki artış ve cari açığın finansmanının kısa vadeli olması dolayısıyla TCMB’nin uygulamalardaki amacı kısa vadeli sermayelerin vadesini uzatmak, döviz kurunun aşırı dalgalanmasını engellemek, yurt içi kredileri dengelemek

olmuştur. Hedeflen çerçeve sağlanmış olursa istikrar ortamı sürdürülebilir hale geleceği tasarlanmıştır. TCMB 2011 yılında uygulanan politikalarla yabancı sermaye girişinin kontrollü ilerlemesini, kısa vadeli yabancı sermaye girişini sınırlamayı, enflasyon üzerinde beliren yukarı yönlü riskleri sınırlamayı, Türkiye'ye giriş yapan kısa vadeli yabancı sermayenin vadesinin uzatılması gibi süreçleri kontrol edebilmeyi amaçlamıştır. Gecelik faiz oranlarının politika faiz oranlarından daha düşük seviyede oluşmasına izin verilerek aşağı yönlü oynaklık sağlamak amacıyla gecelik borçlanma faiz oranı düşürülerek faiz koridoru genişletilmiştir (TCMB 2012a). Ocak, Mart, Nisan 2011 döneminde zorunlu karşılık oranları kademeli olarak artırılmıştır. Yabancı para zorunlu karşılık oranlarında vadeye göre farklılaştırmaya gidilmiş, Türk Lirası kısa vadeli zorunlu karşılık oranları sınırlı oranda artırılmıştır (TCMB 2012a). Yabancı sermaye girişini dengelemek için 2010 yılı Aralık ayı ve 2011 yılı Ocak ayı sürecinde faiz oranı düşürülmüş, kısa vadeli yabancı sermaye girişini sınırlamak için gecelik borçlanma faiz oranı düşürülerek faiz koridoru aşağı yönlü genişletilmiştir (TCMB 2011a, 2012a; Serel ve Bayır 2013).

2011 yılının ilk yarısının sonlarında enflasyon oranlarında artışlar görülmüştür. Enflasyon artışı Orta Doğu-Kuzey Afrika Bölgesi'ndeki siyasi sorunlardan dolayı emtia ve enerji fiyatlarındaki artıştan kaynaklanmıştır. Çin kaynaklı hammadde ve enerji talebinin, bu ülkenin enflasyonist baskıları azaltmak için uyguladığı politikalar neticesinde düşmesi dünya emtia fiyatlarındaki artışın etkilerini sınırlasa da özellikle Mayıs-Haziran döneminde yüksek fiyat artışı görülmüştür (TCMB 2012a). 2011 yılı nisan ayında enflasyon artacağı yönünde beliren riskleri sınırlamak amacıyla zorunlu karşılık oranları kullanarak müdahale edilmiş, zorunlu karşılık oranları kademeli olarak artırılmıştır. Kısa vadeli yabancı sermayenin vadesinin uzatılması için Yabancı para zorunlu karşılık oranlarında vadeye göre farklılaştırma yapılmıştır (TCMB 2011a, 2012a; Serel ve Bayır 2013).

2011 yılının ikinci yarısında uygulanan para politikasında Haziran, Temmuz 2011 döneminde günlük döviz ihalelerinde alımı yapılacak tutarda indirime gidilmiştir ve bir süre sonra döviz alım ihalelerine ara verilmiştir. Bu uygulamanın nedeni sermaye akımlarında yaşanacak azalmanın likidite sıkışıklığı yaratmasına engel olmaktır. Türk

lirasında gözlenen belirgin değer kaybı, özellikle temel mal fiyatlarına yansiyarak, tüketici enflasyonunda artışa neden olmuştur. Yılsonunda yıllık tüketici enflasyonu önceki yıla kıyasla 4 puanlık bir artışla %10,45 olarak gerçekleşmiştir (TCMB 2012a). Fiyat istikrarı temel amacında beklentilerin üzerinde gerçekleşmiş bir enflasyon oranı yaşanmıştır. TCMB'nin 2010 yılı ikinci yarısından itibaren, yurtiçi kredi hacmini daraltmaya yönelik uyguladığı politikalar 2011 yılının ikinci yarısına kadar amacına uygun şekilde sürdürülmüştür (TCMB 2011a, 2012a).

2011 yılında Para Politikası Kurulu 20 Ocak ve 22 Aralık 2011 tarihli toplantısında, Merkez Bankası bünyesindeki Bankalararası Para Piyasası ve İstanbul Menkul Kıymetler Borsası Repo–Ters Repo Pazarı'nda uygulanmakta olan faiz oranlarını tablodaki gibi belirlemiştir (TCMB 2011b, 2011c).

Tablo 3.1: 2011 Yılı Ocak ve Aralık Ayı Para Politikası Kurul Faiz Oranı %

2011 Yılı Para Politikası Kurul Faiz Oranı (%) Açıklaması	Ocak Ayı Toplantı Kararı		Ağustos Ayı Toplantı Kararı		Aralık Ayı Toplantı Kararı	
	TCMB Borç Alma	TCMB Borç Verme	TCMB Borç Alma	TCMB Borç Verme	TCMB Borç Alma	TCMB Borç Verme
Gecelik Faiz Oranları %	1,50	9	5	9	5	12,5
Geç Likidite Penceresi Faiz Oranları % (Saat 16:00-17:00)	0	12	0	12	0	15,5
Bir Hafta Vadeli Repo İhale Faiz Oranı %	6,25		5,75		5,75	

Kaynak: 2011 Para Politikası Kurul Toplantısı

2011 yılı PPK toplantısı Ocak ayı faiz oranları Tablo 3.1'de yer aldığı şekilde belirlenmiştir. 2010 yılı Aralık ayından farklı olarak politika faiz oranı %6.50'den %6.25'e indirilmiş, diğer faiz oranlarında değişiklik yapılmadan uygulanmaya devam edilmiştir. Şubat, Mart, Nisan, Mayıs, Haziran ve Temmuz aylarında düzenlenen PPK toplantılarında faiz oranları değiştirilmeden Ocak ayında belirlenen oranlarla uygulanmıştır. 4 Ağustos 2011 tarihinde yapılan ara toplantı ile faiz oranlarında değişiklik yapılmıştır. PPK toplantısında bazı Avrupa ülkelerinde yaşanan kamu borcu sorunu ve büyümeye yönelik endişeler nedeniyle kısa vadeli faizlerde oluşabilecek aşağı yönlü oynaklığı azaltmak amacıyla gecelik borçlanma faiz oranlarında değişikliğe giderek borçlanma faiz oranını %1,50'den %5'e çıkarmış ve faiz koridorunu daraltma

kararı almıştır. Aynı zamanda politika faizi %6.25'ten %5.75'e indirilerek yurtiçi iktisadi faaliyetlerde oluşabilecek durgunluğu azaltmak amaçlanmış ve likidite desteğinin sağlanması vurgulanmıştır. Alınan kararlarla ekonomi üzerinde oluşabilecek aşağı yönlü riskler dengelenmek istenmiştir. Aylık olarak yapılan Ağustos ve Eylül ayı toplantılarında 4 Ağustosta yapılan ara toplantı düzenlemelerinin uygulanmaya devam edilmesine karar verilmiştir. Ekim ayında gecelik borç verme faiz oranı %9'dan %12,5'e, açık piyasa işlemleri çerçevesinde piyasa yapıcısı bankalara repo işlemleri yoluyla tanınan borçlanma imkânı faiz oranını %8'den %12'ye, geç likidite penceresi borç verme faiz oranını %12'den %15,5'e yükseltmiştir. Borç verme oranlarının artırılması aracılığıyla faiz koridoru genişletilmek istenmiştir. Ekim, Kasım, Aralık aylarında alınan para politikası kararlarında mevcut oranlar uygulanmaya devam edilmiştir. Aralık ayında uygulanan oranlar Politika faizi %5,75, gecelik borç verme faiz oranı %12,5, açık piyasa işlemleri çerçevesinde piyasa yapıcısı bankalara repo işlemleri yoluyla tanınan borçlanma imkânı faiz oranını %12, geç likidite penceresi borç verme faiz oranını %15,5 olarak uygulanmıştır. Bu faiz oranlarının yardımıyla beklenen şekilde iç ve dış talepte dengelenme sağlanmıştır.

Hakan Kara (2011) “Küresel Kriz Sonrası Para Politikası” adlı çalışmasında 2011 yılı incelemesinde dönemi üçe ayırarak ele almış.

Kasım 2010 - Ağustos 2011: Yoğun sermaye girişleri

2010 yılının ortalarından itibaren artan kısa vadeli sermaye girişleri, değerlendirilen Türk Lirası ve hızla büyüyen cari açık makro finansal riskleri ortaya çıkarmaktadır. 2010 yılının sonlarından itibaren faiz koridoru aşağı yönlü genişletilmiştir. Faizlerin düşük tutulması kredilerde artışa neden olmakta bu durumun yaşanmaması içinde zorunlu karşılık oranları yükseltilmiştir. Zorunlu karşılık oranlarındaki artış, aynı zamanda bankaların TCMB'den borçlandıkları miktarı artırarak likidite kanalıyla para politikasının krediler üzerindeki etkisinin artmasını sağlamıştır.

Ağustos 2011 - Ekim 2011: Euro Bölgesi Borç Krizi ve Artan Belirsizlik

Küresel ekonomiye dair artan belirsizlikler gelişmekte olan ülkelere olan sermaye akımlarında düşüş yaşanmasına neden olmuştur. TCMB, faiz koridorunu daraltarak kısa vadeli faizlerin oynaklığını azaltmıştır. Bu müdahaleyle belirsizliğin azaltılması yoluyla sermaye hareketlerindeki çıkışın sınırlanması amaçlanmıştır. Bir hafta vadeli repo faizlerinde sınırlı bir indirimle gidilerek dış talep kaynaklı riskleri azaltmayı amaçlamıştır. Bu dönemde kredi büyümesinin kısa vadeli faizlerin düşük seviyelerde olması nedeniyle zorunlu karşılık oranlarındaki yüksek seviyeler korunmuştur. Merkez Bankası faiz koridoru uygulaması aracı ile faiz oranlarını düşürmüş, faiz hareketliliğini azaltmıştır. Belirsizlik azaldığında sermaye hareketlerindeki çıkışın da azalacağı düşünülmüştür. Merkez Bankası piyasada döviz likidini artırmaya çalışmıştır. 9 Ağustos 2011'den itibaren geçerli olmak üzere borç verme faiz oranının ABD doları için %5,5'ten %4,5'e, Euro için %6,5'ten %5,5'e düşürülmesine karar verilmiştir (TCMB 2010). Dış ticarete yaşanan döviz likiditesi sıkıntısının giderilmesi için ihracat reeskont kredisi kullanımının yaygınlaştırılmasına yönelik olarak, daha fazla sayıda firmanın ihracat reeskont kredisinden yararlandırılmasını sağlayacak düzenlemeler yapılmış, kredi limitleri yükseltilmiştir (TCMB 2010).

Ekim 2011 Sonrası: Enflasyonda Hızlı Yükseliş ve Parasal Sıkılaştırma

Bu dönemde Türk Lirası beklenenden fazla değer kaybetmiş ve enflasyon oranlarında yukarı yönlü hareket meydana gelmiştir. Merkez Bankası parasal sıkılaştırma uygulaması kararı almıştır. 2011 yılının son çeyreğinde yaşanan bu durumun nedeni Euro bölgesindeki sorunlardır. Bu durum enflasyonda hızlı bir yükseliş yaşanmasına neden olmuştur. TCMB, enflasyondaki yükselişten dolayı Ekim ayından itibaren güçlü bir parasal sıkılaştırmaya gitmiştir. Faiz koridorunu yukarı doğru genişleterek fonlamanın bir kısmını daha yüksek maliyetli likidite araçları ile yapmaya başlamıştır. Böylece kısa vadeli piyasa faizlerinde de belirgin bir yükseliş gözlenmiştir. Parasal sıkılaştırmanın kredilerde ani bir duruşa yol açma riski için de zorunlu karşılıklarda indirimle gidilmiştir.

TCMB, 2012 yılına gelindiğinde 2011 yılının son döneminde yaşanan küresel ekonomik gelişmeler nedeniyle temkinli bir para politikası ile yıla başlamıştır. Enflasyon hedeflerine uyum sağlanması ve beklentinin üzerinde seyretmemesi için PPK toplantılarında parasal sıkılaştırma kararlarını sürdürmüştür. Küresel ekonomide risk iştahının artması durumu göz önüne alınarak faiz oranları daha düşük seviyelerde tutulması hedeflenmiştir. Finansal istikrarı sürdürmek amacıyla rezerv opsiyon oranları genişletilmiş, zorunlu karşılık oranları önceki seviyesinde tutulmaya çalışılmıştır.

TCMB 2012 yılında da, artan sermaye girişlerinin makroekonomik ve finansal sistemde yaratabileceği riskleri önleyebilmek amacıyla krediler ve döviz kurundaki gelişmeleri yakından takip etmiştir (TCMB 2013). TCMB, yılın üçüncü çeyreğinde gelişmiş ülke merkez bankalarının ek parasal genişlemeye gitmesinin sermaye akımlarının hızlandırmasına neden olabileceği ihtimaliyle gecelik borç verme faiz oranını Eylül ayında 150 ve ekim ayında 50 baz puan indirerek faiz koridorunu daraltılmış. Küresel ekonomiye dair belirsizliklerin devam etmesi nedeniyle para politikası esnekliğini koruma çalışmalarına devam etmiştir. Yurt içi nihai talepteki toparlanma ve diğer makroekonomik değişkenlere dair olumlu veriler ortalama fonlama faizinin düşük seviyelerde oluşmasına yardımcı olmuştur (TCMB 2013).

TCMB'nin küresel ekonomik gelişmelerin olumlu ve olumsuz etkilerini kontrol etmek için kullandığı araçlardan biri döviz kurudur. TCMB, 2010 yılından itibaren uyguladığı politikalarla sermaye akımlarının artması sonucu kurlarda belirginleşen oynaklığı sınırlamayı hedeflemiştir. Türk lirasındaki aşırı değerlenmenin giderilmesi için politika faiz oranları düşürülmüş ve faiz koridoru aşağı yönlü genişletilerek kısa vadeli piyasa faizlerinin hareket alanı belirlenmiştir. TCMB'nin uyguladığı faiz koridoru sistemi ve ROM sayesinde döviz kurundaki oynaklık diğer yükselen piyasalara göre daha düşük seviyelerde gerçekleşmiştir (TCMB 2013).

2011 yılı sonunda %10,45 olan enflasyon 2012 yılında %6,16 olmuştur. Bu oran son 44 yılın en düşük yılsonu tüketici enflasyonuna ulaşılmıştır. 2011 yılı genelinde Türk Lirasında gözlenen değer kaybının enflasyon üzerindeki yansımaları başta dayanıklı tüketim malları üzerinde yaşanmıştır. Temel enflasyon göstergeleri (gıda

fiyatları, tarım dışı sektör, döviz kuru, ekonomik faaliyetler) yıl genelinde aşağı yönlü bir eğilim sergilemiştir (TCMB 2013).

Para Politikası Kurulu 24 Ocak 2012 ve 18 Aralık 2012 yaptığı toplantıda, politika faizi olan bir hafta vadeli repo ihale faiz oranının sabit tutulmasına karar vermiştir. Aralık 2011 PPK toplantısında alınan kararlarda belirlenen faiz oranları Ocak 2012 PPK toplantısında uygulanmasına karar verilmiştir. Şubat ayında alınan kararda faiz oranları indirilerek faiz koridorunun üst sınırının indirilmesi uygun görülmüştür. Aynı zamanda enflasyon hedeflemesiyle uyumlu olunabilmesi temkinli para politikasının sürdürülmesi istenmiştir.

- a) Politika faizi olan bir hafta vadeli repo ihale faiz oranı %5,75 sabit tutulmuştur.
- b) Gecelik faiz oranları: Merkez Bankası borçlanma faiz oranı %5 olarak sabit tutulmuş, borç verme faiz oranı %12,5'ten %11,5'e düşürülmüştür. Açık piyasa işlemleri çerçevesinde piyasa yapıcısı bankalara repo işlemleri yoluyla tanınan borçlanma imkânı faiz oranı ise %12'den %11'e düşürülmüştür.
- c) Geç Likidite Penceresi Faiz Oranları: Geç Likidite Penceresi uygulaması çerçevesinde, Bankalararası Para Piyasası'nda saat 16.00–17.00 arası gecelik vadede uygulanan Merkez Bankası borçlanma faiz oranı %0 düzeyinde sabit tutulmuş, borç verme faiz oranı %15,5'ten %14,5'e indirilmiştir.

Mart, Nisan, Mayıs, Haziran Temmuz, Ağustos aylarında yapılan toplantılarda Şubat ayında alınan faiz kararları değiştirilmeden devam edilmiştir. Alınan kararlarda amaç fiyat istikrarı doğrultusunda hedeflenen enflasyon oranından sapmamaktadır. Aynı zamanda finansal istikrarı da sağlamak için zorunlu karşılık oranlarında tutarlı bir politika izlenmeye çalışılmıştır (TCMB 2012b, 2012c). Kurul Eylül ayında iç ve dış talep arasındaki dengelenmeyi ve enflasyon düşüş seyri izlemesini olumlu gelişmeler olarak değerlendirirken faiz koridorunun daraltılmasının finansal istikrarı destekleyeceğini belirtmiş ve gecelik Merkez Bankası borç verme faiz oranını %11,5'ten %10'a düşürmüştür. Açık piyasa işlemleri çerçevesinde piyasa yapıcısı bankalara repo işlemleri yoluyla tanınan borçlanma imkânı faiz oranı %11'den %9,5'e,

geç likidite penceresi Merkez Bankası borç verme faiz oranı %14,5'ten %13'e düşürülmüştür.

Tablo 3.2: 2012 Yılı Ocak ve Aralık Ayı Para Politikası Kurul Faiz Oranı %

2012 Yılı Para Politikası Kurul Faiz Oranı (%) Açıklaması	Ocak Ayı Toplantı Kararı		Aralık Ayı Toplantı Kararı	
	TCMB Borç Alma	TCMB Borç Verme	TCMB Borç Alma	TCMB Borç Verme
Gecelik Faiz Oranları %	5	12	5	9
Geç Likidite Penceresi Faiz Oranları % (Saat 16:00-17:00)	0	15,5	0	12
Bir Hafta Vadeli Repo İhale Faiz Oranı %		5,75		5,50

Kaynak: 2012 Para Politikası Kurul Toplantısı

TCMB 2013 yılının ilk çeyreğinde sermaye girişlerinin hızlı olması, yurtiçi talebin genel olarak ılımlı yönde seyretmesi nedeniyle faiz oranlarının düşük düzeyde tutulmasının ve makro ihtiyati tedbir uygulaması sürdürülerek başlamıştır. Faiz koridoru sınırlı oranda indirilmek istenmiştir. Bu amaçla Merkez Bankası gecelik borçlanma faiz oranı %4,75'e borç verme faiz oranı %8,75'e, açık piyasa işlemleri çerçevesinde piyasa yapıcısı bankalara repo işlemleri yoluyla tanınan borçlanma imkânı faiz oranı %8.25'e ve geç likidite penceresi borç verme faiz oranı ise %11,75'e indirilmiştir. Şubat ayında sermaye girişlerindeki artışların kredilerde meydana getireceği hareketliliği kontrol altına almak ve finansal istikrara dair riskleri dengelemek için faiz oranlarının düşük seviyelerde tutulmasının gerekliliği açıklandı. Merkez Bankası gecelik borçlanma faiz oranı %4,50'e borç verme faiz oranı %8,50'e, açık piyasa işlemleri çerçevesinde piyasa yapıcısı bankalara repo işlemleri yoluyla tanınan borçlanma imkânı faiz oranı %8'e ve geç likidite penceresi borç verme faiz oranı ise %11,50'e indirmiştir.

TCMB 2013 yılı Mart ayında sermaye akımlarında tespit edilen oynaklığa karşılık PPK, ROM'un etkinliğini kademeli olarak artırmaya devam etmiştir. ROM'un otomatik dengeleyici özelliği nedeniyle geniş faiz koridoruna olan ihtiyaç büyük ölçüde azalmıştır bu nedenle faiz oranları indirilmeye devam edilmiştir. Merkez Bankası gecelik borçlanma faiz oranı %4,50'de sabit tutulmuş, borç verme faiz oranını %7,50'e, açık piyasa işlemleri çerçevesinde piyasa yapıcısı bankalara repo işlemleri yoluyla tanınan borçlanma imkânı faiz oranı %7'ye ve geç likidite penceresi borç verme faiz

oranını ise %10,50'e indirmiştir. Nisan ayına gelindiğinde sermaye girişlerinin tekrar canlanması ve kredi artış oranlarının referans değerlerin üzerinde seyretmesi nedeniyle esnek bir para politikası sürecini ihtiyaç duyulacağı düşünülerek döviz rezervlerini artırmaya ve faiz oranlarını düşük tutmaya yönelik politikalar sürdürülmüştür. Bu doğrultuda gecelik borç verme ve borçlanma faizleri sırasıyla %4 ve %7 geç likidite penceresi borç verme faiz oranını ise %10'a indirilmiş, ROM'ların artırılmasına devam edilmiştir. 2013 Mayıs döneminde de ekonomik koşullar değişmediğinden bir hafta vadeli repo ihale faizi, gecelik borçlanma ve gecelik borç verme faizlerinde 0,5 puanlık indirimle gidilmiştir. Bir hafta vadeli repo ihale faizi %4,5, gecelik borçlanma faizi %3,5, gecelik borç verme faizi %6,5 olarak belirlenmiştir (TCMB 2014a).

Para Politikası Kurulu 16 Mayıs 2013 ve 17 Aralık 2013 tarihli toplantısında, politika faizi olan bir hafta vadeli repo ihale faiz oranlarının tablodaki gibi indirilmesine karar vermiştir. Finansal istikrarı dengelemek için, faiz oranlarının düşük tutulması, kısa vadeli faizlerde indirimle gidilirken zorunlu karşılıklar ve rezerv opsiyonu katsayıları yardımıyla para politikası sıkılaştırılması uygulanmaya çalışılmıştır (TCMB 2013c, 2013d).

Tablo 3.3: 2013 Yılı Mayıs ve Aralık Ayı Para Politikası Kurul Faiz Oranı %

2013 Yılı Para Politikası Kurul Faiz Oranı (%) Açıklaması	Mayıs Ayı Toplantı Kararı		Aralık Ayı Toplantı Kararı	
	TCMB Borç Alma	TCMB Borç Verme	TCMB Borç Alma	TCMB Borç Verme
Gecelik Faiz Oranları %	4,5	7	3,5	6,75
Geç Likidite Penceresi Faiz Oranları % (Saat 16:00-17:00)	0	9,5	0	10,25
Bir Hafta Vadeli Repo İhale Faiz Oranı %		4,5		4,5

Kaynak: 2013 Para Politikası Kurul Toplantısı

2013 yılının ikinci yarısı küresel piyasalardaki para politikalarına ilişkin belirsizlik nedeniyle sermaye akımlarında azalma yaşanmıştır. PPK para politikası duruşunun sıkılaştırılmasının finansal istikrarı destekleyeceğini öngörmüştür ve kredi artış oranlarını, döviz kuru oynaklığını ve enflasyonu artıran birden fazla değişkenin aynı anda meydana gelmesini göz önüne alarak Temmuz ayında faiz oranlarını artırmıştır. Merkez Bankası gecelik borç verme faiz oranı %6,5'ten %7,25'e, açık

piyasa işlemleri çerçevesinde piyasa yapıcısı bankalara repo işlemleri yoluyla tanınan borçlanma imkânı faiz oranı %6'dan %6,75'e ve geç likidite penceresi borç verme faiz oranı ise %10,25'e yükseltilmiştir. Ağustos ayında sadece Merkez Bankası gecelik borç verme faiz oranı %7,75'e çıkarılarak temkinli para politikası duruşu sürdürülmek istenmiştir. PPK toplantılarında 2013 yılının son çeyreğinde de sıkı para politikası duruşunun devam edeceği belirtilmiştir. Eylül, Ekim, Kasım ve Aralık aylarında Tablo 3.3'de yer verilen Aralık ayı oranlarında sabit kalınarak uygulanmıştır. 2013 yılının son çeyreğinde döviz kuru oynaklığı nedeniyle enflasyon göstergeleri hedefin üzerinde seyretmekte olduğu için PPK, 2013 Kasım ayından itibaren bir ay vadeli repo ihalelerine son verilmiştir (TCMB 2013b). TCMB ROM'un amacıyla uyumlu bir şekilde çalıştığı ve önümüzdeki dönemde otomatik dengeleyici özelliğini güçlendirici yönde adımların atılabileceği belirtmiştir. Kurul kademeli yapılacak rezerv opsiyonu katsayılarındaki artışların ve gerçekleştirilen döviz satım ihalelerinin finansal sistemin fonlama ihtiyacını artırıcı yönde etki yapacağını belirtmiştir (TCMB 2014a).

2013 yılının ortalarından itibaren yaşanan Türk Lirasının değer kaybetmesi ve enflasyon oranlarının beklentilerin üzerinde seyretmesi neticesinde 2014 yılı para politikası temkinli bir duruş (sıkı para politikası) ile başlanmıştır. Ocak ayında PPK tarafından iki toplantı yapılmıştır. İlk toplantıda 2013 yılı aralık ayında alınan kararlar sürdürülerek temkinli para politikası ile yıla başlanmışken ara toplantı yapılarak bazı müdahalelerde bulunulmuştur. Bu kararların alınmasında piyasalarda yaşanan risk algısının artması, Türk Lirasının değer kaybı yaşaması ve enflasyon değerinin beklenen üzerinde seyretmesi etkili olmuştur. 2014 yılında Türk lirasında belirgin bir değer kaybı yaşanmıştır. Sermaye akımlarında oynaklık gözlemlenmiştir ve bu gelişmeleri kontrol altında tutarak Merkez Bankası müdahalelerine devam etmiştir. TCMB fiyat istikrarı hedefinden ayrılmadan, hedeflediği enflasyon ile uyumlu politikalar ile finansal istikrarı göz önüne alarak 2014 yılı kararlarını uygulamıştır. PPK, fiyat istikrarını sağlamak amacıyla güçlü bir parasal sıkılaştırma yapmaya ve operasyonel çerçeveyi sadeleştirmeye karar vermiştir ve bu doğrultuda ocak ayında yapılan ara toplantıda bir hafta vadeli repo faiz oranı %4,5'ten %10'a yükseltilmiştir. Merkez Bankası gecelik borçlanma faiz oranı %3,5'ten %8'e, açık piyasa işlemleri çerçevesinde piyasa yapıcısı bankalara repo işlemleri yoluyla tanınan borçlanma imkânı faiz oranı %6,75'ten %11,5'e ve geç likidite penceresi borç verme faiz oranını ise %10,25'ten %15'e

yükseltmiştir. TCMB fonlaması bir hafta vadeli repo faiz oranından sağlanacağı belirtilmiştir (TCMB 2015a). 2014 yılının ilk çeyreğinde, sürdürülen sıkı para politikası, makro ihtiyati tedbirler sonucunda zayıf seyreden sermaye akımlarının da etkisiyle kredi büyüme hızları yavaşlamaya devam etmiştir. Şubat ve Mart ayında Ocak ayı ara toplantıda alınan faiz oranları uygulanmaya devam edilmiş ve enflasyon beklentilerindeki bozulmalar düzeline kadar sıkı para politikasını sürdürüleceği belirtilmiştir. Yurtiçi özel kesim nihai talebindeki gerileme de uygulanan politikalarla uyumlu bir gelişme olarak belirtilmektedir (TCMB 2014b).

2014 Mayıs döneminde azalan belirsizlikler ve risk primi göstergelerindeki iyileşme sonucunda tüm vadelerde piyasa faizlerinde düşüşler gözlemlenmiştir. 2014 Haziran döneminde yurtiçi talep, ihracatın büyümeye yaptığı olumlu katkıların, döviz kurunun olumlu seyri enflasyon beklentisi üzerinde pozitif bir etki yaratmıştır. Ancak 2014 yılının ikinci yarısında, gıda fiyatlarındaki yükselme nedeniyle enflasyon oranının yüksek seyretmesi ve jeopolitik risklerin olumsuz etkileri nedeniyle para politikasındaki sıkı duruş sürdürülmüştür. Enflasyon görünümünde iyileşme sağlanana kadar sıkı para politikası takip edilmiştir (TCMB 2015a).

Temmuz ayında PPK toplantısı sonucunda Merkez Bankası borçlanma faiz oranı ve politika faizi 0,50 puan indirildi ve sıkı para politikası uygulamasının sürdürülmesi kararlaştırıldı. Ağustos ayı toplantısında kısa vadeli faizlerdeki duruşun daha simetrik bir faiz koridoru içerisinde sürülmesi gerektiği ifade edilmiş ve açık piyasa işlemleri çerçevesinde piyasa yapıcısı bankalara repo işlemleri yoluyla tanınan borçlanma imkânı faiz oranı %11,5'ten %10,75'e, geç likidite penceresi borç verme faiz oranı %12,75'e indirilmiştir. Bu süreçte küresel piyasalarda yaşanan belirsizliklerin azalmaya başlamasıyla birlikte yurt içi piyasalardaki belirsizliklerdeki azalışla geniş faiz koridoruna olan ihtiyaçta azalmıştır. Eylül, Ekim, Kasım ve Aralık PPK toplantılarında mevcut faiz oranlarının kullanılmaya devam edilmesi konusunda kararlar alınmıştır.

Para Politikası Kurulu 21 Ocak 2014 ve 24 Aralık 2014 tarihinde yapılan toplantıda, faiz oranının aşağıdaki gibi sabit tutulmasına karar vermiştir (TCMB 2014d, 2014e).

Tablo 3.4: 2014 Yılı Ocak ve Aralık Para Politikası Kurul Faiz Oranı %

2014 Yılı Para Politikası Kurul Faiz Oranı (%) Açıklaması	Ocak Ayı Toplantı Kararı		Aralık Ayı Toplantı Kararı	
	TCMB Borç Alma	TCMB Borç Verme	TCMB Borç Alma	TCMB Borç Verme
Gecelik Faiz Oranları %	3,5	6,75	7,5	10,75
Geç Likidite Penceresi Faiz Oranları % (Saat 16:00-17:00)	0	10,25	0	12,75
Bir Hafta Vadeli Repo İhale Faiz Oranı %		4,5		8,25

Kaynak: 2014 Para Politikası Kurul Toplantısı

2014 yılında Merkez Bankası ROM kullanmaya devam etmiş ve otomatik dengeleyici özelliğini kademeli olarak güçlendirmeye çalışmıştır. Faiz koridoru 2014 yılında aktif kullanılan bir araç olmuştur. Merkez bankası zorunlu karşılık oranlarının daha sade bir yapıda olması gerektiği kararını almıştır. 2014 yılından itibaren zorunlu karşılığa tabi yükümlülüklerin hesaplanmasında yurt içi pasif toplamından belirli kalemlerin indirilmesi yöntemi yerine, doğrudan zorunlu karşılığa tabi kalemlerin dikkate alınması şeklinde bir yaklaşım benimsenmiştir (TCMB 2014c). TCMB, dönemin şartları çerçevesinde likidite yönetimi stratejisinde değişiklik yapabilmıştır. TCMB'nin likidite yönetimi operasyonel çerçevesi 2014 yılında şu şekilde oluşturulmuştur; Bankalar ihtiyaç duymaları halinde TCMB limitleriyle sınırlı olmak üzere teminatları karşılığında TCMB borç verme faiz oranından (referans faiz olan Marjinal Fonlama Oranı) borçlanabilecekler, likidite fazlalığı oluşması halinde ise limitsiz olarak TCMB borçlanma faiz oranından TCMB'ye Türk lirası borç verebileceklerdir. Likidite yönetimi için TCMB borçlanma ve borç verme faiz oranları koridoru ile zorunlu karşılık uygulaması gibi araçları kullanmaya devam edecektir (TCMB 2014c).

TCMB, 2014 yılında dalgalı döviz kuru¹⁶ rejimi uygulamasına devam etmiştir. TCMB Türk lirasının aşırı değerlenmesi veya aşırı değer kaybı yaşamasına karşı gerekli gördüğü durumlarda müdahale etmektedir. TCMB döviz likiditesini kontrol edebilmek amacıyla ve piyasanın işleyişini sürdürmek için gerekli gördüğü durumlarda müdahale edebilmek için döviz arz ve talebini takip etmektedir. Döviz ve Efektif Piyasalarında

¹⁶ Dalgalı kur rejiminde döviz kurları piyasadaki arz ve talep koşulları tarafından belirlenmektedir. . Döviz arz ve talebini belirleyen esas unsurlar ise uygulanan para ve maliye politikaları, ekonomik temeller, uluslararası gelişmeler ve beklentilerdir.

TCMB ile karşılığı efektif işlemlerine 2014 yılında da devam edileceği ve spekülâtif nitelikli bir ortam oluşması durumunda müdahalede edilebileceğini Para Politikası Kurulu toplantısında belirtmiştir (TCMB 2013e).

Sıkı para politikası duruşunun ve alınan makroihtiyati önlemlerin etkisiyle yapılan müdahaleler ve uygulanan para politikası doğrultusunda ekonomide olumlu gelişmeler yaşandığı, belirlenen hedefler doğrultusunda ekonomik koruma ve büyümenin sonuçlarının alındığı gözlemlenebilir.

2015 yılına başlandığında enflasyonda izlenen olumlu seyir göz önüne alınarak ölçülü faiz indirimi uygulanmıştır. Faiz indirimi uygulamasıyla birlikte sıkı likidite duruşu sürdürülmeye devam edilmiştir. Yıl içerisinde döviz kuru ve enflasyon arasında dengeyi korumak ve olumsuz etkileri önlemek için sıkı para politikası uygulamasına devam edilmiştir.

Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası'nın temel amacı fiyat istikrarını sağlamak olmaya devam etmiş ve istikrarlı bir ekonomik görünüm çerçevesinde 2015, 2016 ve 2017 yılı enflasyon hedefi %5 olarak belirlenmiştir. Bu dönemde fiyat istikrarı ve enflasyon hedefinin uyumlu seviyelerde tutulması amacının yanında finansal istikrar da sağlanmaya çalışılmıştır. Bu dönemde Merkez Bankası sermaye akımlarında yaşanan oynaklığı sınırlı tutmaya, temkinli politikalar izlemeye devam etmiştir. Geleneksel araçların yanında yeni politika araçları olarak geçen geleneksel olmayan araçlarda kullanımı sürdürülmüştür ve TCMB, 1 haftalık repo faizi oranı, faiz koridoru, Türk lirası ve yabancı para likidite politikaları ve Rezerv Opsiyonu Mekanizması (ROM) araçlarını kullanarak küresel oynaklığın Türkiye ekonomisine olan olumsuz etkilerini sınırlamaya çalışmıştır (TCMB 2015d).

Döviz kurunda yaşanan hareketlilik nedeniyle 27 Şubat 2015 tarihinden itibaren döviz satım ihalesi tutarlarının daha esnek bir şekilde belirlenmesine karar verilmiş ve Rezerv Opsiyon Katsayılarında teknik ayarlamalar yapılmıştır. Zorunlu karşılıklara ödenen faiz oranları da yıl içerisinde aşama aşama artırılmıştır (TCMB 2016a). TCMB, ağustos ayı itibariyle küresel para politikalarına dair belirsizliklerin finansal piyasalar üzerindeki olumsuz etkilerini önlemek adına bazı tedbirler almıştır. Bu anlamda, faiz politikası, TL ve döviz likiditesi ile finansal istikrara yönelik politikalarda yapılacak

değişiklikler gözden geçirilmiştir (TCMB 2016a). TCMB 18 Ağustos 2015 tarihinde yol haritasını “küresel para politikalarının normalleşme sürecinde yol haritası” adlı çalışmasıyla duyurmuştur. Bu doğrultuda faiz ve TL likiditesi politikalarında sadeleşmeye gidilerek piyasa yapıcı bankalara tanınan borçlanma imkânı faiz oranının kaldırılacağı ve teminat koşullarının sadeleştirileceği açıklamıştır. TCMB küresel para politikalarında yaşanacak olumlu gelişmelerle faiz koridorunun bir hafta vadeli repo ihale faiz oranı etrafında daha simetrik hale getirileceğini ve daraltılacağını belirtmiştir (TCMB 2015e). Merkez Bankası yayınladığı yol haritası raporunda döviz kuru oynaklığını azaltmak amacıyla döviz satım ihalelerinin daha esnek hale getirileceğini, Türk lirası zorunlu karşılıklara ödenen kısmi faizin yükseltilmesi veya Rezerv Opsiyon Katsayıları düzenlemeleriyle finansal sisteme döviz likiditesi sağlanacağını açıklamıştır (TCMB 2015e). Döviz depo piyasası için limitleri artırılacağı ifade edilmiştir (TCMB 2015e). Küresel para politikalarının normalleşmesi öncesinde ve sonrasında döviz likiditesi politikasında esneklik sağlamak ve finansal istikrarı desteklemek amacıyla, çekirdek yükümlülükler ve uzun vadeli borçlanmayı teşvik edici yönde ilave adımlar atılacağı ifade edilmiştir. Yeni yabancı para çekirdek dışı yükümlülükler için zorunlu karşılık oranlarını üç yıldan uzun vadeyi teşvik edici şekilde değiştirmiştir (TCMB 2016a).

PPK toplantılarına Ocak ayında politika faizi %8,25’ten %7,75’e indirildi ve diğer faiz oranlarında 2014 yılı Aralık ayı faiz oranlarında sabit kalınarak yıla başlanılmıştır. Şubat ayında 0,50 puan indirim uygulanarak sıkı para politikasının sürdürülmesine karar verilmiş ve yıl boyunca bu oranlar kullanılmıştır. PPK toplantılarında para politikasındaki sıkı duruş ve alınan makro ihtiyati önlemler enflasyonu, özellikle enerji ve gıda dışı (çekirdek) enflasyon göstergelerini ve enflasyon beklentilerini olumlu yönde etkilediği ifade edilmektedir (TCMB 2015b, 2015c).

Tablo 3.5: 2015 Yılı Ocak ve Aralık Ayı Para Politikası Kurul Faiz Oranı %

2015 Yılı Para Politikası Kurul Faiz Oranı (%) Açıklaması	Ocak Ayı Toplantı Kararı		Aralık Ayı Toplantı Kararı	
	TCMB Borç Alma	TCMB Borç Verme	TCMB Borç Alma	TCMB Borç Verme
Gecelik Faiz Oranları %	7,75	10,75	7,25	10,75
Geç Likidite Penceresi Faiz Oranları % (Saat 16:00-17:00)	0	12,75	0	12,25
Bir Hafta Vadeli Repo İhale Faiz Oranı %		7,75		7,50

Kaynak: 2015 Para Politikası Kurul Toplantısı

Merkez Bankası raporlarında 2013 yılında yakalanan büyüme hızında 2014 yılında yaşanan küresel gelişmelerin ve yaşanan belirsizlik ortamının etkisiyle alınan sıkı para müdahaleleri sonucu gerileme yaşanmıştır. Ancak 2015 yılında küresel ekonomide yaşanan belirsizliklere karşı yapılan müdahale ve uygulanan politikalar ile 2014 yılından daha iyi bir büyüme yakalandığı ifade edilmektedir. 2015 yılında iyileşmeyi sürdüren ekonomimiz için yaşanan olumsuz jeopolitik etkenler neticesinde ithalat ve ihracat da yaşanan azalma, küresel ekonomideki zayıf görünümün olumsuz yönde etki yaratıyor olsa da iyileşme süreci yavaş olarak sürdürülmüştür.

Merkez bankası 2016 yılında mevcut politika duruşuna devam ederek enflasyon hareketliliğine karşı sıkı duruşunu ve likidite ve finansal istikrar destekleyici politikalarını sürdürmeyi hedeflemiştir. TCMB 2016 yılı PPK toplantılarında küresel oynaklıklarda bir miktar düşüş gözlemlendiğine yer vermiş ve 2015 Ağustos ayında yayımlanan yol haritasında belirtilen politika araçlarının etkili bir şekilde kullanılmaya başlanması da geniş bir faiz koridoruna duyulan ihtiyacı bir miktar azaltmıştır. Bu dönemde 2016 Ocak ayından Ekim ayına kadar geçen süreç zarfında PPK toplantılarında sadece geç likidite penceresi borç verme faiz oranına kademeli olarak müdahale edilmiş her ay indirim uygulanarak oran %12,25'ten %9,75'e indirilmiştir. 2016 yılı Mart ve Eylül ayı sürecinde finansal koşullar ve küresel piyasalarda oluşan olumlu koşullar sayesinde TCMB Faiz koridorunu sadeleştirme imkânı bulmuştur. Bu aşamada koridorun üst bandı azaltılmıştır. Gecelik borç verme faizleri Mart ayında %10,75 iken Eylül ayında %8,25'e indirilmiştir. Faiz koridorunun üst bandı indirilirken alt bandı, haftalık repo faizi, %7,25'te sabit tutulmuştur (TCMB 2016b). Yılın son çeyreğine gelindiğinde küresel belirsizliklerdeki artış ve yüksek oynaklıklara bağlı

olarak yaşanan döviz kuru hareketleri enflasyon görünümüne dair yukarı yönlü risk algılarının söz konusu olduğu ifade edilmiş ve söz konusu gelişmelerin beklentiler ve fiyatlandırma davranışları üzerindeki olumsuz etkisini sınırlamak amacıyla parasal sıkılaştırma yapılmasına karar verilmiştir. Kasım ayı PPK toplantısında politika faiz oranı %7,50'den %8'e yükseltilmiş, geç likidite penceresi borç verme oranı %9,75'ten %10'a çıkarılmıştır. Türk lirası likidite yönetimi kapsamında çeşitli müdahaleler olmuştur. Türk lirası likidite yönetimi etkinliğini sağlamak amacıyla kesin alım ihalelerine yılsonuna kadar devam edilmesine karar verilmiştir. Ağustos ve Eylül aylarında Türk lirası zorunlu karşılık oranlarının tüm vade dilimleri için toplamda 100 baz puan indirilmesiyle likidite sağlanmıştır (TCMB 2016b). Finansal piyasalardaki oynaklığın etkilerini sınırlamak için Türk lirası depo işlemleri ile sınırsız likidite olanağı sağlanmış; gün içi likidite imkânı komisyonu sıfıra düşürülmüştür. Türk lirası likidite sağlamak amacıyla limitsiz teminat döviz depo tesis imkânı tanınmıştır. Zaman içinde limitsiz teminat döviz depo imkânına olan ihtiyacın azalması sebebiyle teminat döviz depo uygulamasında 11 Kasım 2016 tarihinde yeniden üst limit uygulamasına dönülmüştür (TCMB 2016b). Yabancı para zorunlu karşılık oranları ve Rezerv Opsiyonu Katsayılarında yıl içinde kademeli indirimler yapılarak finansal sisteme ek döviz likiditesi sağlanmıştır (TCMB 2016b).

Küresel piyasalarda devam eden belirsizliklerle birlikte, jeopolitik gelişmeler ve yurt içi gelişmeler neticesinde ekonomide hareketli bir görünüm ortaya çıkmıştır. Likidite tedbirleri, makroihtiyati düzenlemeler ve diğer teşvikler ile denge sağlanmak istenmiştir. TCMB, fiyat istikrarını sağlama amacı doğrultusunda para politikası ve likidite araçlarını uygun bir bileşimle ve öngörülebilirliği destekleyecek şekilde kullanmaya devam etmiştir. 2017 yılının başlarında döviz kurlarında yaşanan oynaklık ve bu durumun enflasyon görünümü üzerindeki etkisi, sene başındaki para politikası kararlarında belirleyici olmuş, 2017 yılı Ocak ayında faiz oranlarında artışa gidilmiş ve 12 Ocak 2017 tarihinden itibaren bir hafta vadeli repo ihalesi açılmamıştır. Türk lirası ve döviz likiditesi yönetimindeki esnekliğin ve araç çeşitliliğinin artırılması amacıyla 17 Ocak 2017 tarihinde Türk Lirası Depoları Karşılığı Döviz Depoları Piyasası açılmıştır (TCMB 2017a). 2017 yılı PPK toplantılarında para politikasındaki sıkı duruşun güçlendirilmesine karar verilmiştir ve alınan kararlarda Merkez bankası geç likidite penceresi borç verme faiz oranı kullanılarak müdahalede bulunulmuştur. Geç

likidite penceresi borç verme faiz oranı Ocak ayında %11, Mart ayında %11,75, Nisan ayında %12,25 olarak uygulanmıştır. PPK toplantılarında sıkı para politikası duruşunun korunmasına karar verilmiş ve Geç Likidite Penceresi uygulaması çerçevesinde borç verme faiz oranını %12,25'te sabit tutmuştur. Ekonomik verilerde değişim doğrultusunda enflasyonun beklenen değer üzerinde seyredebilecek olması durumuna karşın Kurul'un toplantılarında para politikasının temkin düzeyinin kademeli olarak güçlendirilmesine yer vermiş ve Aralık ayındaki toplantısında, Geç Likidite Penceresi uygulaması çerçevesinde borç verme faiz oranını yüzde 12,25'ten yüzde 12,75'e yükseltmiştir. 20 Kasım 2017 tarihinde reel sektörün döviz kuru riskinin etkin yönetilmesi amacıyla Türk Lirası Uzlaşmalı Vadeli Döviz Satım İhaleleri düzenlenmeye başlamıştır. Aralık ayında parasal duruşun bir miktar daha sıkılaştırılmasına karar verilmiş ve fonlama maliyeti yüzde 12,75 seviyesine yükseltilmiştir. Sıkılaştırma kararında yılsonunda enflasyonun yüksek seviyelerde yer alması ve yakın zamanda oluşan maliyet gelişme beklentileri etkili olmuştur. 2017 yılı boyunca TCMB fonlamasının büyük oranda tek kanaldan yapılmasına bağlı olarak para politikasının öngörülebilirliği önemli ölçüde artmıştır. İhracat reeskont kredileri kapsamında belirli kredi geri ödemelerinin sabitlenen döviz kuru üzerinden Türk lirası cinsinden yapılabilmesine olanak tanınmıştır (TCMB 2017a).

TCMB'nin geniş faiz koridoru ve sıkı likidite politikasının bir arada kullanıldığı bir para politikası çerçevesi uygulaması, Türkiye ekonomisinin küresel şoklara karşı hassasiyetini azaltarak fiyat istikrarını ve finansal istikrarı desteklemiştir.

3.1.4 Türkiye'de Enflasyon Süreci

Fiyatlar genel düzeyinde meydana gelen artışa enflasyon denilmektedir. Toplam talebin toplam arzdan fazla olması talep enflasyonu; girdi maliyetlerinin artması sonucu yaşanan enflasyon ise maliyet enflasyonudur. Enflasyonun başlıca etkileri arasında satın alma gücünde azalma, dış ödemeler dengesinde ve sermaye akışında bozulmalar sayılabilir. Enflasyonun artarak devam ettiği ekonomilerde insanlar değeri günden güne düşmekte olan parayı elden çıkarma eğiliminde olur ve farklı yatırım kanallarına talep artışı yaşanır. Bu durum ise paranın değerinin düşmesine sebep olur. Paranın değerinin

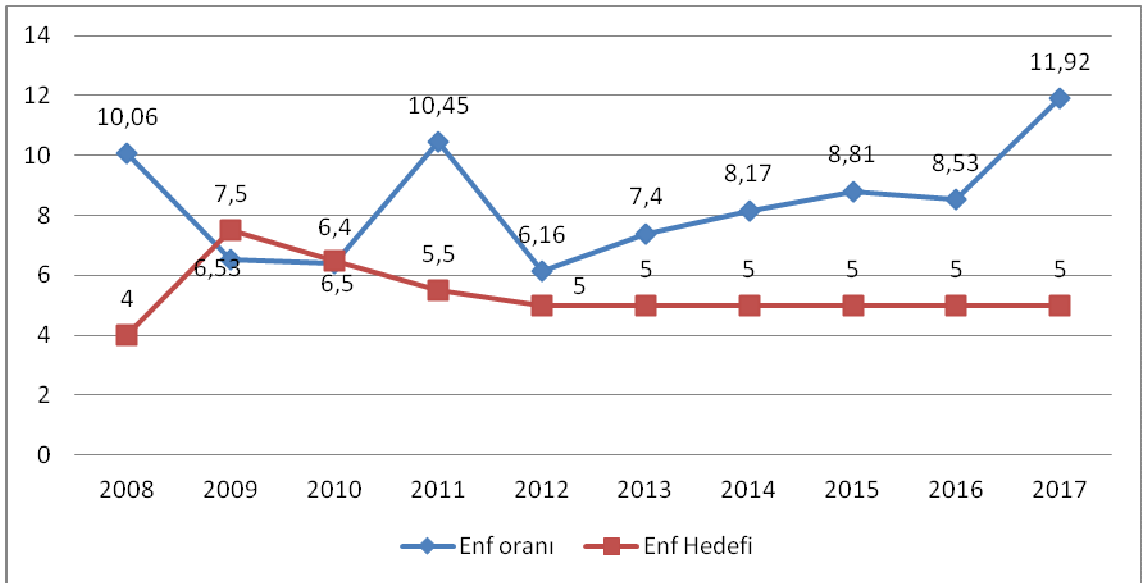
düştüğü bir ekonomik ortamda borçlular için avantaj sağlayacağı için borçlular borçlarını daha kolay ödeyebilirler.

Enflasyonun ekonomi içinde var olması istenir ancak belirli bir düzeyde tutulmak kaydıyla. Temel amacı fiyat istikrarı sağlamak olan merkez bankaların istediği enflasyon; düzeyi düşük ve istikrarlı düzeyde olan enflasyon oranıdır. Merkez bankaları enflasyonla mücadele için bir heder belirlemekte ve bu hedefe ulaşmak için para politikasını kullanmaktadır. Merkez bankaları, enflasyon hedeflemesi için sayısal bir hedef belirleyerek bu hedefe ulaşmayı amaçlamaktadır. Merkez bankası enflasyonla mücadelede sıkı para politikası uygular, sıkı para politikası uygulaması faizlerin yüksek olması anlamını taşımaktadır. Bu durumda tüketim ve yatırımın düşmesi tasarrufların artması ve toplam talepte azalma yaşanması sonuç olarak enflasyonun düşmesi beklenmektedir.

TCMB, 2002 – 2005 yılları arasında örtük enflasyon hedeflemesi uyguladı, 2006 yılından başlayarak resmi enflasyon hedeflemesi uygulamasına geçti. Küresel krizin yaşandığı dönemde enflasyon hedeflemesi uygulanmaktaydı. Merkez bankası enflasyon hedeflemesi uygular, çünkü belirli bir dönem ve amaç doğrultusunda uygulamaya koyduğu para politikası ile elde edeceği sayısal bir hedefinin olması gerekmektedir. Hedef olarak belirlenen rakamlara ulaşılması durumunda merkez bankasının güvenilirliği artmış olacaktır.

Kara, Ögünç ve Sarıkaya (2016) çalışmasında konvansiyonel enflasyon hedeflemesinin uygulandığı çok amaçlı 2006-2010 dönemi ile çok amaçlı geleneksel olmayan bir yaklaşımın hâkim olduğu 2011-2015 dönemleri kıyaslandığında, ortalama enflasyonun iki dönemde aynı olduğu ancak bileşenleri itibarıyla oldukça farklılaştığını ifade etmektedir. Enflasyon ilk beş yıllık dönemde daha çok dışsal faktörlerden etkilenirken ikinci beş yıllık dönemde döviz kuru, birim işgücü maliyeti ve çıktı açığı gibi temel makro unsurların enflasyona katkısının arttığını belirtmektedir. Mahfi Eğilmez'e göre (2016) Türkiye'de eskiden enflasyon, TL'nin dış değerini etkilerdi, son dönemlerde bu ilişki tersine döndüğünü ve TL'nin dış değeri enflasyonu etkilemeye başladığını ifade etmiştir. TL, yabancı paralara karşı değer kaybı yaşadıkça enflasyonda artış yaşanmaktadır. TL'nin yabancı paralara karşı değer kaybını dış etkiler ve iç etkiler

olarak incelenmektedir. Dış etkiler, diğer ekonomilerdeki olumlu-olumsuz gelişmeler söz konusu olduğunda aynı ekonomik yapıya sahip gelişmekte olan ülkelerin paraları Dolar, Euro gibi rezerv paralara karşı değer kaybetmektedir. İç etkilerde ise siyasi etkiler, açıklama etkileri, kurumların durumu gibi etkenler söz konusu olmaktadır. Bu etkenler söz konusu olduğunda ülke ekonomileri müdahale edilebilir hale geliyor; pozitif bir yaklaşımla riskleri azaltmak, siyasette uzlaşmacı yaklaşımlar içine girmek, siyaseti bağımsız kurumların işlerine karışmaktan uzak tutmak, yapısal reformlar yapmak ülkeyi kendi ekonomik yapısını güçlendirebilir hale getiriyor.



Kaynak: TÜİK

Grafik 3.3: Türkiye 2008-2017 Yılı Enflasyon Oranı ve Enflasyon Hedefi (%)

Tablo 3.6: 2008-2017 Yılı Türkiye Enflasyon Oranı, Değişimi ve Hedefi

Yıl	Enf Oranı %	Değişim	Enf Hedefi
2008	10,06	1,67	4
2009	6,53	-3,53	7,5
2010	6,4	-0,13	6,5
2011	10,45	4,05	5,5
2012	6,16	-4,29	5
2013	7,4	1,24	5
2014	8,17	0,77	5
2015	8,81	0,64	5
2016	8,53	-0,28	5
2017	11,92	-0,39	5

Kaynak: TCMB

Tablo 11 TCMB'nin enflasyon hedeflemesinde ortaya koyduğu hedefleri, yılsonlarında gerçekleşmiş enflasyon oranlarını ve bir önceki yıllara aynı dönemde yaşanan enflasyon değişimini göstermektedir. Tabloda yer alan verilere bakıldığında enflasyon hedefleri ve gerçekleşen enflasyon oranları arasında fark yer almaktadır. 2008 yılında yaşanan küresel krizin küresel piyasalardaki etkisi ve siyasal belirsizlik TL'nin değer kaybetmesine neden olmuştur ve enflasyon beklenen değerlerin üstünde gerçekleşmiştir. 2009 yılında hedeflenen enflasyon oranının altında bir enflasyon oranı elde edilmiştir. Bu dönemde TCMB enflasyon hedefini güncellemiştir çünkü önceki yıllarda elde edilen hedefin üzerinde enflasyon oranları 2009 yılında hedeflerin elde edilemeyeceğinin öngörülmesini sağlamış ve güncellemeye gidilmiştir. Merkez bankasının hedefledi oranları tutturması güvenilirliğini ve kredibilitasını artırmaktadır. 2009 yılında 2008 küresel krizin etkileri azalma göstermiş olsa da etkileri devam etmiştir. 2009 yılının son döneminde iç ve dış talepte yaşanan toparlanmalar, geçici vergi indirimlerinin sona ermesi, işlenmemiş gıda fiyatlarının yükselmesi son çeyrekte enflasyonda artış gözlemlenmesine neden olmuştur (Ermişoğlu 2011: 75). 2010 yılında hedeflenen ve gerçekleşen enflasyon oranları bir birine çok yakın değerlerde oluşmuştur. Bu durumun en büyük etkeni ise TCMB'nin açıklamış olduğu çıkış stratejisi politikasının etkili olması olmuştur. Küresel kriz sonrasındaki para politikası uygulamaları, kısa vadeli faiz oranlarına müdahalesi, dengeli likidite politikası izleme çalışmaları sonucunda merkez bankası 2010 yılı enflasyon hedefini tutturarak güvenilirliğinin göstermiştir.

Tabloda yer alan diğer yıllar değerlendirildiğinde hedeflenen enflasyonun ve gerçekleşen enflasyon arasında giderek büyüyen bir fark olduğu görülmektedir. Bu

durum ise %5'lik enflasyon hedefinin güncel politikalar açısından ekonomik gösterge niteliğinden uzak bir hedef olduğu ortaya çıkarmaktadır. Belirlenen %5'lik enflasyon hedefinin gerçekleşen enflasyon düzeyinin altında kalmasının nedenlerinden biri 2008 küresel krizinin ekonomi üzerindeki yansımalarının küresel düzeyde devam etmesi bir diğeri ise iç ekonomik dengede yaşanan hareketliliklerdir. Krizle birlikte tüketici harcamalarında azalma yaşanmıştır ancak bu durumun hafifletilmesi için gerekli müdahaleler para politikası aracılığıyla yapılmıştır. TCMB enflasyonda görülen yükselişi, gıda fiyatlarına ve Türk lirasında yaşanan değer kaybına bağlamaktadır. Enflasyon oranlarının hedeflenen enflasyon oranının üzerinde oluşmasının nedeni hedeflemede kullanılan değerlerden kaynaklanmaktadır.

3.1.5 Makro İhtiyati Politikalar

Makro ihtiyati politikalar finansal sistemde ortaya çıkabilecek riskleri denetlemek ve önlemek amacıyla kullanılan bütün tedbirlerin içerir. Bu uygulamadaki amaç finansal sistemi olabilecek risklere karşı korumaktır. Finansal sistemde meydana gelecek ekonomik sorunun bütün ekonomi üzerindeki olumsuz etkilerini azaltmayı amaçlar. Bu amaç çerçevesinde, ekonomik olumsuzlukları azaltmak, kaldırma kullanımı düzenlemek, tam bilginin sağlanması(kredi ve varlık fiyatları ilişkisi), kırılganlığın denetlenmesi gibi hedefleri içerir. Makro ihtiyati politikalar finansal sistemin sorunlarını gidermeyi ister bu nedenle para ve maliye politikasıyla birlikte uygulanmalıdır. Küresel krizinin temelinde finansal sistemden kaynaklan sorunlar yer almaktadır. Finansal kriz sonunda yıkıcı etkilerle karşılaşılabilir. Makro ihtiyati politikalar ile amaçlanan sistemik riskin finansal sistem ve ekonomi üzerindeki olumsuz etkilerini sınırlamaktır. Sistemik risk, finansal sistemde yaşanan sorunlar nedeniyle finansal aracılık faaliyetlerinin büyük oranda kesintiye uğraması ve reel ekonomide yıkıcı sonuçların ortaya çıkması riskidir.

Makro ihtiyati politikaların üç hedefi vardır: sistemik şoklara karşı tampon oluşturmak, kredi varlık fiyatları arasında dengeyi sağlamak, finansal sistemdeki bağımlılıktan kaynaklı kırılganlığı azaltmak.

Makro ihtiyati politika araçları temel olarak iki gruba ayrılır; tanımlama ve izleme araçları, operasyonel araçlar olmak üzere. Tanımlama ve izleme araçları,

sistemik riskleri izlemeyi ve tanımlamayı ve öncelikleri belirlemeyi amaçlar. Tanımlama ve izleme araçları; temel dengesizlik göstergesi makroekonomik veri ve bilançolar, piyasa koşulları göstergesi, sistemdeki risk konsantrasyonu göstergesi, makro stres testleri, bütünleşik izleme sistemleridir. Operasyonel araçlar ise sistemik risklerin önlenmesinde kullanılan araçları içerir. Bu araçlar, ekonomik döngüler ters biçimde işleyebilecek sermaye tamponlarının oluşturulması, sektörel bazda sermaye gerekliliklerinin getirilmesi, borç ve alacak hesaplarında para birimi ve vade uyumsuzluğunun sınırlanması, yabancı para birimi borçlanmaya sınırlama getirilmesi, para ve maliye politikası araçlarının bu amaçlar ile kullanılması olarak sıralayabiliriz(TCMB Bülten 35).

Küresel kriz geleneksel uygulamaların makro finansal risklerle mücadele yetersiz kaldıklarını ortaya koymuştur. Türkiye’de kriz sonrasında gelişmiş ülkelerde yaşanan parasal genişleme nedeniyle gelişmekte olan ülkeye kayan sermaye akımının ekonomide oynaklığa neden olabileceğini öngörerek makro ihtiyati politikalar önem vermiştir. Aynı zamanda kurumsal alt yapısını şekillendirerek çeşitli komiteler oluşturmuştur. Kriz sonrasında 2010 yılında yaşanan sermaye akımları ve ekonomide oluşan kırılganlığa karşı önlemlerin alınması sürecinde esneklik sağlayacak araçlara ihtiyaç duyulmuştur. Küresel kriz sonrasında TCMB para politikasında geleneksel olmayan faiz politikası, faiz koridoru, ROM, zorunlu karşılık oranı gibi uygulamalarla makro ihtiyati politikaları desteklemiştir.

IV. BÖLÜM

4.SONUÇ

25.04.2001 tarihinde 4651 sayılı Kanun değişikliğiyle TCMB'nin temel görevi fiyat istikrarını sağlamak olarak belirlenmiştir. 2008 finansal krizine kadar Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankasının ana amacı fiyat istikrarını sağlamaktır. Fiyat istikrarının sağlanmış olmasına rağmen gelişmiş ve gelişmekte olan birçok ülke finansal krizden etkilenmiş ve istikrar kayıpları yaşamıştır. 2008 finansal krizi fiyat istikrarının tek başına yeterli olmadığı aynı zamanda finansal istikrarında temel amaç olmasının gerekliliğini ortaya koymuştur. 2008 finansal krizi küresel ekonomik geçişler (bağlar) aracılığıyla ülkeler arasında yayılmış ve küresel finansal bir kriz olmuştur. Küreselleşme ile ekonomik yapıda bir bütünleşme söz konusu olmuştur. Ekonomik faaliyetler aracılığıyla birçok ülke ekonomisi arasında hızlı geçişlerin yaşandığı bir ortamda meydana gelen 2008 finansal krizi için sadece ulusal ekonomide fiyat istikrarının sağlanması yeterli olmamış finansal istikrarın sağlanmasında gerekli hale gelmiştir.

2008 finansal krizi sonrasında ekonomik durgunluk meydana gelmiştir. Gelişmiş ülkeler bu süreci hızla atlatabilmek için faiz oranlarını düşürerek parasal genişleme yaratmışlardır. Gelişmiş ülkelerin faiz indirimi sonrasında sermaye akımları faiz indirimlerini gelişmiş ülkelere nazaran daha az gerçekleştiren gelişmekte olan ülkelere yönelmiştir. Sermaye akımlarında bu gelişme yerli para birimlerinin değerlenmesini, ithalatın artmasını sağlamış ve cari açığın artmasına neden olmuştur ve gelişmekte olan ülkeler için süreç zorlaşmıştır. Bu ekonomik şartlar altında hem yerli paranın değerinin korunması hem kredi genişlemelerinin kontrol altında tutulması ve aynı zamanda cari açığa meydana gelebilecek artışların önlenmeye çalışılması gerekmiştir.

TCMB 1931 yılında ülkenin iktisadi gelişimini sağlamak amacıyla faaliyete başlamıştır. 2001 yılında TCMB'nin para politikasında temel amacı fiyat istikrarını sağlamak olmuştur. TCMB zaman içerisinde para politikası için kullandığı araçlarda, müdahale hamlelerinde kendisini sürece uyarlayarak gelişimini sürdüren değişen zamana ve ekonomik duruma uyum sağlayan bir kurum olmuştur. 1960 ve 1980 yılları arasında ekonomik likiditeyi kontrol etmek için munzam karşılık oranlarını, fiyat artışlarını kontrol etmek için reeskont oranlarını araç olarak kullanmıştır ve bankalararası para piyasası işlemleri, döviz ve efektif piyasası ve 1987 yılında açık piyasa işlemlerini uygulamasına dâhil etmiştir. 1990 sonrası dönemde ve 2000'li yıllarda enflasyon hedeflemesine gidilmiş ve açık-örtük enflasyon, dalgalı döviz kuru gibi düzenlemeler yapılmıştır. Merkez bankası kararlarını daha hızlı alabilmesi için temel amacına ulaşmada kullanacağı araçlarını bağımsız belirleme, gerekli gördüğü durumlarda bilgi toplama, alt yapı güncellemesi yapma görevlerini üstlenmiştir.

Türkiye ekonomisi açısından fiyat istikrarı sağlandığında finansal istikrarında sağlanacağı düşünülmekteydi. 2008 yılında yaşanan kriz neticesinde görülmüştür ki fiyat istikrarı sağlandığında finansal istikrar sağlanamayabiliyor. Türkiye de para politikası uygulamalarını düzenleyen kurum Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankasıdır. TCMB kriz sonrasında fiyat istikrarı temel hedefinin yanına finansal istikrarı da alarak yeni dönem ekonomisine yön vermeye başlamıştır. TCMB'nin mevcut durumda kullandığı araçlar ile fiyat istikrarı sağlanabiliyordu ancak yeni düzenlemesinde finansal istikrarı ve fiyat istikrarı mevcut araçlarla sağlayamayacağı için zorunlu karşılıklar, politika faizi, faiz koridoru, ROM (Rezerv Opsiyon Mekanizması) gibi araçları belirli düzenlemeler ile kullanmaya başladı. Kriz sonrasında direk yeni bir sisteme geçmek ya da doğrudan amacı değiştirerek hareket etmek doğru olmayacağı için finansal istikrar doğrudan ana hedef olmamıştır. Kriz sonrasında TCMB'nin amacı ilk etapta mevcut durumu muhafaza etmeye çalışmak olmuştur. 2008 kriz öncesinde elde edilmiş olan büyüme oranlarına tekrar ulaşılacak istenmiştir. Ekonomik hamlelerini bu yönde şekillendirmiş diğer birçok ülke gibi faiz oranlarında indirim yapmıştır. Bu süreçte amacı gerilemeyi durdurmak olmuştur. 2010 yılında çıkış strateji ile yeni yol haritasını açıklamış ve sonraki dönemlerde değişen küresel şartlara uygun hamleler yaparak gelişim sürecini sürdüren bir ülke olmamızı sağlamıştır.

TCMB 2010 yılında krizden sonraki döneme geçerken piyasadaki likiditeyi azaltarak zorunlu karşılık oranlarını yükseltmiştir. Sermaye girişlerinin yaşandığı ve hızlı kredi genişlemelerin olduğu dönemlerde zorunlu karşılık oranlarını artırarak kredi genişleme hızını yavaşlatmıştır. 2010 yılında Çıkış Strateji ile yeni dönemini başlatan TCMB para politikası uygulamasında fiyat istikrarının yanına finansal istikrarı da alarak hareket etmiştir. Önceki dönemlerde finansal istikrar fiyat istikrarından sonra ele alınırken artık birlikte değerlendirilmeye başlanmıştır. Yeni dönemde kullanılan araçlar, zorunlu karşılıklar, politika faizi, likidite yönetimi, faiz koridoru ve ROM gibi araçlar olmuştur. Yeni para politikası araçları faiz koridoru ve ROM ile kısa vadeli sermaye hareketlerine daha hızlı ve esnek hareket alanı sağlanmış ve bu araçlar yardımıyla döviz likiditesini etkileyerek kur oynaklığı azaltılabilmektedir. TCMB yeni başlayan sürecin ilk dönüşlerini olumlu olarak yaşamıştır. Sonraki yıllar içerisinde yaşanan küresel hareketlenmeler, siyasi hamleler, jeopolitik sorunlar nedeni ile ekonomik gerilemeler oluşmuş olsa da Merkez Bankası sıkı para politikası duruşunu sürdürmüştür. Merkez bankası para politikası araçlarını aktif olarak kullanan yetersizliğini anladığı durumda değişime yönelik bir anlayışa sahiptir. Ancak politika araçlarını aktif kullanımı enflasyon oranını kontrol altında tutması için yeterli olmamıştır. Enflasyon oranı genel itibarıyla açık enflasyon hedeflemesi sağlandığı dönemde hedeflenen beklenti değerlerinin üzerinde oluşmuştur.

Tezimizde, kriz sonrasında Türkiye'nin para politikası açısından verdiği tepkileri ele almaya çalıştık. Türkiye de kriz, Türkiye de para politikası, geleneksel ve geleneksel olmaya araçlar ve temel kavramlara kısaca değinmeye çalışmamızdaki amaç yapılan müdahalelerin daha doğru anlaşılabilmesini sağlamak istememiz olmuştur. Çalışma içerisinde TCMB'nin para politikası müdahaleleri ile kriz sonrası kendini yenilediği, sadece krizi atlatmak için değil daha istikrarlı ve gelişen bir ülke ekonomisi yaratmak amacıyla hareket ettiğini, uygulayıcısı olduğu para politikasında adımlarını dar bir çerçeveden değil daha geniş küresel ekonomik şartları da dikkate alarak tasarlayan bir yapıda olduğu anlaşılmıştır. Hedeflerine ulaşmak için doğru hamleler yapmaya çalışan ve ekonomik hareketlilik karşısında araçlarını verimli kullanmaya çalışan aktif bir yapıdadır. Tezimizde para politikası müdahaleleri ile elde edilen sonuçlar gösterilmeye çalışıldı ve bu çalışma değişen ekonomik şartlarda para politikasının hala işlevini

sürdürüp sürdürmediği açısından yeni dönemde yapılacak çalışmalar için bir yol haritası oluşturacağını temenni ederiz.



KAYNAKLAR

- Acar, İbrahim A. vd. (2015). “Geçmiş Öngörmek: Ekonomik Krizlerin Teorik Ve Tarihsel Arka Planı”. İktisadi Krizler Ve Türkiye Ekonomisi Prof. Dr. İlker Parasız’a Armağan Ed. Nadir Eroğlu, İlhan Eroğlu, H. İbrahim Aydın. Ankara: Orion Yayınevi. 76.
- Acar, Sadık (1998). *Genel İktisat*. Dokuz Eylül Üniversitesi Hukuk Fakültesi Döner Sermaye İşletmesi Yayınları.
- Akçay, M. Aslan (1997). “*Para Politikası Araçları: Türkiye ve Çeşitli Ülkelerdeki Uygulamalar*”. Uzmanlık Tezi, Yayın No: 2483, T.C. Başbakanlık Devlet Planlama Teşkilatı, Ankara.
- Akdiş, Muhammed (2001). *Para Teorisi ve Politikası*. İstanbul: Beta Basım.
- Akyazı, Haydar ve Ekinci, Aykut. (2009). “*Türkiye’de 2000 Sonrası Uygulanan Para Politikaları Stratejilerinin Makroekonomik Performanslarının Değerlendirilmesi*”. Karadeniz Teknik Üniversitesi İktisadi İdari Bilimler Fakültesi Dergisi. 23.
- Altaş, Gökben (2013). “Gelişmiş Ülkelerde Mevduat ve Yatırım Bankacılığının Ayrışması”. TSPAKB Gündem Dergisi. 132.
- Alper, Koray ve Tiryaki, S. Tolga (2011). “*Zorunlu Karşılıkların Para Politikasındaki Yeri*”. TCMB Ekonomi Notları, 1108.
- Alper, Koray, Hakan Kara ve Mehmet Yörükoğlu (2013), “*Rezerv Opsiyonu Mekanizması*”. TCMB Ekonomi Notları, Sayı: 2012/28.

- Aslanoğlu, Erhan (2015). “2008 sonrası Dünya Ekonomisinde görünüm ve İktisat politikaları”. İktisadi Krizler Ve Türkiye Ekonomisi Prof. Dr. İlker Parasız’a Armağan. Ed. Nadir Eroğlu, İlhan Eroğlu, H. İbrahim Aydın. Ankara: Orion Yayınevi. 323.
- Ateş, Koray (2004). “Finansal Krizlerden Bankacılık Krizlerine Bir Değerlendirme”, Piyasa Dergisi. 11: 198.
- Barışık, Salih (2015). “Kriz Kuramları Ve Kriz Modelleri”, İktisadi Krizler Ve Türkiye Ekonomisi Prof. Dr. İlker Parasız’a Armağan. Ed. Nadir Eroğlu, İlhan Eroğlu, H. İbrahim Aydın. Ankara: Orion Yayınevi. 111.
- Başçı, E. ve H. Kara (2011). “Finansal İstikrar ve Para Politikası”, İktisat İşletme ve Finans. 26: 302.
- Başçı, Erdem (2014). “Küresel Krizle Birlikte Merkez Bankalarının Değişen Politikaları”, içinde Prof. Dr. İlker Parasız’a Armağan: Bir Duayen İle İktisat ve Finansı Çok Boyutlu Düşünmek, (Derleyen Arı, A.). Ankara: Elif Yayınevi. 115-121.
- Başçı, Erdem ve Hakan Kara (2011). “Finansal İstikrar ve Para Politikası”. İktisat İşletme ve Finans. 26(302): 9-25.
- Başçı, Erdem ve Hakan Kara (2011). “Finansal İstikrar ve Para Politikası”. TCMB Çalışma Tebliği No:11/08. <http://www.tcmb.gov.tr/research/discus/2011/WP1108.pdf>. Erişim Tarihi: 22 Ocak 2013.
- Baydur, C.M. ve Süslü, B. (2002). “1990’lı Yıllarda Türkiye’de Para Politikası Uygulamasında Çapalar”. İMKB Dergisi. 6/21: 37-85.

- Berberoğlu, B. (2011). “2008 Global Krizinin Türkiye ve Avrupa Birliği’ndeki Etkilerinin Kümeleme Analizi İle İncelenmesi”. Anadolu Üniversitesi Sosyal Bilimler Dergisi. 1(11): 105-130.
- Birdal, M. (2009). “Bir Krizin Anatomisi: ABD Mortgage Piyasasının Kurumsal Yapısı ve Krizin Dinamikleri”, Anadolu International Conference in Economics.
- Blinder, Alan S. (2013). “Exitto What? The Status Quo Anteor Some New Normal”. Exit Strategy, Geneva Reports on the Word Economy 15: 5-11.
- Bocutoğlu, Ersan (2012). “Krizin Makro İktisadından Makro İktisadın Krizine: Eleştirel Bir Değerlendirme”. Türkiye Ekonomi Kurumu. [http //www.tek.org.tr](http://www.tek.org.tr) Bursa, 1994.
- Bocutuoğlu, Ersan (2014). “ABD’ de Glass-Steagall Yasasının Yürürlükten Kaldırılması 2007 Finansal Krizini Tetikledi mi? : Karşılaştırmalı Bir Değerlendirme”. Bankacılar Dergisi. 90: 83-111.
- Bocutuoğlu, Ersan (2015). “2008 Küresel finansal krizinin nedenleri”. İktisadi Krizler Ve Türkiye Ekonomisi Prof. Dr. İlker Parasız’a Armağan. Ed. Nadir Eroğlu, İlhan Eroğlu, H. İbrahim Aydın. Ankara: Orion Yayınevi: 273.
- Bocutuoğlu, Ersan (2015a). “Kredi Derecelendirme Kuruluşları ve 2007 Finansal Krizi”. Hak İş Uluslararası Emek ve Toplum Dergisi. 4: 66-113.
- Bordo, Michael (2008). “A Historical Perspective onthe Crisis of 2007-2008”. NBER Working Paper,14569.
- Bordo, Michael (2010). “Financial Crises: Lessons from history”. 5. Uluslararası garden finans konferans, Aktaran: Suat Oktar, Levent Dalyancı “Finansal Kriz Teorileri ve Türkiye Ekonomisinde 1980 Sonrası Finansal Krizler”. Marmara Üniversitesi İktisadi İdari Bilimler Fakültesi Dergisi. 29: 2.

- Burtan Doğan ve Akbakay Zeki (2016). “*Merkez Bankası Bağımsızlığı ve Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası*”. Balkan Sosyal Bilimler Dergisi. 5: 113-135.
- Ciciođlu, Ő., Ađuđ, A. ,Torun, P. (2013). “*Para Politikası Araçlarının Cari Açık Üzerindeki Etkinliđi: Türkiye Ekonomisi Üzerine Bir Uygulama*”. Kúresel İktisat ve İŞletme alıŐmaları Dergisi. 2: 4.
- Coşkun, Y. Sevil ve Balatan, Zeynep (2009). “*Kúresel Mali Krizin Bankacılık Sektörüne Etkileri ve Türk Bankacılık Sektörünün Veri Zarflama Analizi ile Bilançoaya Dayalı Mali Etkinlik Analizi*”. Ege Üniversitesi İktisadi İdari Bilimler Fakóltesi Dergisi. 3.
- Çalışkan, Ömer Veysel (2003). “*Uluslararası Finansal Krizler*”. Ekonomik Yaklaşım Dergisi. 44(46): 226.
- etin, M. Özlem (2016). “*TCMB Para Politika Uygulamalarının GeliŐimi*”. Finansal Araştırmalar ve alıŐmalar Dergisi. 14: 67-101.
- Delice, Güven (2015). “*Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası: 85 Yıllık Bir GeçmiŐin İzlerinden Tarihe Kayıt DúŐmek*”. Ekonomi, İŞletme, Siyaset ve Uluslararası İlişkiler Dergisi. 1(2): 21-55.
- Delice, Güven, (2003). “*Finansal Krizler: Teorik Ve Tarihsel Bir Perspektif*”. Erciyes Üniversitesi İktisadi Ve İdari Bilimler Fakóltesi Dergisi. 20: 57-81.
- Doğan, etin (2005). “*Para Politikasının Etkinliđi, Türkiye Açısından Bir Değerlendirmesi*”. Süleyman Demirel Üniversitesi İktisadi İdari Bilimler Fakóltesi Dergisi. 1: 25-42.
- Dornbusch, Rudiger, (2001). “*A Primer on Emerging-Market Crises*”.
<http://www.nber.org/>

- Eğilmez, Mahfi (2013). “*Türkiye Açısından Para Arzı Kavramları*”.
<http://www.mahfiegilmez.com>, Erişim Tarihi: 14.02.2018.
- Eğilmez, Mahfi (2016). “*Enflasyon Hedeflemesi ve Türkiye*”
<http://www.mahfiegilmez.com> Erişim Tarihi: 18.02.2019.
- Ercan, H., Taymaz, E., Yeldan, E., (2010). “*Krizler ve Türkiye: Kriz Tedbirlerinin Etki değerlendirmesi*”. ILO, Uluslararası Çalışma Örgütü Dergisi, Ankara. 1.
- Erdem, E. İlgün M.F. ve Dumrul C. (2011). “*Finansal İstikrarın Bankacılık Sisteminin Borç Verme Politikaları Üzerindeki Etkisi: 2008 Küresel Kriz Çerçevesinde Türkiye Üzerine Bir inceleme*”. BDDK Bankacılık ve Finansal Piyasalar.5: 9-34.
- Ermişoğlu, E. (2011). “*Enflasyon Hedeflemesi Rejiminin Türkiye’deki Başarısının Değerlendirilmesi*”. TCMB Piyasalar Genel Müdürlüğü .
- Eroğlu, Nadir (2009). “*Türkiye’de 1990’lı ve 2000’li Yıllarda Para Politikası*”. Marmara Üniversitesi İktisadi İdari Bilimler Fakültesi Dergisi. 26.
- Eroğlu, Nadir ve Anar Abdullayev (2011). “*CWN bağımsızlık ölçütlerinin TCMB'ye uygulanması*”. Doğu Üniversitesi Dergisi. 6(1): 79-97.
- Fannie, Mae (2008). “*New Release: Fannie Mae Permitted to pay Third Quarter Preferred Stock Dvidend*”. www.fanniemae.com/newsreleases.
- Fisunoğlu, Mahir ve Kökseltan, Bilge (1997). “*Keynes Devrimi ve Keynesyen İktisat*”, Ekonomik Yaklaşım Dergisi. 70: 31-60.
- Friedrich Mishkin (2001). “*Financial Policies and the Prevention of Financial Crises in Emerging Market Countries*”. NBER Working Paper Series. 8087: 3.
- Galindo, A. Micco, A. ve Ordonez, G. (2008). “*Financial Liberalization and Growth: Empirical Evidence*”. Inter-American Development Bank.

- Gediz, Demet ve Absüssamed Sağın (2015). “*Merkez Bankası Bağımsızlığı Kavramı*”. İktisat Politikası Araştırmaları Dergisi. 2(2): 95-112.
- Güneş, H. (1990). “*Türkiye’de Para Arzını Kontrol Araçlarının Etkinliği*”. İstanbul Ticaret Odası.1990: 9.
- Güzel, S. (2009). “*2008 Küresel Ekonomik Kriz ve IMF’nin Önerdiği Ekonomik Politikaların Krizle Mücadeledeki Rolü*”. Uludağ Üniversitesi İktisadi İdari Bilimler Fakültesi Dergisi. 2: 55-69.
- Ihrıg, Jane E., Ellen E. Meade ve Gretchen C. Weinbach (2015). “*Rewriting monetary policy, What’s the fed’s preferred post-crisis approach to raising interest rates?*”. Journal of Economic Perspectives. 29(4): 177-98.
- IMF. (2009). “*Değişen IMF’de Krize Çözüm Arayışları*”.
<https://www.imf.org/external/np/exr/facts/tur/changingt.pdf>
- IMF. (2009). “*Navigating the Financial Challenges Ahead,Global Financial Stability Report*”. World Economic and Financial Surveys. 117.
- Kaminsky, Greciela L., Reinhart, Carmen M. (1996). “*The Twin Crises. The Causes Of Banking And Balance Of Payment Problems*”. Board Of Governors Of Federal Reserve System İnternational Financial Discussion Paper: 544
- Kansu, Aydan (2016). “*Finansal Parçalanmanın Banka Kredi Kanalı Üzerindeki Etkisi: Euro Bölgesi Örneği*”. İktisat Politikası Araştırmaları Dergisi. 3(1): 1-20.
- Kara, A. Hakan (2012). “*Küresel Kriz Sonrası Para Politikası*”. Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası. Çalışma Tebliği No:12/17.
- Kara, H., Öğünç, F. ve Sarıkaya, Ç. (2016). “*Son On Yılda Enflasyon Dinamikleri: Tarihsel Bir Muhasebe*”. <http://tcmbblog.org/>.

- Kaya, Z. (2009). “*Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankasının Bağımsızlığı Ve Para Politikası*”. Dumlupınar Üniversitesi Sosyal Bilimler Dergisi. 25.
- Keyder, Nur (2002). “*Para, Teori-Politika-Uygulama*”. Seçkin Yayıncılık Geliştirilmiş 8. Baskı.
- Kibritçioğlu, Aykut (2001). “*Türkiye’de Ekonomik Krizler ve Hükümetler*”. Yeni Türkiye Dergisi, Ekonomik Kriz Özel Sayısı. 42: 1225.
- Kibritçioğlu, Aykut (2010). “*Küresel Finans Krizinin Türkiye’ye Etkileri*”. Munich Personal Repec Archive, <http://mpra.ub.uni-muenchen.de/29470/>, 1-22.
- Kindleberger, Charles P., Aliber Robert Z. (2017). “*Çılgınlık, Panik ve Çöküş Finansal Krizler Tarihi*”. 3. Baskı, İş Kültür Yayınları.
- Kuttner, Robert (2013). “*Seven deadly sins of deregulation and three necessary reforms*”. The American prospects, prospect.org/article/seven-deadly-sins-deregulation-and-three-necessary-reforms
- Küçükşaracı, D. ve Özel Ö. (2012). “*Rezerv Opsiyon Mekanizması ve Optimum Rezerv Opsiyonu Katsayılarının Hesaplanması*”. TCMB Çalışma Tebliği. No: 12/32,
- Leite, S. P. (1992). “*Monetary Policy Instruments*”. IMF Monetary and Exchange Affairs Department
- Lıpsley, Richard G., Steiner, Peter O., Purvıs, Douglas D. (1984). “*İktisat*”. 7. Baskıdan çeviri. Bilim Teknik Yayınevi.
- Maxfield, Sylvia (1994). “*Financial incentives and central bank authority in industrializing nations*”. World Politics. 46: 556-588.
- Mayer, Thomas (1980). “*David Hume and monetarism*”. The Quarterly Journal of Economics. 95(1): 89-101.

TCMB. Merkez Bankası Tarihçesi, <http://tcmb.gov.tr>, Erişim Tarihi: 13.02.2017.

Mishkin, Frederic S. (2000). “*Inflation Targeting in Emerging Market Countries*”. National Bureau of Economic Research, Working Paper. 76(18): 1-12.

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

Özatay, Fatih (2012). “*Para Politikasında Yeni Arayışlar*”. İktisat İşletme ve Finans Dergisi. 27: 51-75.

Özatay, Fatih (2018). “*Parasal İktisat Kuram ve Politikaları*” Efil yayınevi

Özker, A. Niyazi (2008). “*Gelişmekte Olan Ülkelerde Selektif (Tercihli) Kredi Politikalarında Yapısal Uyum ve Sektörel Gelişme*”. Akademik Fener Dergisi. 10: 120-140.

Öztürk. S. ve Gövdere, B. (2010). “*Küresel Finansal Kriz Ve Türkiye Ekonomisine Etkileri*”. Süleyman Demirel Üniversitesi İktisadi İdari Bilimler Fakültesi Dergisi. 1: 377-397.

Parasız, İlker (1994). “*Para Banka ve Finansal Piyasalar*”. 5. Baskı, Ezgi Kitapevi,

Parasız, İlker (2003). Uludağ Üniversitesi İktisadi İdari Bilimler Fakültesi Uluslararası İlişkiler Bölümü, Makro Ekonomi Ders Notları

Parasız, İlker (2007). “*Para Teorisi ve Politikası*”. Bursa: Ezgi Kitapevi.

Parasız, İlker (2008). “*Merkez Bankacılığı ve Para Politikası*”. Bursa: Ezgi Kitapevi.

Parasız, İlker (2009). “*Para Banka ve Finansal Piyasalar*”. Bursa: Ezgi Kitapevi.

Perera, R.A. Anil (2010). “*Monetary Policy in Turbulent Times*”. Central Bank of Sri Lanka International Research Conference. 1-68.

- Sarı, Yaşar “ *Cumhuriyetten Günümüze Türkiye'de Uygulanan Para Politikaları*”.
Mustafa Kemal Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi. 4.
- Serel, A. (2013). “*2008 Finansal Krizinde Para Politikası Uygulamaları: Türkiye Örneği*”. Yönetim ve Ekonomi Araştırmaları Dergisi. 19.
- Sertdemir Sude (2008). “*Finansal Krizinin Avrupa Birliği Ve Türkiye Üzerine Etkileri*”.
Yüksek Lisans Tezi. Afyon Kocatepe Üniversitesi. Sosyal Bilimler Enstitüsü.
- Seyidoğlu, Halil (2007). “*Uluslararası İktisat*”. 16. Baskı, Güzem Yayınları
- Snowdon, Brain ve Howard R. VANE (2005). “*Modern Macroeconomics: Its Origins, Development and Current State*”. Edward Elgar Publishing.
- Sözer, Çağıl (2013). “*Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası, Para Politikalarının Banka Bilançolarına Etkisi*”. Yüksek Lisans Tezi. Ankara: Başkent Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Bankacılık ve Finans Anabilim Dalı.
- Susam N. ve Bakkal U. (2008). “*Kriz Süreci Makro Değişkenleri ve 2009 Bütçe Büyüklüklerini Nasıl Etkileyecek*”. Maliye Dergisi. 155.
- Şentürk M., Kayhan S. ve Bayat T. (2016). “*Küresel Finansal Kriz Sonrasında Merkez Bankacılığı ve Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası*”. Niğde Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi. 9: 3.
- TCMB (2007). 2008 Yılında Para ve Kur Politikası.
- TCMB (2008). 2009 Yılında Para ve Kur Politikası.
- TCMB (2009a). 15.0.1.2009 Tarihli Para Politikası Kurul Toplantısı.
- TCMB (2009b). 17.12.2009 Tarihli Para Politikası Kurul Toplantısı.
- TCMB (2009c). 2008 Yıllık Raporu.

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

TCMB (2010). Finansal İstikrar Raporu.

TCMB (2010). Para Politikası Çıkış Stratejisi.

TCMB (2010a). 2009 Yıllık Raporu.

TCMB (2010b). 2011 Yılında Para ve Kur Politikası.

TCMB (2010c). 14.01.2010 Tarihli Para Politikası Kurul Toplantısı.

TCMB (2010d). 16.12.2010 Tarihli Para Politikası Kurul Toplantısı.

TCMB (2011). Dünden Bugüne Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası.
<http://tcmb.gov.tr>, Erişim Tarihi: 25.10.2017.

TCMB (2011). Finansal İstikrar Raporu.

TCMB (2011a). 2010 Yıllık Raporu.

TCMB (2011b). 20.01.2011 Tarihli Para Politikası Kurul Toplantısı.

TCMB (2011c). 22.12.2011 Tarihli Para Politikası Kurul Toplantısı.

TCMB (2012). Finansal İstikrar Raporu.

TCMB (2012a). 2011 Yıllık Raporu.

TCMB (2012b). 24.01.2012 Tarihli Para Politikası Kurul Toplantısı.

TCMB (2012c). 18.12.2012 Tarihli Para Politikası Kurul Toplantısı.

TCMB (2013). Finansal İstikrar Raporu.

TCMB (2013a). 2012 Yıllık Raporu.

TCMB (2013b). 2013 Yıllık Raporu Türk Lirası Likidite Yönetimi.

TCMB (2013c). 16.05.2013 Tarihli Para Politikası Kurul Toplantısı.

TCMB (2013c). 2013 Yılında Para ve Kur Politikası.

TCMB (2013d). 17.12.2013 Tarihli Para Politikası Kurul Toplantısı.

TCMB (2014). Finansal İstikrar Raporu.

TCMB (2014a). 2013 Yıllık Raporu.

TCMB (2014b). 04.07.2014 Ekonomi Notu.

TCMB (2014c). 2014 Yılında Para ve Kur Politikası.

TCMB (2014d). 21.01.2014 Tarihli Para Politikası Kurul Toplantısı.

TCMB (2014e). 24.12.2014 Tarihli Para Politikası Kurul Toplantısı.

TCMB (2014f). TCMB Tanıtım broşürü.

TCMB (2015). Finansal İstikrar Raporu.

TCMB (2015a). 2014 Yıllık Raporu.

TCMB (2015b). 20.01.2015 Tarihli Para Politikası Kurul Toplantısı.

TCMB (2015c). 25.12.2015 Tarihli Para Politikası Kurul Toplantısı.

TCMB (2015d). 2015 Yılında Para ve Kur Politikası.

TCMB (2015e). Küresel Para Politikalarının Normalleşme Sürecinde Yol Haritası.

TCMB (2016a). 2015 Yıllık Raporu.

TCMB Açık Piyasa İşlemleri Uygulama Talimatı Ekim 2014, <http://tcmb.gov.tr>, Erişim Tarihi: 10.02.2018.

TCMB Aylık Para ve Banka istatistikleri, <http://tcmb.gov.tr>, Erişim Tarihi: 21.08.2017

TCMB Bülten sayı 28, Aralık 2012.

TCMB Bülten sayı 35, Eylül 2014.

TCMB Bülten sayı 43, Eylül 2016.

TCMB Ekonomi Notları (2010). <http://tcmb.gov.tr>, Erişim Tarihi: 23.09.2017.

TCMB Enflasyon ve Fiyat İstikrarı. <http://tcmb.gov.tr>, Erişim Tarihi: 16.02.2018.

TCMB Kanunu (1970). “*Kuruluş Temel Görev ve Yetkileri*”. 1211 sayılı Kanun

TCMB Para arzı ek düzenleme bildirimini, www.tcmb.gov.tr, 2007/01 Tarihli Düzenleme. Erişim Tarihi: 10.12.2017.

TCMB Tanıtım Broşürü 2014, <http://tcmb.gov.tr>, Erişim Tarihi: 25.10.2017.

TCMB Terimler Sözlüğü, <http://tcmb.gov.tr>, Erişim Tarihi: 05.10.2017.

TCMB Türk Lirası İşlemleri Uygulama talimatı, Şubat 2018, <http://tcmb.gov.tr>, Erişim Tarihi: 15.02.2018.

TCMB (2010). “*Para Politikası Çıkış Stratejisi*”. Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası. Ankara.

- Tong, Hui and Shang-Jin Wei (2008). “*Real Effects of Subprime Mortgage Crisis: Is It a Demand or a Finance Shock?*”. NBER Working Paper 14205, <http://www.nber.org>
- Tufaner, Mustafa Batuhan; Kamil USLU ve İlyas Sözen (2016). “*Faiz Koridoru Uygulamasının Merkez Bankası Politikalarına Etkisi*”. International Conference on Eurasian Economies, ss. 658-666, <https://www.avekon.org/papers/1666.pdf>, Erişim Tarihi: 12.02.2017.
- TÜİK 2008a (2008). “*Haber Bülteni*”. 2008 GSYH. 27826.
- TÜİK 2008b (2008). “*Haber Bülteni*”. 2008 Sanayi Üretim Endeksi. 174.
- TÜİK 2008c (2008). “*Haber Bülteni*”. 2008 İşgücü İstatistikleri.
- TÜİK 2010 (2010). “*Haber Bülteni*”. 2010 Sanayi Üretim Endeksi Sayı. 141.
- Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası Kanunu (14 Ocak 1970) Resmi Gazete, 13409/419
- Uygur, Ercan (2001). “*Krizden Krize Türkiye:2000 Kasım ve 2001 Şubat Krizleri*”. Türkiye Ekonomi Kurumu Tartışma Metni. 1.
- Vural, Umut (2013). “*Geleneksel Olmayan Para Politikalarının Yükselişi*”. Uzmanlık Yeterlilik Tezi. Ankara. TCMB.
- Yalçınkaya, N, Yalçınkaya, M. H. ve Çılbant, C. (2006). “*Avrupa Birliği'ne Yönelik Düzenlemeler Çerçevesinde Türk Tarım Politikaları ve Sektörün Geleceğine Üzerine Etkisi*”. Yönetim ve Ekonomi Dergisi. 2.
- Yay, T. ve Yılmaz E. (2001). “*Küreselleşme Sürecinde Finansal Krizler ve Finansal Düzenlemeler*”. İstanbul Ticaret Odası Yayınları. 47.

Yeldan, E. (2010), “*Küresel Kriz ve Türkiye: Mali Canlandırma Önlemlerinin İstihdam ve İşgücü Piyasaları Üzerindeki Etkilerinin Makroekonomik açıdan değerlendirilmesi*”, Uluslararası Çalışma Örgütü(ILO)

Yıldırım, Kemal; Doğan Karaman ve Murat Taşdemir (2014), “*Makro Ekonomi*”, 14. Baskı, Seçkin Yayıncılık.



ÖZGEÇMİŞ

- Adı Soyadı** : Meltem GÜLBEK
- Doğum tarihi** : 31.03.1988
- Doğum Yeri** : Çankaya/ Ankara
- Eğitim Durumu** : 2014-2018 Bolu Abant İzzet Baysal Üniversitesi İktisat Yüksek Lisans Eğitimi
- 2007-2012 Çankaya Üniversitesi (Burslu/İngilizce) İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi İktisat Lisans Eğitimi
- 2010-2012 Çankaya Üniversitesi (Burslu/İngilizce) İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi İşletme Yandal Programı
- 2002-2006 Hasanoğlan Atatürk Anadolu Öğretmen Lisesi
- Yabancı Diller** : İngilizce, Yökdil :66.25
- Deneyimler** :2018 yılında tez danışmanın Dr. Öğr. Üyesi Cengizhan Yıldırım ile birlikte Orion yayınları finansal iktisat kitabının Para Politikası ve Merkez Bankacılığı bölümü yazdık, 2015 yılından itibaren İş Bankasında çalışmaktayım. 2014 yılında insan kaynakları yönetimi sertifikası aldım ve 3 ay Serbest Mali Müşavirlikte çalıştım. 2011 yılında TCMB piyasalar bölümünde staj, 2010 yılında Altınsoy şirketinde başlangıç düzeyinde muhasebe stajı yaptım.