



**T.C.
MUSTAFA KEMAL ÜNİVERSİTESİ
SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ
İKTİSAT ANABİLİM DALI**

**TÜRKİYE'DE FİNANSAL İSTİKRARA YÖNELİK
UYGULANAN PARA POLİTİKASI
ARAÇLARININ ETKİNLİĞİ**

YÜKSEK LİSANS TEZİ

**Hazırlayan
Mahmut Şaban AFSAL**

**Tez Danışmanı
Doç. Dr. Mehmet KARA**

Hatay-2017



**T.C.
MUSTAFA KEMAL ÜNİVERSİTESİ
SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ
İKTİSAT ANABİLİM DALI**

**TÜRKİYE'DE FİNANSAL İSTİKRARA YÖNELİK
UYGULANAN PARA POLİTİKASI
ARAÇLARININ ETKİNLİĞİ**

YÜKSEK LİSANS TEZİ

**Hazırlayan
Mahmut Şaban AFSAL**

**Tez Danışmanı
Doç. Dr. Mehmet KARA**

Hatay-2017

ONAY

MAHMUT ŞABAN AFSAL tarafından hazırlanan **“TÜRKİYE’DE FİNANSAL İSTİKRARA YÖNELİK UYGULANAN PARA POLİTİKASI ARAÇLARININ ETKİNLİĞİ”** adlı bu çalışma jüri tarafından lisansüstü öğretim yönetmeliğinin ilgili maddelerine göre değerlendirilip oybirliği / ~~oyçokluğu~~ ile **İKTİSAT ANA BİLİM DALINDA YÜKSEK LİSANS TEZİ** olarak kabul edilmiştir.

14/ 09 /2017

Jüri Üyeleri	İmza
Doç. Dr. Mehmet KARA (Tez Danışmanı - Başkan)	
Prof. Dr. Ali ACARAVCI (Üye)	
Yrd. Doç. Dr. İbrahim DOĞAN (Üye)	

Mahmut Şaban AFSAL Tarafından Hazırlanan **“Türkiye’de Finansal İstikrara Yönelik Uygulanan Para Politikası Araçlarının Etkinliği”** adlı tez çalışmasının yukarıda imzaları bulunan jüri üyelerince kabul edildiğini **onaylarım.**

Prof. Dr. Ali ACARAVCI

Sosyal Bilimler Enstitü Müdürü

TÜRKİYE CUMHURİYETİ
MUSTAFA KEMAL ÜNİVERSİTESİ
SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ MÜDÜRLÜĞÜNE

Bu belge ile bu tezde yer alan bilgilerin tamamının akademik kurallara ve etik ilkelerine uygun olarak toplanıp sunulduğunu beyan ederim. Söz konusu kural ve ilkelerin gereği olarak tezde yararlandığım eserlerin tamamına uygun bir şekilde atıfta bulunarak kaynak gösterdiğimi ayrıca beyan ederim. (14/09/2017)

MAHMUT ŞABAN AFSAL

İmzası



ÖNSÖZ

2008 küresel finansal krizin ekonomi politikalarını tahribata uğratması sonucunda Türkiye dâhil olmak üzere birçok ülkede ekonomi politikaları gözden geçirilmiştir. 2008 krizi sonrasında ise finansal istikrar olgusu daha da önem kazanmış, merkez bankalarının finansal piyasalara ilişkin rolleri tartışılmaya başlanmış ve birçok ülkede finansal riskleri gözeten politikalar uygulanmaya başlanmıştır. Buradan hareketle çalışmamızda, Türkiye ekonomisinde finansal risklerin sınırlandırılmasına yönelik TCMB'nin uyguladığı para politikası araçlarının etkinliğine ve alınan diğer politika tedbirlerine ışık tutulmaya çalışılmıştır.

Bu tezin hazırlanmasında bana yardımcı olan ve akademik desteğini benden esirgemeyen başta danışman hocam Doç. Dr. Mehmet KARA' ya, tezin hazırlanması aşamasında tavsiyeleri ile katkıda bulunan tez jürileri Prof. Dr. Ali ACARAVCI' ya, Yrd. Doç. Dr. İbrahim DOĞAN' a ve Yrd. Doç. Dr. Sümeyra GAZEL' e sonsuz teşekkürlerimi ve saygılarımı sunarım. Ayrıca çalışmanın her aşamasında bana destek veren ve motive eden Arş. Gör. Sefa ERKUŞ ve Öğr. Gör. Emre BARUTÇU ile Bozok Üniversitesi İ.İ.B.F' deki çalışma arkadaşlarıma teşekkür ederim.

Son olarak bana her zaman maddi ve manevi destek olan başta babam Mehmet AFSAL olmak üzere anneme, kardeşlerime ve değerli dostlarıma sonsuz teşekkürlerimi ve minnettarlığımı sunarım.

Mahmut Şaban AFSAL

TÜRKİYE’DE FİNANSAL İSTİKRARA YÖNELİK UYGULANAN PARA POLİTİKASI ARAÇLARININ ETKİNLİĞİ

Mahmut Şaban AFSAL

İktisat Anabilim Dalı, Yüksek Lisans Tezi, 2017

Danışman: Doç. Dr. Mehmet KARA

ÖZET

2008 küresel krizi ile birlikte ortaya çıkan finansal sorunlar sonucunda gelişmiş ülkelerin parasal genişleme politikaları uygulaması küresel risk iştahını arttırarak özellikle gelişmekte olan ülkelerde sermaye hareketlerinde oynaklığa neden olmuştur. Bu nedenle merkez bankaları, fiyat istikrarının yanında finansal istikrarı da gözetmek durumunda kalmıştır. Merkez bankaları, finansal yapıyı koruyacak önlemlerin alınması gerekliliği sonucunda makro ihtiyati politikalar kapsamında geleneksel olmayan para politikaları geliştirmiştir. Bu bağlamda Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası (TCMB), 2010 yılı itibari ile finansal istikrarı kapsayan yeni bir para politikası çerçevesi oluşturmuştur. Bu çalışmanın amacı, Türkiye’de finansal istikrara yönelik uygulanan para politikası araçlarının fiyat istikrarı ve finansal istikrar bağlamında etkinliğini analiz etmektir. Çalışmada, 2010-2016 döneminde finansal istikrara yönelik uygulanan para politikası araçlarının etkinliği VAR modeli kapsamında Granger nedensellik analizi, etki-tepki fonksiyonu ve varyans ayrıştırması ile analiz edilmiştir. Çalışmanın sonuçlarına göre, finansal istikrara yönelik uygulanan para politikası araçları ile finansal istikrar değişkenleri arasında anlamlı nedensellik ilişkisi saptanmıştır. Analiz bulguları, TCMB’nin yeni para politikası çerçevesinde kullandığı para politikası araçlarının bir arada kullanıldığında finansal istikrara katkıda bulunduğunu göstermektedir.

ANAHTAR KELİMELER

Finansal İstikrar, Para Politikası Araçları, Faiz Koridoru, Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası, VAR Analizi

EFFECTIVENESS OF MONETARY POLICY INSTRUMENTS APPLIED FOR FINANCIAL STABILITY IN TURKEY

Mahmut Şaban AFSAL

Economics Department, Master's Thesis, 2017

Supervisor: Assoc. prof. Mehmet KARA

ABSTRACT

As a result of the financial problems that emerged with the 2008 global crisis, the implementation of monetary expansion policies of developed countries increased the global risk appetite and caused volatility in capital movements especially in developing countries. For this reason, central banks have to take into account financial stability as well as price stability. Central banks have developed unconventional monetary policies within macro prudential policies due to the need to take measures to protect the financial structure. In this context, the Central Bank of the Republic of Turkey (CBRT) has established a new monetary policy framework covering financial stability as of 2010. The aim of this study is to analyze the effectiveness of monetary policy tools applied for financial stability in Turkey in terms of price stability and financial stability. In the study, the effectiveness of monetary policy instruments applied for financial stability in the period 2010-2016 was analyzed by Granger causality analysis, impact-response function and variance decomposition within the VAR model. According to the results of the study, a meaningful causality relationship was found between the instruments of monetary policy applied to financial stability and the variables of financial stability. The findings of the analysis show that monetary policy instruments used by the CBRT within the new monetary policy have contributed to financial stability when used together.

KEY WORDS

Financial Stability, Monetary Policy Tools, Interest Corridor, Central Bank Republic of Turkey (CBRT), VAR analysis

İÇİNDEKİLER

ÖZET.....	İ
ABSTRACT	İİ
TABLOLAR LİSTESİ.....	V
GRAFİKLER LİSTESİ.....	VI
ŞEKİLLER LİSTESİ.....	VII
KISALTMALAR LİSTESİ.....	vii
GİRİŞ	1
1. BÖLÜM: FİNANSAL İSTİKRAR VE PARA POLİTİKASI.....	3
1.1. Finansal İstikrar Kavramı.....	3
1.1.1. Finansal İstikrarın Tanımlanması	4
1.1.1.1. Finansal İstikrarın Tanımlanmasına Yönelik Yaklaşımlar	5
1.1.1.2. Ekonomik Kurumların Finansal İstikrara İlişkin Yaklaşımları	8
1.1.2. Finansal İstikrarın Unsurları	10
1.1.3. Finansal İstikrarsızlığa Neden Olan Etkenler	11
1.2. Finansal İstikrar ve Para Politikası İlişkisi.....	14
1.2.1. Finansal İstikrarın Sağlanmasında Merkez Bankalarının Rolü	17
1.2.1.1. Likiditenin Son Kaynağı Olma Rolü.....	20
1.2.1.2. Finansal Denetim.....	22
1.2.2. Finansal İstikrar ve Fiyat İstikrarı Arasındaki İlişki	25
1.3. 2008 Küresel Krizi Sonrası Makro İhtiyati Politikalar	27
2. BÖLÜM: TCMB’NİN FİNANSAL İSTİKRARIN SAĞLANMASINA YÖNELİK UYGULADIĞI YENİ PARA POLİTİKASI	31
2.1. 2008 Küresel Kriz Sonrası Yeni Politika İhtiyacı.....	31

2.2. 2010 Yılı İtibariyle TCMB'nin Yeni Para Politikası Çerçevesi	36
2.3. Yeni Yaklaşım Çerçevesinde TCMB Para Politikası Araçları ve Aktarım Kanalları.....	41
2.3.1. Faiz Koridoru	41
2.3.2. Zorunlu Karşılıklar	46
2.3.2.1. Kaldıraca Dayalı Zorunlu Karşılık Uygulaması.....	49
2.3.3. Rezerv Opsiyonu Mekanizması	50
2.3.4. Likidite Yönetimi.....	55
3. BÖLÜM: TCMB'NİN FİNANSAL İSTİKRARA YÖNELİK UYGULADIĞI PARA POLİTİKASI ARAÇLARININ ETKİNLİĞİ ÜZERİNE AMPİRİK BİR UYGULAMA.....	57
3.1. Para Politikası ve Makro İhtiyati Politikaların Etkinliğine İlişkin Ampirik Literatür.....	57
3.2. Model.....	63
3.2.1. Veri Seti ve Değişkenler	63
3.2.2. Yöntem	68
3.2.3. VAR Modeli	68
3.2.4. Durağanlık Testleri	70
3.3. VAR Analizi Sonuçları	72
3.3.1. Gecikme Uzunluğunun Belirlenmesi	73
3.3.2. İstikrar Koşulları	74
3.3.3. Granger Nedensellik Analizi	76
3.3.4. Etki-Tepki Analizi Sonuçları	79
3.3.5. Varyans Ayrıştırması Sonuçları.....	85
SONUÇ VE DEĞERLENDİRME	89

TABLolar LİSTESİ

Tablo 1. Finansal İstikrarın Tanımlanması: Genel Çerçeve.....	5
Tablo 2. 2008 Finansal Krizinin Ardından Merkez Bankalarının Genişleyen Rolü..	19
Tablo 3. Merkez Bankaları ve Finansal Denetim.....	24
Tablo 4. Ülke Gruplarına Göre Ortalama Enflasyon Oranları.....	33
Tablo 5. TCMB'nin Eski ve Yeni Para Politikası Çerçevesi.....	39
Tablo 6. TL ve Yabancı Para Zorunlu Karşılık Oranları (%).....	48
Tablo 7. TL Zorunlu Karşılıkların Döviz İmkânına İlişkin ROK'lar.....	54
Tablo 8. TL Zorunlu Karşılıkların Altın İmkânına İlişkin ROK'lar.....	54
Tablo 9. Çalışmada Kullanılan Değişkenler.....	64
Tablo 10. Değişkenlerin Düzey Değerlerinde ADF Ve PP Birim Kök Testi Sonuçları.....	71
Tablo 11. Değişkenlerin 1. Fark Değerlerinde ADF ve PP Birim Kök Testi Sonuçları.....	72
Tablo 12. Gecikme Uzunluğu Test İstatistiği Sonuçları.....	73
Tablo 13. Otokorelasyon LM Testi Sonuçları.....	74
Tablo 14. White Değişen Varyans Test Sonuçları.....	75
Tablo 15. Granger Nedensellik Testi Sonuçları.....	77
Tablo 16. DLKREDI'nin Varyans Ayrıştırması Sonuçları.....	85
Tablo 17. DLREDKE'nin Varyans Ayrıştırması Sonuçları.....	86
Tablo 18. LTUFE'nin Varyans Ayrıştırması Sonuçları.....	87

GRAFİKLER LİSTESİ

Grafik 1. GSYİH Büyümesi ve Sermaye Hareketleri	37
Grafik 2. TCMB Faiz Koridoru ve BIST Gecelik Faizler	44
Grafik 3. ROM'un Oluşturulma Süreci.....	52
Grafik 4. Yurtiçi Kredi Hacmi (2010-2016)	65
Grafik 5. Reel Efektif Döviz Kuru (Tüfe Bazlı)	66
Grafik 6. Tüketici Fiyat Endeksi	66
Grafik 7. Faiz Koridoru Bileşenleri (Bov-Repo-Boa)	67
Grafik 8. Zorunlu Karşılık Oranları	68

ŞEKİLLER LİSTESİ

Şekil 1. Finansal Sistemin Performansını Etkileyen Faktörler	10
Şekil 2. 2008 Finansal Krizi Sonrası Politika Çerçevesi: Makro İhtiyati Politikalar ve Amaçlar	28
Şekil 3. TCMB'nin Politika Araçları Ve Amaçları.....	39
Şekil 4. TCMB Para Politikasının Operasyonel Çerçevesi	43
Şekil 5. Ar Karakteristik Polinomunun Ters Köklerinin Konumu	75
Şekil 6. Diğer Değişkenlere Verilen Şoklara Kredilerin Tepkisi.....	80
Şekil 7. Diğer Değişkenlere Verilen Şoklara Reel Efektif Döviz Kurunun Tepkisi..	82
Şekil 8. Diğer Değişkenlere Verilen Şoklara Tüketici Fiyat Endeksinin Tepkisi.....	84

KISALTMALAR LİSTESİ

ABD	Amerika Birleşik Devletleri
BDDK	Bankacılık Düzenleme ve Denetleme Kurumu
BIST	Borsa İstanbul
ECB	European Central Bank (Avrupa Merkez Bankası)
EFT	Elektronik Fon Transferi
FED	Federal Rezerv Sistemi
GMM	Genelleştirilmiş Momentler Yöntemi
GSYH	Gayri Safi Yurtiçi Hasıla
IMF	İnternational Monetary Fund (Uluslararası Para Fonu)
ROK	Rezerv Opsiyonu Katsayısı
ROM	Rezerv Opsiyonu Mekanizması
ROO	Rezerv Opsiyon Oranı
SPK	Sermaye Piyasası Kurulu
TCMB	Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası
TL	Türk Lirası
TMSF	Tasarruf Mevduatı Sigorta Fonu
TÜFE	Tüketici Fiyat Endeksi
VAR	Vektör Oto Regresyon

GİRİŞ

Dünya genelinde teknolojinin giderek gelişmesi ve sermaye hareketlerinin yoğunlaşması ile birlikte finansal piyasalar birbirine bağımlı hale gelmiştir. Finansal piyasalardaki bu bağımlılık nedeniyle özellikle ABD gibi gelişmiş ülkelerin finansal piyasalarındaki bir sorun bulaşıcılık etkisi ile tüm finansal sistemin işleyişini bozarak finansal krize yol açabilmektedir. Finansal krizlerin, diğer gelişmiş ve gelişmekte olan ülkelere yayılması finansal piyasalar aracılığıyla olmaktadır. Bu bağlamda, 2008 yılında ABD’de ortaya çıkan finansal kriz, gelişmiş ülkelerin yanı sıra gelişmekte olan ülkeleri de etkisi altına alarak küresel bir hal almıştır. 2008 finansal krizi, finansal piyasalarla birlikte reel kesimi de önemli derecede etkilemiştir. Dolayısıyla, finansal piyasalarda karşılaşılan sorunlar ve çözüm yolları, son dönemlerde literatürde ciddi biçimde tartışılmaya başlanmıştır. Nitekim küresel kriz ile birlikte literatürde finansal istikrar olgusu önem kazanmıştır. Finansal istikrar kavramının çok boyutlu olması nedeniyle tek bir tanım üzerinde görüş birliğine varılamamıştır. Bu durum, finansal sistemde ortaya çıkan dengesizliklerin ortadan kaldırılması ve finansal istikrarsızlıkla mücadele edilmesi için uygulanabilecek politikaların belirlenmesini güçleştirmektedir. Küresel krizin, birçok ülkeyi fiyat istikrarının sağlanmış olmasına rağmen etkilemesi, fiyat istikrarının finansal istikrarın sağlanması için yeterli tek koşul olduğu görüşünün sorgulanmasına neden olmuştur. Bu nedenle küresel kriz ile birlikte merkez bankalarının finansal istikrarın sağlanması ve sürdürülmesine ilişkin rolü tartışılmaya başlanmıştır. Aynı zamanda küresel kriz sonrası para politikalarının fiyat istikrarı amacına ilaveten finansal istikrarı hedeflemesi gerekliliği üzerinde durulmaktadır.

Gelişmiş ülkelerin merkez bankalarının küresel krizin etkilerini hafifletebilmek amacıyla uyguladığı parasal genişleme politikaları, küresel risk iştahını arttırarak gelişmekte olan ülke piyasalarına doğru güçlü bir kısa vadeli spekülasyon sermaye akımı başlatmıştır. Bu durum, gelişmekte olan ülkelerde yerli para biriminin değerlenmesine yol açarak cari dengenin bozulması ve kredi faizlerini düşürerek hızlı kredi genişlemesi ile sonuçlanmaktadır. Sonuç olarak, gelişmekte olan ülkelere makroekonomik riskler artmış ve finansal istikrara ilişkin endişeler gündeme gelmiştir. Bu bağlamda birçok ülke, krizden çıkmak için makro finansal risklere karşı önlemler almış ve finansal piyasalarda denetimleri arttırarak yeni düzenlemeler getirmiştir. Bu düzenlemeler bütünü, makro ihtiyati politikalar olarak adlandırılmaktadır. Makro ihtiyati politikalar, temel olarak makro finansal istikrara ve finansal piyasalardaki

sistemik riske odaklanmaktadır. Merkez bankaları da geleneksel para politikalarının krizden çıkmak için yeterli olmadığına kanaat getirerek makro ihtiyati politikalar kapsamında geleneksel olmayan önlemler almış ve para politikası çerçevesinde değişikliğe gitmiştir. Bu gelişmeler ışığında Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası (TCMB), 2010 yılında, küresel kriz sonrası kısa vadeli sermaye akımlarındaki dalgalanmalardan kaynaklanan kredi büyümesinin ve döviz kurundaki aşırı oynaklığın ekonomik istikrarı olumsuz etkilememesi adına fiyat istikrarından ödün vermeden finansal istikrarı da gözetilen yeni bir para politikası çerçevesi oluşturmuştur. Bu kapsamda, kısa vadeli tek bir faiz oranı yerine, geniş bir faiz koridoru, aktif bir likidite yönetimi, zorunlu karşılıklar ile rezerv opsiyon mekanizması gibi yeni politika araçları uygulanmaya başlanmıştır.

Çalışmanın amacı, TCMB'nin, 2010 yılında hayata geçirdiği yeni politika çerçevesinde finansal istikrara yönelik uyguladığı para politikası araçlarının etkinliğinin analiz edilmesidir. Bu kapsamda, 2010 yılından itibaren TCMB'nin uyguladığı para politikası araçlarının fiyat istikrarı ve finansal istikrar hedefleri doğrultusunda etkinliğinin ne ölçüde olduğu ampirik olarak incelenecektir. Ampirik analizde, TCMB'nin finansal istikrar için ayrı bir önem verdiği ve ayrıca literatürde finansal krizlerin öncü göstergesi olarak belirtilen iki makroekonomik değişken kredi genişlemesi ve döviz kuru kullanılacaktır. Çalışmanın ilk bölümünde çok boyutlu olması nedeniyle finansal istikrarın önemi, unsurları ve finansal istikrar kavramına ilişkin akademik çevrelerin ve ekonomik kurumların görüşlerine yer verilecektir. Daha sonra, finansal istikrar ve para politikası ilişkisi açıklanmaya çalışılacak ve bu doğrultuda 2008 küresel krizi sonrası merkez bankalarının finansal istikrarın sağlanması ve sürdürülmesine ilişkin genişleyen rolleri incelenecektir. İkinci bölümde, TCMB'nin makro ihtiyati politikalar bağlamında finansal istikrara yönelik aldığı önlemler ve yeni para politikası çerçevesinde kullandığı yeni para politikası araçları ve aktarım kanalları irdelenecektir. Üçüncü bölümde, TCMB'nin uyguladığı para politikası araçlarının fiyat istikrarı ve finansal istikrar doğrultusunda etkinliği Vektör Oto Regresyon (VAR) modeli kapsamında Granger Nedensellik Analizi, Etki-Tepki Fonksiyonu ve Varyans Ayrıştırması ile analiz edilecektir.

1. BÖLÜM

FİNANSAL İSTİKRAR VE PARA POLİTİKASI

1.1. FİNANSAL İSTİKRAR KAVRAMI

20. yüzyılın son yıllarından itibaren teknoloji, iletişim ve finans gibi alanlarda önemli gelişmelerin ortaya çıkmasına bağlı olarak finansal istikrar kavramı giderek önem kazanmaya başlamıştır. 1994 Meksika ve 1997 Asya'da ortaya çıkan finansal krizler, ekonomi literatüründe finansal istikrar kavramı üzerine yapılan çalışmaların artmasına neden olmuştur. 2008 yılında yaşanan küresel finansal kriz ile birlikte finansal istikrar kavramının önemi daha da artmış, ekonomi yönetimleri ve akademik çevrelerin finansal istikrar üzerine yaptıkları çalışmalar yoğunlaşmıştır.

Dünyada son yıllarda hızla gelişen teknoloji ile birlikte sermaye piyasalarının birbiriyle olan etkileşiminin artması, finansal işlemlerin hacmindeki büyüme ve yeni finansal araçların yapısının ve çeşitliliğinin hızla değişmesi finansal sektördeki kurumları birbirine daha bağımlı hale getirmiştir. Bu durumun sonucu olarak sistemik risk sorununun meydana gelme olasılığı artmıştır. Uluslararası sermaye akımları her ne kadar yatırım ve tasarrufların etkin tahsisi için genellikle faydalı olsa da ulusal ekonomik politikaları zayıflatma ve finansal sistemi dengesizleştirme gibi sorunları ortaya çıkarabilmektedir (Crockett, 1997a:7). Bu yüzden parasal ve finansal istikrar, piyasa ekonomisinin etkin işleyişi için büyük bir öneme sahiptir. Finansal sistemde, istikrarsızlık durumunda ise ekonomide çıktı kayıpları yaşanabilmektedir. Finansal sistemdeki bozulmalar, ekonomik aktiviteler ve hatta politik yapılar üzerinde olumsuz etkilere neden olabilmektedir (Crockett, 1997b:1).

Finansal araçların yapısındaki farklılaşma, finansal sistemdeki kurumların risk algılamasını güçleştirmektedir. Bu durum, risklere karşı kurumların önlem almalarını engellemekte ve finans sektörü üzerinde risk oluşturmasına sebep olmaktadır. Dolayısıyla bu durum reel ekonomiyi de etkileyebilmektedir. Bütün bu bozuklukların sonucu olarak meydana gelen finansal kriz, sermaye piyasalarının birbirine bağımlılığı sebebiyle diğer ülkelere de sirayet etmektedir. Aslında yerel olarak ortaya çıkan kriz bu şekilde küresel bir hal alabilmektedir (Darıcı, 2011:14). Ayrıca finansal istikrarsızlık para politikalarının etkinliğini de azaltarak fiyat istikrarı hedefini de olumsuz yönde etkilemiştir. Bu nedenle, hem Merkez Bankaları hem de diğer kamu otoriteleri finansal istikrarı sağlama ve sürdürme hedefini gözetmeye başlamıştır.

Bütün bu bilgilerin ışığında finansal sistemin, reel ekonominin ve para politikasının birbirleriyle uyumlu çalışması bakımından finansal istikrarın sağlanması ve sürdürülmesi önem arz etmektedir.

1.1.1. Finansal İstikrarın Tanımlanması

Finansal istikrar kavramının tanımlanması konusunda bazı güçlükler yaşanmaktadır. Bunun nedeni, finansal sistemin çok sayıda dinamik unsur içeren karmaşık bir yapıya sahip olmasıdır. Fiyat istikrarı kavramının tanımlanması konusunda literatürde bir görüş birliği sağlanmıştır. Fiyat istikrarı kavramı, fiyatlar genel seviyesinin istikrarlı oluşunu ele almaktadır. Günümüzde hiç kimse neden aşırı enflasyondan kaçınılması gerektiğini sorgulamamaktadır. Aynı zamanda hiç kimse para politikalarının parasal istikrarı sağlama yönünde kullanılmasını eleştirmemektedir. Ancak finansal istikrar kavramının tanımlanmasında, literatürde bu konuda yapılmış birçok çalışmaya rağmen bir görüş birliği bulunmamaktadır (Crockett, 1997a:9). Her yazar kendi bilgi birikimi çerçevesinde finansal istikrar kavramını finansal sistemin bir yönünden ele alarak tanımlamaya çalışmıştır. Bunun yanı sıra bazı yazarlar ve kurumlar, finansal istikrarı finansal istikrarsızlık üzerinden tanımlamayı tercih etmişlerdir. Bunun temel nedeni, ilk bakışta finansal piyasalarda belli bir seviyede oynaklığın olumlu bir durum olarak görülmesine rağmen istikrar kavramının oynaklığının olmaması ile ilgilidir (Herrero ve Del Rio, 2003:8). Ayrıca istikrarsızlığın, istikrara göre daha gözlemlenebilir bir olgu olması da yazarların bu tercihte etkilidir.

Finansal sistem birçok dinamik unsurdan (kurumlar, yatırımcılar vb.) oluşmaktadır. Bu unsurların birbirine sıkı şekilde bağlı olması nedeniyle herhangi birinde oluşabilecek bir aksaklık zincirleme bir etkiyle sistemin bütününe etkisi altına alarak finansal işlemler yönünden risk doğurabilmektedir. Bu duruma, sistemik risk denmektedir. Finansal sistemin istikrarlı olabilmesi için sistemde oluşan dengesizlikler giderilmelidir. Eğer finansal sistemde oluşan oynaklıklar ekonomik faaliyetleri olumsuz etkilemiyorsa, bu oynaklıkları içeren finansal sistemin istikrarlı olduğu söylenebilmektedir. Sonuç olarak finansal istikrarın, hem sistemik riskler hem de oluşabilecek dış şoklar açısından değerlendirilmesi gerekmektedir (Schinasi, 2006:78).

1.1.1.1. Finansal İstikrarın Tanımlanmasına Yönelik Yaklaşımlar

İstikrarlı bir finansal sistem, birçok açıdan ekonomik performansı olumlu etkilemektedir. Ancak istikrarsız bir finansal sistem, tam tersi bir şekilde ekonomiyi iç ve dış şoklara karşı zayıflatabilmektedir. Finansal istikrar, finansal sistemin ekonomideki etkinliği olarak düşünülebilmektedir. Bu etkinlik, kaynakların etkin tahsisini sağlama, ekonomik büyüme gibi ekonomik süreçlere katkıda bulunma, finansal risklerin yönetimi, dağıtılması, fiyatlandırılması ve değerlendirilmesi çerçevesinde açıklanabilmektedir. Bu anlamda finansal istikrar, belirtilen unsurların finansal sistemde ne ölçüde sağlandığına göre değerlendirilmelidir. Bu açıklamalara dayanarak finansal istikrar için en geniş tanım: “*Finansal istikrar; finansal riskleri yönetme, tahsis etme ve fiyatlandırmaya yönelik çalışan ekonomik mekanizmaların, ekonomik performansa katkıda bulunacak kadar iyi işlemesi durumudur.*” şeklinde yapılabilmektedir (Schinasi, 2004:8-10).

Tablo 1. Finansal İstikrarın Tanımlanması: Genel Çerçeve

Önemli Şoklar	Muhtemel Riskler	
	YOK	VAR
Mevcut Değil	Finansal İstikrar	Finansal İstikrar
Mevcut değil ama gerçekleşebilir	Finansal İstikrar	Finansal Kırılganlık
Mevcut	Oynaklık	Finansal Kriz

Kaynak: Cihák, (2006: 8)

Tablo 1’de finansal sistemin işleyişi ve finansal istikrar kavramı genel hatları ile açıklanmıştır. Tablo 1’de finansal istikrar, önemli şokların olmadığı durumda veya önemli şokların gerçekleşme ihtimalinin olduğu fakat muhtemel risklerin olmadığı durumda gerçekleşebilmektedir. Genel anlamda finansal istikrar, finansal sistemin unsurlarının (finansal kuruluşlar, piyasalar, ödemeler, takas sistemleri) sorunsuz işlemesi anlamına gelmektedir. Yaygın bir görüş olarak finansal istikrarın analizi, finansal sistemin işleyişini bozan, finansal sistemde kırılganlıklar yaratan ve finansal sistem üzerinde olumsuz etkilere yol açarak bir bütün olarak ekonomiyi etkileyen olayları kapsamaktadır (Cihák, 2006:7-8).

Crockett (1997a:9) çalışmasında finansal istikrarı, katı bir şekilde sınırlandırılmış bir grup yatırımcının ötesinde ekonomide zarara sebep olabilme potansiyeline sahip stresin yokluğu olarak tanımlamıştır. Çünkü finansal sistemde oluşan stres, ekonomide olumsuz bir baskı oluşmasına ve yatırımcılar ile kurumların bu baskıdan etkilenmelerine yol açmaktadır. Crockett (1997b:2) finansal istikrara ilişkin yaptığı bir diğer çalışmada finansal istikrarı, istikrarsızlık üzerinden tanımlamıştır. Finansal istikrarsızlığı, ekonominin performansının, finansal aracılardan sözleşme yükümlülüklerini karşılayabilmesinde yaşadığı problemler veya finansal varlıkların fiyatlarındaki dalgalanmalar nedeniyle bozulması durumu olarak tanımlamıştır.

Bernanke ve Gertler (1987:2) üretken bir yatırım projesini geliştirme kabiliyetine sahip potansiyel borçluların yatırım yapacakları projeye göre nispeten daha az bir varlığa sahip olmalarını finansal kırılganlık olarak tanımlamışlardır. Bu durumda borçlanma dinamiği üzerinde durarak bu tarz yatırımcıların finansal sektörün sorunlarını arttıracaklarını ve bir bütün olarak ekonominin performansını zayıflatabileceğini ifade etmişlerdir. Bu durumu aynı zamanda finansal istikrar ile ilişkilendirmişlerdir.

Mishkin (1997; 2000:2-4) finansal kurumlar ve piyasalar üzerine önemli çalışmalar yapmıştır. Finansal sistemin işlemesine en büyük engel olarak asimetrik bilgi analizi üzerinde durmuş ve finansal istikrarı, istikrarsızlık üzerinden tanımlamıştır. Mishkin'e göre, asimetrik bilgi durumunda finansal sektörde sözleşme yapanların bir kısmı diğerlerinden daha az bilgiye sahip olacaklardır. Bunun sonucunda, asimetrik bilgi finansal sistemde iki temel probleme yol açmaktadır. Bunlar: Ters seçim ve ahlaki tehlikedir. Finansal sistem, asimetrik bilginin yol açtığı bu problemleri minimize edecek kadar iyi çalışsa bile ilerleyen dönemlerde tekrar bu problemler devam edebilmektedir. Asimetrik bilginin yarattığı problemlerden hareketle finansal istikrarsızlığı tanımlamak mümkündür. "*Finansal istikrarsızlık, finansal sistemdeki şokların piyasadaki bilgi akışını engelleyerek yatırımcıların fonlarını verimli yatırım fırsatlarına aktarmasına engel olması durumudur.*" Finansal istikrarsızlık durumu, finansal sistemin işleyişini tamamen engelleyecek kadar şiddetli ise o zaman bu durum finansal kriz olarak adlandırılabilir.

Borio ve Drehmann (2009:4)'a göre finansal istikrara ilişkin yapılan tanımların çoğu üç unsura dayanmaktadır. Birincisi, finansal sistem bir bireysel olarak değil bir

bütün olarak ele alınmalıdır. İkincisi, finansal sistemin ekonominin genelinden ayrı olarak değerlendirilemeyeceği ve reel ekonomideki aktiviteleri de etkisi altına alabileceğidir. Üçüncüsü ise, daha somut ve gözlemlenebilir olması nedeniyle istikrarın tersine istikrarsızlığa vurgu yapılmasıdır. Bu açıdan finansal istikrarsızlık, finansal sistemden veya reel ekonomiden kaynaklanan normal büyüklükteki şokların finansal kriz ile sonuçlanabilecek düzeyde yeterli koşullar oluşturması durumudur. Bu durumda finansal istikrar da finansal istikrarsızlığın tam tersi bir durum olarak tanımlanabilir. Padoa-Schioppa (2002:20) finansal istikrarı, tasarrufların yatırım fırsatlarına aktarılmasını ve ödemeler sisteminin işleyişini bozacak boyuttaki şoklara karşı finansal sistemin ve ekonominin ayakta durabilmesi olarak tanımlamıştır.

Cismaş ve Donath (2008:27)' a göre finansal istikrar kavramı, finansal krizden kaçınma aynı zamanda da sistemik finansal riskin yönetilmesi anlamında sıklıkla kullanılmaktadır. Bu durum, genel olarak finansal piyasalarda faaliyet gösteren temel finansal kurumların istikrarı dolayısıyla da piyasaların istikrarı olarak ifade edilebilmektedir. Finansal kurumlar için bu tanım, piyasalardaki oynaklığı ve operasyonları yönetmek için yeterli likiditeye aynı zamanda normal ve anormal kayıpları telafi etmek için de yeterli sermayeye sahip oldukları anlamına gelir.

Chant vd. (2003:3) finansal istikrarı, literatürdeki bazı yazarlar gibi istikrarsızlık üzerinden açıklamaya çalışmış ve finansal istikrarsızlığı, finansal sistemin çalışmasındaki etkileri nedeniyle ekonominin işleyişini tehdit eden ve bu tehditleri oluşturan finansal piyasalardaki koşullar olarak tanımlamıştır. Söz konusu etkiler, finansal sistemin içinden kaynaklanan şoklar ve dış şoklardan oluşabilmektedir. Bu tür bir istikrarsızlık, ekonomiye farklı yollarla zarar verebilmekte ve bazı finansal kurumların ve piyasaların işleyişini sekteye uğratabilmektedir. Böylece bu kurumlar, ekonominin geri kalanını finanse etmekte zorlanacağı için ekonominin genelini etkileyebilmektedir.

İpeker (2002:17) finansal sistemde istikrarı, reel ekonomi üzerinde önemli kayıplara neden olabilecek finansal sistemdeki bozuklukları ve yetersizlikleri gidermek veya bunlardan kaçınmak olarak tanımlamıştır. Bu bağlamda finansal istikrar, bir anlamda finansal kurumların işleyişinde olumsuzlukların olmaması olarak belirtilebilir.

2008'de gerçekleşen küresel finansal krizden sonra finansal istikrarın önemi daha da artmıştır. Bu bağlamda krizden sonra yapılan bazı çalışmalar dikkat çekmektedir. Mendoza ve Terrones (2008:2) çalışmasında aşırı kredi büyümesi ile

finansal krizler arasında ciddi bir ilişki bulunduğuna işaret etmektedir. Aşırı kredi büyümelerinin tümü krizle sonuçlanmamakla birlikte son dönemde gerçekleşen krizlerin çoğunun aşırı kredi büyümesi ile ilişkili olduğu belirtilmektedir. Aşırı kredi büyümesinin genellikle ekonomilerin dalgalanma dönemlerine denk geldiği vurgulanmaktadır. Bununla birlikte çalışmanın sonuçlarına göre, aşırı kredi büyümesinin olduğu dönemlerde ekonomide konut fiyatlarında artış, ekonomide canlanma, kurun değerlenmesi ve dış açıklarda artış görülmektedir. Schularick ve Taylor (2009) küresel krizden sonra yapılan en dikkat çeken çalışmalardan biridir. Çalışmada finansal kriz olasılığını arttıran nedenler araştırılmıştır. Hızlı kredi büyümesinin, makroekonomik göstergelere göre finansal sistem istikrarını bozarak finansal kriz riskini arttırdığı sonucuna ulaşılmaktadır. Jordà vd. (2010) çalışmalarında cari işlemler açığının finansal kriz üzerindeki etkilerini analiz etmektedir. Çalışmada, sonuç olarak cari işlemler açığının hızlı kredi büyümesi ile birlikte gerçekleşmesine rağmen finansal istikrarsızlığın tek ve en iyi göstergesinin hızlı kredi büyümesi olduğu belirtilmektedir.

Claessens vd. (2010) yaptıkları çalışmalarında aşırı kredi büyümelerinin her zaman krizle sonuçlanmadığını ancak kredilerdeki artışlarla birlikte finansal kriz olasılığının da arttığını vurgulamaktadır. Bununla birlikte, kredi artışlarının boyutu arttıkça ve süreci uzadıkça krizle sonuçlanmasının muhtemel olduğu belirtilmektedir. Kara vd. (2013) yaptıkları çalışmada küresel krizden sonra finansal istikrarın öneminin artmasına vurgu yapılmaktadır. Bununla birlikte kredi büyümesinin finansal istikrar için öncü bir gösterge olduğu belirtilmektedir. Sürdürülemez cari açık, aşırı kredi büyümesi ve yüksek kaldıraç oranlarına sahip ülkelerin küresel krizden daha çok etkilendiği belirtilmektedir. Türkiye için yapılan bir değerlendirmede yapısal olarak cari açık veren bir ülke olarak kredi kullanımında daha ihtiyatlı davranılması gerektiği belirtilmiştir.

1.1.1.2. Ekonomik Kurumların Finansal istikrara İlişkin Yaklaşımları

2008 yılında ortaya çıkan küresel finansal kriz, ülkeleri ekonomik ve sosyal anlamda derinden etkilemiştir. Bunun sonucunda merkez bankaları ve finansal kurumlar, finansal istikrar kavramına daha çok önem vermeye başlamıştır. Bununla birlikte birçok merkez bankası finansal piyasalardaki gelişmeleri, finansal istikrar

raporlarını yayınlamaya çalışmıştır. Bu açıdan merkez bankalarının yaptıkları tanımlamaları da incelemek fayda sağlayacaktır.

Avrupa Merkez Bankası'na göre finansal istikrar, finansal sistemdeki aktörlerin şoklara karşı finansal hizmetlerin işleyişinde ve finansal araçlarda önemli bozukluklar olmaksızın işlevlerine devam edebilmesidir (ECB, 2015:4). Almanya Merkez Bankası ise finansal istikrarı, finansal sistemin risklerin yönetilmesi, kaynakların tahsisi, ödeme sistemi gibi temel işlevlerini etkin ve verimli biçimde gerçekleştirmesi ve hatta şok ve stres durumlarında bunu sürdürebilmesi olarak tanımlamıştır (Deutsche Bundesbank, 2003:8). Japonya Merkez Bankası finansal sistem istikrarını, finansal kurumların, araçların ve finansal sistemde işlem yapan bireylerin birbirlerine ve sisteme olan güvenirliliği olarak açıklamıştır. Buna göre bu durumu sürdürmek için temel öncül ödeme sisteminin ve finansal araçların ayrılmaz parçası olan finansal kurumların işlevini sorunsuz yerine getirebilmesidir (Bank of Japan, 2013:145).

Kanada Merkez Bankası da finansal istikrar raporunda finansal istikrarı, finansal aracılık sürecinin sorunsuz işlemesine olanak tanıyan ve beklenmeyen şoklara karşı finansal sistemin dayanıklılığı olarak ifade etmiştir (Bank of Canada, 2012:3). TCMB, Türkiye'de finansal istikrar gelişmelerini yayınladığı raporunda finansal istikrarı, Finansal sistemin parçası olan ödeme sistemi, risk yönetimi ve kaynakların etkin dağılımı gibi ekonomik fonksiyonların, beklenmeyen bir zamanda ortaya çıkabilecek şoklara karşı olan dayanıklılığını sürdürmesi ve temel işlevlerini sağlıklı şekilde yerine getirebilmesi olarak tanımlamıştır. Finansal istikrarın, hem ulusal hem de uluslararası düzeyde finansal sisteme karşı olan güveni ifade ettiğini belirtmiştir (TCMB, 2015:6).

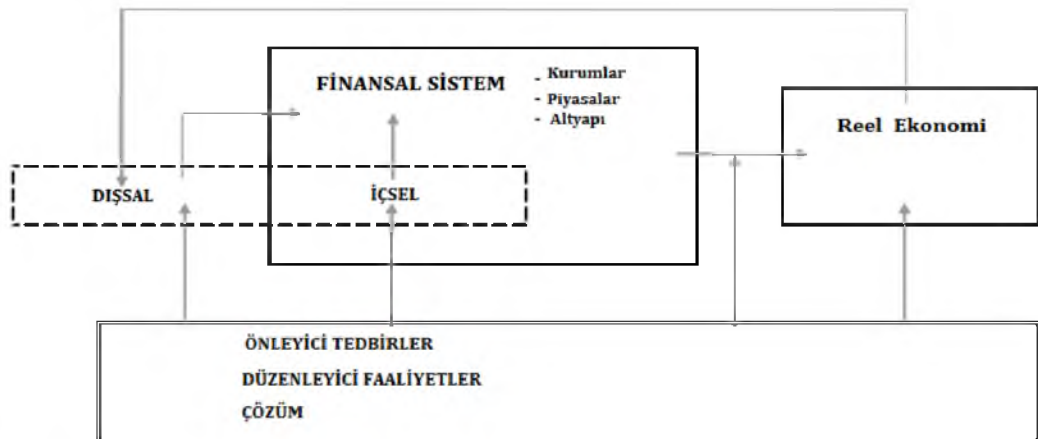
Küresel kriz sonrası yapılan çalışmalar sonucunda finansal istikrarı açıklamak için kullanılan bazı tanımlar her türlü finansal sorunu kapsayacak şekilde genişken, bazı tanımlar da sadece finansal sistemin işleyişini bozan etkenlere vurgu yapmıştır. Öte yandan bazı tanımlamalarda sistemik risk kavramı finansal istikrar ile birlikte değerlendirilmektedir. Tüm bu açıklamalar çerçevesinde, literatürde finansal istikrarın tanımı için görüş birliği olmamasına rağmen genel olarak finansal istikrarı tanımlamada üç temel unsur üzerinde durulmaktadır. İlk olarak, finansal sistem bir bütün olarak ele alınmaktadır. İkincisi ise, finansal sistemin etkilerinin ekonomik aktiviteye ve reel ekonomiye yansımaları dikkate alınmaktadır. Üçüncüsü ise, daha

gözlenebilir olması sebebiyle finansal istikrarsızlığa vurgu yapılmaktadır (Tiryaki, 2012:16).

1.1.2. Finansal İstikrarın Unsurları

Finansal istikrar finansal sistemi, altyapısı, finansal piyasaları ve kurumları dâhil birçok farklı yönüyle içermesi gereken çok geniş kapsamlı bir kavramdır. Finansal sistem ise fon talep veya arzında bulunan iktisadi birimlerin bir araya geldiği finansal piyasalar ile fon akımını düzenleyen ve denetleyen finansal kurumlar ve araçlardan oluşmaktadır. Finansal sistemin altyapısını oluşturan bileşenlerde hem özel hem de kamu kesiminden katılımcılar mevcuttur. Kamu kesiminden olan katılımcılar (SPK, BDDK, Merkez Bankaları vb.) piyasadan borçlanma, risklerin yönetilmesi, ödeme sisteminin düzgün işlemesi, parasal ve finansal istikrarı sağlamak ve sürdürmek amacıyla sistemde etkin rol oynar. Finansal sistemdeki bu unsurların birbirine sıkı bir şekilde bağlı olduğu göz önüne alındığında tek bir unsurda meydana gelebilecek bir bozukluk bütün sistemi etkisi altına alabilir (Schinasi, 2004:6). Finansal istikrarı oluşturan unsurları daha iyi incelemek için Şekil 1’de finansal sistemin performansını etkileyen faktörler gösterilmiştir.

Şekil 1. Finansal Sistemin Performansını Etkileyen Faktörler



Göstergeler

-  Dengesizliklerin Kaynakları
-  Politika
-  Etki

Kaynak: Houben vd. (2004: 15)

Şekil 1’de finansal sistemin, reel ekonomi ve politikalarla bağlantısı gösterilmiştir. Finansal sistemin içinden kaynaklanan dengesizlikler ile sisteme dışarıdan gelen şoklar arasında açık bir ayırım yapılmıştır (Houben vd., 2004:14). İçsel riskler, finansal kurumlar, piyasalar veya finansal altyapıdan kaynaklanabilmektedir. Dışsal riskler ise ekonominin genelinde var olan problemlerden kaynaklanabilmektedir. Bu problemlere uygun politika seçimi yapılarak reel ekonomiyi ve finansal sistemi etkilemesi engellenebilir.

Finansal istikrarın bir diğer unsuru, ekonomik faaliyetlerin sorunsuz işlemesine katkıda bulunacak bir ödeme sisteminin bulunmasıdır. Finansal istikrar, sadece ekonomik büyüme, risklerin yönetilmesi, tasarrufların yatırıma dönüştürülmesi ve kaynakların etkin tahsisine katkıda bulunmakla kalmaz aynı zamanda ödeme sisteminin ekonomik performansı olumlu etkileyecek düzeyde sorunsuz işlemesini de sağlamaktadır. Bu durum, merkez bankası parasının yeterli derecede uluslararası düzeyde kabul görmüş ödeme aracı, hesap birimi ve değer saklama aracı olma özelliğini yerine getirmesini gerektirir. Finansal istikrar bir başka yönüyle finansal sistemde oluşan bozuklukların ekonomik faaliyetler üzerinde bir tehdit oluşturmadan kontrol edilmesi ve giderilmesi açısından finansal sistemin kabiliyeti ile ilgili bir durumdur. Finansal istikrar ile ilgili önemli diğer bir unsur da reel ekonominin potansiyel sonuçları açısından açıklanabilmektedir. Finansal piyasalarda yaşanan bir dalgalanma, reel ekonominin işleyişine büyük oranda zarar vermediği takdirde finansal istikrara bir tehdit olarak görülmez. Aslında bir finansal kurumun kapanması ve varlık fiyatlarındaki oynaklığın artması gibi gelişmeler rekabetçi güçlerin, yeni bilginin verimli şekilde benimsenmesi ya da ekonomik sistemin kendi kendini düzeltici ve disipline edici mekanizmalarının bir sonucu olabilmektedir. Dolayısıyla bu durumun bulaşıcı olmaması ve sistemik risk yaratmaması halinde finansal istikrar için faydalı olduğu söylenebilmektedir. Finansal istikrarı oluşturan unsurlardan bir diğeri “istikrar” kavramının devamlılık arz eden bir süreç sonucu ortaya çıkmasıdır. Finansal sistemin sağlıklı bir yapıya kavuşması ve işlerliğinin bozulmaması belli bir süreç gerektirir. Çünkü finansal sistem, belli zaman aralıklarında risk altında kalabilir ve bazı unsurlar işlevsiz hale gelebilir. Bu durumda, bütün olarak sistemin devamlılığa sahip olması finansal istikrar için yeterlidir. Bu açıdan önemli olan bu sorunların finansal sistemin tamamına yayılmaması ve uzun dönemde sistemin istikrarlı bir yapıya kavuşmasıdır (Schinasi, 2004:6-7).

1.1.3. Finansal İstikrarsızlığa Neden Olan Etkenler

Finansal istikrarı tanımlamada literatürde bir görüş birliğinin bulunmaması, finansal sistemin ne denli derin ve karmaşık bir yapıya sahip olduğunu göstermektedir. Bu bağlamda finansal sistemin temel unsurları çerçevesinde finansal istikrarsızlığa neden olan etkenler ve finansal sistemi tehdit eden riskler incelenebilmektedir. Çünkü finansal sistemin unsurlarında meydana gelebilecek herhangi bir problem tüm finansal yapının işleyişini tehdit etmekle kalmayıp ekonomik faaliyetleri de etkileyerek finansal krize dahi yol açabilmektedir. Finansal istikrarsızlığa neden olan faktörler, finansal sistemin içinden veya dışından bir şok şeklinde ortaya çıkabilmektedir. Bu durumda finansal istikrarsızlığın nedenleri, içsel ve dışsal etkenler olarak ortaya konulabilir. İçsel etkenler finansal kurumlar, finansal piyasalar ve finansal altyapı kaynaklı ortaya çıkabilmektedir. Dışsal etkenler ise finansal sisteme, sistemin dışından gelen bir şok veya makroekonomik gelişmelere dayalı risk faktörleri olarak ifade edilmektedir.

Finansal kurumlar, finansal sistemde önemli riskleri barındıran bir unsurdur. Başlangıçta tek bir finansal kurumda meydana gelen problemler, finansal sistemdeki diğer kurumlara da sirayet edebilmektedir. Böylelikle söz konusu problemler, benzer operasyonel yapı ve risk iştahına sahip kurumlardaki sorunları açığa çıkarabilmektedir. Finansal riskler geleneksel olarak kredi, piyasa, likidite ve faiz oranları ile ilişkili olarak değerlendirilmektedir. Fakat son zamanlarda kurumların operasyonel, yasal ve itibar risklerini de barındırdığı kabul edilmektedir.

Finansal sistem için ikinci içsel risk kaynağı, finansal piyasalardır. Varlık fiyatlarında meydana gelebilecek olağanüstü oynaklık piyasa bazlı risklerden biridir. Finansal sistem, son zamanlarda finansal kuruluşların artışı ve hane halkının da katılımıyla daha çok piyasa odaklı hale gelmiştir. Finansal piyasalar, faaliyet olarak likidite hareketleri açısından son derece hassas bir konumda olmasından dolayı piyasa bazlı risklerin, finansal istikrar için önemi giderek artmaktadır.

Üçüncü içsel etken ise finansal altyapı kaynaklı risklerdir. Bir ülkenin finansal altyapısı, finansal sistemin sağlıklı işleyebilmesi için son derece önemlidir. Örneğin, ödeme sistemlerinde çeşitli riskler mevcuttur. Finansal altyapısı sağlam olmayan bir ülkede ödeme sistemlerindeki riskler tehlikeli bir boyuta ulaşacak ve domino etkisi ile finansal sistemin bütün aktivitelerini olumsuz etkileyebilecektir. Bunların yanında finansal altyapı kaynaklı riskler arasında yasal düzenlemelerin eksikliği ve muhasebe

standartlarındaki yetersizlik önemli rol oynar. Örneğin, herhangi bir finansal işlemde iki taraf arasındaki anlaşmazlık durumunda bu anlaşmazlığın hukuki zeminde çözüm yolları, çözülme süresi vb. gibi faktörler finansal sistemin işleyişini etkileyebilmektedir. Finansal sistemde, finansal istikrarsızlığa neden olabilen içsel etkenlerin yanı sıra sistemin dışından kaynaklanan dışsal etkenler de mevcuttur. Petrol fiyatlarındaki şoklar, teknolojik yenilikler, politika dengesizlikleri ve siyasi gelişmeler gibi dışsal faktörler finansal istikrarsızlığa yol açabilir (Houben vd., 2004:18).

Bu etkenlerin yanında finansal sistemin işleyişini bozarak finansal istikrarı etkileyebilen makroekonomik riskleri incelemek gerekmektedir. TCMB (2015)'e göre bu riskler şunlardır:

- Aşırı Kredi Büyümesi: Finansal istikrarsızlığa yol açan nedenler arasında sürdürülemez makroekonomik politikalar son derece önemlidir. Aşırı genişletici para ve maliye politikaları sonucunda likidite artışı yaşanmakta ve bunun sonucu olarak kredi hacminde oluşacak artış, fiyatlar genel seviyesinin artmasına neden olacaktır. Kredi hacminde oluşan artış, kredilerin kalitesinin bozulma riskini ve iç talebin potansiyel üretim hacminden çok daha fazla artmasına neden olacaktır. Ekonomik faaliyette canlanma, iktisadi birimlerin risk alma eğilimlerini arttırarak, kredi piyasalarında aşırı risk birikimlerine yol açabilmektedir. Kredi riskinin artması ekonomik büyümeyi ve reel üretimi olumsuz yönde etkileyebilmekte ve finansal sistemde oluşan balonların patlaması sonucu finansal sistemi de zayıflatabilmektedir.
- Sermaye Akımları: Küreselleşme ile birlikte finansal faaliyetler uluslararası piyasalardaki gelişmelerden de etkilenmeye başlamıştır. Finansal piyasalardaki aktörler daha yüksek kazanç amacıyla fonlarını daha yüksek getirili ülke piyasalarında değerlendirmektedir. Bu durum sermaye akımlarının hızlanmasına yol açmaktadır. Ancak piyasalardaki asimetric bilgi, piyasalardaki dalgalanmalar ve makroekonomik istikrarsızlıklar gibi nedenler bazı ülkelerde ani sermaye çıkışlarına yol açmıştır. Sonuç olarak kısa vadeli sermaye akımları, ülkelerin şoklara karşı dayanıklılığını azaltarak finansal istikrarsızlığa neden olabilmektedir.
- Finansal Yenilikler: Finansal işlem hacminde yaşanan genişleme ile birlikte finansal hizmetlerin daha etkin bir şekilde işlenmesini sağlamak

için yeni finansal araçlar ortaya çıkmıştır. Elektronik Fon Transferi (EFT), swap, repo, gelecek (future) piyasaları ve opsiyon piyasaları gibi yenilikler bunlardan bazılarıdır. Finansal yeniliklerin getirdiği işlem kolaylığı paranın dolaşım hızını arttırarak ekonomide para arzının kontrolünü zorlaştırmaktadır. Bu yeniliklerin bankalara riskli ürünlerle daha fazla getiri sağlaması, bankaları geri ödenmeme riski yüksek kredi vermesine sebep olmakta ve sonuç olarak kredi riskini oluşturmaktadır.

- Cari İşlemler Dengesizlikleri: Cari işlemler açığı yüksek ülkeler için bu açığın finansmanı oldukça önemlidir. Nitekim cari açığın finansmanının kısa vadeli krediler ve kısa vadeli sermaye girişlerinden sağlanması, herhangi bir şok durumunda finans piyasalarını olumsuz etkileyerek finansal istikrarsızlığa sebep olabilmektedir.

1.2. FİNANSAL İSTİKRAR VE PARA POLİTİKASI İLİŞKİSİ

2008'de yaşanan finansal kriz ile birlikte finansal istikrar kavramı ekonomiyi yöneten karar birimleri için de daha önemli hale gelmiştir. Çünkü 2008 krizi ve geçmiş yıllarda finansal sistemde ortaya çıkan krizler, ekonominin genelinde sorunlara yol açtığı gibi para politikasının da etkinliğini zayıflatmaktadır. Finansal sistemde istikrarsızlık aynı zamanda ekonomilerin gelişimini de engelleyen bir unsurdur. Finansal istikrarın sağlanması durumunda, yatırımcılar için daha güvenli bir ortam oluşmaktadır. Aynı zamanda bu durum, finansal sistemdeki işlemlerin etkinliğini arttırmakta ve kaynakların etkin tahsisine de katkı sağlamaktadır. Öte yandan finansal istikrar, makroekonomik politikaların daha verimli bir şekilde uygulanmasını sağlamaktadır. İstikrarsızlık durumunda ise, finansal kurumların batması ile oluşan maliyetlerden, reel çıktı düzeyinin düşmesine ve bankacılık krizlerine kadar ekonominin genel işleyişinde birçok sorun meydana gelmektedir.

Finansal istikrar, finansal hizmetlerin kullanıcıları tarafından faydalanılan bir kamu malı olarak görülebilmektedir. Finansal istikrar, kamusal açıdan sağlık ve güvenlik hizmetlerinden çok farklı değildir. Bu açıdan, finansal istikrarsızlığın toplum için önemli bir maliyet oluşturduğu inkâr edilememektedir. Şöyle ki finansal kurumların batması, yatırımlarını kaybeden hissedarlara, işini kaybeden çalışanlara ve alacaklarını kaybedebilecek durumda olan mevduat sahiplerine doğrudan bir maliyet yüklemektedir (Crockett, 1997a:14-15).

Finansal istikrar için politika ihtiyacının ortaya çıkmasında, finansal piyasalardaki varlık fiyatlarında ortaya çıkan uzun dönemli oynaklığın piyasanın işleyişini bozması ve bunun bulaşıcılık etkisi ile tüm sisteme yayılarak ekonomide genel bir soruna yol açması etkili olmuştur. Böyle bir durumda, ekonomi yönetimlerinin makroekonomik politika oluşturmasında sorunlar yaşaması ile ekonomi otoritelerine piyasa katılımcılarının güvenini kaybetmesi gibi sonuçlar ortaya çıkmaktadır (Darıcı, 2014:34). İstikrarsızlığın genel ekonomide bu tür sonuçlara yol açması, finansal istikrar için bir kamusal müdahale ve politika geliştirilmesi gerekliliğini ortaya çıkarmaktadır. Finansal istikrar için uygun bir politika olmaması durumunda, finansal sistemin kamuoyu gözünde güvenilirliği azalacaktır. Çünkü tüketiciler, yatırımcılar ve finansal kuruluşlar dâhil tüm ekonomik aktörler, finansal istikrarsızlık ihtimalinden etkilenmektedir. Aynı zamanda finansal varlıklarda oluşan oynaklıkların getirdiği riskler arasında, yatırımcıların bu tür varlıkları portföylerinde bulundurmaları ve açık pozisyonda kalmaları da sayılabilmektedir. Böyle bir durumda finansal katılımcılar, riskli varlıklara yönelmemekte, varlıklarının vade yapısını kısaltmakta ve varlık ya da gelirleriyle ilişkili olan borç seviyelerini düşük tutmaktadır. Bu şekilde, kendilerini olası bir finansal istikrarsızlık ve şok durumunda korumak istemektedirler. Finansal istikrarsızlıktan korunmaya yönelik bu eğilimler, ekonomiye bir miktar maliyet getirmektedir. Bu tepkilerin sonuçları, aslında finansal krize karşı verilen tepkilere benzemektedir. Bu durum ekonomik performans için hayati bir öneme sahip olan finansal sistemin etkinliğini azaltmaktadır.

Eğer kamu politikaları finansal istikrarsızlığa karşı korunmak için uygulanır ve buna dair hükümler yürürlüğe konulursa o zaman tüm finansal katılımcıların davranışları, finansal sistem aracılığıyla çok farklı bir fon akışını ortaya çıkarır. Sonuç olarak, finansal etkinlik sağlanabilir. Nihayetinde finansal sistem, doğrudan finansal istikrarı hedef alan politika olmadan da işleyebilir. Ancak böyle bir politikasızlık durumu önemli bir maliyet getirebilmektedir. Bu şartlar altındaki finansal sistem, finansal istikrarsızlığın derecesini ve sıklığını sınırlayan önlemlerin olduğu bir sistem kadar derin ve geniş olmayabilmektedir.

Hükümetler ve finansal kurumlar birçok politika önlemi alarak finansal istikrarsızlığı asgari düzeye indirmeye çalışmaktadırlar. Bu politikalardan önleyici politikalar, finansal istikrarsızlığın potansiyel maliyetlerini azaltmak ya da istikrarsızlığın ortaya çıktığı anda en aza indirmek için alınan önlemlerdir. Bu tür önleyici politikalar arasında finansal işlemlerde uygulanan hukuki altyapı, sağlam

finansal altyapı, bankalar ve diğer finansal kurumları yöneten düzenleme çerçevesi, ödemeler, menkul kıymetler ve döviz ile mevduat sigortası teminatı için takas ve ödeme düzenlemeleri ile riskten kaçınma önlemleri mevcuttur. Bir diğer politika olarak sınırlandırma politikaları, finansal istikrarsızlığın şiddetini tersine çevirmek veya aşmak için uygulanan politikalardır. Bunlar, kurumları likidite sıkıntısından kurtaran merkez bankalarının son kredi mercii fonksiyonunu içermektedir. Ayrıca, zayıf kurumları ele almak için hemen harekete geçme, istikrarsızlıktan kaynaklanan kayıpları da sınırlandırabilmektedir. İyileştirici tedbirler politikaları ise, finansal istikrarsızlıktan sonra ortaya çıkan maliyetleri minimize etmek için kullanılmaktadır. İyileştirici tedbirler, sorun yaşanan kurumlara finansal destek sağlanması, sağlıklı kurumlarla birleşmeleri ve yeni yönetim kurulması yoluyla yeniden yapılandırılmasını içermektedir. Bu politikalar, finansal sistemden doğan bir istikrarsızlık durumunda bunun ekonomiye olan maliyetlerini azaltmaya yöneliktir (Chant vd., 2003:12-14). Öte yandan Buitter (2012:1-2) de önleme politikalarına değinerek para politikası ile ilişkili finansal istikrar politikasını 4 boyutta açıklamaya çalışmıştır. Birincisi, kredi ve varlıklarda aşırı büyümeler, finansal piyasalarda balonlar ve iflasların önlenmesidir. İkinci boyut, finansal kurumların likidite krizlerinin önlenmesi ya da hafifletilmesini içermektedir. Bu boyut, merkez bankalarının likiditenin son kaynağı olma rolü ile ilgilidir. Üçüncüsü, finansal piyasalardaki önemli finansal araçlar için likidite krizlerinin önlenmesidir. Piyasalardaki likidite baskılarının önlenmesi de merkez bankalarının likiditenin son kaynağı olma ve ödeme sistemlerinin denetimi rolüyle ilgilidir. Dördüncüsü ise, sistematik olarak finansal kurumların ödeme krizlerinin önlenmesi veya hafifletilmesidir. Finansal istikrar politikasının bu boyutu, çeşitli mekanizmalar yoluyla önemli finansal kurumların yeniden sermayelerinin arttırılmasını içermektedir. Bu politikalar ile birlikte, finansal sistemde yaşanabilecek herhangi bir istikrarsızlık durumuna karşı önlemler alınabilmekte ve istikrarsızlığın şiddeti hafifletilebilmektedir.

Finansal istikrarın korunması için bir diğer argüman ise finansal kurum düzenlemelerinin merkez bankaları dışında başka bir otoritenin eline geçtiği zamanda bile, para politikası ve finansal istikrar politikasının birbiriyle sıkı şekilde bağlanmış olmasıdır. Para politikası ve finansal istikrar arasındaki bağlantıya bakıldığında bazı noktalar dikkat çekmektedir. Her şeyden önce para politikasının amacı, politika aracı olarak şuanda yaygın biçimde kullanılan kısa dönem faiz oranları ile enflasyonu durağan hale getirmektir. Nominal faiz oranlarındaki geçici değişimler olduğunda, bu

durum finansal piyasalarda belirsizliğe neden olabilir. Bu durumda, özellikle değişim geciktiğinde ya da ertelendiğinde faiz oranı dalgalanmaları kurumların başarısızlığını artırma eğiliminde olmaktadır. Dolayısıyla kredi arzının kısılması durumunda banka bilançoları olumsuz etkilenmektedir. Bu etki, para politikası ‘çok geç, çok fazla’ uygulandığında en yüksek seviyelere ulaşmaktadır. Dolayısıyla enflasyon şoklarına karşı zamanında ılımlı bir faiz tepkisi uzun dönemde finansal istikrara önemli bir katkı sağlayabilir (Sinclair, 2001:388). Enflasyon hedeflemesi için uygulanan kısa dönem faiz oranlarındaki aşırı volatilité, finansal sistemde istikrarı bozucu bir etki yapabilmektedir.

Sonuç olarak para politikası açısından finansal istikrarın önemi, finansal yapısı zayıf olan finansal kuruluşların faiz oranı değişimlerine ve uygulanan diğer para politikası araçlarına olan tepkilerinin beklendiği gibi olmayacağını ve buna bağlı olarak merkez bankalarının finansal kırılganlığı yüksek finansal kuruluşları dikkate alarak para politikasını uygulamak durumunda kalmaları şeklinde açıklanabilmektedir. Para politikasının etkinliği ve uygulanabilirliği açısından bakıldığında finansal sistemde istikrar, politika yapıcılar ve merkez bankaları tarafından gözetilmesi gereken bir olgudur. Çünkü reel kesim ve finansal piyasalar arasında düzgün bir işleyişin olabilmesi için para politikasının uygulanmasında değişim zorunlu olabilmektedir. Bu bakımdan, para politikasının hedeflerinde de bir değişim gözlenebilmektedir (İpeker, 2002:22). Merkez bankalarının uyguladığı para politikaları, bir bütün olarak finansal sistemde önemli düzeyde bir etkiye sahiptir. Bu noktada, finansal istikrar politikalarında merkez bankalarının oynayacağı rol oldukça önem kazanmaktadır.

1.2.1. Finansal İstikrarın Sağlanmasında Merkez Bankalarının Rolü

Merkez bankaları, finansal krizlerin genel ekonomi üzerinde çok maliyetli olması ve finansal enstrümanların çok çeşitli olmasından dolayı finansal istikrara verdiği önemi arttırmıştır. Ayrıca merkez bankaları, bu amaç için ekonomideki finansal durumu özetleyen finansal istikrar raporları yayınlamaya başlamıştır. 2008 finansal krizi sonrasında da finansal istikrar ve merkez bankası ilişkisi üzerine araştırmalar artmıştır (Tokucu, 2012:88).

Merkez bankalarının temel amaçları arasında parasal istikrar ve istihdamı arttırmaya ek olarak finansal sistem ile reel ekonomi arasında istikrarlı bir işleyişin

sağlanması da genel ilke olarak kabul edilmiştir. Finansal sistemde oluşabilecek bir istikrarsızlık, bulaşıcılık etkisi ile sadece finansal piyasaları değil ekonominin genelini olumsuz şekilde etkileyebilmektedir (İpeker, 2002:22). Özellikle son 30 yılda ortaya çıkan krizlerin büyük bir kısmının finansal temelli oluşu, ulusal ve uluslararası finansal kurumların dikkatini çekmiş ve finansal istikrara verilen önem artmıştır. Merkez bankaları için bu noktada yalnızca fiyat istikrarını sağlama hedefi yeterli görülmemekte aynı zamanda finansal istikrarın da gözetilmesi zorunluluğu ortaya çıkmıştır. Gelişmiş ekonomilerde finansal istikrar hedefi ile görevleri örtüşen birçok finansal kurum vardır. Banka denetim mekanizmaları, bireysel bankaların güvenlik ve sağlamlığını incelemekten sorumludur. Bu mekanizma, finansal istikrarsızlığı önlemek için kilit rol oynamaktadır. Bu otoriteler, finansal kuruluşlara şüpheli durumlarda telafi edici önlemler belirleyerek, yetersiz sermayesi olan ve ödeme gücünün şüpheli olduğu kurumların kapatılmasını tavsiye ederek sınırlandırılmasında aktif rol oynamaktadırlar (Chant vd., 2003:14). Ancak finansal sistemin doğası gereği finansal piyasalarda kısa dönemli oynaklıklar, varlık fiyatlarında dalgalanmalar meydana gelebilmektedir. Bunlar finansal sistemin etkin işleyebilmesi için olağan durumlardır. Bu gibi durumlarda, sisteme bir müdahale piyasayı etkinliktен uzaklaştırabilir (Darıcı, 2014:22). Bu nedenle, merkez bankalarının piyasanın etkin işleyişini bozmamaya dikkat etmesi gerekmektedir.

Schinasi (2003:7-8)'e göre merkez bankalarının finansal istikrarın sağlanmasında en temelde 4 rolü vardır. Bunlardan birincisi, merkez bankaları finansal piyasalardaki acil likidite ihtiyacı durumlarında yasal yollardan likidite ihtiyacının tek sağlayıcısıdır. Yani, son kredi mercii olma fonksiyonu finansal açıdan merkez bankalarındadır. Finansal katılımcıların, nihai ödemenin ne anlama geldiğini bilmeleri ve nihai ödeme sisteminin hayata geçirilmesi için ödeme, uzlaşma, tasfiye sistemlerini kurmanın önemini kavramalarında merkez bankalarının önemli bir sorumluluğu vardır. İkincisi, merkez bankalarının doğal ödeme sisteminin düzgün işleyişini sağlamasıdır. Politika yapıcılar, sistemik risk konusunu da ulusal ödeme sistemlerinin sağlamlığı ve istikrarı için dikkate almalıdır. Geleneksel olarak sistemik risk, bir finansal kuruluşta oluşan problemlerin diğer finansal kuruluşta da bulaşıcılık etkisiyle yayılmasıdır. Bu durumda ödeme sistemleri finansal piyasalar için temel yapı taşıdır. Dolayısıyla ödeme sistemi birçok politika, tartışma ve reform konusu olmaktadır. Merkez bankasına da bu noktada önemli bir sorumluluk yüklenmektedir. Üçüncü olarak ise, merkez bankasının para politikasının, reel ekonomi üzerinde etkili olduğu

bir aktarım mekanizması olmasıdır. Bankacılık sisteminin sıkıntı yaşadığı durumlarda merkez bankaları, parasal hedeflerini gerçekleştirmek için gerekli olduğunu düşündüğü her türlü likiditeyi sağlamada zorlanabilmektedir. Bu durumdan kaynaklı olarak merkez bankalarının sağlam finansal kurumlara ve istikrarlı finansal piyasalara doğal bir ilgisi bulunmaktadır. Söz konusu sebeple merkez bankalarının, bankacılık sisteminin istikrarını sağlama, sorunları erken aşamada görebilme ve düzeltici faaliyetleri hayata geçirme konumunda olma sorumluluğu bulunmaktadır. Dördüncü ve son unsur ise, parasal istikrar ve finansal istikrar arasında açık bir ilişki olduğudur. Dolayısıyla merkez bankalarının, finansal sistem istikrarının sağlanmasında temel olarak çok önemli sorumluluklarının olduğunu söylemek mümkündür.

Tablo 2’de 2008 küresel finansal kriz sonrasında, merkez bankalarının genişleyen rolleri ile geleneksel ve geleneksel olmayan para politikaları arasındaki farklılıklar ortaya konmaktadır. 2008 küresel finansal kriz sonrası tüm dünya ekonomilerinde birçok merkez bankaları, fiyat istikrarı hedefinin yanı sıra finansal istikrar ve makroekonomik istikrara da odaklanmıştır.

Tablo 2. 2008 Finansal Krizinin Ardından Merkez Bankalarının Genişleyen Rolü

Geleneksel Rol	Para Politikası Araçları	İhtiyati Politika Araçları
<ul style="list-style-type: none"> • Fiyat istikrarına odaklanma • Finansal koşulları ve varlık fiyatlarını etkileme adına dolaylı yaklaşım • Sadece kısa vadeli bankalar arası piyasaya doğrudan etki 	<ul style="list-style-type: none"> • Politika faiz oranı • Zorunlu karşılıklar 	<ul style="list-style-type: none"> • Sermaye Gereksinimleri • Likidite Gereksinimi

Tablo 2. 2008 Finansal Krizinin Ardından Merkez Bankalarının Genişleyen Rolü (Devamı)

Geleneksel Olmayan Rol	Merkez Bankası Bilanço Araçları	
	Yurtiçi Finansal Piyasalara Müdahale	Döviz Piyasalarına Müdahale
<ul style="list-style-type: none">• Odak noktasının fiyatlardan miktarlara kayması• Finansal piyasalara doğrudan müdahale	<ul style="list-style-type: none">• Vadeli bankalar arası piyasa• Devlet tahvilleri piyasası• Kredi piyasası• Konut kredisi piyasası	<ul style="list-style-type: none">• Döviz müdahalesi• Rezerv toplama• Döviz swapı anlaşmaları

Kaynak: Hannoun (2010: 2)

Finansal kriz sonrası merkez bankalarının finansal piyasalardaki rolleri genişlemiştir. Merkez bankalarının geleneksel rolünde fiyat istikrarına odaklanma ve finansal piyasalara dolaylı etkide bulunma yaklaşımı mevcut iken, genişletilmiş ve geleneksel olmayan rolünde ise odak noktası fiyatlardan ziyade niceliksel büyüklüklere kaymış ve finansal piyasalara doğrudan müdahale söz konusu olmuştur. Bununla birlikte, geleneksel olmayan önlemler arasında, bankalar arası piyasadaki baskıları hafifletmek için özellikle daha uzun vadeli olağanüstü şartlarda bankalara likidite sağlanması, seçilmiş kredi piyasalarına müdahale edilmesi ve politika faizi indirimleri ile finansman koşullarını hafifletmeyi hedefleyen doğrudan tahvil alımları mevcuttur (Hannoun, 2010:2). Dolayısıyla merkez bankaları, kriz sonrasında genişleyen yetkileri ile finansal sistemin ihtiyacı olan gerekli likidite desteğini sağlamakta ve bu alanda denetleme ve düzenleme yapmaktadır.

1.2.1.1. Likiditenin Son Kaynağı Olma Rolü

2008 küresel finansal kriz sırasında merkez bankalarının görünen zayıf yönlerinden birisi, bazı merkez bankalarının geleneksel rolü olan likiditenin son kaynağı olma rolünü yerine getirememiş olmasıydı. Bu durum, bazı ülkelerde krizin daha da derinleşmesine yol açmıştır. Gelişmiş ve gelişmekte olan ekonomilerde, 2008 finansal krizi sonrası geleneksel olmayan önlemler alınmıştır. Bu önlemler arasında, seçilmiş kredi piyasalarına ve daha uzun vadelere müdahale gibi uygulamalar yer

almaktadır. (Ojo, 2012:11). Bu açıdan bakıldığında finansal istikrarın sağlanmasında merkez bankalarının rolü, eşsiz konumlarından kaynaklanmaktadır. Merkez bankalarının likiditenin son kaynağı olma görevi, merkez bankalarının kredi verebilecek son kurum olmasından kaynaklanmaktadır. Çünkü merkez bankalarının sadece yükümlülükleri bile herhangi bir ülkenin finansal sistemindeki nihai iç likiditesi kadardır. Herhangi bir finansal krizde likiditenin son kaynağı olarak merkez bankaları, kamu borç taleplerini karşılayarak krizin şiddetini hafifletebilir. Merkez bankalarının, finansal baskıların sinyalleri ortaya çıktığında tepki göstermeleri gerekmektedir. Merkez bankalarının bu rolü bir istikrarsızlığı sınırlandırma politikasıdır. Ayrıca merkez bankalarının likiditenin son kaynağı olması, istikrarsızlık ve sonucunda kriz ihtimalini ortadan kaldırmak için yeterli olabilmektedir (Chant vd., 2003:15). Finansal piyasalarda ani bir şok ile karşılaşıldığında, merkez bankaları piyasaya likidite sağlayarak ortaya çıkan şokun hafifletilmesini sağlayabilmektedir.

Merkez bankasının likiditenin son kaynağı olma rolü ve ticari bankaların para yaratma sürecine katılımı ile kombinasyonu, merkez bankalarının finansal istikrarın sağlanmasında önemli bir rol oynamasını sağlamaktadır. Bu çerçevede bakıldığında, bankacılık sisteminin istikrarı ve işlerliği için merkez bankalarının sorumluluğu önemli düzeydedir. Merkez bankasına ve para birimine olan güven, finansal piyasaları rahatlatabilmektedir. Çünkü finansal piyasalarda ortaya çıkabilecek bir şok durumunda, piyasanın kendi iç dinamikleri bu durumu belli bir dereceye kadar telafi edebilir ancak finansal piyasalarda önemli bir likidite ihtiyacı ortaya çıktığı zaman bu noktada tüm sorumluluk merkez bankalarına ait olmaktadır. Bu durum, merkez bankalarının finansal sistemin bir parçası olduğunu ve sistemin düzgün işlemeden sorumlu olduğunu göstermektedir.

Finansal sistemin doğası gereği sistemde oynaklıklar mevcuttur. Dolayısıyla sistemde geçici istikrarsızlıkların bulunması, bazen finansal istikrarı tehdit edebilmektedir. Bu tehdidin kaynağı, kısa vadeli borçların likit olmayan uzun vadeli borçlara dönüştürülmesidir (Padoa-Schioppa, 2002:5-7) . Çünkü bankalar, mevduat sahiplerine likidite garantisi sağlamaktadır. Ancak mevduatlar ve krediler arasındaki vade uyumsuzluğu, bankaları istikrarsızlığa ve iflase açık hale getirmektedir (Diamond ve Dybvig, 1983). Bu durum, tüm sisteme yayılarak sistemi istikrarsız hale getirebilmektedir. Bu sebeple merkez bankalarının likiditenin son kaynağı olma rolü, finansal piyasalarda istikrarsızlıkla başa çıkmada önemli bir görevdir.

1.2.1.2. Finansal Denetim

2008 küresel finansal krizden etkilenen gelişmiş ülkeler, kriz sonrası finansal sistemde önemli yapısal değişim kararları aldılar. Bu uygulamalar içerisinde, özellikle finansal denetim ve düzenlemeler çok önemli bir yer tutmaktadır. Bu noktada, merkez bankaları giderek sistemik riskin denetlenmesinden de sorumlu tutulmaktadır. Böyle bir yeni sorumluluk, ödemeler sisteminin denetleyicisi olarak merkez bankalarının geleneksel rollerinin genişletilmesi olarak görülebilmektedir. Merkez bankaları sistemik riske odaklanmak için, likiditenin son kaynağı olarak eşsiz pozisyonda olmaları nedeniyle tüm finansal sistemin denetimi ve düzenlenmesi üzerine sorumluluk almaya devam etmektedir. Likiditenin son kaynağı olma konumlarına ilaveten merkez bankaları, sahip oldukları bilgi ve uzmanlık ile ödeme sistemlerinin denetçisi rolü ile ilgili olarak makro ihtiyati denetim sorumluluğunu da üzerine almaktadır (Ojo, 2012:11-12). Kriz sonrası ayrıca merkez bankalarının rolü, birçok alan gibi banka denetimi alanında da genişletilmiştir. Merkez bankaları, banka dışındaki finansal kurumların da mikro ihtiyati sorumluluğunu üstlenmeye başlamıştır. Bunun sebebi, temelde merkez bankalarının sistemik riski gözetmek durumunda olmasıdır. Çünkü sistemik risk, finansal kurumlar bireysel olarak güçlü görünseler bile finansal piyasalar, finansal altyapı ve finansal kurumların birbirine yüksek derecede bağımlı olmasından kaynaklanmaktadır.

Güvenlik ağı, kurumsal yönetim, denetleyici ve düzenleyici uygulamalarda bir aksaklık, finansal sistemde istikrarsızlığın temel kaynaklarıdır. Uluslararası standartlarda finansal altyapının geliştirilmesi, bu gibi istikrarsızlık kaynaklarını hafifletebilmektedir (Borio ve Lowe, 2002:24). Bu nedenle, merkez bankalarının yetkileri, sistemik olarak finansal piyasaların altyapılarının denetimi anlamında da genişletilmektedir. Ödeme sistemlerinde, merkez bankalarının rolü öne çıkmaktadır. Finansal istikrarı sağlamak ve sistemik denetimi arttırmak için merkez bankalarının ödeme sistemlerini gözetmesi oldukça önemlidir (Hannoun, 2010:6). Çünkü ödeme ve takas gibi sistemler, finansal sistemin doğası gereği var olan sistemlerdir ve bu nedenle başka yerlerde oluşturulan likidite baskılarının ana odağıdır. Merkez bankalarının hem likiditenin son kaynağı olma hem de ödeme sistemlerini düzenleme sorumluluğunun olması kavramları, birbiriyle çok yakından ilişkilidir. Merkez bankalarının likiditenin son kaynağı olması ödeme sistemlerinin özünde olan kurumların istikrarsızlığı durumunda önemli bir unsur haline gelmektedir. Ödeme sistemlerinde meydana

gelebilecek şoklarla mücadele etme sorumluluğu bulunan merkez bankaları, bu şokların başladığı ve yayıldığı finansal sistemdeki alanlar ile doğrudan ilgilidir. Bu nedenle, merkez bankaları ödeme sistemlerini sürekli gözlemlemelidir. Merkez bankaları, finansal istikrara yönelik diğer bütün finansal kuruluşlardan daha çok sorumluluğa sahiptir. Para politikası kararlarını oluşturmak için, o anki ekonomik koşulları dikkate alarak geniş bir bilgi ağı oluşturmaları gerekmektedir. Ayrıca merkez bankaları, finansal kurumların ve piyasaların işleyişini çok iyi gözlemlemeli ve anlamalıdır. Çünkü bunlar para politikalarının etkilediği kilit kanallardır (Chant vd., 2003:16). Ancak merkez bankalarının sistemik denetim için sorumluluk alması olumlu bir gelişme iken finansal piyasalara artan müdahale endişe yaratmaktadır. Dolayısıyla, finansal piyasalarda bu seviyede bir müdahale istenen bir durum değildir. Aksine bu durum, krizin bir yan olgusu durumundadır ve bazı tehlikeli yan etkileri beraberinde getirebilmektedir. Merkez bankaları, ölçülü müdahalede bulunmalı, müdahalelerinin boyut ve zaman sınırını doğru bir şekilde belirlemeli ve bu müdahalelerin mantığını açıklamalıdır (Hannoun, 2010:7; Ojo, 2012:16). Çünkü finansal piyasalarda geçici oynaklıkların olması, doğal bir durum olarak görülmekte ve piyasaya sürekli müdahale piyasayı etkinlikten uzaklaştırabilmektedir.

Merkez bankalarının, geçmişten beri finansal istikrarın sağlanmasında üstlendiği rollerine bakıldığında aslında bu rollerin geçmişteki teorilere dayanarak merkez bankalarının kökeninde olduğu anlaşılmaktadır. Ancak son dönemde birçok ülkenin düzenlemelerinde, şimdiye kadar belirgin olmayan üç unsuru birleştiren kurumsal bir düzenlemenin ortaya çıktığı görülmektedir. Bu üç unsur ise şunlardır:

- Para politikasında birincil hedefin fiyat istikrarı olduğuna dair net bir sorumluluk,
- Merkez bankalarının yasal bağımsızlığı,
- Bankacılık denetleme görevlerinin merkez bankası dışında ayrı bir kuruma verilmesi (Padoa-Schioppa, 2002:19).

Bu noktada, birçok ülkede ihtiyati denetim ve finansal istikrarın sağlanması arasında açık bir kurumsal farklılık mevcuttur. Merkez bankaları, bireysel kurumların risklerini denetlemeye daha çok odaklanmaktadır. Ancak yasal olarak olması gereken merkez bankalarının, finansal sistemin sistemik risk yönüne odaklanmalarıdır. Tablo 3'te birçok ülkedeki finansal denetimin, merkez bankaları dışında bir kurum tarafından yapıldığı görülmektedir.

Tablo 3. Merkez Bankaları ve Finansal Denetim

Ülkeler	Merkez Bankası Finansal İstikrardan Sorumlu mudur?	Bankacılık sektörünün Denetimini Yapan Kurum
Avustralya	Evet	Australian Prudential Regulation Authority
Avusturya	Evet	Financial Market Authority
Belçika	Evet	Banking and Finance Commission
Kanada	Evet	Office of the Superintendent of Financial Institutions
Çek Cumhuriyeti	Evet	Czech National Bank
Danimarka	Evet	Danish Financial Supervisory Authority
Finlandiya	Evet	Financial Supervisory Authority
Almanya	Evet	Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsüberwachung
Yunanistan	Evet	Bank of Greece
Macaristan	Evet	Hungarian Financial Supervisory Authority
İrlanda	Evet	Central Bank of Ireland
İtalya	Evet	Banca d'Italia
Japonya	Evet	Financial Services Agency
Lüksemburg	Evet	Commission de Surveillance du Secteur Finance
Meksika	Evet	National Banking and Securities Commission
Hollanda	Evet	De Nederlandsche Bank
Norveç	Evet	Kredittilsynet (The Banking, Insurance and Securities Commission of Norway)
Yeni Zelanda	Evet	Reserve Bank of New Zealand
Polonya	Evet	Commission for Banking Supervision
Portekiz	Evet	Banco de Portugal
Slovakya	Evet	Slovak National Bank
İspanya	Evet	Banco de España
İsveç	Evet	Financial Supervisory Authority
İsviçre	Evet	Federal Banking Commission
Türkiye	Evet	Banking Regulation and Supervision Agency
İngiltere	Evet	Financial Services Authority
ABD	Evet	Federal Reserve Bank, the Federal Deposit Insurance Corporation the Office of the Comptroller of the Currency

Kaynak: Oosterloo ve De Haan (2003:8)

Finansal denetimin, çoğu ülkede merkez bankaları dışında bir kurum tarafından yapılması merkez bankalarının denetime katılmadığı anlamına gelmemektedir. Çoğu ülkede merkez bankaları da denetime katılmaktadır. Ancak merkez bankalarının, bireysel denetimden ziyade finansal sistem denetimini ve sistemik risk denetimini üstlenmeleri gerekmektedir. Bu nedenle, merkez bankalarının finansal istikrarı sağlama hedefinin gerçekleştirilmesi, bağımsız denetim kurumu ile uyumlu çalışmasına bağlıdır. Özellikle kriz yönetiminde bu iki kurumun yanı sıra ekonomi bakanlığının da dâhil olduğu bir karar mekanizmasının uyumlu çalışması gerekmektedir (Oosterloo ve De Haan, 2003:10). Nitekim finansal kriz sonrası bu durum daha çok önem kazanmış ve finansal piyasalardaki denetim ve düzenlemeler ile

sistemik riske daha çok odaklanması gerektiği ortaya çıkmıştır. Bu gereklilik ile birlikte merkez bankalarının yetkileri genişletilmiştir. Dolayısıyla kriz sonrası birçok gelişmiş ve gelişmekte olan ülkelerde, merkez bankaları ile bağımsız denetim kurumlarının görev ayrımı yaparak finansal sistemde denetimin daha etkin şekilde yürütülmesi amaçlanmıştır. Çünkü finansal denetimin etkin bir şekilde yürütülmesi, para politikasının da başarılı bir şekilde yürütülmesini sağlamaktadır. Sonuç olarak, birçok ülkede finansal istikrarın sağlanması ve korunması için finansal sistem denetimine önem verilmiş ve merkez bankaları bu noktada önemli bir misyon yüklenmiştir.

1.2.2. Finansal İstikrar ve Fiyat İstikrarı Arasındaki İlişki

Merkez bankalarının geçmişten günümüze asıl amacı, fiyat istikrarını sağlamak ve sürdürmektir. Bu nedenle merkez bankaları, para politikasını yürütmekte ve para politikası araçlarını fiyat istikrarı hedefi doğrultusunda kullanmaktadır. Enflasyon hedeflemesi çerçevesinde, fiyat istikrarının sağlanması için kullanılan temel araç, kısa vadeli faiz oranlarıdır. Kısa vadeli faiz oranları ise ekonomiye finansal sistem aracılığıyla etkide bulunmaktadır. Dolayısıyla, finansal sistemin güvenli ve istikrarlı olması, para politikası ve fiyat istikrarı için önem arz etmektedir. Finansal istikrar üzerine para politikalarının etkileri, fiyat istikrarı ve finansal istikrar arasındaki ilişkiyi tartışmalı hale getirmiştir. Ekonomik literatür, bu konuda iki ayrı görüşe sahiptir. Bunlardan geleneksel yaklaşım olarak belirtilen birinci yaklaşım, fiyat istikrarının sağlandığı bir ekonomide finansal istikrarın da otomatik olarak sağlanacağını belirtmektedir (Herrero ve Del Rio, 2003:14). Ekonomide enflasyon yaşanması durumunda, belirsizliklerin oluşması maliyetleri arttıracak ve sonuç olarak finansal sistem de etkilenerek finansal istikrarsızlık yaratacağı düşünülmektedir. Ayrıca merkez bankası tarafından sağlanan aşırı likidite ve kredi büyümesi finansal istikrarsızlığa neden olabilmektedir. Başka bir deyişle, istikrarlı fiyatlar ve bu amaca odaklanan bir para politikası finansal sistemin istikrarında önemli bir rol oynamaktadır. Bu nedenle, bu yaklaşımda fiyat istikrarının sağlanmasının finansal istikrar için yeterli olacağı belirtilmektedir (Issing, 2003:17-18). Fiyat istikrarı ve finansal istikrar arasındaki ilişkide, kısa dönemde bazı çatışmalar ortaya çıkabilmektedir. Bunun nedeni, finansal sektör üzerindeki likidite baskılarıdır. Finansal sektörün baskı altında olması, finansal kurumlarda likidite ihtiyacı ortaya

çıkarmakta ve finansal kurumları artan faiz oranlarına karşı daha hassas hale getirebilmektedir. Böyle bir durumda merkez bankalarının ortaya çıkan likidite ihtiyacı için acil likidite sağlaması kısa dönemde fiyat istikrarını bozucu etki yaratabilmektedir. Ancak uzun dönemde bu politika, fiyat istikrarı politikası ile uyumludur. Çünkü merkez bankaları, finansal piyasalarda ortaya çıkan problemlere gerekli tepkiyi vermediğinde bu durum finansal piyasalardaki sorunların derinleşmesine neden olmakta ve sonucunda finansal istikrarsızlık ortaya çıkmaktadır (Chant vd., 2003:20-21). Ortaya çıkan bu problemler, para politikasının etkin bir şekilde yürütülmesini de engelleyebilmektedir.

Bordo ve Wheelock (1998:43) ise bu yaklaşıma farklı bir bakış açısı getirmiştir. Fiyat istikrarının sağlanması halinde finansal istikrarın bundan olumlu etkileneceğini belirtmiştir. Fiyat istikrarının sağlanması halinde, finansal piyasalarda belirsizlikler ortadan kalkacaktır. Nihayetinde bu durum finansal istikrara da katkıda bulunabileceği açıklanmaktadır. Ancak fiyat istikrarının sağlanmasının, finansal istikrarın da sağlanacağı anlamına gelmediğini belirtmiştir. Dolayısıyla fiyat istikrarı ile finansal istikrar arasında uyumlu bir ilişkinin olduğunu ancak fiyat istikrarının, finansal istikrar için yeterli tek koşul olmadığını açıklamaktadır. Öte yandan Padoa-Schioppa, (2002:27) da benzer şekilde fiyat istikrarı odaklı bir para politikası stratejisinin finansal istikrarı sağlamakta tek başına yeterli olmadığını savunmaktadır. Buna karşın, fiyat istikrarına odaklı para politikasının fiyat istikrarı ve finansal istikrar arasındaki uyumsuzluğun giderilmesinde başarılı olduğunu açıklamaktadır.

Bu noktada geleneksel yaklaşımdan, fiyat istikrarı için uygulanan politikaların finansal istikrar için de yeterli olacağı ve finansal istikrarın ayrıca gözetilmesine gerek olmadığı anlaşılmaktadır. Ancak, finansal sistemde yaşanan dengesizlikler, fiyat istikrarının sağlandığı durumlarda da gerçekleşebilmektedir. Bu nedenle, geleneksel yaklaşımın aksine fiyat istikrarının finansal istikrarın sağlanması için yeterli tek koşul olmadığı anlaşılmaktadır.

Geleneksel yaklaşıma getirilen bu eleştiriler, yeni ortam hipotezi olarak adlandırılan ikinci bir yaklaşımın ortaya çıkmasına neden olmuştur. Bu yaklaşıma göre, fiyat istikrarının tek başına finansal istikrarın sağlanmasını başaramayacağı belirtilmiştir. Fiyat istikrarı ve finansal istikrar arasında, bir değiş-tokuş ilişkisi olduğu öne sürülmüştür. Bu yaklaşımda, finansal kırılganlığın düşük enflasyon dönemlerinde de ortaya çıkabileceği belirtilmiştir. Yani düşük enflasyon, finansal istikrarın sağlanmasında bir ön koşuldur ancak tek başına yeterli bir koşul değildir. Çünkü düşük

ve durağan enflasyon oranları, finansal piyasalarda aşırı iyimser beklentiler oluşmasına zemin hazırlayabilmektedir. Bu nedenle, finansal katılımcılar düşük enflasyon durumunda aşırı iyimser davranarak bazı riskler alabilmektedir. Buna bağlı olarak, aşırı bir kredi büyümesi gerçekleşirken, varlık fiyatları da spekülâtif bir biçimde artmaktadır (Criste ve Lupu, 2014:221; Issing, 2003:19-21). Bu nedenle, merkez bankalarının fiyat istikrarının yanında finansal istikrarı da gözetmesi ve finansal piyasalardaki gelişmelere duyarlı olması gerekmektedir. Çünkü finansal istikrarsızlık durumunda, finansal kriz ortaya çıkma olasılığı fiyat istikrarını da tehdit edebilmektedir. Nitekim 2008’de ABD ‘de yaşanan finansal kriz sırasında ABD’de son dönemlerin en düşük enflasyon oranları seyretmekteydi. Buradan, tek başına fiyat istikrarının finansal istikrarı sağlayamadığı anlaşılmaktadır.

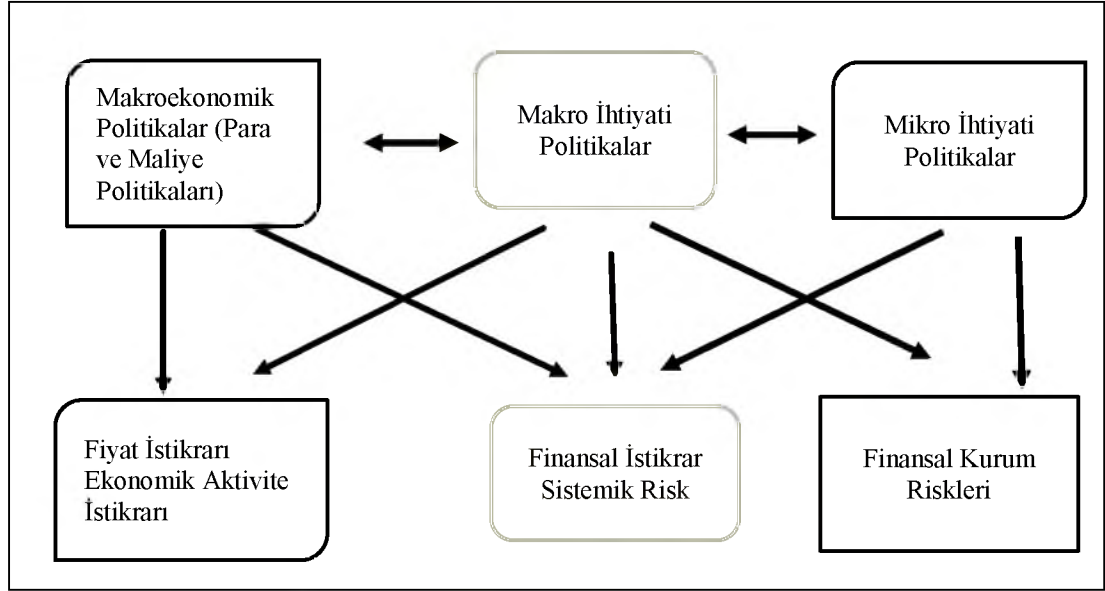
1.3. 2008 KÜRESEL KRİZİ SONRASI MAKRO İHTİYATİ POLİTİKALAR

Finansal sistemdeki unsurlar, birbirine sıkı bir şekilde bağlıdır. Bu nedenle herhangi bir unsurda meydana gelebilecek bir problem, gerekli önlemler alınmadığı takdirde tüm sisteme yayılarak finansal krize dönüşebilmektedir. Nitekim 2008’de yaşanan küresel finansal krizin birçok ülkeyi etkilemesi, finansal piyasalar aracılığıyla gerçekleşmiştir. Bu kapsamda, finansal piyasalarda işlem gören araçların fiyatlarında ortaya çıkan oynaklıkların birçok makroekonomik etkisi olmaktadır. Bu gelişmeler ışığında, küresel krizden bazı dersler çıkarılmıştır. Bu bağlamda, finansal sistemin istikrarını sağlamak ve korumak için makroekonomi politikaları çerçevesinde kapsamlı bir politika ihtiyacı doğmuştur. Bu politikalar, makro ihtiyati politikalar olarak adlandırılmaktadır. Bu politikalarla temel olarak, sistemik riskin sınırlandırılması ve finansal istikrarın sağlanması amaçlanmaktadır (Galati ve Moessner, 2011:6). Diğer amaçlar ise şunlardır:

- Finansal dengesizliklerin sınırlandırılması,
- Finansal dengesizliklerin azaltılması yoluyla reel ekonomi için ciddi sonuçlar doğurabilecek mali hizmetlerin sağlanmasında aksamaların en aza indirgenmesi,
- Finansal sistemin bir bütün olarak işleyişini tehlikeye atabilecek bulaşma ve yayılma riski kaynağı olan bağlantılar ve bağımlılıkların belirlenmesi.

Makro ihtiyati politikalar, finansal sistemin genel olarak güvenliğini sağlamayı amaçlamaktadır. Bu nedenle makro ihtiyati politikalar, mikro ihtiyati politikaların tamamlayıcısıdır ve sistemik finansal istikrar üzerinde etkili olan diğer kamu politikaları türleriyle etkileşim halindedir (Vinals, 2011:4-6). Şekil 2’de 2008 küresel finansal kriz sonrası makro ihtiyati politika çerçevesi ve amaçları gösterilmiştir.

Şekil 2. 2008 Finansal Krizi Sonrası Politika Çerçevesi: Makro İhtiyati Politikalar ve Amaçlar



Kaynak: IMF (2013:6)

Makro ihtiyati politika çerçevesi kapsamında, makro ihtiyati politikaların diğer makroekonomik politikalar ve hedefleri ile ilişkisi gösterilmiştir. Makro ihtiyati politikalar, finansal istikrar için en kalıcı çözüm olarak görülmektedir. Makro ihtiyati politika olmaksızın para ve maliye politikaları tek başlarına finansal istikrarı sağlayamamaktadır. Şekil 2’de makro ihtiyati politikaların, mikro ihtiyati politikalar ile tamamlayıcılık ilişkisi ve ekonomik aktivite ile fiyat istikrarı hedefine de katkı sağladığı görülmektedir.

Makro ihtiyati politikaların yürütülmesi görevi, likidite yönetiminin yürütülmesinden sorumlu olan merkez bankalarına verilmiştir. Çünkü merkez bankaları, likidite yönetimi ile finansal piyasalardaki şok ve kırılmalıklar ile başa çıkmada önemli bir rol oynamaktadır. Küresel kriz ile birlikte fiyat istikrarının, makroekonomik istikrarı garanti etmediği anlaşılmıştır. Birçok ülkede düşük enflasyona rağmen finansal sistemde dengesizlikler meydana gelmiştir. Bu nedenle, makroekonomik istikrarı sağlamak için finansal istikrar hedefi de gözetilmeye

başlanmıştır. Makro ihtiyati politika kavramı ile para politikası arasındaki ilişki dikkat çekmektedir. Para politikasının temel hedefi fiyat istikrarı iken, makro ihtiyati politikaların temel hedefi finansal istikrardır. Dolayısıyla para politikası ve makro ihtiyati politika arasındaki etkileşim, her bir politikanın diğer politikanın hedefi üzerine olan yan etkilerine ve kendi ana hedefi üzerindeki faaliyetlerine bağlıdır. Bu etkileşimler, hedeflerin gerçekleşmesinde her bir politikanın etkinliğini arttırabilmekte veya azaltabilmektedir. Bu nedenle, iki politika arasında koordinasyona ihtiyaç vardır (IMF, 2013:3-5). Çünkü finansal sistemde karşılaşılan şoklar ve sistemik risk tehlikesiyle bu koordinasyon çerçevesinde başa çıkılabilmektedir.

Makro ihtiyati politikalar, finansal sistemde ortaya çıkan şokların yayılmasının önlenmesi yani sistemik riskin azaltılması amacıyla uygulanmaktadır. Makro ihtiyati politikalar, sistemik riskin iki spesifik boyutuna odaklanmaktadır. Birincisi, zaman boyutudur. Zaman boyutunda, riskler zaman içerisinde finansal koşullara ve ekonomik konjoktüre bağlı olarak birikebilmektedir. Amaç, zaman içinde biriken risklerin reel ekonomiye yansımını engellemektir (Vinals, 2011:8). İkinci boyut ise, kesit boyutudur. Kesit boyutunda amaç ise, finansal sistemdeki riskin o an içerisinde etkisinin giderilmesi ve benzeri risklerin oluşumunun engellenerek sistem geneline yayılmasını önlemektir (Galati ve Moessner, 2011:11). Bu iki boyut, sistemik riskin önlenmesi için riskleri ortaya koyarak makro ihtiyati politika araçlarını yönlendirmede önemli rol oynamaktadır. Bu bağlamda makro ihtiyati politikalar uygulanırken kullanılan araçlar, finansal sistemdeki risklerin teşhisi için kullanılan araçlar ve bu risklerin giderilmesi için kullanılan araçlar olmak üzere ikiye ayrılmaktadır. Teşhis için kullanılan araçlar, kredi/GSYİH oranı, likidite düzeyi, vade uyumsuzlukları gibi araçlardır. Bu araçlar, finansal sistem için temel dengesizlik göstergeleridir. Söz konusu dengesizliklerin giderilmesi için kullanılan araçlar ise operasyonel araçlar olarak belirtilmektedir. Operasyonel araçlar, sermaye gerekliliklerinin yerine getirilmesi, vade ve para birimi uyumsuzluklarının giderilmesi için önlemler alınması, kredi genişlemesinin sınırlandırılması ve yabancı para cinsinden borçlanmaya sınır getirilmesi gibi tedbirleri kapsamaktadır. Mikro ihtiyati politikalar ise, bireysel olarak finansal kurumların, risklerine karşı finansal dayanıklılığı sağlamayı amaçlamaktadır. Bu doğrultuda kurumların ve bireylerin kullanabileceği kredileri sınırlamak gibi önlemler alınarak bir bütün olarak finansal sistemin istikrarı korunabilmektedir.

Türkiye özelinde bakıldığında, kriz sonrası gelişmiş ülkelerdeki parasal genişlemeye bağlı olarak gelişmekte olan ülkelere hızlı bir sermaye akımı başlamıştır. Söz konusu kısa vadeli sermaye akımları, finansal sistemde oynaklıklara yol açarak finansal istikrar açısından risk oluşturmuştur. Finansal kırılganlıkları önleyebilmek amacıyla küresel kriz sonrası, Türkiye’de de makro ihtiyati politikalar önem kazanmaya başlamıştır. Bu nedenle, Türkiye’de finansal istikrarın denetiminden ve gözetiminden sorumlu olan kurumlarla finansal istikrar komitesi oluşturulmuştur. Hazine Müsteşarlığı, Bankacılık Düzenleme ve Denetleme Kurumu (BDDK), Sermaye Piyasası Kurulu (SPK), Tasarruf Mevduatı Sigorta Fonu (TMSF) ve Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası (TCMB) finansal istikrarın sağlanması ve korunmasından sorumlu olan kurumlardır. Komitenin amacı, kurumlar arasındaki bilgi paylaşımının artırılması, uyumlu çalışmanın sağlanması, finansal istikrarın sağlanması ve korunması ile sistemik riskin önlenmesidir. TCMB, finansal sistemdeki istikrardan sorumlu iken BDDK, finansal sistemin düzenlenmesi ve denetlenmesinden sorumludur. SPK ise sermaye piyasalarının düzenlenmesi ve denetlenmesinden, TMSF iflas eden bankaların tasfiye işlemlerinden, Hazine Müsteşarlığı da sigorta şirketlerinin denetlenmesinden sorumludur (TCMB, 2014:2-3). Tüm bu gelişmelere ilaveten Türkiye’de küresel kriz sonrası uygulanan makro ihtiyati politikalar, para politikası ve bu politikalar bağlamında finansal istikrar hedefi doğrultusunda kullanılan politika araçlarına bir sonraki bölümde değinilecektir.

2. BÖLÜM

TCMB'NİN FİNANSAL İSTİKRARIN SAĞLANMASINA YÖNELİK UYGULADIĞI YENİ PARA POLİTİKASI

2000'li yıllardan sonra özellikle finansal işlemler hacminin artması ve finansal piyasaların birbirine bağımlılığı nedeniyle tüm dünya ekonomilerinde finansal istikrara özel bir ilgi oluşmuştur. Bu bağlamda, hem akademik hem de politik çevrelerde finansal istikrara yönelik çalışmalar artmıştır. 2008'de yaşanan küresel ekonomik kriz sonrası ise merkez bankalarının ve ekonomi yönetimlerinin finansal istikrara verdiği önem artmıştır. Merkez bankaları, makro ihtiyati politikalar kapsamında para politikalarında düzenlemeye giderek finansal istikrarı gözeten bir politika çerçevesine ihtiyaç duymuştur.

2.1. 2008 KÜRESEL KRİZ SONRASI YENİ POLİTİKA İHTİYACI

2008 yılında ABD'de ortaya çıkan finansal kriz, finansal piyasalar aracılığıyla dünya genelindeki tüm gelişmiş ve gelişmekte olan ekonomileri etkileyerek küresel bir hal almıştır. Krizin nasıl oluştuğu incelendiğinde ise, kriz öncesi ABD ekonomisinde oldukça ılımlı bir ortamın mevcut olduğu görülmektedir. İlimli bir ortam olması nedeniyle, 2008 yılında dünya genelindeki risk iştahı yüksek seviyelere ulaşmıştı. Parasal genişlemeye bağlı olarak faiz oranları çok düşük seviyelerde seyretmekteydi. Faizlerdeki düşüş ile birlikte aşırı bir kredi genişlemesi yaşanmış ve sonucunda varlık kanalı devreye girerek finansal varlık fiyatlarında bir artış yaşanmıştır. Bu durum, servet artış etkisi yaratarak toplam talebi canlandırmış ve nihayetinde enflasyonist baskılar ortaya çıkmıştır. Enflasyon baskısı faiz oranlarında bir artışa yol açmış ve kredi piyasasında bir daralma yaşanmıştır. Bu durumda kredi talebi de azalmış ve sonuç olarak kredilerin, ödeme gücü yüksek müşterilerden ödeme gücü düşük olan müşterilere (ters seçim) verilerek geri dönüşünü zorlaştırmıştır. Konut fiyatları, talep daralmasına bağlı olarak düşmüştür. Finansal kurumlar, likidite riskiyle karşı karşıya kalmıştır. Bu risk karşısında, finansal kurumların likidite desteği talepleri karşılık bulamamış ve sermaye hareketleri aracılığıyla döviz kurlarında dalgalanmalar meydana gelmiştir. Finansal sistemde oluşan bu panik ile birlikte, likiditeye dönüş

hızlanmıştır. Beklenti kanalı aracılığıyla da panik havası dünya geneline yayılmıştır (Oktar vd. ,2013:11). Finansal piyasaların birbirine bağımlılığı nedeniyle, 2008 finansal krizi tüm dünya ekonomilerini etki altına almıştır.

Bu kriz ile birlikte, finansal sisteme olan güvenin yeniden arttırılması için dünya genelinde merkez bankaları ve siyasi otoriteler kurtarma paketleri açıklamıştır. Küresel finansal krizin etkilerini hafifletmek amacıyla gelişmiş ülkeler, toplam talebi canlandırmak için faiz indirimleri ile birlikte niceliksel bir genişleme sürecine girmişlerdir. Bununla birlikte merkez bankaları, piyasayı fonlama amacıyla varlık alımlarına başlayarak genişletici para politikaları uygulamışlardır. Gelişmiş ülkelerde uygulanan aşırı likidite desteği, uluslararası finans piyasalarında yapısal sorunları çözmeye yeterli olamamıştır. Gelişmekte olan ülkelerin merkez bankaları ise döviz kurlarındaki değer kaybı ve finansal istikrar kaygıları ile temkinli davranmıştır. Küresel çerçevede bollaşan likidite ile birlikte, sermaye akımları yüksek faiz oranlarına sahip olan gelişmekte olan ülkelere yönelerek bu ülkelerdeki finansal sistemde problemlere yol açmıştır (Çevik, 2016:712; Yılmaz, 2009:5). 2008 finansal krizinin, gelişmekte olan ülkeleri de etkileyerek küresel çapta bir krize dönüşmesi nedeniyle sistemik riski ve finansal sistemde oluşan bozuklukların ekonominin geneline yayılmasını engellemek için politikalar üretilmesine yönelik çalışmalar yapılmıştır. Bu çerçevede, küresel finansal krizden ortaya çıkan üç sonuç yeni politika arayışlarına yol açmıştır:

- Finansal sektörde yaşanan olumsuzluklar, tahmin edilenden daha çok ekonominin genelini etkilemektedir.
- Finansal krizlerin maliyetleri çok yüksek olmaktadır. Üretim kaybı, büyüme oranlarında düşüş, kamu bütçesinde bozulmalar gibi kriz sonrası ekonomiyi olumsuz anlamda etkileyen sonuçlar ortaya çıkmaktadır.
- Kriz öncesinde fiyat istikrarının sağlanmasının, finansal istikrarı da beraberinde sağlayacağı düşünülmekteydi. Kriz sonrasında fiyat istikrarının, tek başına finansal istikrarı sağlayamayacağı anlaşılmıştır. Nitekim krizin en şiddetli dönemlerinde, gelişmiş ülkelerde çok düşük enflasyon oranları mevcuttu (Özatay, 2012a:20; TCMB, 2014:2).

Tablo 4. Ülke Gruplarına Göre Ortalama Enflasyon Oranları

Ülke Grupları	Enflasyon Oranları (2000-2007) %
Dünya	3.9
Gelişmiş Ülkeler	2.1
Euro Bölgesi	2.2
G7 Ülkeleri	2.0
Yeni Sanayileşen Asya Ülkeleri	1.8
G7 ve Euro Bölgesi Dışındaki Gelişmiş Ülkeler	2.0
Avrupa Birliği	2.5
Gelişmekte Olan Ülkeler	6.7

Kaynak: Özatay (2012b:2)

Tablo 4’te ülke gruplarına göre 2000 yılından kriz dönemine kadar ortalama gerçekleşen enflasyon oranları verilmiştir. Tablodan da anlaşılacağı üzere, fiyat istikrarının uzun yıllardır sürdürüldüğü ülke gruplarında özellikle gelişmiş ülkelerde, 2008 krizi çok şiddetli bir şekilde yaşanmış ve finansal sistemde sorunlar ortaya çıkmıştır. Küresel kriz sonrası ortaya çıkan bu sonuçlar, ekonomide ciddi bozulmalara yol açmıştır. Kriz sonrası merkez bankalarına ve geleneksel para politikalarına getirilen en önemli eleştiri, sadece fiyat istikrarına odaklanılarak finansal piyasalarda oluşan balonların göz ardı edilmesi olmuştur (Özatay, 2012a:23). 2008’de yaşanan küresel finansal krizin dünya geneline yayılması, geleneksel para politikası stratejisinde kullanılan kısa vadeli faiz oranının yetersiz olduğunu göstermiştir. (Carney, 2009; Svensson, 2010). Kriz dönemlerinde geleneksel para politikalarının başarısız olmasının iki nedeni vardır. Bunlardan birincisi, politika faizinin sıfır düzeyinde olmasından dolayı bu aracın kullanılamamasıdır. Politika faizi kullanılmadığından ek bir parasal teşvik ancak geleneksel olmayan para politikalarına başvurularak yapılabilmektedir. İkincisi ise, parasal aktarım mekanizmaları ciddi şekilde zarar gördüğü zaman bile, politika faizinin sıfıra düşmesi durumunda geleneksel olmayan para politikalarının kullanılabilmesidir (Smaghi, 2009:2). Bu nedenle merkez bankaları, yeni bir politika bileşimine ihtiyaç duymuştur. Kriz sonrası birçok ülkede finansal sistemde denetimler artırılmış, finansal piyasalara yönelik önlemler ve düzenlemeler hayata geçirilmiştir. Söz konusu bu düzenlemeler bütünü,

makro ihtiyati politikalar bağlamında ele alınmaktadır. Dolayısıyla gelişmiş ve gelişmekte olan ülkelerde, finansal krizin etkilerini hafifletmek için makro ihtiyati politikalar kapsamında geleneksel olmayan para politikaları uygulanmaya başlanmıştır.

Yeni çerçevede geleneksel olmayan para politikaları, finansal sistemde oluşan şoklardan ve sistemik riskten sorumlu olmaktadır. Nihayetinde bu politikaların uygulayıcıları olarak merkez bankaları, fiyat istikrarının yanı sıra finansal istikrar ve makroekonomik istikrardan da sorumlu bir konuma gelmiş, bu çerçevede yetkileri ve görevleri genişletilmiştir (Eichengreen vd., 2011:3). Bu açıdan kriz sonrası merkez bankaları, geleneksel para politikası aracı olarak faiz oranlarının ve fiyat istikrarının, finansal istikrarın sağlanmasında tek başına yeterli olmadığına farkına varmıştır. Dolayısıyla merkez bankaları, faiz oranlarına ilaveten ek bir takım politika araçları geliştirerek fiyat istikrarı, finansal istikrar ve makroekonomik istikrarı gözeterek geleneksel olmayan para politikası çerçevesi oluşturmuştur (Balmumcu, 2013:33). Bu bağlamda merkez bankaları, finansal piyasalarda oluşan şoklar karşısında doğrudan müdahale ve likidite desteği gibi araçlarla daha aktif bir şekilde rol oynamaya başlamıştır.

Geleneksel olmayan para politikaları incelendiğinde standart bir yapıya sahip olmadıkları anlaşılmaktadır. Küresel krizden sonra gündeme gelen geleneksel olmayan para politikaları, her ülkenin yapısına, ekonomik koşullarına göre farklılık göstermektedir. Bu yüzden her ülkenin merkez bankası, o ülkenin ekonomik koşullarına ve finansal yapısına göre geleneksel olmayan para politikaları uygulamaktadır. Geleneksel olmayan para politikalarında genel olarak likidite desteği, miktarsal genişleme, zorunlu karşılık uygulaması, faiz koridoru uygulaması, döviz piyasalarına müdahale gibi araçlar kullanılmaktadır (Trichet, 2013:230). Bu araçlar, finansal sektörün sağlıklı işleyişini desteklemek ve ekonomiyi muhtemel finansal şoklardan korumak için kullanılmaktadır.

Türkiye’de 2010 yılı öncesi para politikası uygulamaları incelendiğinde ise TCMB, 2000 yılından itibaren enflasyon hedeflemesi rejimine geçeceğini ve bununla ilgili çalışmalara başladığını duyurmuştur. 2002 yılından itibaren ise para politikası uygulamalarını enflasyon hedeflemesi çerçevesinde yürütmektedir. TCMB’nin enflasyon hedeflemesi rejimi çerçevesinde temel hedefi, fiyat istikrarının sağlanmasıdır. Bu bağlamda, 2002-2005 yılları arasında önce örtük enflasyon hedeflemesi uygulanmıştır. Bunun nedeni, enflasyon hedeflemesinin başarılı

olabilmesi için düşük enflasyon gibi bazı ön koşulların yerine getirilmesi gerekliliğidir. Nitekim bu dönemde, hedeflenenin altında enflasyon oranları gerçekleşmiştir. Bu süreç içerisinde TCMB, kurumsal altyapısını güçlendirmiş, iletişim politikasını daha net ortaya koymuş, bilgi setini genişletmiştir (TCMB, 2006:1-3). Tüm bu düzenlemelerden sonra, TCMB 2006 yılında açık enflasyon hedeflemesi rejimine geçmiştir. Enflasyon hedeflemesinde kullanılan temel politika aracı ise, kısa vadeli faiz oranıdır (BDDK, 2009:10). 2006-2008 arasında ise dünya genelindeki şokların etkisi ile enflasyon oranları hedeflenenin üzerinde gerçekleşmiştir.

Küresel krize gelindiğinde ise krizin Türkiye gibi gelişmekte olan ülkelerin de finansal istikrarını tehdit ettiği görülmüştür. 2008 küresel kriz döneminde TCMB, krizin etkilerini hafifletmek için politika faizlerinde indirim gitmiş, bankalar arası piyasaların daha sağlıklı ve etkin çalışmasına yönelik önlemler almıştır (Şentürk vd., 2016:153). Bu dönemde özellikle 2009 sonrasında gelişmiş ülkelerdeki kredi genişlemesi, küresel risk iştahını arttırarak Türkiye gibi getirisi yüksek olan ülkelere kısa vadeli sermaye hareketleri olarak gelmiştir. Bu durum, TL'nin değerlenmesine yol açarak Türkiye'nin cari açığı üzerinde problemlere yol açmıştır. Ayrıca, döviz cinsinden borcu olan firmaların açık döviz pozisyonuna düşmelerine neden olmuştur. Bu risklerin yanında, kısa vadeli sermaye hareketleri, Türkiye'de aşırı kredi büyümesine neden olarak finansal sistemde riskleri beraberinde getirmiştir. Çünkü aşırı kredi büyümesi, finansal krizlerin oluşup yayılmasındaki en büyük etken durumundadır. Bu tür bir genişleme, bankaların giderek daha riskli projelerle ilgilenmesi ve ters seçim yapma olasılığını arttırmaktadır. Bu durum, finansal sistemde ciddi sorunlara yol açmaktaydı. Bu nedenlerle 2010 yılı itibariyle TCMB, aşırı kredi büyümesini engellemeyi amaçlayan yeni bir politika bileşimi uygulamaya başlamıştır (Özatay, 2013a:197).

Sonuç olarak, kriz öncesi dönemde, gelişmiş ve gelişmekte olan ülkelerin geleneksel para politikasını kullandığı görülmektedir. Geleneksel para politikası araçlarından da en çok faiz oranı aracı kullanılmıştır. Kriz sırasında da gelişmiş ülkeler krizi atlatabilmek için geleneksel para politikası uygulamış ve buna bağlı olarak faiz oranı aracına yönelerek faiz indirimlerine gitmiştir. Ancak krizin ilerleyen dönemlerinde enflasyon hedeflemesi kapsamında tek amaç olan fiyat istikrarına tek araç olan faiz oranı ile ulaşılmasının yeterli olmadığı görülmüş ve finansal istikrarı da gözetilen bir politika gerekliliği gündeme gelmiştir. Bu kapsamda, birden çok amaç için

birden çok aracın kullanıldığı esnek enflasyon hedeflemesi kavramı literatüre girmiştir (Vural, 2013:19). Bununla birlikte, tüm dünya ekonomilerinde olduğu gibi Türkiye’de de kriz döneminde yetersiz olarak görülen geleneksel para politikası stratejisindeki politika faiz oranına ek olarak bir takım politika araçlarının geliştirilmesine ihtiyaç duyulmuştur. Bu nedenle, makro ihtiyati politikalar bağlamında geleneksel olmayan para politikasına geçilmiştir. Bu politikalar ile fiyat istikrarına ilaveten finansal istikrar da merkez bankaları tarafından gözetilmeye başlanmıştır.

2.2. 2010 YILI İTİBARIYLA TCMB’NİN YENİ PARA POLİTİKASI ÇERÇEVESİ

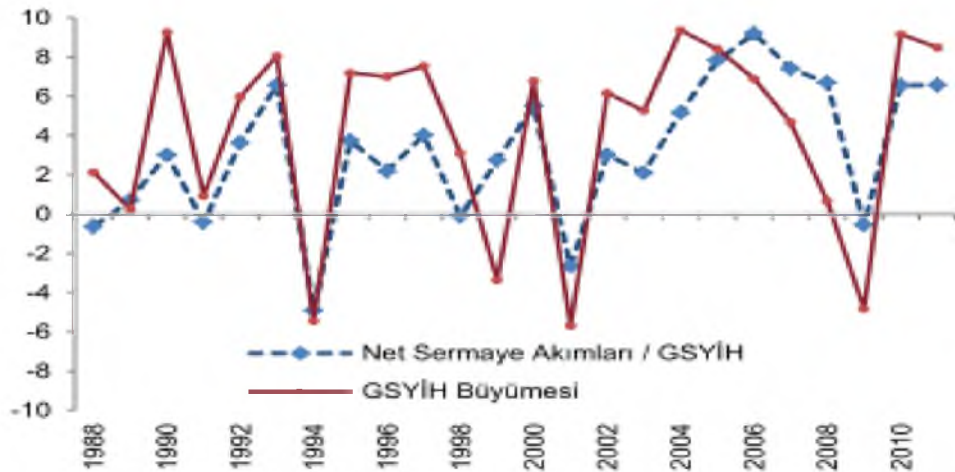
Küreselleşmenin artması ile birlikte dışa açık ülkelerdeki makroekonomik riskler, küresel finans piyasalarından kaynaklanmaktadır. Özellikle 2008 yılı sonrasında görülen kırılğan görünüme bağlı olarak, genişleyici para politikaları uygulamaları, risk algılamalarındaki ani değişimler ve sermaye akımlarındaki oynaklıklar temel makroekonomik riskleri oluşturmaktadır. Makroekonomik risklere karşı, dayanıklılık büyük önem taşımaktadır (TCMB, 2012b:3) . Bu bağlamda, 2008 yılında yaşanan finansal kriz, tüm dünya ekonomilerini derinden etkileyerek ekonomi politikalarını tahribata uğratmıştır. Bu nedenle, gelişmiş ekonomilerdeki merkez bankaları, kriz sonrası önemli politika değişikliklerine gitmiştir. Bu noktada yapılan en temel değişiklik, fiyat istikrarının sağlanması halinde, finansal istikrarın da eş zamanlı olarak kendiliğinden sağlanacağı görüşünün terk edilmesidir. Fiyat istikrarının, finansal istikrarın sağlanmasında tek ve en önemli şart olduğu görüşü, yaşanan kriz ile birlikte geçerliliğini yitirmiştir (Serel ve Özkurt, 2014:57). Fiyat istikrarının sürdürülmesi ile gerçekleşen ılımlı ortam, varlık fiyatlarında bir balon oluşturarak varlıkların değerinin üzerinde fiyatlandırılmasına ve bu da finansal sistemde bozukluklara sebep olmuştur. Bu noktada, finansal kriz birbirinden ayrılmayan gibi görünen fiyat istikrarı ile finansal istikrar arasında uzun dönemli çelişkiyi ortaya koymuştur (Özatay, 2012b:5). Geleneksel olmayan para politikalarında bu husus dikkate alınmış ve merkez bankaları finansal sistem istikrarından da sorumlu tutulmuştur. Bu durum, fiyat istikrarının ve finansal istikrarın aynı anda sağlanmasına yönelik merkez bankalarının çok çeşitli ve karmaşık para politikası araçları kullanmalarını gerektirmiştir (Gertler ve Karadi, 2011:18). Bu

sebeple, her ülkenin merkez bankası kendi iç dinamiklere göre farklı politika araçları geliştirmek ve kullanmak durumunda kalmıştır.

2008 küresel finansal kriz sonrası, gelişmiş ülkelerin faiz indirimleri ve genişleyici para politikaları izlemeleri küresel risk iştahını arttırmış, Türkiye’de kısa vadeli sermaye akımlarında oynaklıklara neden olmuştur. Sermaye akımlarındaki hareketler sonucunda Türkiye gibi gelişmekte olan ekonomilerde yerli para biriminin aşırı değerlenmesinden etkilenen firma bilançoları, bankaları aşırı kredi büyümesine yönlendirebilmektedir. Kısa vadeli sermaye girişleri, Türk lirasının değerlenmesine de neden olmuştur. Bu durum, talep dengesizlikleri yaratarak ithalatı artırmış ve cari denge hızla bozulmuştur. Cari dengenin bozulması, kredi genişlemesi ile portföy yatırımlarının giderek artması, makro ekonomik riskleri beraberinde getirerek finansal kırılganlığa yol açmıştır. Bu durum, makroekonomik istikrar ve finansal istikrara ilişkin endişeleri gündeme getirmiştir (Başçı ve Kara, 2011:2; Özatay, 2011:29). Dolayısıyla yeni politika çerçevesinde TCMB, kredi ve döviz kuru gibi değişkenlere ayrı bir önem vermektedir. Nitekim hızlı kredi büyümesi, iktisadi yazında finansal krizlerin öncü göstergesi olarak ön plana çıkmaktadır (TCMB, 2012b: 3). Bu nedenle, cari açığın ve yurtiçi kredi büyümesinin sınırlandırılması, makroekonomik istikrar için önem arz etmektedir.

Grafik 1’de 1994, 2001 ve 2008 krizlerinde ekonomik aktivitelerdeki daralmanın her zaman sermaye akımlarında ani bir duruşla birlikte gerçekleştiği görülmektedir.

Grafik 1. GSYİH Büyümesi ve Sermaye Hareketleri



Kaynak: Kara (2012:5)

Bu gözlem, kısa vadeli sermaye hareketlerinin oynak olduğu bir dönemde, küresel risk iştahındaki ani değişimler karşısında ekonominin dayanıklılığının artırılması gerektiğini göstermektedir. Aynı zamanda, para politikasında daha esnek bir yaklaşımın önemine vurgu yapmaktadır. TCMB'nin uyguladığı yeni para politikası çerçevesinin bu kapsamda değerlendirilmesi gerekmektedir (Kara, 2012:4).

Bu değerlendirmeler ışığında, TCMB 2010 yılı itibari ile yeni bir para politikası çerçevesi için çalışmalara başlamıştır. Bu çalışmalarda TCMB, özellikle büyüme dönemlerinin bir sonucu olarak ortaya çıkan cari işlemler dengesindeki bozulmalar, hızlı kredi genişlemesi gibi dengesizliklerin bir yansıması olarak makroekonomik istikrar açısından finansal riskleri daha ağırlıklı şekilde ele almaya başlamıştır. TCMB, 2010 yılında yayınladığı para politikası çıkış stratejisi ile yeni para politikasının operasyonel çerçevesini ortaya koymuştur. Yeni yaklaşımda, gecelik borçlanma faizi yerine bir hafta vadeli repo ihale faizi, politika faizi olarak belirlenmiştir. Kriz döneminde piyasaya ihtiyacından fazla sağlanan likidite desteği kademeli olarak azaltılarak zorunlu karşılık oranları arttırılmıştır (TCMB, 2010a:3). Döviz likiditesi, kontrollü olarak kriz öncesi seviyelere getirilmiştir. TCMB finansal istikrara yönelik riskleri sınırlandırmak için alternatif para politikası araçlarını etkin hale getirerek ilk olarak Türk lirası zorunlu karşılıklara faiz ödenmesi uygulamasına son vermiş ve likidite yönetiminin operasyonel yapısını değiştirmiştir (TCMB, 2011b). Bu kapsamda TCMB'nin yeni politika çerçevesi, enflasyon hedeflemesi rejiminde fiyat istikrarı hedefine finansal istikrar hedefi de eklenerek, ek bir takım politika araçları geliştirilmesine dayanmaktadır. Böylece, fiyat istikrarı ve finansal istikrar hedefine ulaşmak için politika araçları çeşitlendirilerek birden çok para politikası aracı kullanılmaya başlanmıştır (Demirhan, 2013:587). Bu doğrultuda TCMB, 2010 yılının sonlarından itibaren politika faizine ek olarak faiz koridoru ve zorunlu karşılıklar ile birlikte diğer likidite politikalarının aktif para politikası araçları olarak kullanılmasına karar vermiştir (Başçı ve Kara, 2011:4). Şekil 3'te TCMB'nin para politikası araçları, aktarım kanalları ve göstergeler ile yeni para politikası çerçevesinin amaçları yer almaktadır. Politika araçları, faiz koridoru, haftalık repo faizi ve likidite yönetimi ile zorunlu karşılıklardan oluşmaktadır. Aktarım kanalları ve göstergeler olarak, krediler ve döviz kurları kullanılmaktadır. Politika amaçlarında ise fiyat istikrarına ilaveten finansal istikrar da yer almaktadır (Kara, 2012:6). Finansal istikrarın desteklediği yeni politika çerçevesi ile kredi genişlemesinin ve cari denge açısından döviz kuru

oyunaklığının da önemli derecede gözetildiği bir politika çerçevesi oluşturulmuştur (TCMB, 2012a).

Şekil 3. TCMB'nin Politika Araçları ve Amaçları



Kaynak: Kara (2012:6)

Geleneksel para politikası stratejisinde, politika aracı olarak tek bir araç olan faiz oranı, tek amaç olarak fiyat istikrarına yönelik kullanılırken, yeni yaklaşımda makro finansal riskleri azaltmak amacıyla politika faiz oranına ek olarak, faiz koridoru aktif hale getirilmiş ve birden fazla faiz oranı kullanılmıştır. Etkin likidite yönetimi ile zorunlu karşılık uygulaması da kullanılmıştır. Zorunlu karşılıkların içeriğinde yeni bir uygulama olan rezerv opsiyonu mekanizması (ROM) aktif bir şekilde kullanıma sokulmuştur (TCMB, 2011a:3). Bu kapsamda, TCMB'nin eski ve yeni para politikası çerçevesi Tablo 5'te gösterilmiştir.

Tablo 5. TCMB'nin Eski ve Yeni Para Politikası Çerçevesi

	ESKİ ÇERÇEVE	YENİ ÇERÇEVE
ARAÇLAR	Politika Faizi	Politika Faizi Likidite Yönetimi Faiz Koridoru Zorunlu Karşılıklar Rezerv Opsiyon Mekanizması
AMAÇLAR	Fiyat İstikrarı	Fiyat İstikrarı Finansal İstikrar

Kaynak: TCMB (2012b:2)

2006 yılından itibaren uygulanan standart enflasyon hedeflemesi çerçevesinden farklı olarak yeni çerçevede para politikası, araçlar ve amaçlar bağlamında geliştirilmiştir. Yeni çerçevede fiyat istikrarı temel amacı korunurken, bu amaçla uyumlu olarak uygulanan para politikasında finansal istikrara ilişkin riskler de gözetilmektedir (TCMB, 2012b:2). Yeni para politikası çerçevesinde TCMB, finansal istikrara özel bir önem vermektedir. TCMB tarafından finansal istikrara ulaşmak için iki ara hedef belirlenmiştir. Birincisi, kredi büyümesidir. Çünkü kredi büyümesi, varlık fiyatlarında balon oluşturabilmekte ve bu durum finansal istikrar açısından bir tehdit unsuru olarak görülmektedir. Bu nedenle TCMB, hızlı kredi büyümesini engelleyerek varlık fiyatlarında balon oluşumunun önlenmesini ve finansal sistemin daha sağlıklı işlemesini sağlamayı amaçlamaktadır. İkincisi ise, kısa vadeli sermaye hareketlerini azaltarak döviz kurlarındaki oynaklığı asgari düzeye indirmektir. Bu durum, cari denge açısından önem arz etmektedir (Özatay, 2011:29). TCMB yeni politika çerçevesinde, kredi büyümesi ve döviz kurlarını finansal istikrar hedefine ulaşmak için ara değişken olarak belirtmiş ve bu iki ara değişkeni gösterge olarak kullanmıştır. TCMB'nin bu iki değişkeni ara gösterge olarak kullanmasının nedeni, 2006-2007 yıllarında yurtiçi kredi hacimlerindeki genişlemenin en yüksek olduğu ülkelerin kriz sırasında en çok etkilenen ülkeler olmasıdır. Döviz kurlarındaki oynaklığın yüksek olduğu ülkeler, aynı şekilde cari açığın artması ile krizden olumsuz etkilenen ülkeler olmuştur (Çınar vd., 2010:3-6). Ayrıca TCMB, yeni para politikasının daha iyi anlaşılabilmesi için de krediler ve döviz kurunu ön plana çıkarmaktadır. Her iki değişkenin de gecikmeden açıklanması, kolay gözlemlenebilmesi ve nihai araçlarla doğrudan ilişki kurulabilmesi uygulanan yeni politikanın çerçevesinin daha iyi anlaşılması açısından önem arz etmektedir (Kara, 2012:7). Böylece, politika amaçlarına giden yola dair daha açıklayıcı ve gözlemlenebilir bir politika çerçevesi sunulmuştur.

Kriz sonrası süreçte, Türkiye'de parasal aktarım mekanizmalarının daha etkin bir şekilde çalıştığı gözlemlenmiştir. Kriz sonrası, risk algılamalarındaki dalgalı seyre rağmen, kredi ve para piyasalarında oluşan faizlerin temel belirleyicisi politika faizi olmuştur. Finansal istikrarın korunmasına yönelik alınan önlemlere ek olarak bankacılık sektörünün yükümlülüklerinin vadesi uzatılmıştır. Bunun nedeni, bankaların yurt içi ve yurt dışından sağladığı fonların vadesinin kısa olmasının risk oluşturmasıdır. Bu tedbirlerle, mevduatın ve sermaye girişlerinin vadelerinin

uzatılması amaçlanmıştır. Zorunlu karşılıkların vade dilimlerine ayrılması bu kapsamda değerlendirilmelidir (TCMB, 2010a:5).

Sonuç olarak, TCMB'nin kriz sonrası aldığı bu tedbirleri ve yeni politika araçlarını bir bütün olarak değerlendirmek gerekmektedir. Aynı zamanda merkez bankasının aldığı önlemler, finansal istikrarın sağlanması için tek başına yeterli değildir. Bu bağlamda, düzenleme ve denetleme yetkisine sahip tüm kurumların eşgüdüm halinde hareket etmesi gerekmektedir.

2.3. YENİ YAKLAŞIM ÇERÇEVESİNDE TCMB PARA POLİTİKASI ARAÇLARI VE AKTARIM KANALLARI

TCMB, 2010 yılından bu yana küresel kriz sonrası kısa vadeli sermaye akımlarındaki dalgalanmalardan kaynaklanan kredi büyümesinin ve döviz kurundaki aşırı oynaklığın ekonomik istikrarı olumsuz etkilememesi adına fiyat istikrarından ödün vermeden finansal istikrarı da gözeten yeni bir para politikası çerçevesi oluşturmuştur. Bu kapsamda, kısa vadeli tek bir faiz oranı yerine, geniş bir faiz koridoru, aktif bir likidite yönetimi, zorunlu karşılıklara ilişkin düzenlemeler ile rezerv opsiyonu mekanizması gibi yeni para politikası araçları kullanıma sokulmuştur.

2.3.1. Faiz Koridoru

Faiz koridoru, TCMB'nin 2008 küresel kriz sonrası yaşanan gelişmeler doğrultusunda 2010 yılında uygulamaya koyduğu yeni para politikası çerçevesinde fiyat istikrarından ödün vermeden finansal istikrarı destekleme amacıyla kullanılan yeni politika araçlarından biridir. Faiz koridoru uygulaması, ekonomideki belirsizliklerin yarattığı olumsuzluklar ile döviz kurundaki oynaklıkların giderilmesini amaçlamaktadır. Faiz koridoru, TCMB'nin gecelik borç verme faizi ile gecelik borç alma faizi arasındaki kalan aralık olarak tanımlanabilmektedir. Gecelik borç verme faiz oranı, bir bankanın geçici likidite sıkışıklığına düşmesi halinde merkez bankasından borçlanması durumunda ödemeye razı olduğu faiz oranını ifade etmektedir. Gecelik borç alma faiz oranı ise, bir bankanın faiz getirisi sağlamak için likidite fazlasını merkez bankasına mevduat olarak yatırması durumunda elde edeceği faiz getirisini ifade etmektedir. Operasyonel çerçevede, piyasa faizleri de bu koridorun

içinde oluşmaktadır (Vural, 2013: 63). Merkez bankalarının likidite politikaları, piyasa faizlerinin koridor içerisinde nerede oluşacağını belirleyen önemli bir unsurdur.

Türkiye’de faiz koridoru sistemi 2002 yılından itibaren kullanılmaktadır. 2002 yılından 2010 yılının ortalarına kadar olan dönemde politika faizi, TCMB’nin bankalardan borç alma faizi yani koridorun alt bandı olmuştur. Borsa İstanbul (BIST) bankalar arası gecelik repo faizi ise, koridorun alt bandına yakın bir seviyede gerçekleşmiştir. TCMB’nin yeni politika çerçevesinde, finansal istikrarı desteklemek için yeni politika araçlarına ihtiyaç duyması ile birlikte faiz koridoru uygulaması aktif likidite politikaları ile uyumlu şekilde kullanılmaya başlanmıştır (Ünalnış, 2015:2). Faiz koridorunun bu şekilde kullanımı, geleneksel enflasyon hedeflemesi uygulayan merkez bankalarının uygulamalarından ayrılmaktadır. Geleneksel uygulamada faiz koridoru, politika faizi etrafında simetrik ve genelde değişmeyen bir bant olarak belirtilmekte ve piyasa faizlerinin politika faizinden çok fazla sapsmasını önlemek amacıyla kullanılmaktadır. Esasen bu uygulama, diğer bir ifadeyle faiz koridorunun pasif bir uygulamasıdır. Yeni para politikasında ise faiz koridoru aktif şekilde kullanılmakta ve faiz koridoru parametreleri TCMB tarafından belirlenebilmektedir (Binici vd. 2013:2). Öte yandan TCMB, 2010 yılının mayıs ayı itibariyle para piyasalarını, bir hafta vadeli repo ihaleleri, gecelik repo imkânı ve geç likidite penceresi yoluyla fonlamaktadır. 1 hafta vadeli repo ihalesi, miktar ihalesi yöntemiyle gerçekleştirilmektedir. Bu yeni çerçevede, bir hafta vadeli repo ihaleleri TCMB’nin temel fonlama aracı olmakta, bir hafta vadeli repo fonlama faizi ise “politika faizi” olarak adlandırılmaktadır (TCMB, 2012b:4). Ayrıca TCMB, gerekli gördüğü durumlarda, uzun dönem likidite beklentilerini iyileştirmek amacıyla daha uzun vadeli repo ihaleleriyle para piyasalarını fonlayabilmektedir.

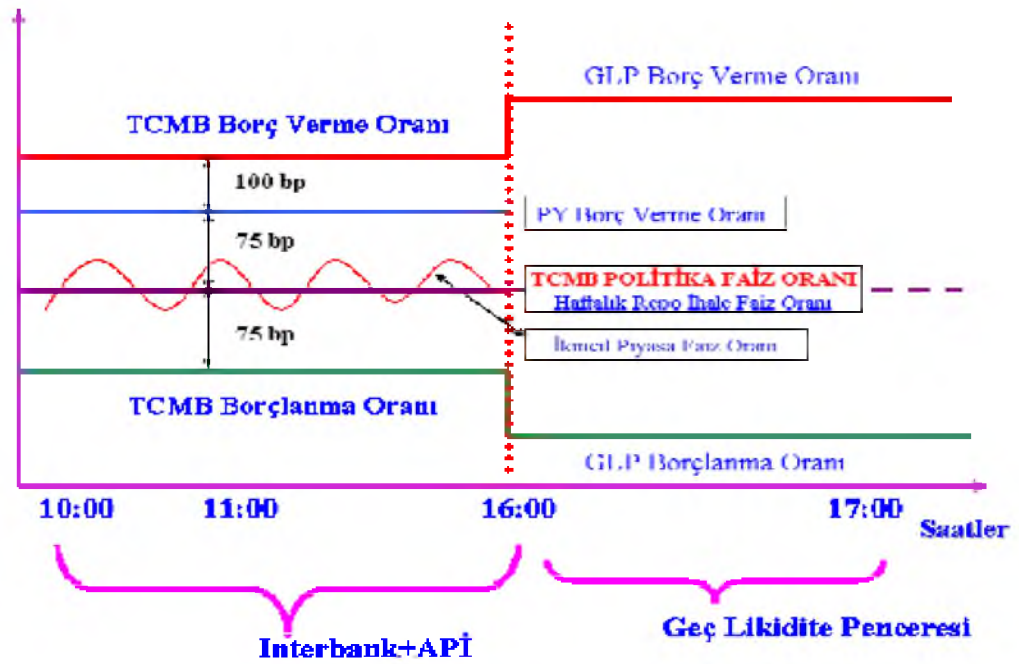
1 hafta vadeli repo ihalelerinin yanı sıra TCMB, bankalara teminat dâhilinde gecelik repo imkânı ve geç likidite penceresinden fonlama imkânı da vermektedir. Bu kapsamda, bankalara repo işlemleri yoluyla tanınan borçlanma imkânı ile faiz oranından belirli limitler dâhilinde gecelik vadede fonlama yapılabilmektedir. Tüm bankalar, bankalar arası para piyasasında belirlenen limitler dâhilinde TCMB borç verme faiz oranından gecelik vadede borç alabilmektedir. Ayrıca bankalar likidite sıkışıklığına düştüğü durumlarda, 16:00-17:00 saatleri arasında geç likidite penceresinden limitsiz olarak teminatları dâhilinde borçlanabilmektedir (Serel ve Özkurt, 2014: 60). Geç likidite penceresi çerçevesindeki borç verme ve borç alma faiz

oranları TCMB tarafından belirlenmekte ve gün içindeki faiz oranlarından farklılaşmaktadır.

TCMB, gerekli gördüğünde diğer makroekonomik değişkenlere bağlı olarak faiz koridorunu daraltabilmekte ya da genişletebilmektedir. Bunu yaparken de faiz koridorunu, politika faizi etrafında asimetrik bir şekilde oluşturmaktadır. Bu yapıdaki faiz koridoru, iki ara amaç olan hem kısa vadeli sermaye akımlarındaki oynaklığa karşı hızlı ve esnek tepki verilebilmesini sağlamakta hem de kredi büyümesi üzerinde etkili olabilmektedir (TCMB, 2013a:3). TCMB'nin faiz koridoru içerisinde oluşan faizlerin yanı sıra para politikasının etkinliği açısından gecelik piyasada oluşan faizler de önem taşımaktadır.

Bu doğrultuda TCMB'nin para politikasının operasyonel çerçevesi Şekil 4'te gösterilmektedir.

Şekil 4. TCMB Para Politikasının Operasyonel Çerçevesi

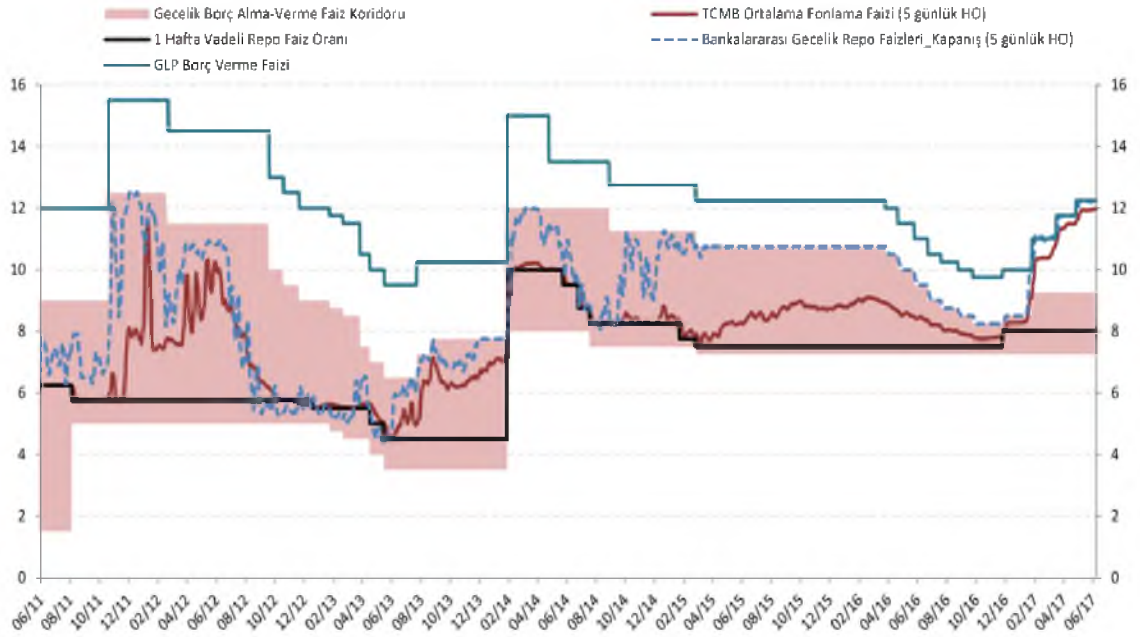


Kaynak: TCMB (2010b:10)

Yeni çerçevede, TCMB tarafından temel olarak haftalık vadede yapılan fonlama miktarının günlük olarak değiştirilmesiyle piyasada oluşan faiz, günlük frekansta ayarlanabilmektedir. TCMB likidite politikasını aktif bir şekilde kullanarak kısa vadeli piyasa faizinin koridor içinde istenen seviyede oluşmasını sağlayabilmektedir. Faiz koridorunun genişliği, TCMB'nin likidite araçlarını kullanarak kısa vadeli piyasa faizlerinde günlük olarak yapabileceği değişikliğin boyutunu göstermektedir. Diğer bir ifadeyle faiz koridoru, kısa vadeli piyasa faizinin

hangi aralıkta dalgalanabileceğini göstermektedir (Kara, 2012:8). 1 hafta vadeli repo ihale faiz oranı ile gecelik borçlanma faizi oranı arasındaki fark, parasal sıkılaştırmanın gerekli görüldüğü hallerde 1 hafta vadeli repo faiz oranının yükseltilmesi ile arttırılabilmektedir. Aynı zamanda politika faizinde herhangi bir değişikliğe gerek duyulmaması durumunda, gecelik borçlanma ve borç verme faizi oranları düşürülerek de politika faiz oranı ve gecelik borçlanma oranı arasındaki fark arttırılabilecektir. 1 hafta vadeli repo faiz oranı ile gecelik borçlanma faiz oranlarının arttırılarak, ikincil piyasa faiz oranlarının politika faizi civarında oluşması sağlanabilmektedir (TCMB, 2010b:9). Grafik 2’de 2011-2017 yılları arasında TCMB faiz koridoru bileşenleri ve BIST gecelik repo faizlerinin seyri gösterilmektedir.

Grafik 2. TCMB Faiz Koridoru ve BIST Gecelik Faizler



Kaynak: TCMB (2017:77)

Grafik 2’de gecelik borç alma ve borç verme arasındaki fark faiz koridorunu, 1 hafta vadeli repo faiz oranı TCMB’nin belirlediği politika faizini, gecelik repo faizleri piyasada oluşan kısa vadeli piyasa faizini, ortalama fonlama faizi ise TCMB’nin piyasalara borç olarak verdiği likiditenin ağırlıklı ortalama faizini göstermektedir. Ortalama fonlama faizine, ortalama fonlama maliyeti de denmektedir.

Faiz koridoru uygulamasında, 1 hafta vadeli repo faizinin makroekonomik etkisinin olabilmesi için kısa vadeli piyasa faizini etkilemesi gerekmektedir. TCMB, koridorun üst sınırını yükselttiğinde ve politika faizini değiştirmedikçe politika faizi

ile üst sınır arasındaki fark giderek açılmaktadır. Piyasada belirlenen faizi, üst sınıra yaklaştırmak için TCMB düşük faizli politika faizinden 1 hafta vadede sattığı repoyu azaltarak bankaların likidite ihtiyaçlarının bir kısmını karşılamamaktadır. TCMB, ortaya çıkan likidite açığını farklı vadelerde yüksek faizli repo işlemleri ya da koridorun üst sınırından bankalara gecelik borç vererek sağlamaktadır. Bu durumda kısa vadeli piyasa faizi belirlenen politika faizinden yüksek düzeyde oluşmaktadır. Bu durumda ortalama fonlama faizi ile piyasa faizi birbirine yaklaşmaktadır. Fakat bu faizler, politika faizinden yüksek düzeyde oluşmaktadır. Bir süre sonra piyasalarda belirsizlik azalması durumunda, politika faiziyle sağlanan likidite arttırılarak ortalama fonlama faizini düşürerek politika faizine yaklaştırmaktadır. Bu şekilde kısa vadeli piyasa faizini de etkilemiş olmaktadır. Bu duruma bağlı olarak faiz koridoru sistemi etkin kılınmaktadır (Özatay, 2013b:464). Fonlamanın tamamının haftalık repo ihaleleriyle sağlanması durumunda ise gecelik piyasa faizleri haftalık repo faizi seviyesinde gerçekleşmektedir. Dolayısıyla TCMB, ilan edilen kısa vadeli faizleri değiştirmeden fonlama kompozisyonu ile para politikasının sıklığını ayarlayabilmektedir (Kara, 2015:5). Bu doğrultuda, para politikası duruşunun piyasalar üzerindeki etkinliği arttırılmaktadır.

Bu sistemde, faiz koridorunun sermaye hareketleri sonucunda döviz kuru oynaklığı ve kredi büyümesi gibi makroekonomik riskler üzerinde etkili olabilmesi için koridorun TCMB tarafından bazı dönemlerde daraltılıp bazı zamanlarda genişletilmesi gerekmektedir. Bu kapsamda faiz koridoru, krediler ve döviz kuru kanalı ile piyasalardaki makroekonomik değişkenleri etkileyebilmektedir. Faiz koridorunun, yukarı yönlü genişletilerek likidite operasyonları ile ek sıkılaştırma yapılması krediler üzerinde etkili olabilmektedir. Bankalar, faiz riskini fiyatlarken genel olarak koridorun üst bandına göre hareket etmektedirler. Böylece TCMB, borç verici olduğu bir konumda, koridorun üst sınırını yükselterek kredi büyümesi üzerinde etkili olabilmektedir. Ayrıca, TCMB'nin fonlama faizinin ne olacağına dair yaşanan belirsizlik de politika aracı olarak kullanılabilir. Kredilerde aşırı bir büyüme gerçekleştiğinde, merkez bankası fonlama miktarı ve fonlama maliyeti ile ilgili belirsizliği arttırarak likidite açığı olan kurumlar için kredi arzında bir sıkılaşmaya gitmektedir (Kara, 2012:10). Ters durumda ise belirsizlik azaltılarak kredi arzı genişletilebilmektedir.

Faiz koridoru, güçlü sermaye akımlarının yaşandığı ve TL'nin değerlenme eğilimine girdiği dönemlerde ise gecelik borç alma faizi aşağı yönlü

geniştirilebilmektedir (Demirhan, 2013:583). Böylece piyasada TL cinsi likidite arttırılarak, sermaye akımlarının olumsuz etkileri hafifletilebilmektedir. Sermaye çıkışlarının yaşandığı durumda ise faiz koridoru yukarı doğru genişletilerek döviz kuru oynaklığı azaltılabilmektedir. Örneğin, 2010 yılının sonlarına doğru aşırı değerlenen Türk lirasının finansal istikrarı tehdit etmesiyle faiz koridoru aşağı yönlü genişletilmiştir. 2011 yılında ise TCMB, faiz koridorunun üst sınırını (gecelik borç verme faizi) yükseltmiş ve parasal sıkılaştırmaya giderek kredi arzını azaltmıştır. 2012 yılında TCMB, küresel risk alma iştahı iyileşme sürecine girdiğinden ekonomide dengelenme süreci başlamıştır. Bununla bağlantılı olarak TCMB 2012 yılının ilk yarısında fiyat istikrarı doğrultusunda sıkı para politikasını sürdürmüştür. Yine 2012 yılının ortalarından itibaren enflasyonun kontrol altına alınmasıyla TCMB likiditeyi arttırarak kısa vadeli piyasa faizlerini koridorun alt sınırına yaklaştırmıştır. Sermaye hareketlerinin döviz kuru üzerindeki baskıyı hafifletmek için, TCMB gerekli gördüğünde fonlama miktarını piyasanın ihtiyacından daha az yapabilmektedir. Böylece TCMB'den daha az likidite sağlayan kurumlar likidite açıklarını kapatabilmek için döviz satmaktadır. Bu durumda TCMB, sermaye çıkışlarının döviz kuru üzerindeki etkisini sınırlamaktadır (Binici vd., 2013:5). Faiz koridoru, aşağı yönlü genişletildiğinde kısa vadeli sermaye hareketlerinin sınırlandırılmasının yanı sıra piyasalara verilen krediler de sınırlandırılabilmektedir.

Bu sistem içerisinde TCMB, etkin bir likidite yönetimi çerçevesinde piyasadaki faizlerin hangi aralıkta dalgalanabileceğini ayarlayarak para politikasına yön verebilmektedir.

2.3.2. Zorunlu Karşılıklar

Zorunlu karşılıklar, çoğunlukla bankaların ve gerekli görülen diğer finansal kuruluşların, mevduat ve diğer yükümlülüklerinin belirlenen bir orandaki kısmının finansal sistemde oluşabilecek risklere karşı merkez bankası nezdinde tutulması şeklinde tanımlanabilmektedir (Alper ve Tiryaki, 2011:1). Zorunlu karşılık uygulaması temel olarak kredi arzını etkilemek için kullanılmaktadır. Nitekim kredilerdeki aşırı bir artış finansal istikrarı tehdit edebilmektedir. Merkez bankası, zorunlu karşılık oranlarını arttırdığında bankalar, kredi olarak kullanılabilecekleri mevduatların daha yüksek bir kısmını zorunlu karşılık olarak tutmak durumunda kalacağı için elindeki mevduatın daha az bir kısmını kredi olarak kullanılabilecektir.

Bu durumda, kredi arzı kısıtlanmış olacaktır. Bu nedenle zorunlu karşılık uygulaması, TCMB'nin finansal istikrara yönelik olarak aktif bir şekilde kullandığı para politikası araçlarından biridir. Zorunlu karşılık oranlarında artışa gidilmesi, bankaların kredi verilebilir fonlarını sınırlamakta ve aşırı kredi artışlarının önüne geçilebilmektedir. TCMB, bu araçla kredi genişlemesini kontrol edebilmekte ve makroekonomik riskleri azaltabilmektedir (TCMB, 2010b:11).

Zorunlu karşılıklar kredi arzını doğrudan maliyet kanalı ve likidite kanalı olmak üzere iki kanaldan etkilemektedir. Zorunlu karşılık oranlarındaki değişimler, bankaların kaynak maliyetini etkileyebilmektedir. Bu nedenle bankalar, zorunlu karşılık oranlarındaki değişimleri kredi veya mevduat faizleri ile telafi edebilecek şekilde belirleme eğiliminde olmaktadır. Ancak tek yükümlülüğün mevduat olduğu bir çerçevede, ek bir maliyetten kaynaklanan faiz artışı sınırlı oranda kalabilecek ve bankanın maliyetini karşılamayabilecektir. Maliyet kanalının etkin olabilmesi için zorunlu karşılıklara faiz ödenmemesi ve bankaların gönüllü olarak merkez bankasında tuttıkları mevduatın zorunlu karşılık olarak tuttıkları miktarın üzerinde olmaması gerekmektedir (Alper ve Tiryaki, 2011:4). Zorunlu karşılıkların etkinliğinin artırılması için TCMB, 2010 yılında para politikasında yaptığı değişiklikler ile kredi arzını kontrol etmek amacıyla zorunlu karşılık oranlarında artışa gitmiş ve zorunlu karşılıklara faiz ödenmesi uygulamasına son vermiştir. Ayrıca, zorunlu karşılığa tabi yükümlülüklerin kapsamı genişletilmiştir (Başçı ve Kara, 2011:6). Zorunlu karşılıklardaki maliyetin tamamının kredi faizlerine yansıtılması durumunda bile bunun kredi genişlemesi üzerindeki etkisinin zayıf olacağı belirtilmektedir. Dolayısıyla maliyet kanalının krediler üzerindeki etkisinin sınırlı olduğu anlaşılmaktadır.

Zorunlu karşılıklar asıl olarak krediler üzerinde likidite kanalı aracılığıyla etkili olmaktadır. Bu kanal, faiz koridoru sistemi ve etkin likidite yönetimi ile yakından ilişkilidir. Enflasyon hedeflemesi rejiminde, merkez bankası zorunlu karşılıklar ile piyasadan çekilen likiditenin TCMB fonlaması ile ikame edilebilmesi zorunlu karşılıkların likidite kanalının ancak dolaylı bir etki yaratabileceğini göstermektedir. Uygulanan faiz koridoru sistemi ile etkin likidite yönetimi stratejisi, kısa vadeli faizlerin oynaklığını arttırarak mevduatın merkez bankası fonlaması ile ikame edilebilmesini zorlaştırmaktadır. Böylece, TCMB'nin parasal sıkılaştırma dönemlerinde likidite ihtiyacı olan bankaların kredi genişlemesinde temkinli davranmaları sağlanmaktadır. Dolayısıyla zorunlu karşılıkların kredi genişlemesi

üzerindeki etkisi, faiz koridoru ve likidite yönetimi ile etkileşim halinde olduğu zaman ortaya çıkmaktadır (Kara, 2012:13). Zorunlu karşılık oranlarının yüksek olması faiz koridorunun da etkinliğini arttırmaktadır.

Merkez bankaları zorunlu karşılık oranlarını hem kredi genişlemesini sınırlandırmak için hem de faiz oynaklığını azaltmak için kullanmaktadır. Ekonomide TL cinsinden likidite azaldığı zaman TCMB, TL cinsinden zorunlu karşılıkları azaltmaktadır. Ayrıca TCMB, piyasadaki döviz likiditesini etkilemek için yabancı para zorunlu karşılık oranlarını da düşürebilmektedir.

Tablo 6. TL ve Yabancı Para Zorunlu Karşılık Oranları (%)

Türk Lirası			
Mevduat ve Katılım Fonu (Yurt dışı bankalar mevduatı/katılım fonu hariç)			Oranlar
- Vadesiz, ihbarlı, 1 aya ve 3 aya kadar (1 ay ve 3 ay dâhil) vadeli			11,5
- 6 aya kadar (6 ay dâhil) vadeli			8,5
- 1 yıla kadar vadeli			6,5
- 1 yıl ve daha uzun vadeli			5
Diğer Yükümlülükler (Yurt dışı bankalar mevduatı/katılım fonu dahil)			Oranlar
- 1 yıla kadar (1 yıl dâhil) vadeli			11,5
- 3 yıla kadar (3 yıl dâhil) vadeli			8
- 3 yıldan uzun vadeli			5
Yabancı Para			
Mevduat ve Katılım Fonu (Yurt dışı bankalar mevduatı/katılım fonu hariç)			Oranlar
- Vadesiz, ihbarlı, 1 aya kadar, 3 aya kadar, 6 aya kadar ve 1 yıla kadar vadeli			13
- 1 yıl ve 1 yıldan uzun vadeli			9
Diğer Yük. (Yurt dışı bankalar mevduatı/katılım fonu dahil)**	Mevcut Yük. İçin Oranlar(*)	Yeni Yük. İçin Oranlar(*)	
- 1 yıla kadar (1 yıl dâhil) vadeli	20	25	
- 2 yıla kadar (2 yıl dâhil) vadeli	14	20	
- 3 yıla kadar (3 yıl dâhil) vadeli	8	15	
- 5 yıla kadar (5 yıl dâhil) vadeli	7	7	
- 5 yıldan uzun vadeli	6	5	

(*) Yeni oranlar, 28 Ağustos 2015 tarihinden sonra oluşacak yeni yükümlülüklerle 23 Ekim 2015 tarihli tesis döneminden itibaren uygulanacaktır. 28 Ağustos 2015 tarihi itibarıyla mevcut yükümlülüklerle vadeleri sonuna kadar mevcut oranların uygulanmasına devam edilecektir. (**) Yurt dışı bankalar mevduatı/katılım fonu yükümlülüklerinin tamamına yeni yükümlülükler için belirlenen oranlar uygulanacaktır.

Kaynak: www.tcmb.gov.tr, (2017)

TCMB, piyasanın TL ya da döviz cinsinden likidite ihtiyacına göre farklı dönemlerde zorunlu karşılıkları arttırmış ve azaltmıştır. Zorunlu karşılık uygulaması, kredi arzını etkilemek için kullanılmasının yanı sıra bankaların varlıkları ve yükümlülükleri arasındaki vade uyumsuzluğunu gidermek için de kullanılabilir (Demirhan, 2013:580). Bankaların kaynaklarının kısa vadeli mevduatlar, kredilerin ise uzun vadeli olması durumunda ortaya çıkan vade uyumsuzluğu bankaları likidite ve faiz riski ile karşı karşıya bırakmaktadır. Bu nedenle, uzun vadeli yükümlülükler için zorunlu karşılık oranları düşük bırakılabilmektedir. Tablo 6’da görüldüğü gibi TCMB, vade uyumsuzluğunu gidermek için 1,3 ve 6 aya kadar olan yükümlülüklerin zorunlu karşılık oranlarını yüksek tutarken, uzun vadeli yükümlülüklerin zorunlu karşılık oranları düşük tutulmaktadır (Vural, 2013:68). Böylece TCMB, zorunlu karşılıklarda vade farklılaştırmasına giderek bankaları likidite riskinden korumayı ve finansal istikrarı desteklemeyi amaçlamıştır.

2.3.2.1. Kaldıraç Dayalı Zorunlu Karşılık Uygulaması

Kaldıraç oranı, finansal kuruluşların aktiflerinin öz kaynaklara oranı şeklinde tanımlanmaktadır. Kaldıraç oranı, finansal kuruluşların varlıklarını finanse ettikleri kaynaklar hakkında bilgi vermektedir. Ayrıca finansal kuruluşların, uzun dönemli borçlarını ödeme kabiliyetleri gibi finansal yapılarına ilişkin bilgi sağlamaktadır. Finansal sistemde aşırı yüksek kaldıraç oranları, finansal kriz olasılığını arttırmaktadır. Küresel finansal krizin finansal sistemde yarattığı tahribat, bankacılık ve finans sektöründe muhtemel şoklara karşı gerekli düzenlemelerin yapılması gereği duyulmuştur. Bu kapsamda, biriken yüksek borçlardan kaynaklanan risklerin sınırlanması amacıyla kaldıraç oranı finansal istikrarı destekleyici bir araç olarak kullanılması gündeme gelmiştir. Zorunlu karşılıklar kapsamında finansal istikrarı desteklemek amacıyla TCMB, 2013 yılında kaldıraç dayalı zorunlu karşılık uygulamasını hayata geçirmiştir. Bu uygulamaya göre, kaldıraç oranları yüksek düzeylere çıkan bankalara ek zorunlu karşılık oranları uygulanabilmektedir (Vural, 2013:74). Bunun nedeni, finansal kuruluşların finansal yapıları ve kredi kanallarının da finansal istikrarı önemli derecede etkilemesidir (Demirhan, 2013:581). Bu politika kapsamında, ilave olarak zorunlu karşılık uygulanacak olan kaldıraç oranı aralığının 2013 ile 2015 yılları arasında aşamalı olarak genişletilmesi öngörülmüştür. TCMB

politikasına konu olan kaldıraç oranı, ana sermayenin şu kalemlerin toplamına bölünmesiyle elde edilmektedir:

- Pasif toplamı tutarı
- Gayri nakdi kredi ve yükümlülükler tutarı
- Cayılabılır taahhütlerin 0,1 katsayısıyla çarpımı bulunacak tutar
- Türev finansal araçlara ait taahhütlerin her birinin kendi kredi dönüşüm oranı ile çarpımı sonucu bulunacak olan tutar
- Cayılamaz taahhütler tutarı

Kaldıraç oranları aylık finansal tablolardaki veriler üzerinden hesaplanmaktadır. Söz konusu politikaya göre kaldıraç oranı, ortalama yüzde 3-3,5 civarında olan bankalara üç aşamada 1-2 puan aralığında ilave zorunlu karşılık yükümlülüğü getirilmiştir. Sonraki yıllarda kaldıraç oranı üst limiti yüzde 5 civarına kadar arttırılmıştır. Aralıkta kalan bankaların, kaldıraç oranlarının iyileşmesi durumunda ilave zorunlu karşılık oranı uygulanmamaktadır (TCMB, 2013a:5). Bu politikanın, finansal sistemde oluşabilecek risklerin önlenmesi açısından finansal istikrara katkı sağlayabileceği tahmin edilmektedir.

2.3.3. Rezerv Opsiyonu Mekanizması

Rezerv opsiyonu mekanizması (ROM), TCMB'nin küresel kriz sonrası açıkladığı para politikası çıkış stratejisindeki finansal istikrara yönelik yeni politika bileşiminin araçlarından biridir. Rezerv opsiyonu mekanizması, TCMB'nin zorunlu karşılıklar aracı kapsamında geliştirilmiştir. Rezerv opsiyonu mekanizması, bankaların TL cinsi para biriminden olan zorunlu karşılıklarının belirli bir yüzdesini döviz veya altın cinsinden tesis edebilmelerine olanak sağlayan bir mekanizmadır. Bu imkânın ne ölçüde kullanılabileceği de rezerv opsiyonu oranı (ROO) ile belirlenmektedir. Birim TL zorunlu karşılık başına tesis edilebilecek yabancı para veya altın karşılığını belirleyen katsayılar ise rezerv opsiyonu katsayısı (ROK) olarak adlandırılmaktadır (Alper vd., 2012:2). TCMB, bu mekanizmayı Eylül 2011 tarihinden itibaren uygulamaya başlamıştır. Rezerv opsiyonu mekanizması ile TCMB döviz rezervlerinin güçlendirilmesi, bankaların döviz likiditelerinin arttırılması, sermaye akımlarındaki dalgalanmaların döviz kuru ve finansal yapı üzerindeki olumsuz etkilerinin sınırlandırılması ve altının ekonomiye kazandırılması amaçlanmıştır (Oduncu vd.,

2013:44). Bu mekanizma ile bankalara TL zorunlu karşılıkların bir bölümünü döviz ve altın cinsinden tutmalarına izin vererek gönüllü olarak ek döviz ve altın bulundurmaları sağlanmaktadır. Bu şekilde bankaların, merkez bankalarında tuttukları altın ve döviz rezervlerini dış finansman koşullarına göre ayarlayabilmesi, sermaye akımlarının döviz kuru ve krediler üzerinde oluşturduğu oynaklığın azaltılabilmesine yol açmaktadır.

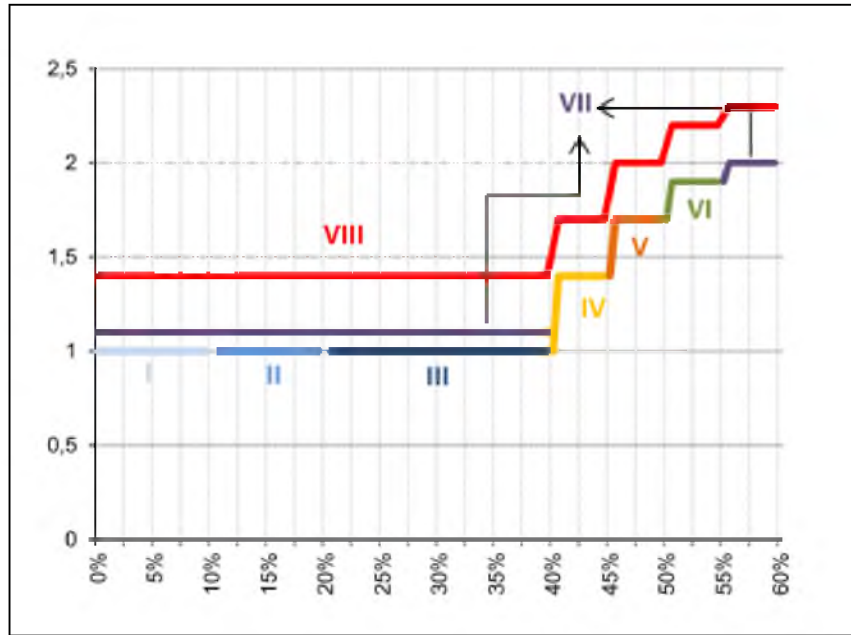
Rezerv opsiyonu mekanizmasını bir “otomatik dengeleyici” olarak çalışması beklenmektedir. Bunun nedeni, mekanizmanın bankaların rezerv kullanım oranlarını dış şoklar karşısında içsel olarak ayarlayabilmesine olanak tanınmasıdır. Bu mekanizma ile birlikte bankaların kendi koşulları çerçevesinde en uygun tercihi yapabilme olanağı tanınması, ROM’u döviz likiditesi yönetiminde diğer araçlardan çok daha etkin kılmaktadır (TCMB, 2012b:5). Bu bağlamda ROM uygulaması, bankalara likidite yönetiminde önemli bir esneklik kazandırmaktadır. Çünkü döviz ve altın temin etmenin, TL temin etmenin maliyetinden daha düşük olduğu dönemlerde bankalar, imkânı kullanarak daha az maliyetle zorunlu karşılıklarını tutabilmektedir. TCMB, rezerv opsiyonu katsayılarını arttırıp (azaltıp) söz konusunu maliyet avantajını azaltıcı (arttırıcı) etkide bulunabilmektedir.

Hızlı sermaye girişlerinin olduğu dönemlerde, yabancı kaynaklara ulaşmanın maliyeti daha düşük olduğu için bankalar, rezerv opsiyonunu kullanmaktadır. Bu şekilde sermaye akımlarının yol açtığı TL’de aşırı değerlenme ve hızlı kredi büyümesi engellenebilmektedir. Bu imkânın kullanılmasıyla beraber bankalardaki TL cinsi likidite de artmaktadır. Bu açıdan rezerv opsiyonu mekanizması, döviz alım ihalesine benzetilmektedir. Ancak, döviz alım ihalesinden farklı olarak piyasadan daha çok döviz çekilmektedir. TCMB, piyasadan daha çok döviz likiditesi çekmek için katsayıları arttırabilmekte ya da opsiyona yeni bir dilim ekleyebilmektedir. Yeni bir dilim eklenirse bankalardaki TL likiditesi artmakta, katsayılar arttırıldığında ise TL likidite miktarında değişiklik olmamaktadır (Küçüksaraç ve Özel, 2012:3). Hızlı sermaye çıkışlarının olduğu dönemlerde ise bankalar bu imkânı daha az kullanma eğiliminde olmaktadır. Yabancı para maliyetinin artmasından dolayı bankalar TCMB bünyesinde biriktirdikleri rezervlerini çekmek suretiyle döviz cinsinden likidite ihtiyaçlarını karşılayabilmektedir. Bu açıdan mekanizma, döviz satım ihalesine benzemektedir ancak döviz satım ihalesinden daha çok miktarda piyasaya döviz cinsinden likidite sağlanmaktadır. Piyasada döviz likiditesi ihtiyacının çok yüksek olması durumunda ise TCMB, katsayıları düşürerek ya da mevcut dilimlerden birini

sonlandırarak piyasaya daha fazla döviz likiditesi sağlayabilmektedir (TCMB, 2012c:3). Dolayısıyla rezerv opsiyonu mekanizması piyasadaki döviz likiditesini etkileyerek kur oynaklığını azaltabilmektedir.

ROM yeni bir uygulama olduğundan aşamalı olarak inşa edilmiştir. İlk aşamada bankaların, TL cinsinden olan zorunlu karşılıklarının bir kısmını o dönemdeki döviz kuru çerçevesinde birebir olarak döviz ve altın karşılığı şeklinde tutmasına imkân verilmiştir. Zaman içerisinde bu sistem aşamalı bir şekilde geliştirilerek mekanizmanın otomatik dengeleyici olarak çalışması sağlanmıştır. Bu kapsamda TCMB, TL zorunlu karşılıklar yerine tesis edilebilecek döviz ve altın tutarının birden farklı katsayılarla çarpılarak belirlenebildiği bir çerçeveye geçilmiştir.

Grafik 3. ROM'un Oluşturulma Süreci



Kaynak: Alper vd. (2012:6)

Grafik 3'te ROM'un oluşturulma süreci 8 aşamada gösterilmiştir. ROM'un inşa aşaması Eylül 2011'de başlamıştır. Başlangıçta rezerv opsiyonu oranı yüzde 10 (I) belirlenmiştir. Bu oran Ekim ayında yüzde 20'ye (II), takip eden ayda da yüzde 40'a (III) yükseltilmiştir. Rezerv opsiyonu kullanımında katsayıların farklılaştırılmasına 2012 yılının ortalarında başlanmıştır. O dönemde yüzde 40'lık rezerv opsiyonu oranına yüzde 5'lik dilim eklenip ve eklenen dilim için ise 1,4 olarak ROK ilan edilmiştir (IV). Devamında ise ROK sırasıyla 1,7 ve 1,9 olarak belirlenen iki yüzde 5'lik (V, VI) dilim daha ilave edilerek rezerv opsiyonu oranı yüzde 55'e

geniştirilmiştir. Rezerv opsiyonu oranının yüzde 60'a ulaştığında eklenen son yüzde 5'lik dilim için katsayının 2 olarak belirlendiği kararda ilk yüzde 40'lık dilim için rezerv opsiyon katsayısı da 1'den 1,1'e (VII) yükseltilmiştir. Eylül ve Ekim 2012 aylarında ise katsayılar 0,2 ve 0,1 puan arttırılmıştır (Alper vd.,2012:6-7).

ROM'un işleyişinin daha iyi anlaşılması bakımından bir örnek vermek gerekirse, TL zorunlu karşılıkların toplam 100 TL olduğu, rezerv opsiyonu oranının grafikteki gibi maksimum yüzde 60 olduğu, ROK'un ise 2 olduğu varsayılın. ABD Doları/TL kuru ise 3 TL üzerinden düşünülürse, 60 TL imkânın tamamı kullanılmak istendiğinde bankalar, ROK'un 2 olması dolayısıyla $60 * 2 = 120$ TL'ye denk gelen zorunlu karşılık tutmaları gerekmektedir. Bu tutar ABD Doları/TL kurunun 3 TL olduğu durumda $120/3 = 40$ dolara karşılık gelmektedir. Dolayısıyla bankalar isterlerse, 60 TL tutarındaki zorunlu karşılıklarını 40 dolar ile karşılayabilmektedir. Ancak, verilen bu örnekte basitleştirmek amacıyla rezerv opsiyonunun her dilimi için ROK'un sabit olduğu varsayılmıştır. TCMB, rezerv opsiyonu oranının her dilimi için farklı katsayılar belirlemekte ve her artan rezerv opsiyonu dilimi için katsayıları giderek arttırmaktadır. Rezerv opsiyon oranının dilimlere ayrılması ve her dilim için ROK'ların arttırılması ile birlikte bu imkanı daha fazla kullanmak isteyen bankalar, yeni bir dilime geçtikçe artan ROK'lara göre daha çok yabancı para getirmek durumunda kalmaktadır.

Son dönemde TCMB, döviz imkân dilimlerinde ilk inşa sürecine göre değişikliğe gitmiştir. Piyasadaki likidite ihtiyacı ve kur oynaklığına göre döviz imkân dilimleri belirlenmiştir. ROO ve ROK'lar TCMB tarafından belli bir eşikten başlatılmış ve yüzde 5'lik dilimler halinde tanımlanmıştır. Rezervlerin döviz veya altın cinsinden tutulabilecek üst sınırları (ROO), TCMB tarafından belirlenmekte ancak bankalar maliyet ve ihtiyaçlarına göre imkânın tamamını veya bir kısmını kullanmayı tercih edebilmektedir (TCMB, 2012c:3). Üst sınır yüzde 60 olmak ile birlikte ilk dilim yüzde 30'a kadar belirlenmiş ve yüzde 30 ile yüzde 55'e kadar olan opsiyon oranı aralığında 30-35, 35-40, 40-45, 45-50, 50-55 şeklinde dilimlere ayrılmış ve her dilim için artan oranda rezerv opsiyonu katsayısı belirlenmiştir. Yüzde 55'lik dilim sonrasında ise dilimler yüzde 1 şeklinde ayarlanmakta ve katsayılar birbirinden farklılaşmaktadır. Tablo 7'de TCMB'nin son dönemdeki döviz imkân dilimleri ve katsayıları gösterilmiştir.

Tablo 7. TL Zorunlu Karşılıkların Döviz İmkânına İlişkin ROK'lar

Döviz İmkân Dilimleri (%)	Katsayı
0-30	1
30-35	1,4
35-40	1,7
40-45	2,1
45-50	2,5
50-55	2,9
55-56	3,7
56-57	3,9
57-58	4,1
58-59	4,3
59-60	4,5

Kaynak: www.tcmb.gov.tr. (2017)

ROM ile döviz imkânının yanı sıra bankalara TL zorunlu karşılıklarını belli bir orana kadar altın cinsinden de tutma imkânı verilmektedir. Tablo 8’de TCMB’nin son dönemde uyguladığı altın imkân dilimleri ve katsayıları gösterilmektedir.

Tablo 8. TL Zorunlu Karşılıkların Altın İmkanına İlişkin ROK'lar

Altın İmkân Dilimleri (%)	Katsayı
0-15	1,4
15-20	1,5
20-25	2,0
25-30	2,5

Kaynak: www.tcmb.gov.tr. (2017)

Bankalar, TL cinsinden zorunlu karşılıklarının yüzde 30’kadar olan kısmını altın cinsinden tesis edebilmektedir. Altın imkan dilimleri, ilk eşik yüzde 15 olmakla beraber yüzde 5’lik dilimler halinde devam etmektedir. İmkanın tamamını kullanmak isteyen bankalar, bu tutarın ilk yüzde 15’lik dilimi için belirlenen 1,4 ROK ile hesaplanan Türk lirası tutar karşılığında altın yatırmakta, sonraki her yüzde 5’lik dilim için ise sırasıyla 1,5, 2,0 ve 2,5 ROK kullanılarak hesaplanan TL karşılığında standart altın tesis edebilmektedir.

Rezerv opsiyon mekanizması aynı zamanda hızlı kredi genişlemesini de etkileyebilmektedir. Özellikle yabancı para cinsinden verilebilecek kredileri arz

yönünden sınırlandırabilmektedir. Ani sermaye çıkışlarının olduğu durumlarda ise bankalar daha önce biriktirdikleri rezervlerini kullanabilmektedir. Böylece ROM, kredi arzın genişletici ve daraltıcı etkide de bulunabilmektedir. Rezerv opsiyon mekanizması ile TMCB'nin brüt döviz rezervleri artmaktadır. Ancak ROM kapsamında TCMB, döviz ve altını satın almaması ve bankalara ait olmasından dolayı TCMB'nin net döviz pozisyonu etkilenmemektedir (Küçükşaraç ve Özel, 2012:5). Sonuç olarak TCMB, yeni geliştirdiği rezerv opsiyon mekanizmasını finansal istikrar hedefi kapsamında hem kredi genişlemesine hem de piyasadaki kur oynaklığına karşı bir politika aracı olarak etkin bir şekilde kullanmaktadır. TCMB, bu mekanizma ile piyasadaki döviz cinsinden likiditeyi etkileyebilmekte ve kendi döviz rezervlerini arttırarak sermaye akımlarının kurdaki bozucu etkisine karşı önlem alabilmektedir.

2.3.4. Likidite Yönetimi

Likidite yönetimi, piyasalardaki likiditenin kontrol edilmesi anlamına gelmektedir. Likidite yönetiminin temel amacı, piyasalarda belirlenen kısa vadeli faizlerin kısa vadeli politika faizine uyumlu bir seviyede gerçekleştirilmesidir. (Özatay, 2013b:446). TCMB, likidite yönetiminin genel çerçevesini belirlerken şu hususlara dikkat etmektedir:

- Kısa vadeli faiz oranlarının belirlenen faiz koridorunun dışına çıkmaması,
- Uygulanan likidite yönetimi ile para piyasalarının etkin ve istikrarlı çalışması,
- Ödeme sistemlerinin etkin çalışması,
- Kullanılan araçların para politikasının etkinliğini arttırması.

Bu amaçlara ulaşmak ve para politikasının etkinliğini arttırmak için likidite yönetimi önemli bir yer tutmaktadır. Kullanılacak likidite yönetimi araçları ve vadeleri, piyasadaki likidite düzeyi ve likidite ihtiyacı dikkate alınarak belirlenmektedir. Enflasyon hedeflemesi uygulayan ülkelerde likidite yönetimi, genellikle gecelik, bir hafta ve bir ay vadeli açık piyasa işlemleri ile yürütülmektedir. Piyasadaki likidite fazlası ve açığı aşırı olduğu durumlarda, para politikası aktarım mekanizmaları olumsuz etkilenmektedir. Likidite fazlası olması durumunda, kredi koşulları gevşemekte ve aşırı bir kredi büyümesi gerçekleşmektedir. Likidite açığının

aşırı düzeylere ulaşması durumunda ise bankalar temkinli davranarak kredi koşullarını sıkılaştırmakta ve para politikasının etkinliği azalmaktadır. Dolayısıyla, kullanılan araçların piyasadaki likidite düzeyine göre çeşitlendirilmesi likidite yönetiminin etkinliğini arttırmaktadır (TCMB, 2011a:18). Türkiye’de bankalar likidite yönetimi amacıyla, BIST gecelik repo-ters repo pazarını kullanmaktadır. Aynı zamanda kısa vadeli kur takası piyasası da ağırlıklı olarak kullanılmaktadır. Kur takası piyasası, özellikle yabancı yatırımcıların Türkiye’deki bankalara likidite sağladıkları önemli bir piyasadır. BIST gecelik faizi, kur takası piyasasında gecelik faizin fiyatlandırılmasında önemli bir yer tutmaktadır. Bu nedenle, gecelik kur takası piyasasında elde edilen fonların maliyetinin genellikle BIST gecelik faizine yakın olması beklenmektedir.

2010 yılında yayınlanan para politikası çıkış stratejisi ile birlikte TCMB, piyasaları 1 hafta vadeli repo ihaleleri ile fonlamaya başlamıştır. Ancak TCMB parasal sıkılaştırma dönemlerinde piyasa fonlamasını 1 hafta vadeli repo ihaleleri ile yapmamaktadır (Ünalı, 2015:7). Sıkı likidite yönetimi dönemlerinde TCMB, piyasayı faiz koridorunun üst bandından fonlamakta ve para piyasası faizleri faiz koridorunun üst bandında oluşmaktadır. Faiz koridorunun üst bandının piyasa fonlamasında kullanılması, faizlerin yüksek olması dolayısıyla bankalara verilen likiditeyi azaltmakta ve dolayısıyla kredi büyümesinin sınırlandırılmasında önemli bir yer tutmaktadır.

2010 yılı itibari ile TCMB, fiyat istikrarı hedefinden ödün vermeden finansal istikrarı da gözetmeye başlaması ile birlikte faiz koridoru, zorunlu karşılıklar ve rezerv opsiyonu mekanizması araçlarını daha etkin bir likidite yönetimi ile kullanmaya başlamıştır. Finansal istikrara yönelik uygulanan politika araçlarının başarılı olabilmesi için daha etkin bir likidite yönetimi benimsenmiştir. Dolayısıyla, bu araçların bir arada aktif olarak kullanılması kredi büyümesi ve döviz kuru oynaklığı gibi makro finansal risklerin azaltılmasında önemli bir yer tutmaktadır.

3. BÖLÜM

TCMB'NİN FİNANSAL İSTİKRARA YÖNELİK UYGULADIĞI PARA POLİTİKASI ARAÇLARININ ETKİNLİĞİ ÜZERİNE AMPİRİK BİR UYGULAMA

Çalışmanın bu bölümünde ilk olarak para politikası araçlarının etkinliğine dair ampirik literatüre yer verilmiştir. Sonrasında ise analize dâhil edilen değişkenler ile değişkenlere ilişkin dönüşümler açıklanmakta ve araştırma yöntemi tanıtılmaktadır. Son kısımda ise, TCMB'nin 2010 yılında yeni para politikası yaklaşımı çerçevesinde finansal istikrara yönelik olarak uygulamaya koyduğu para politikası araçlarının etkinliği analiz edilmektedir.

3.1. PARA POLİTİKASI VE MAKRO İHTİYATİ POLİTİKALARIN ETKİNLİĞİNE İLİŞKİN AMPİRİK LİTERATÜR

Literatürde Bernanke ve Blinder (1992) ile Bagliano ve Favero (1998) çalışmaları, para politikasının etkinliğine yönelik yapılan en temel çalışmalardır. 2008 küresel kriz sonrası, finansal istikrara önem verilmiş ve finansal istikrara yönelik makro ihtiyati politikalar uygulanmıştır. Makro ihtiyati politikalar kapsamında, merkez bankalarının küresel krizin etkilerini hafifletmek ve fiyat istikrarından ödün vermeden finansal istikrarı gözetmesi amacıyla geleneksel olmayan para politikası araçları uygulanmaya başlanmıştır. Bu kapsamda, literatürde geleneksel olmayan para politikalarının ve makro ihtiyati politikaların etkinliğine ilişkin çalışmalar son dönemlerde yapılmaya başlanmıştır.

Bernanke ve Blinder (1992) çalışmalarında, 1959-1989 yılları arasında Amerika'daki para politikasının etkinliğini aylık frekansta veriler kullanarak Granger nedensellik analizi ile birlikte VAR modeli tahmin etmiştir. Yapılan VAR analizi sonucunda, daraltıcı para politikası şokunun ardından kısa vadede menkul kıymet stokunun kredilerden daha hızlı azaldığı belirtilmiştir. Sıkı para politikasının etkileri zamanla krediler üzerinde etkisini gösterdiği vurgulanmıştır.

Bagliano ve Favero (1998) Amerika için para politikasının etkinliğini incelemiştir. Çalışmada para politikasının etkinliği, 1966-1996 yılları arasında aylık frekansta veriler ile VAR modeli çerçevesinde analiz edilmiştir. Çalışmanın

sonuçlarına göre, politika faiz oranlarının, uzun dönemli faiz oranlarının eş zamanlı dalgalanmalarına belirgin bir şekilde tepki gösterdiği ve daraltıcı para politikasının, çıktı üzerindeki etkisinin uzun vadeli faiz oranlarından kaynaklanmadığı belirtilmektedir.

Glocker ve Towbin (2011) zorunlu karşılık oranları ve faiz oranlarındaki değişimlerin makroekonomik etkilerini, Brezilya ekonomisi için yapısal VAR modeli ile tahmin etmiştir. Zorunlu karşılıkların, gelişmekte olan ekonomilerde finansal istikrar için kullanılan temel araçlardan biri olduğu belirtilmiştir. Çalışmanın sonuçlarına göre, zorunlu karşılıklardaki ve faiz oranlarındaki bir artış yurtiçi kredi büyümesinde bir daralmaya sebep olmaktadır. Zorunlu karşılık oranlarının, yabancı sermayenin ülkeye gelmesini teşvik etmeksizin ve yerli para biriminin değerlendirilmesine yol açmaksızın yurt içi kredi büyümesinin sınırlandırılmasında etkili bir yol olduğu tespit edilmiştir. Çalışmada, zorunlu karşılıkların finansal istikrar için etkili bir politika aracı olduğunu ve faiz oranlarını tamamlayıcı rol oynadığını ancak fiyat istikrarı kapsamında faiz oranı politikasını ikame edemeyeceği belirtilmektedir.

Peersman (2011) Euro bölgesi için geleneksel olmayan para politikalarının makroekonomik etkilerini incelemiştir. Çalışmada, Euro bölgesi için 1999- 2009 yılları arasında aylık frekansta veriler kullanılarak yapısal VAR yöntemi uygulanmıştır. Çalışmada, kredi piyasasının arz yönü dikkate alınmıştır. Ampirik bulgular, para politikası aracı olarak birden çok aracın bir arada makroekonomik değişkenleri etkileme amacıyla kullanılabileceğini göstermiştir. Özellikle, politika faiz oranındaki değişimlerin tüketici fiyatlarında ve ekonomik aktivite üzerinde bir etkiye sahip olduğu belirtilmiştir. Ayrıca sadece geleneksel olmayan para politikası şoklarının incelendiği analizde, her politika aracının farklı bir aktarım mekanizmasına sahip olduğu tespit edilmiştir. Geleneksel olmayan para politikasının, bankacılık sektörü üzerinde önemli bir etkiye sahip olduğu belirtilmiştir.

Yavuzarslan (2011) çalışmasında, Türkiye’de zorunlu karşılık oranlarının krediler ve mevduat hacmi üzerindeki etkisini incelemiştir. Çalışmada, 2010 yılı itibarıyla 45 bankaya ait veriler para birimi ayrımı yapılmaksızın kullanılmıştır. Çalışmada, zorunlu karşılıkların banka bilançosu değişkenleri üzerindeki etkisi Mayıs 2002-Ekim 2010 döneminde aylık frekansta veriler kullanılarak VAR modeli ile tahmin edilmiştir. Yapılan tahmin sonucunda, söz konusu bilanço değişkenleri ile zorunlu karşılıklar arasında doğrudan bir ilişki tespit edilememiştir. Bunun nedeni, kredi talebinin olduğu bir ortamda zorunlu karşılıkların krediler üzerinde çok fazla

etkili olamayacağı şeklinde açıklanmaktadır. Ancak, zorunlu karşılık oranlarının kredi faiz oranlarına etkisini ve dolayısıyla maliyet kanalı üzerinden etkisini görmek için yapılan blok dışsallık içeren VAR analizi sonucunda, TL cinsinden zorunlu karşılık oranları ile kredi faiz oranları türleri arasında anlamlı ve aylık dönemde pozitif yönlü bir etkileşim tespit edilmiştir.

Oktar ve Dalyancı (2011) Türkiye ekonomisi için para politikası değişkenleri ve cari işlemler dengesi arasındaki ilişkiyi, 2003-2010 yılları arasında Granger Nedensellik Testi ve VAR modeli ile incelemiştir. Çalışmanın sonuçlarına göre, para politikası ve cari işlemler dengesi arasında nedensellik ilişkisi olmadığı, uzun dönemde ise para politikası ve cari işlemler arasında ters yönlü bir ilişkinin olduğu tespit edilmiştir. Para politikasının cari işlemler dengesini etkileyecek şekilde uygulanmasının sürdürülebilir finansal istikrar ve ekonomik büyüme açısından büyük önem taşıdığı belirtilmiştir.

Tovar vd. (2012) Latin Amerika'da zorunlu karşılıklar ve diğer makro ihtiyati politika araçlarının, kredi büyümesi üzerine etkilerini incelemiştir. Çalışmada, Latin Amerika için Ocak 2003- Nisan 2011 dönemindeki veriler kullanılarak panel VAR analizi yapılmıştır. Çalışmada, finansal istikrarı tehdit eden kredi büyümesi üzerine odaklanılmıştır. Ampirik sonuçlara göre, zorunlu karşılıkların kredi büyümesi üzerinde kısa dönemli bir etkisinin olduğunu tespit etmişlerdir. Para politikası ve diğer makro ihtiyati araçların, finansal istikrar açısından birbirini tamamlayıcı rol oynadıkları sonucuna ulaşmışlardır.

Binici vd. (2013) TCMB'nin 2010 yılında faiz koridoru ile zorunlu karşılık uygulamalarını aktif olarak kullanması ile birlikte yeniden tasarlanan para politikasının, kredi ve mevduat faizine olan aktarımında bir değişim olup olmadığını VAR yönteminden elde edilen etki-tepki fonksiyonları kullanarak analiz etmişlerdir. Çalışma, Ocak 2005- Mayıs 2010 ve Kasım 2010- Aralık 2012 olmak üzere iki alt döneme ayrılmıştır. Çalışmada kullanılan Kısıtlanmamış VAR yönteminden elde edilen sonuçlar, Mayıs 2010 öncesi dönemde hem kredi hem de mevduat faizinin politika faizi olan gecelik borçlanma faizine anlamlı, güçlü ve benzer ölçüde tepki verdiğini göstermektedir. Dolayısıyla bu dönemde, politika faizinin değiştirilmesinin, kredi-mevduat faizi farkının belirgin şekilde etkilenmesine neden olmayacağı belirtilmiştir. Çalışmada, yeni politika çerçevesinde politika faizinin 1 hafta vadeli repo faizi olarak değiştirildiği Kasım-2010 sonrası dönemde ise, kredi faizinin politika faizine verdiği tepkinin istatistiksel olarak anlamsız hale geldiği sonucuna varılmıştır.

Politika faizi yerine faiz koridorunun üst bandının kullanılması durumunda ise kredi faizlerinin koridorun üst bandına güçlü ve anlamlı tepki verdiği dikkat çekilmiştir. Mevduat faizinin ise politika faizine verdiği tepkinin anlamlı fakat zayıf olduğu belirtilmiştir.

Çalışmanın ikinci kısmında Kasım 2010- Aralık 2012 döneminde piyasada ağırlığı olan 13 bankanın kredi faizinin, mevduat faizinin ve her iki faiz arasındaki farkın para politikası araçlarına olan tepkisi aylık frekansta panel veri analizi ile incelenmiştir. Çalışma sonuçları, hem faiz koridorunun hem de zorunlu karşılıkların kredi ve mevduat faizleri üzerinde etkili olduğunu göstermiştir. Dolayısıyla, faiz koridorunun ve zorunlu karşılıkların krediler üzerinde etkili olduğu belirtilmiştir.

TCMB (2013b) küresel kriz sonrasında ortaya çıkan makro finansal riskleri azaltmak amacıyla, TCMB'nin 2010 yılının ikinci yarısından itibaren uyguladığı yeni politika çerçevesinde finansal istikrarın önemli bir bileşeni olarak kredi büyümesine büyük önem verildiğini belirtmiştir. Çalışmada, sektör bazında kredi, toplam kredi verileri kullanılarak politika faizinin yanı sıra faiz koridoru ve zorunlu karşılıklar gibi geleneksel olmayan para politikası araçlarının kredi büyümesi üzerindeki etkisini incelenmiştir. Çalışmada, bir hafta vadeli repo faiz oranı, zorunlu karşılıklar, faiz koridoru ve toplam krediler verileri için zaman serisi dinamik regresyon modeli tahmin edilmiştir. Çalışma sonuçlarına göre, faiz koridoru, politika faizi ve zorunlu karşılıkların kredi büyümesi üzerinde etkili olmaktadır. Ayrıca çeşitli politika araçlarının farklı kanallardan kredileri etkilediği sonucuna ulaşılmıştır. Geleneksel olmayan politika araçlarının, kredi kompozisyonu üzerine etkili olduğu ve dolayısıyla bu araçların finansal istikrar açısından önemine vurgu yapılmıştır.

Dedola vd. (2013) çalışmalarında ulusal anlamda uygulanan geleneksel olmayan politikaların küresel çaptaki sonuçlarını incelemişlerdir. Küresel anlamda ortaya çıkan finansal entegrasyon nedeniyle, finans sektörünü ve kredi koşullarını istikrara kavuşturmaya yönelik geleneksel olmayan politikaların uluslararası yayılmalar gösterdiği belirtilmektedir. Çalışmada tüketim, yatırım, milli gelir, kaldıraç oranları, banka varlıkları, tahvil getirileri gibi değişkenler, VAR yönteminden elde edilen etki-tepki mekanizması ile analiz edilmiştir. Geleneksel olmayan politikaların, uluslararası aktarımının olduğu ve geleneksel olmayan politikaların uluslararası etkilerini içselleştirmeyen ulusal politikaların şoklar karşısında yetersiz kalabileceği sonucuna varılmıştır. Bu bulguların, 2008 küresel krizin uluslararası etkileri

gözlemlendiğinde tutarlı olduğu belirtilmiştir. Bu bağlamda, geleneksel olmayan para politikalarının, standart para politikalarına bir alternatif olduğu belirtilmektedir.

Federico vd. (2013) 4 Latin Amerika ülkesi (Arjantin, Brezilya, Kolombiya, Uruguay) için para politikası ve zorunlu karşılıklar arasındaki ilişki ile zorunlu karşılıklardaki değişimlerin makroekonomik etkilerini incelemiştir. Zorunlu karşılık oranlarındaki değişimlerin makroekonomik büyüklüklere etkileri ve zorunlu karşılıklar ile para politikası arasındaki ilişki ayrı ayrı VAR analizi ile test edilmiştir. Çalışma sonuçlarına göre, çıktının zorunlu karşılıklardaki dışsal değişimlere tepki olarak düştüğü belirtilmiştir. Zorunlu karşılıkların doğru tanımlandığında, tamamlayıcı unsurdan ziyade para politikasının yerine geçtiği tespit edilmiştir. Söz konusu savı desteklemek amacıyla, örnek olarak durgunluk zamanlarında zorunlu karşılıkların çıktıyı uyararak için düşürüldüğünü oysa merkez bankası faiz oranlarının, yerli para biriminin değerinin düşmemesi amacıyla arttırıldığı belirtilmektedir.

Cicioğlu vd. (2015) Türkiye’de finansal istikrara yönelik uygulanan geleneksel olmayan para politikası araçlarına dikkat çekmiş ve 2003-2013 yılları arasında uygulanan para politikası araçlarının cari açığı kapatmadaki rolünü incelemiştir. Çalışmada, Toda Yamamoto Nedensellik Testi ve yapısal VAR analizi yapılmıştır. Çalışmada elde edilen bulgulara göre, açık piyasa işlemleri ile cari işlemler açığı arasında nedensellik ilişkisi bulunmamakta ve cari işlemler açığından reeskont işlemlerine doğru bir nedensellik ilişkisi bulunduğu tespit edilmiştir. Ayrıca, politika faiz oranındaki bir artışın cari açığı düşürdüğü belirtilmiştir.

Gambacorta vd. (2014) çalışmalarında geleneksel olmayan para politikalarının makroekonomik etkilerini 8 gelişmiş ülke, ABD, İngiltere, Japonya, Euro bölgesi, Kanada, Norveç, İsviçre ve İsveç için incelemiştir. Çalışmada, küresel krizden itibaren alınan Ocak 2008- Haziran 2011 dönemi için aylık frekansta veriler kullanılarak panel VAR analizi yapılmıştır. Analiz bulgularına göre, merkez bankalarının varlıklarında gerçekleşen bir artışın, ekonomik aktiviteyi ve fiyat seviyesini geçici bir şekilde arttırdığı belirtilmiştir. Farklı ülkelerde uygulanan geleneksel olmayan para politikalarının makroekonomik etkilerinin benzer olduğu gösterilmiştir. Ayrıca, finansal kriz sonrası uygulanan politikaların ekonomilere geçici destek sağladığı ve merkez bankası varlıklarında genişlemenin her zaman olumlu makroekonomik etkilerinin olmayabileceği hususuna dikkat çekilmiştir.

Claessens vd. (2014) makro ihtiyati politikaların, finansal sektördeki kırılganlıkların azaltılmasındaki etkinliği incelemiştir. Çalışmada, 2000-2010

yılları arasında 48 ülkenin verileri kullanılarak, makro ihtiyati politikaların banka bilançolarında yol açtığı değişimler Genelleştirilmiş Momentler Yöntemi (GMM) yöntemi ile analiz edilmiştir. Analiz sonuçları, makro ihtiyati politikaların kredi büyümesini ve varlık büyümesini sınırladığını göstermiştir. Makro ihtiyati politikaların ülkeden ülkeye büyük farklılıklar gösterdiği tespit edilmiştir. Makro ihtiyati politika araçlarından bazılarının gelişmekte olan ülkelerde risklerin sınırlandırılmasında daha etkili olduğu belirtilirken, bazı araçların ise gelişmiş ülkelerde daha etkili olduğu sonucuna ulaşılmıştır.

Meinusch ve Tillmann (2015) çalışmalarında Amerikan merkez bankasının uyguladığı geleneksel olmayan para politikası şoklarının makroekonomik etkilerini analiz etmişlerdir. Çalışmada, Amerika ekonomisi için 2007-2013 yılları arasında aylık frekansta veriler ile Qual VAR analizi yapılmıştır. Analiz sonucunda, miktarsal genişleme politikası şokunun, ekonomik aktivite, enflasyon, faiz oranları ve borsa fiyatları üzerine ılımlı bir etkisinin olduğu tespit edilmiştir. Ayrıca miktarsal genişleme politikası şoklarının, 2008 yılından beri borsa fiyatları ve faiz oranları dinamiklerinin küçük bir kısmını oluşturduğu belirtilmektedir.

Dell' Ariccia vd. (2015) makro finansal istikrar çerçevesinde kredi büyümesi ve finansal risklerin sınırlandırılmasında uygulanan politikaların etkilerini araştırmışlardır. Çalışmada, 1970-2010 yılları arasında 170 ülkenin veri setini kapsayan 176 kredi balonu örneği üzerinde panel regresyon analizi yapılmıştır. Analiz sonuçlarına göre kredi büyümesinin, ekonomik büyüme ve finansal reformlarla ilişkili olduğu belirtilmiştir. Makro ihtiyati politika araçlarının, kredi piyasasında oluşan balonların sınırlandırılmasında ve bu balonların patlaması halinde olumsuz etkilerinin giderilmesinde önemli olduğu belirtilmiştir. Böylece, makro finansal istikrar çerçevesinde uygulanan politikaların etkin olduğu sonucuna varılmıştır. Ayrıca, politika koordinasyonu ve kurumlar arasındaki işbirliğinin, sıkı para politikasının ve makro ihtiyati politikaların etkinliğini arttırdığı tespit edilmiştir.

Aikman vd. (2016) çalışmalarında finansal kırılganlık, finansal istikrar ve para politikası arasındaki ilişkiyi araştırmışlardır. Çalışmada, bir dizi makro finansal değişkenin ekonomik kırılganlıkları açıklamadaki başarısı VAR analizi ile tahmin edilmeye çalışılmıştır. Çalışma sonuçlarına göre, aşırı kredi büyümesini sınırlamak için kullanılan makro ihtiyati araçların ekonomi için etkili olduğu ve ekonomideki olumsuz havayı azaltabileceği belirtilmiştir. Ayrıca, para politikasının da kredi büyümesini sınırlama da etkin olarak kullanılabilmesi belirtilmiştir.

Cerutti vd. (2017) makro ihtiyati politikaların etkinliğini, aralarında Türkiye'nin de bulunduğu 119 ülke için incelemiştir. Çalışmada makro ihtiyati politikaların etkinliği, 2000-2013 yılları arasında GMM yöntemi ile analiz edilmiştir. Analiz bulguları, makro ihtiyati politikaların genellikle gelişmekte olan ülkelere kullanıldığı ve özellikle döviz kuru ile ilgili politikaların daha çok uygulandığını göstermektedir. Uygulanan politikaların, genellikle kredi büyüme oranlarına yönelik uygulanarak kredi büyümesinin sınırlandırılmasına yardımcı olduğu tespit edilmiştir. Ayrıca, makro ihtiyati politikaların uygulanmasında kullanılan araçların ülkelere özgü olduğunu ve böylece bu politikaların etkinliğinin kullanılan araçlar ile ilişkili olarak ülkeden ülkeye farklılık gösterdiği belirtilmektedir.

İlgili literatür incelendiğinde, genel olarak küresel kriz sonrası gündeme gelen geleneksel olmayan para politikalarının makroekonomik etkilerine ilişkin çalışmalar yapıldığı görülmektedir. Söz konusu çalışmalarda elde edilen bulgular, geleneksel olmayan para politikalarının finansal istikrarı destekleyici rol oynadığını göstermektedir. Çalışmalarda, merkez bankalarının finansal istikrara yönelik olarak kullandığı faiz koridoru ve zorunlu karşılıklar aracının finansal istikrar için gösterge niteliği taşıyan kredi büyümesinin sınırlandırılmasında etkili olduğu ve bu araçların bir arada kullanılmasının merkez bankalarına avantaj sağlayarak makroekonomik sorunlara daha çabuk müdahale edilebilmesini sağladığı belirtilmektedir.

3.2. MODEL

3.2.1. Veri Seti Ve Değişkenler

2008 küresel krizi sonrası tüm dünya ekonomilerinde önem kazanan finansal istikrar olgusu, TCMB tarafından da yeni politika çerçevesinde nihai hedef olarak belirlenmiştir. Bu çalışmada, TCMB'nin 2008 küresel krizi sonrası finansal istikrara yönelik uyguladığı geleneksel olmayan para politikası araçlarının yeni politika çerçevesindeki etkinliği incelenmeye çalışılacaktır.

Araştırmamızın temelini, Şekil 3'te gösterilen TCMB'nin küresel kriz sonrası fiyat istikrarından ödün vermeden finansal istikrarı da hedeflemesi sonucu oluşturduğu yeni politika bileşimindeki araçlar ve amaçlar oluşturmaktadır. Bu kapsamda fiyat istikrarı ve finansal istikrara yönelik olarak geleneksel para politikası aracı olan bir

hafta vadeli repo ihalelerine ek olarak faiz koridoru ile birlikte zorunlu karşılıklar ve diğer likidite yönetimi araçları uygulanmaya başlanmıştır.

TCMB'nin politika metinlerinde finansal istikrar kavramı ile ilgili, kredi büyümesi ve döviz kurundan bahsedildiği anlaşılmaktadır. Kara (2012), krediler ve döviz kuru değişkenlerinin finansal istikrar için bir gösterge olarak görülebileceğini belirtmiştir. Sermaye hareketlerinin yol açtığı makroekonomik dengesizliklerin, çoğu zaman kendini krediler ve döviz kuru gibi değişkenlerde gösterdiğini vurgulamıştır. Bu nedenle TCMB, finansal istikrar hedefi doğrultusunda kontrollü yurtiçi kredi büyümesini ve kurdaki aşırı değerlenmeyi önlemeyi ara hedef olarak görmekte ve söz konusu değişkenlere ayrı bir önem atfetmektedir. Nitekim, literatürde de kredi büyümesinin ve yerli paranın aşırı değerlenmesinin finansal kriz olasılığını arttırdığı belirtilmektedir (Jordà vd., 2010; Mendoza ve Terrones, 2008; Reinhart, 2012; Schularick ve Taylor, 2009).

TCMB'nin Nisan 2010 yılında yayınladığı "Para Politikası Çıkış Stratejisi" ile bir hafta vadeli repo faiz oranı politika faizi olarak belirlenmiş ve küresel krizin etkilerini hafifletmek amacıyla finansal istikrara yönelik yeni politika çerçevesi oluşturulmuştur. Bu bağlamda, Mayıs 2010-Aralık 2016 dönemini kapsayan zaman serileri aylık frekansta TCMB'nin veri dağıtım sisteminden alınarak çalışmamızda istihdam edilmiştir. Çalışmada kullanılan değişkenler, değişkenlerin sembolleri ve içerikleri Tablo 9'da verilmiştir.

Tablo 9. Çalışmada Kullanılan Değişkenler

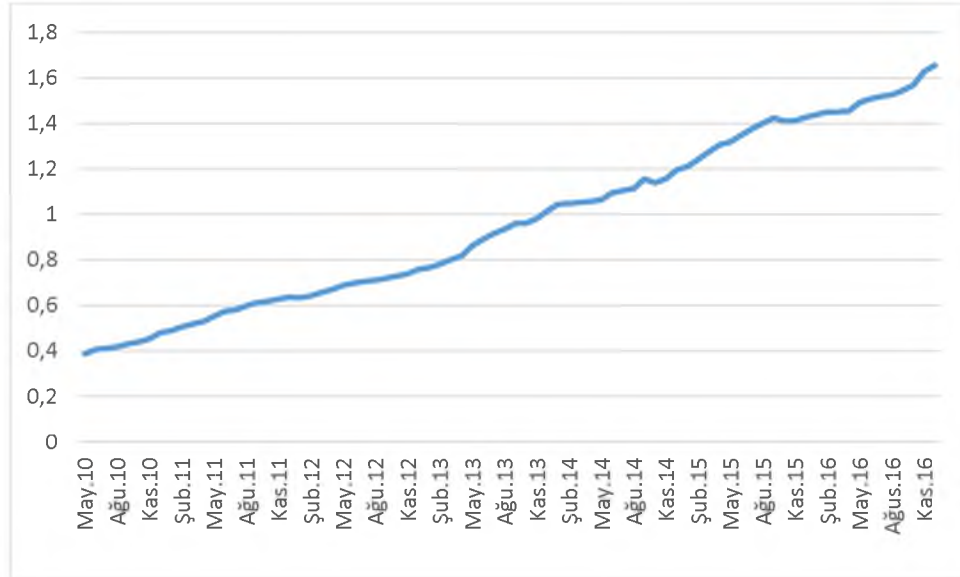
Değişkenler	Semboller	Değişkenlerin İçerikleri
Kredi Büyümesi	KREDI	Bankacılık Sektörü-Yurtiçi Kredi Hacmi
Reel Efektif Döviz Kuru	REDKE	Reel Efektif Döviz Kuru TÜFE Bazlı (2003=100)
Enflasyon	TUFE	Tüketici Fiyat Endeksi
Faiz Koridoru Üst Sınırı	BOV	TCMB Borç Verme Faiz Oranı
Politika Faizi	REPO	1 Hafta Vadeli Repo Faiz Oranı
Faiz Koridoru Alt Sınırı	BOA	TCMB Borç Alma Faiz Oranı
Zorunlu Karşılık Oranları	ZKO	Ağırlıklı Ortalama Zorunlu Karşılık Oranları

Çalışmada, kredi büyümesi için bankacılık sektörü yurtiçi kredi hacmi (Bin TL), enflasyon değişkeni için Tüketici Fiyat Endeksi (TÜFE), döviz kuru değişkeni

için TÜFE bazlı reel efektif döviz kuru alınmıştır. Politika faizi değişkeni için TCMB'nin her ay para politikası kurulu toplantılarında aylık olarak belirlenen 1 hafta vadeli repo faiz oranı alınmıştır. Faiz koridoru için ise faiz koridorunun üst sınırı yani gecelik borç verme faiz oranı ve faiz koridorunun alt sınırı gecelik borç alma faiz oranı alınmıştır. Zorunlu karşılık oranları için ise vade farkından dolayı TL ve yabancı para cinsi zorunlu karşılıkların ortalamaları alınarak analize dâhil edilmiştir. Çalışmada kullanılan tüm değişkenlerin aynı düzeye getirilmesi için KREDI, REDKE ve TUF E değişkenlerinin logaritması alınmıştır. Daha sonra KREDI, REDKE ve TUF E değişkenleri mevsimsellikten arındırılarak analize dâhil edilmiştir. Değişkenlerin başına getirilen "L" harfi logaritmik dönüşüm anlamına gelmektedir.

Çalışmada kullanılan değişkenlerin analiz dönemlerindeki gelişme trendleri aşağıda sunulmuştur. Grafik 4'te yurtiçi kredi hacmi gösterilmektedir. Grafik incelendiğinde, 2010-2016 yılları arasında bankacılık sektörü yurtiçi kredi hacminin sadece 2012 başlarında bir düşme eğilimi gösterdiği sonrasında artan bir trende sahip olduğu görülmektedir.

Grafik 4. Yurtiçi Kredi Hacmi (2010-2016) (Milyar TL)

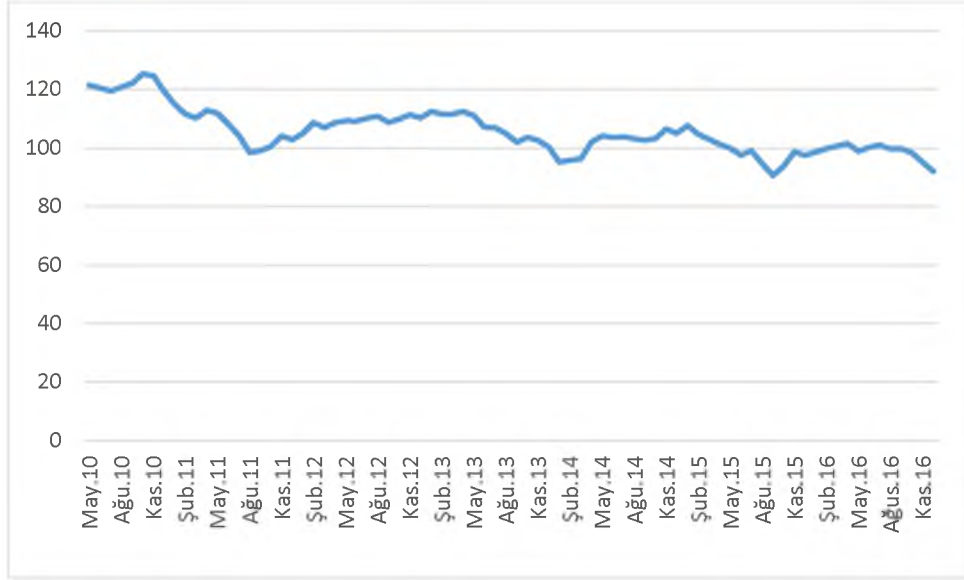


Kaynak: TCMB'nin veri dağıtım sisteminden alınan verilerle oluşturulmuştur.

Grafik 5'te reel efektif döviz kurunun 2010-2016 dönemindeki seyri gösterilmektedir. Mayıs 2010 itibariyle yüksek seviyede oluşan reel efektif döviz kuru 2011 yılının ortalarında yeni politika bileşiminin etkisiyle önemli bir düşüş göstermiştir. Daha sonra reel efektif döviz kuru, Şubat 2014'te TCMB'nin piyasaya

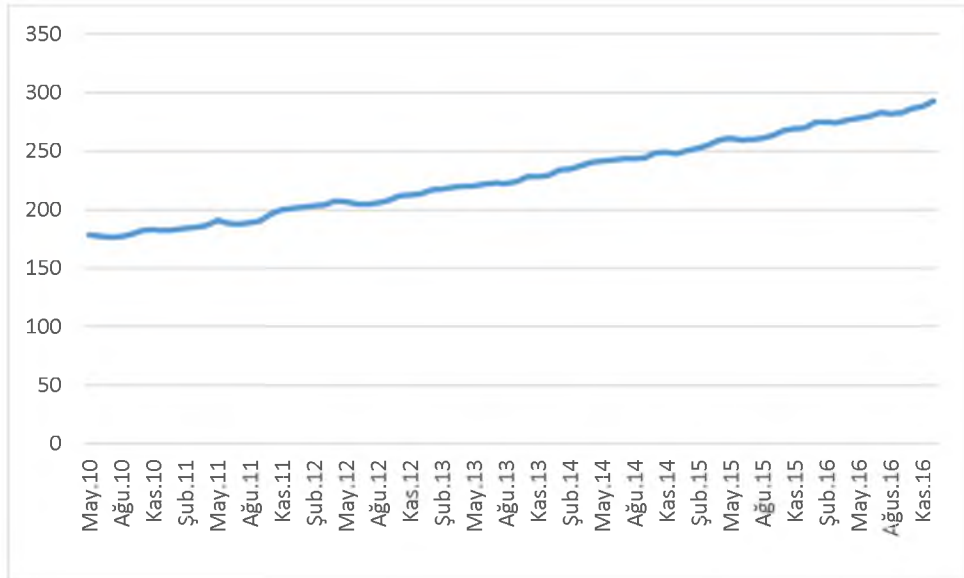
satım yönünde doğrudan müdahalesiyle ve Ağustos 2015'te bankaların TCMB'den alabilecekleri bir hafta vadeli döviz depo faiz oranlarının düşürülmesi ile reel efektif döviz kuru düşme eğilimi göstermiştir. Genel olarak reel efektif döviz kurunun dalgalı bir seyir izlediği görülmektedir.

Grafik 5. Reel Efektif Döviz Kuru (TÜFE Bazlı)



Kaynak: TCMB'nin elektronik veri dağıtım sisteminden alınan verilerle oluşturulmuştur.

Grafik 6. Tüketici Fiyat Endeksi



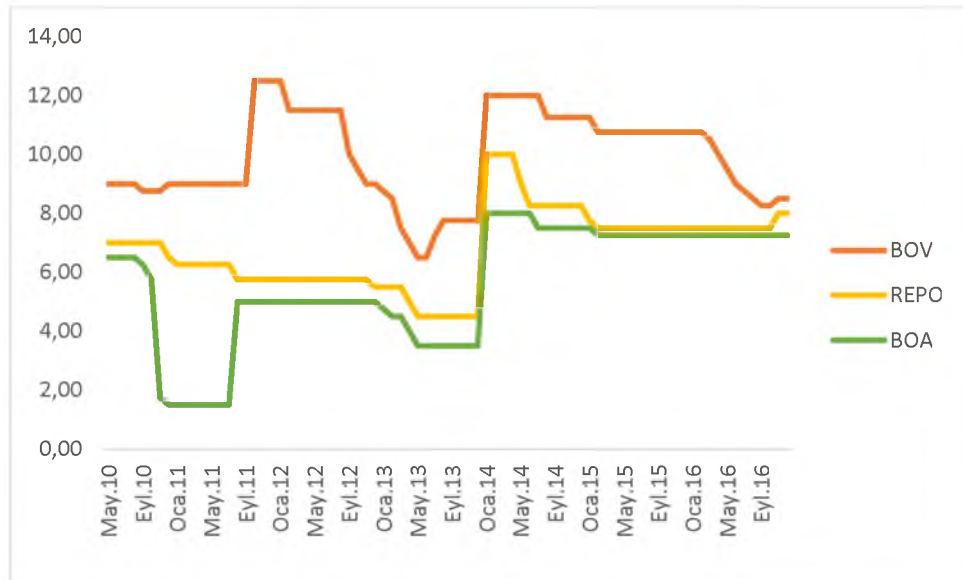
Kaynak: TCMB'nin elektronik veri dağıtım sisteminden alınan verilerle oluşturulmuştur.

Grafik 6'da tüketici fiyat endeksinin, genel olarak bir artış eğiliminde olduğu görülmektedir. 2010 yılının son dönemlerinde, TCMB'nin zorunlu karşılık oranlarında

bir artışa gitmesinin etkisiyle tüketici fiyat endeksi düşüş göstermiş ancak daha sonra yine artarak devam etmiştir.

Grafik 7’de faiz koridoru bileşenlerinin seyri gösterilmiştir. Buna göre, Kasım 2010 döneminde TCMB, artan sermaye girişlerinin hızlı kredi genişlemesi ve cari dengenin bozulmasına yol açabileceği ve finansal istikrara ilişkin riskleri beraberinde getirebileceği endişesi sonucunda kısa vadeli faizlerin politika faizinden sapmasına geçici olarak izin verilmesi dolayısıyla gecelik borç verme ve borç alma faizi arasındaki farkı arttırmıştır. Bunun sonucu olarak, gecelik borçlanma oranı önemli bir düşüş göstermiş bununla birlikte bir hafta vadeli repo faiz oranının da düşüşe geçtiği görülmektedir. TCMB Ocak 2014 döneminde ise Amerikan Merkez Bankası olan Federal Rezerv Sistemi (FED)’nin genişletici para politikasının aşamalı olarak sonlandırılacağını açıklamasından sonra gelişmekte olan ülkelere yönelik sermaye girişi sınırlanmış ve risk iştahı azalmıştır. Bu nedenle Grafik 9’da TCMB’nin, Ocak 2014 döneminde makroekonomik istikrarı desteklemek amacıyla güçlü bir faiz artışına gittiği ve faiz koridorunu yukarıya çektiği gösterilmiştir.

Grafik 7. Faiz Koridoru Bileşenleri (BOV-REPO-BOA)

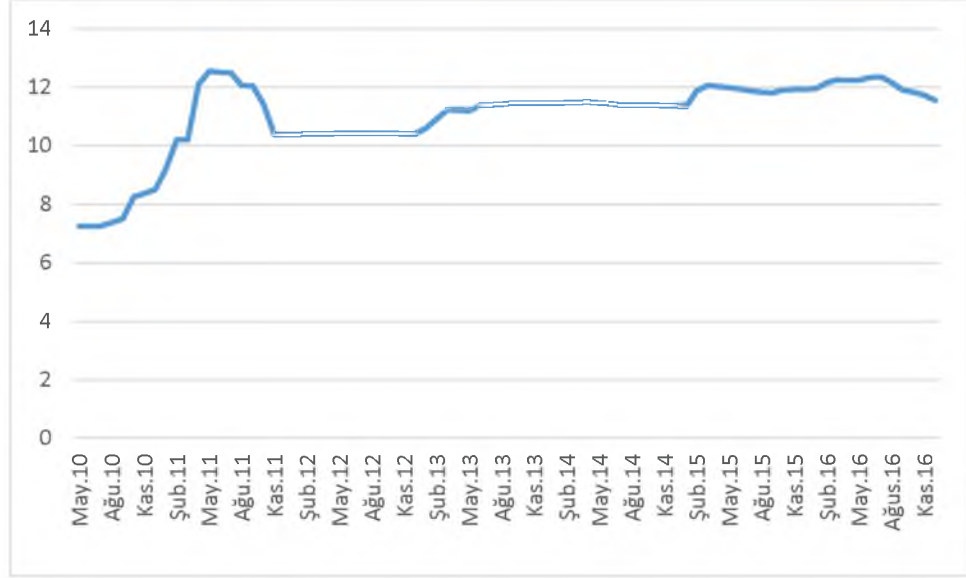


Kaynak: TCMB’nin elektronik veri dağıtım sisteminden alınan verilerle oluşturulmuştur.

Grafik 8’de zorunlu karşılık oranlarının 2010-2016 dönemindeki seyri gösterilmiştir. Zorunlu karşılık oranlarının Mayıs 2010 döneminden itibaren kademeli olarak arttığı görülmektedir. Özellikle 2010 yılı sonlarından 2011 yılı ortasına kadar

krediler ve iç talepteki artışı sınırlandırma amacıyla sıkı para politikası uygulanması sonucu zorunlu karşılıklarda ciddi bir artış gözlemlenmektedir. Daha sonraki dönemlerde ise zorunlu karşılık oranları düşmüş ve ardından tekrar artış eğilimine girmiştir.

Grafik 8. Zorunlu Karşılık Oranları



Kaynak: TCMB'nin elektronik veri dağıtım sisteminden alınan verilerle oluşturulmuştur.

3.2.2. Yöntem

Çalışmamızda, küresel kriz sonrası TCMB'nin finansal istikrara yönelik olarak uygulamaya koyduğu para politikası araçlarının etkinliği analiz edilmeye çalışılmaktadır. Bu amaçla çalışmamızda, kullanılan değişkenlerin kendi gecikmeli değerlerinin sonraki dönemlerde etkileşimde olması ve literatürde para politikası uygulamalarında sıklıkla kullanılması nedeniyle Vektör Oto Regresyon (VAR) yöntemi kullanılmıştır.

3.2.3. VAR Modeli

VAR modeli, ilk olarak Sims (1980) tarafından ortaya atılmıştır. VAR modeli, sistem içindeki her değişkenin kendi gecikmeli değeri ve modeldeki diğer değişkenlerin geçmiş değerleri arasındaki ilişkiyi gösteren dinamik bir sistemdir (Yavuzarslan, 2011:126). Makroekonomik değişkenlerin birbirleri arasında karşılıklı

etkileşim içinde olması nedeniyle içsel ve dışsal değişken ayrımı yapılması bir sorun haline gelmektedir. Ancak VAR modellerinde, diğer eşanlı denklem sistemlerinin aksine, içsel-dışsal değişken ayrımı yapılmaması dolayısıyla bu sorun ortadan kalkmaktadır (Sevüktekin ve Çınar, 2014:496). VAR modellerinde, tüm değişkenler içsel olarak kabul edilir.

VAR analizinin temel amacı, parametre tahminlerinin belirlenmesinden ziyade değişkenler arasındaki karşılıklı ilişkiyi ortaya koymak ve rassal şokların değişkenler sistemine olan dinamik etkisini incelemektir. Çünkü p sayıda gecikme içeren bir modelin iktisadi olarak yorumlanması da güçleşmektedir (Sims, 1980;Sevüktekin ve Çınar, 2014:496). Ayrıca literatürde VAR modellerinin, makroekonomik değişkenler arasındaki dinamik ilişkilerin araştırılmasında diğer yapısal modellerden daha iyi sonuçlar verdiği açıklanmaktadır (Greene, 2002:586). VAR modellerinin diğer klasik makroekonomik modellemelere göre üstünlüğü, tüm değişkenlerin içsel olması nedeniyle değişkenlerden hangilerinin içsel hangilerinin dışsal olduğuna karar verme zorunluluğunun bulunmamasından ve yöntemin uygulanmasının basit olmasından kaynaklanmaktadır (Gujarati, 2001:749-750; Kasapoğlu, 2007:39). Bu nedenlerle VAR modelleri, makroekonomik değişkenlerin para politikasına tepkisinin ölçülmesinde sıklıkla kullanılmaktadır (Bagliano ve Favero, 1998:1072).

İki değişkenli bir VAR modelinin standart formu şu aşağıdaki denklemler ile ifade edilebilir:

$$y_t = a_1 + \sum_{i=1}^p b_{1i} y_{t-i} + \sum_{i=1}^p b_{2i} x_{t-i} + v_{1t} \quad (1)$$

$$x_t = c_1 + \sum_{i=1}^p d_{1i} y_{t-i} + \sum_{i=1}^p d_{2i} x_{t-i} + v_{2t} \quad (2)$$

Yukarıdaki denklemde p gecikme uzunluğunu, v ise ortalaması sıfır kendi gecikmeli değerleriyle olan kovaryansı sıfır, sabit varyans ve normal dağılıma sahip rassal hata terimlerini göstermektedir. VAR modelinde hataların kendi gecikmeli değerleriyle ilişkisiz olduğu varsayımı, modele herhangi bir kısıt getirmemektedir. Çünkü değişkenlerin gecikme uzunluklarının arttırılmasıyla otokorelasyon sorunu aşılabilir. Ayrıca denklem (1) ve (2)'de her bir değişkenin p 'inci dereceden gecikmeli değerleri yer almaktadır. VAR modelleri, kısıtlanmış ve kısıtlanmamış VAR

modelleri olarak iki şekilde uygulanabilmektedir. VAR analizinde, Granger Nedensellik Testi, Etki-Tepki Fonksiyonları ve değişkenler arasındaki etkileşimi gösteren Varyans Ayrıştırması yoluyla sonuç alınabilmektedir (Özgen ve Güloğlu, 2004:96). VAR modelleri ile yapılan ampirik analizler sonucunda politika yapıcılarının, ekonomide ortaya çıkan farklı şoklar karşısında ekonomik değişkenlerin nasıl tepki gösterdikleri konusundaki bilgisi derinleşmekte ve bu şoklar sonucu oluşan koşullara daha etkin bir şekilde cevap verebilmelerini sağlamaktadır (Büyükakın vd., 2009:180).

3.2.4. Durağanlık Testleri

VAR yöntemi, basit bir yöntem olmasına rağmen uygulamada bazı güçlükler içermektedir. VAR modellerinde işlem yapabilmek için bütün değişkenlerin durağan olması gerekmektedir (Gujarati, 2001:749). Zaman serilerinin analizinde durağanlık kavramı büyük önem taşımaktadır. Durağanlık, bir zaman serisinin tüm zaman dönemi boyunca ortalamasının sabit, varyansının sabit ve kovaryansının dönemler arasındaki farka bağlı olması durumudur. Eğer belirli bir dönemde meydana gelen rassal şokların etkisi geçici ise, değişkenin durağan olduğu anlamına gelir. Eğer etki kalıcı ise bu durumda da değişkenin durağan olmadığı anlamına gelmektedir (Sevüktekin ve Çınar, 2014:498). Durağan olmayan zaman serileri ile çalışılması durumunda sahte regresyon ile karşılaşılabilmektedir. Sahte regresyon durumunda yüksek bir R^2 değeri ve anlamlı t ve F istatistiklerine rağmen parametre tahminleri ekonomik yorumlar açısından anlamsız olabilmektedir (Gujarati, 2015:251).

Zaman serilerinin analizinde durağanlık sınaması oldukça önemli bir yer tutmaktadır. Eğer seriler düzeyde durağan değil ise (birim kök içeriyorsa) birinci farkları alınarak durağan hale getirilmelidir. Serilerin durağanlığının test edilebilmesi için literatürde en sık kullanılan yöntem birim kök testleridir. Bu nedenle çalışmamızda, kullandığımız değişkenlerde birim kök olup olmadığının test edilebilmesi için Dickey ve Fuller (1981) tarafından geliştirilen Genişletilmiş Dickey-Fuller (ADF) birim kök testi ile Phillips ve Perron (1988) tarafından geliştirilen Phillips-Perron (PP) birim kök testleri uygulanmıştır. ADF ve PP birim kök testlerinin hipotezleri aşağıdaki gibidir.

$H_0 =$ Seride birim kök vardır. Seri durağan değildir.

$H_1 =$ Seride birim kök yoktur. Seri durağandır.

Her iki testte de test istatistik değeri kritik değerlerden mutlak değerce büyük olduğunda H_0 hipotezi reddedilerek serinin durağan olduğu kabul edilmektedir. Test istatistik değeri mutlak değerce kritik değerlerden küçük olduğunda ise H_0 hipotezi kabul edilmekte ve serinin durağan olmadığı anlaşılmaktadır.

Durağanlık sınaması için değişkenlere, önce sabit eklenerek ardından sabit ve trend eklenerek test edilmiştir. Tablo 10’da çalışmamızda kullanılan değişkenlerin düzey değerlerinin ADF ve PP birim kök testleri sonuçları gösterilmiştir. Tablo 10’daki sonuçlara göre, ZKO ve LTUFE değişkenleri haricindeki tüm değişkenler düzeyde birim kök içermektedir. ZKO değişkeni, yüzde 5 ve yüzde 1 anlamlılık seviyesinde ADF ve PP testlerine göre düzeyde durağan çıkmıştır. LTUFE değişkeni ise yüzde 5 ve yüzde 10 anlamlılık seviyesinde sabit eklendiğinde durağan olmamakla beraber sabit ve trend eklendiğinde ise her iki teste göre düzeyde durağan hale gelmektedir. Bu nedenle, LTUFE değişkeni için düzeyde trend durağan olduğu söylenebilmektedir.

Tablo 10. Değişkenlerin Düzey Değerlerinde ADF ve PP Birim Kök Testi Sonuçları

Değişkenler	ADF		PP	
	Test İstatistiği (Olasılık)		Test İstatistiği (Olasılık)	
	Sabit	Trend ve Sabit	Sabit	Trend ve Sabit
LKREDI	1.841646 (0.9998)	-1.820000 (0.6856)	1.520956 (0.9993)	-1.607119 (0.7815)
LREDKE	-1.807741 (0.3743)	-2.937915 (0.1567)	-1.487816 (0.5347)	-2.482374 (0.3359)
LTUFE	0.575248 (0.98829)	-4.238993 (0.0063)	0.776162 (0.9931)	-3.853696 (0.0187)
BOV	-1.930927 (0.3167)	-1.848841 (0.6713)	-2.202040 (0.2073)	-2.123197 (0.5249)
REPO	-2.102989 (0.2441)	-2.609037 (0.2776)	-2.258500 (0.1879)	-2.769252 (0.2130)
BOA	-1.696076 (0.4293)	-2.912251 (0.1644)	-1.843695 (0.3571)	-3.051453 (0.1253)
ZKO	-4.221475 (0.0012)	-5.910547 (0.0000)	-3.033706 (0.0361)	-7.429625 (0.0000)

Tablo 11’de değişkenlerin birinci fark değerlerinin ADF ve PP birim kök testi sonuçları gösterilmiştir. Değişkenlerin birinci fark değerleri için uygulanan ADF ve PP birim kök testi sonuçlarına göre, düzeyde durağan olmayan LKREDI, LREDKE, BOV, REPO, BOA değişkenleri birinci farkları alındığında her iki testte de yüzde 1, yüzde 5 ve yüzde 10 istatistiki anlamlılık seviyelerinde durağan hale gelmektedir. Değişkenlerin başına getirilen “D” harfi birinci fark değerlerini temsil etmektedir.

Tablo 11. Değişkenlerin 1. Fark Değerlerinde ADF ve PP birim kök Testi Sonuçları

Değişkenler	ADF Test İstatistiği (Olasılık)		PP Test İstatistiği (Olasılık)	
	Sabit	Trend ve Sabit	Sabit	Trend ve Sabit
DLKREDI	-5.999136 (0.0000)	-6.684625 (0.0000)	-6.252901 (0.0000)	-6.792073 (0.0000)
DLREDKE	-6.306364 (0.0000)	-6.264554 (0.0000)	-6.261473 (0.0000)	-6.219245 (0.0000)
DLTUFE	-7.596236 (0.0000)	-7.577825 (0.0000)	-7.414683 (0.0000)	-7.396645 (0.0000)
DBOV	-7.997997 (0.0000)	-7.985938 (0.0000)	-7.996467 (0.0000)	-7.984572 (0.0000)
DREPO	-8.401456 (0.0000)	-8.370008 (0.0000)	-8.438865 (0.0000)	-8.408969 (0.0000)
DBOA	-8.136690 (0.0000)	-8.121520 (0.0000)	-8.136220 (0.0000)	-8.121520 (0.0000)
DZKO	-3.726178 (0.0056)	-3.663654 (0.0316)	-6.553549 (0.0000)	-6.747645 (0.0000)

NOT: Gecikme uzunluğu için Eviews 9.0 paket programının otomatik seçim olarak verdiği Schwarz bilgi kriteri kullanılmıştır.

3.3. VAR ANALİZİ SONUÇLARI

Çalışmada, TCMB’nin 2010 yılı para politikası çıkış stratejisi ile birlikte uygulamaya koyduğu finansal istikrara yönelik para politikası araçlarının etkinliği VAR analizi kapsamında Granger nedensellik testi, etki-tepki Analizleri ve varyans ayrıştırması ile incelenmiştir.

3.3.1. Gecikme Uzunluğunun Belirlenmesi

VAR modelinde öncelikle uygun gecikme uzunluğunun belirlenmesi gerekmektedir. VAR analizinde gecikme uzunluğu analiz sonuçlarını önemli düzeyde etkilemesi dolayısıyla oldukça önemli bir yer tutmaktadır. VAR analizinde gecikme uzunluğu, çok uzun ya da çok kısa olmamalıdır. Eğer gecikme uzunluğu çok kısa alınırsa otokorelasyon sorunu ortaya çıkmaktadır. Gecikme uzunluğunun çok uzun alınması durumunda değişkenlerin etkileşimi hakkında bilgi kaybı ortaya çıkabilir (Kasapoğlu, 2007:56). VAR analizinde gecikmeler olduğundan uzun belirlendiğinde, değişkenler gerçekte olduğundan yüksek değerler almakta ve aşırı parametreleşme de ortaya çıkmaktadır (Bozdağlıoğlu ve Özpınar, 2011:47). Bu nedenle, VAR modelinde uygun gecikme uzunluğunun tespiti için Olabilirlik Oranı (LR), Son Tahmin Hatası (FPE), Akaike Bilgi Kriteri (AIC), Schwarz Bilgi Kriteri (SC) ve Hannan-Quinn Bilgi Kriteri (HQ) literatürde sıklıkla kullanılan kriterlerdir. Bu kriterleri minimum yapan gecikme uzunluğu, uygun gecikme uzunluğu olarak kabul edilmektedir. VAR modelinde kullanılacak gecikme uzunluğunun belirlenmesi amacıyla yapılan testler Tablo 12’de gösterilmiştir.

Tablo 12. Gecikme Uzunluğu Test İstatistiği Sonuçları

Gecikme Uzunluğu	LR	FPE	AIC	SC	HQ
0	NA	1.53e-11	-5.040645	-4.821012	-4.953118
1	664.8957	2.12e-15	-13.92734	-12.17028*	-13.22712*
2	84.68696	1.95e-15	-14.04500	-10.75050	-12.73208
3	83.75814	1.59e-15	-14.34485	-9.512920	-12.41924
4	80.38190*	1.18e-15*	-14.82924*	-8.459884	-12.29094
5	38.40679	2.24e-15	-14.52480	-6.618008	-11.37381
6	49.36580	2.90e-15	-14.82786	-5.383637	-11.06417

NOT: * İlgili kriterlere göre en uygun gecikme uzunluğunu göstermektedir.
LR: Likelihood Ratio, **FPE:** Final Prediction Error, **AIC:** Akaike Information Criterion, **SC:** Schwarz Information Criterion, **HQ:**Hannan-Quinn information criterion

Gecikme uzunluğunun belirlenmesi için yapılan testler sonucunda SC ve HQ’ e göre 1 ay, LR, FPE ve AIC’ye göre ise 4 ay gecikmenin uygun olduğu görülmektedir. Gecikme sayısı belirlenirken, otokorelasyon sorununun olmadığı gecikme sayısının

seçilmesi gerekmektedir. Otokorelasyon sorunu, çoğunlukla bir döneme ait gözlemlerin gelecekte diğer dönemlere taşındığı zaman ortaya çıkmaktadır. Aylık serilerde otokorelasyon sorununun ortaya çıkma olasılığı yüksektir (Vogelvang, 2003:119). Değişen varyans ise hata terimlerinin varyansının tüm dönemler için sabit olmaması durumudur.

VAR modeli 1 ay gecikme kabul edilerek oluşturulduğunda otokorelasyon ve değişen varyans sorunu ile karşılaşılmıştır. LR, FPE ve AIC'ye göre belirlenen 4 ay gecikme kullanıldığında otokorelasyon ve değişen varyans probleminin aşıldığı görülmüştür. Bu nedenle çalışmamızda gecikme uzunluğu 4 olarak alınmıştır.

3.3.2. İstikrar Koşulları

VAR modelinde oluşturulan denklem sisteminin, hata terimlerine ilişkin istikrar koşullarını sağlaması gerekmektedir. Bu amaçla, çalışmada tahmin edilen VAR modelinde hata terimleri arasında ilişki olup olmadığı Otokorelasyon LM testi ile belirlenmiştir.

Tablo 13. Otokorelasyon LM Testi Sonuçları

Gecikme Uzunluğu	LM İstatistiği	Olasılık (Prob.)
1	41.09383	0.7817
2	37.12226	0.8933
3	44.57558	0.6529
4	45.66369	0.6092
5	48.10293	0.5094
6	35.05318	0.9333
7	64.27639	0.0704
8	44.51035	0.6555
9	36.65293	0.9035
10	53.07392	0.3200
11	47.99021	0.5140
12	54.97263	0.2588

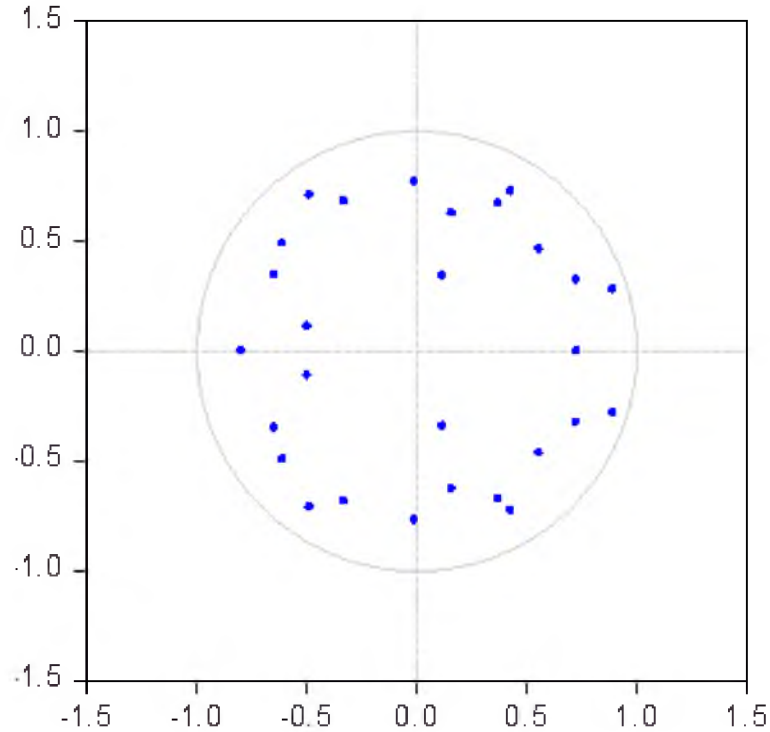
Tahmin edilen VAR modelinde Otokorelasyon LM testi sonuçlarına göre hata terimleri arasında otokorelasyon bulunmamaktadır. Hata terimlerinin varyansının tüm örneklem için sabit olup olmadığını belirlemek amacıyla White değişen varyans testi uygulanmıştır. White değişen varyans testi sonuçları Tablo 14'te gösterilmiştir.

Tablo 14. White Değişen Varyans Test Sonuçları

Ki-Kare	df	Olasılık (prob.)
1658.837	1624	0.2681

White testi sonuçlarına göre tahmin edilen modelde değişen varyans probleminin olmadığı yani hata terimlerinin varyansının tüm gözlemler için sabit olduğu anlaşılmaktadır. Tahmin edilen VAR modelinin, durağanlık şartını sağlaması modelin sağlıklı olması açısından büyük önem arz etmektedir. Bu bağlamda, AR karakteristik polinomunun ters köklerinin, tamamının birim çember içerisinde olması modelin durağan ve istikrarlı olduğunu gösterirken, AR karakteristik polinomunun ters köklerinden bir tanesinin bile çember üzerinde veya dışında olması sistemin durağan olmadığını göstermektedir.

Şekil 5. AR Karakteristik Polinomunun Ters Köklerinin Konumu



Şekil 5'te AR karakteristik polinomunun ters köklerinin tamamının birim çember içerisinde olduğu görülmektedir. Bu kapsamda, VAR modelimizin durağan ve istikrarlı olduğu söylenebilir.

3.3.3. Granger Nedensellik Analizi

VAR Analizi ve nedensellik testi birbirinden farklı modeller olmasına rağmen, ilave bir bilgi olarak VAR modelinde değişkenler arasında negatif ve pozitif bir ilişki tespit edilmesi ve bu ilişkinin yönünün belirlenmesi amacıyla nedensellik analizi yapılabilmektedir (Barışık ve Kesikoğlu, 2003:74). Çalışmada, VAR analizinin temelini oluşturmak ve sistem içerisindeki değişkenlerin karşılıklı etkileşim halinde olup olmadıklarının tespit edilerek etki-tepki fonksiyonu ve varyans ayrıştırması analizlerinin sonuçlarının desteklenmesi amacıyla VAR analizi kapsamında Granger (1969:553-560) tarafından geliştirilen nedensellik testi yapılmıştır. Buna göre, x değişkenine ait bilgilerin modele eklenmesi y değişkeninin öngörüsüne katkı sağlıyorsa x değişkeni y değişkeninin nedenidir (Özgen ve Güloğlu, 2004:97). Bu kapsamda x değişkeninden y değişkenine doğru tek yönlü bir nedensellik olabileceği gibi, iki değişken arasında çift yönlü bir nedensellikten de söz edilebilmektedir.

Granger Nedensellik testi aşağıdaki iki regresyonun tahminini içermektedir:

$$Y_t = \sum_{i=1}^n a_i X_{t-i} + \sum_{j=1}^n \beta_j Y_{t-j} + u_{1t} \quad (3)$$

$$X_t = \sum_{i=1}^m \lambda_i Y_{t-i} + \sum_{j=1}^n \delta_j X_{t-j} + u_{2t} \quad (4)$$

Bu denklemde u_{1t} ve u_{2t} hata terimlerinin arasında korelasyon olmadığı kabul edilmektedir. Denklemlerde y 'nin kendi geçmiş değerleri ile birlikte x 'in kendisi ve geçmiş değerleri ile ilişkili olduğu kabul edilmektedir. Eğer x değişkeni y 'nin nedeni ise x 'deki değişimler y 'deki değişimlerden önce gerçekleşmelidir. Granger Nedensellik Testi için tüm değişkenlerin durağan olması gerekmektedir. Nedenselliğin yönü, modele dâhil edilen gecikmeli terim sayısına önemli derecede bağlı olduğundan gecikme uzunluğu da nedensellik analizi için büyük önem taşımaktadır (Gujarati, 2015:395). Bu nedenle, Nedensellik Testinde daha önce bilgi kriterleri çerçevesinde belirlenen gecikme uzunluğu kullanılmıştır.

Çalışmada kullanılan değişkenlerin Granger nedensellik testi sonuçları Tablo 15'te gösterilmiştir.

Tablo 15. Granger Nedensellik Testi Sonuçları

H_0 Hipotezleri	Olasılık değerleri	F İstatistiği	Nedenselliğin Yönü
LREDKE, DLKREDI'nin Granger nedeni değildir. DLKREDI, LREDKE'nin Granger nedeni değildir.	0.0621 0.0023	2.36197 4.64422	↔
LTUFE, DLKREDI'nin Granger nedeni değildir. DLKREDI, LTUFE'nin Granger nedeni değildir.	0.0064 0.8829	3.92219 0.29092	⇒
DBOV, DLKREDI'nin Granger nedeni değildir. DLKREDI, DBOV'un Granger nedeni değildir.	0.0064 0.2894	3.93176 1.27321	⇒ -
DBOA, DLKREDI'nin Granger nedeni değildir. DLKREDI, DBOA'nın Granger nedeni değildir.	0.0072 0.8751	3.84518 0.30276	⇒ -
DREPO, DLKREDI'nin Granger nedeni değildir. DLKREDI, DREPO'nun Granger nedeni değildir.	0.0806 0.5382	2.18184 0.78622	⇒
ZKO, DLKREDI'nin Granger nedeni değildir. DLKREDI, ZKO'nun Granger nedeni değildir.	0.1103 0.7859	1.96392 0.43082	-
LTUFE, DLREDKE'nin Granger nedeni değildir. DLREDKE, LTUFE'nin Granger nedeni değildir.	0.1326 0.0882	1.83472 2.11956	⇒
DBOV, DLREDKE'nin Granger nedeni değildir. DLREDKE, DBOV'un Granger nedeni değildir.	0.2044 0.0222	1.52739 3.06774	⇒
DBOA, DLREDKE'nin Granger nedeni değildir. DLREDKE, DBOA'nın Granger nedeni değildir.	0.0151 0.1900	3.33367 1.57998	⇒
DREPO, DLREDKE'nin Granger nedeni değildir. DLREDKE, DREPO'nun Granger nedeni değildir.	0.5567 0.0473	0.75753 2.54958	⇒
ZKO, DLREDKE'nin Granger nedeni değildir. DLREDKE, ZKO'nun Granger nedeni değildir.	0.0538 0.8988	2.46060 0.26602	⇒
DBOV, LTUFE'nin Granger nedeni değildir. LTUFE, DBOV'un Granger nedeni değildir.	0.3981 0.9230	1.03072 0.22591	-
DBOA, LTUFE'nin Granger nedeni değildir. LTUFE, DBOA'nın Granger nedeni değildir.	0.0138 0.1439	3.39534 1.77748	⇒
DREPO, LTUFE'nin Granger nedeni değildir. LTUFE, DREPO'nun Granger nedeni değildir.	0.8135 0.6252	0.39224 0.65528	-
ZKO, LTUFE'nin Granger nedeni değildir. LTUFE, ZKO'nun Granger nedeni değildir.	0.0013 0.0684	5.04607 2.29369	↔
DBOA, DBOV'un Granger nedeni değildir. DBOV, DBOA'nın Granger nedeni değildir.	0.1106 0.9982	1.96188 0.03021	-
DREPO, DBOA'nın Granger nedeni değildir. DBOA, DREPO'nun Granger nedeni değildir.	0.9999 2.E-08	0.00572 14.2593	-
DREPO, DBOV'un Granger nedeni değildir. DBOV, DREPO'nun Granger nedeni değildir.	0.9071 1.E-08	0.25254 14.7355	-

Tablo 15. Granger Nedensellik Testi Sonuçları (Devamı)

ZKO, DBOA'nın Granger nedeni değildir. DBOA, ZKO'nun Granger nedeni değildir.	0.0304 0.0422	2.85340 2.62756	↔
ZKO, DBOV'un Granger nedeni değildir. DBOV, ZKO'nun Granger nedeni değildir.	0.8664 0.5546	0.31586 0.76077	—
ZKO, DREPO'nun Granger nedeni değildir. DREPO, ZKO'nun Granger nedeni değildir.	0.9474 0.9863	0.18121 0.08656	—
Not: Gecikme uzunluğu bilgi kriterleri çerçevesinde 4 olarak alınmıştır.			

Granger nedensellik analizi sonuçlarına göre, DLREDKE ile DLKREDI arasında sırasıyla yüzde 10 ve yüzde 1 istatistiki anlamlılık düzeyinde H_0 hipotezi reddedilerek çift yönlü nedensellik olduğu görülmektedir. Ayrıca, ZKO ile LTUFE arasında yüzde 10 istatistiki anlamlılık düzeyinde ve DBOA ile ZKO arasında yüzde 5 anlamlılık düzeyinde H_0 hipotezinin reddedilmesi ile çift yönlü nedensellik ilişkisi saptanmıştır. Yine nedensellik analizi sonuçlarına göre, aralarında tek yönlü nedensellik ilişkisi bulunan değişkenler ve nedenselliğin yönü şu şekildedir:

- LTUFE, DBOV, DBOA yüzde 1 anlamlılık düzeyinde, DREPO ise yüzde 10 anlamlılık düzeyinde DLKREDI'nin nedenidir.
- DLREDKE, LTUFE'nin yüzde 10 anlamlılık düzeyinde nedenidir.
- DLREDKE, DBOV'un yüzde 5 anlamlılık düzeyinde nedenidir.
- DLREDKE, DREPO'nun yüzde 5 anlamlılık düzeyinde nedenidir.
- DBOA ve ZKO sırasıyla yüzde 5 ve yüzde 10 anlamlılık düzeyinde DLREDKE'nin nedenidir.
- DBOA, LTUFE'nin yüzde 5 anlamlılık düzeyinde nedenidir.

Nedensellik analizi sonuçları bağlamında, TCMB faiz koridoru değişkenlerinden, kredi büyümesine doğru güçlü bir nedensellik ilişkisi olduğu görülmektedir. Bu bağlamda, özellikle yurtiçi kredi hacmindeki değişimlerin, faiz koridoru değişkenlerine bağlı olarak değiştiği söylenebilir. Bu durum, uygulamada beklenen bir sonuçtur. Çünkü faiz koridoru değişkenleri, TCMB'nin yeni politika bileşiminde kredi genişlemesini kontrol etmek amacıyla kullanılmaktadır. Benzer şekilde, reel efektif döviz kurlarından tüketici fiyat endeksine doğru bir nedenselliğin olması, kurlardaki artış sonucu yurtdışından ithal edilen malların daha pahalı hale gelmesi nedeniyle maliyet yoluyla enflasyonu arttırabildiğini göstermektedir.

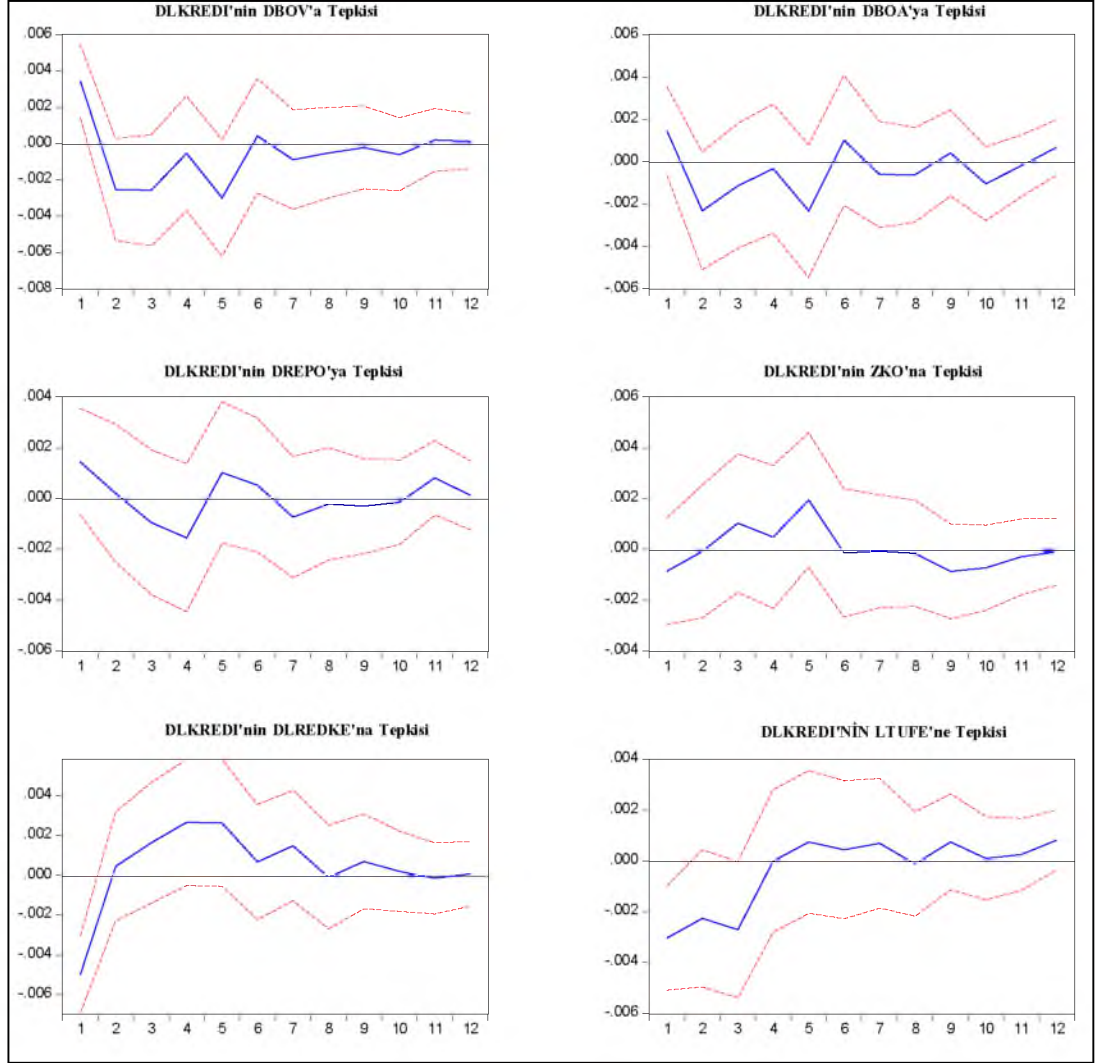
3.3.4. Etki-Tepki Analizi Sonuçları

VAR modellerinin tahmini sonucunda modelde yer alan değişkenlerin aralarındaki ilişkilerin daha iyi anlaşılması açısından elde edilen katsayıların doğrudan yorumlanması oldukça güç olabilmektedir. Bu nedenle, nedensellik analizinde elde edilen sonuçları desteklemek amacıyla etki-tepki fonksiyonları ve varyans ayrıştırması araçlarından yararlanılabilmektedir (Lütkepohl & Saikkonen, 1997:128). Etki-tepki fonksiyonları, hata terimlerinin birindeki bir standart sapmalılık şokun, içsel değişkenlerin şimdiki ve gelecekteki değerlerine olan etkisini yansıtmaktadır. Herhangi bir makroekonomik değişken üzerinde en etkili değişkenin hangisi olduğunun belirlenmesi için varyans ayrıştırması, bu değişkenlerin politika aracı olarak kullanılabilir olup olmadığı için ise etki-tepki fonksiyonları kullanılmaktadır (Özgen ve Güloğlu, 2004:97). Etki-tepki fonksiyonları, modelde yer alan değişkenlerin kendindeki ve diğer değişkenlerdeki şoklara gösterdiği tepkinin dinamik davranışlarını belirlemek için kullanılmaktadır (Büyükakın vd., 2009:181). Etki-tepki fonksiyonunda, hata terimine verilen bir birimlik şok karşısında içsel değişkenin tepkisi yansıtılmaktadır. Şoku veren değişken açısından etki, şoku alan değişken açısından ise tepki söz konusudur (Sevüktekin ve Çınar, 2014:510). Etki-tepki analizinde VAR modelindeki değişkenlerin sıralaması oldukça önemli olmakta ve değişkenlerin sıralanmasına bağlı olarak verilen bir şokun diğer değişkenler üzerindeki etkisi de değişebilmektedir. Ancak son zamanlarda VAR modeli kapsamındaki etki-tepki analizlerinde şoklara karşı verilen tepkilerin, değişkenlerin sıralamasına bağlı olmadığı analizler önem kazanmıştır (Algan ve Gencer, 2011:204; Bozdağlıoğlu ve Özpınar, 2011:52). Bu nedenle çalışmada Pesaran ve Shin (1998) tarafından önerilen değişkenlerin sıralamasının dikkate alınmadığı genelleştirilmiş etki-tepki analizi kullanılmıştır. Bu yöntemde, dikeyleştirilmiş etki-tepki analizlerinden farklı olarak VAR modelindeki değişkenlerin sıralaması önemli olmamaktadır. Bu yaklaşımda sıralamadan bağımsız hata tahmin varyans ayrıştırması da oluşturulmaktadır.

Çalışmada Granger nedensellik analizi sonuçları bağlamında elde edilen etki-tepki Fonksiyonlarının grafiklerinde dikey ekseninde, ilgili değişkene verilen bir şok için diğer değişkenlerin verdiği tepkinin büyüklüğü ve yönü gösterilirken yatay ekseninde ise değişkene bir birimlik şokun verilmesinden sonra diğer değişkenlerin verdikleri tepki 12 ay boyunca gösterilmektedir. Grafiklerdeki kesikli çizgiler, güven aralıklarını temsil etmektedir. Çalışmada, etki-tepki analizleri Granger nedensellik analizi

sonuçları bağlamında incelenmiştir. Etki-tepki analizleri, öncelikle ‘diğer değişkenlere verilen bir standart sapmalılık şoklara kredilerin tepkisi’ açısından incelenmiştir. Etki-tepki analizi sonuçları aşağıdaki grafiklerde gösterilmiştir.

Şekil 6. Diğer Değişkenlere Verilen Şoklara Kredilerin Tepkisi

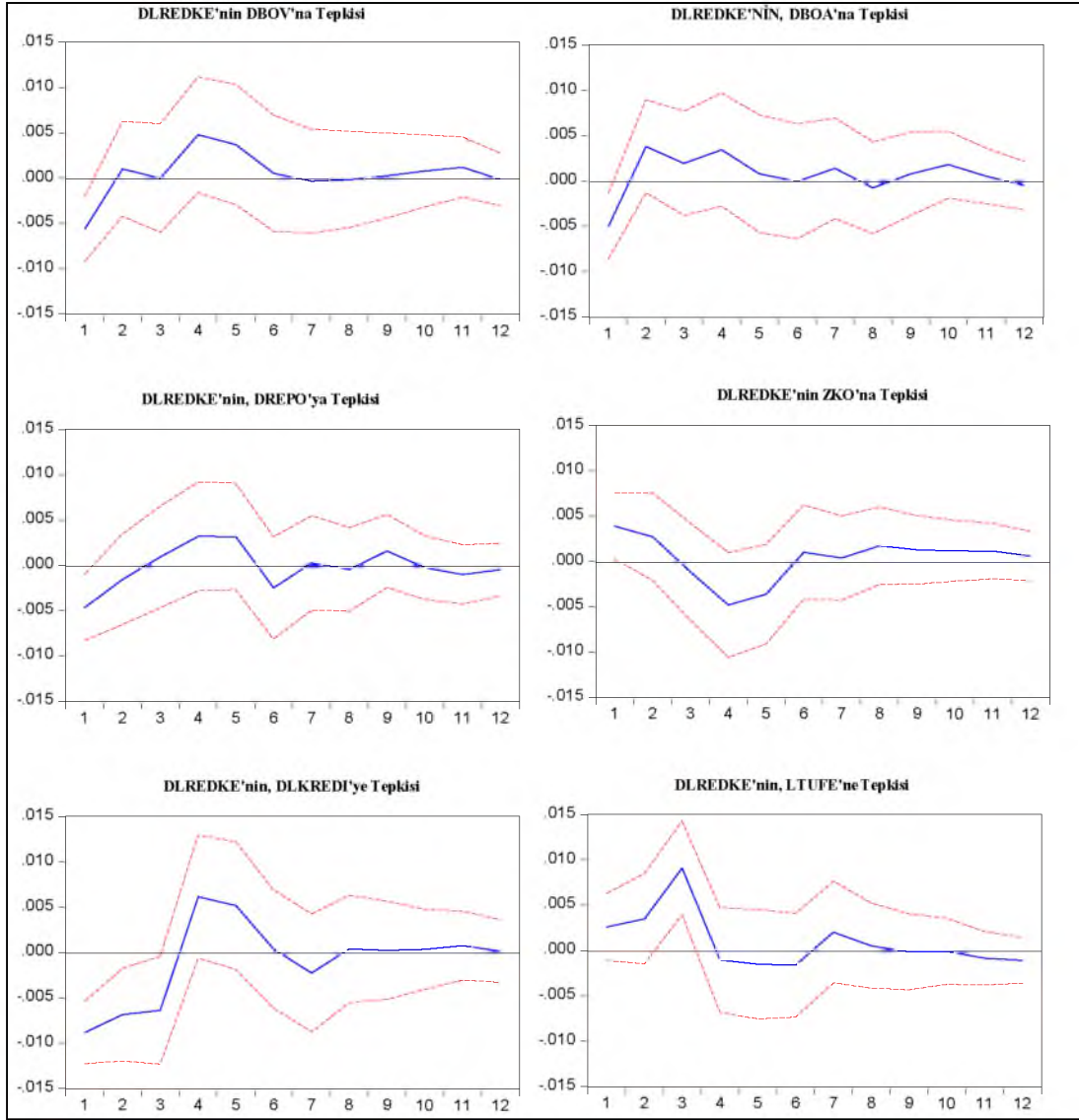


Şekil 6'daki etki-tepki fonksiyonu grafiklerinde diğer değişkenlere verilen bir standart sapmalılık şok karşısında kredilerin tepkisi gösterilmektedir. Faiz koridorunun üst bandı olan TCMB gecelik borç verme faiz oranındaki (DBOV) pozitif bir şok karşısında yurtiçi kredi hacmi (DLKREDI), başlangıçta pozitif olmakla beraber ikinci ay itibariyle önemli bir düşüş göstererek negatif tepki vermiştir. Üçüncü ay itibariyle kredi hacmi, geçici bir artış eğilimi göstermekte fakat beşinci ayda yine keskin bir düşüş sergileyerek negatif tepki vermiştir. Altıncı ay itibariyle ise şok etkisini yitirmiştir. Genel olarak kredi hacminin, faiz koridorunun üst bandında meydana

gelebilecek bir şoka negatif yönde tepki verdiği görülmektedir. Faiz koridorunun alt bandı olan gecelik borç alma faiz oranındaki (DBOA) bir şok karşısında kredi hacmi, faiz koridorunun üst bandına verdiği tepkiye benzer bir tepki vermektedir. Gecelik borç alma faizindeki bir şok karşısında kredi hacmi, ikinci ay itibariyle negatif yönde bir tepki vermektedir. Üçüncü ayda geçici bir artış eğilimi görülse de kredi hacmi, dördüncü aydan itibaren yeniden düşme eğilimine girmiş ve faiz şokuna karşılık kredi hacmi beşinci ayda negatif tepki vermiştir. Daha sonraki dönemde ise kredi hacminin tepkisi dalgalı bir seyir izlemiştir. Politika faizinde (DREPO) meydana gelebilecek pozitif bir şok karşısında kredi hacmi, ilk iki dönemde pozitif ama azalış yönünde bir tepki vermekle beraber üçüncü dönem itibariyle negatif yönde tepki vermeye başlamıştır. Kredi hacmi, politika faizindeki şok karşısında en belirgin tepkiyi dördüncü ayda negatif yönde vermektedir. Beşinci ay itibariyle pozitif tepki vermiş ve daha sonra dalgalı bir seyir izleyerek dengeye gelmektedir. Genel olarak faiz koridoru araçlarında meydana gelebilecek bir şoka kredi hacminin tepkisinin önemli derecede negatif yönde olduğu görülmektedir. Bu sonuçlar, Nedensellik Analizinde bulunan sonuçları desteklemektedir. Özellikle faiz koridoru üst sınırına, kredi hacminin diğer bileşenlerden daha duyarlı olduğu görülmektedir. Başka bir ifade ile faiz koridoru bileşenlerinde bir artışın beklentiler ışığında kredi hacminde bir daralmaya yol açacağı anlaşılmaktadır. Nitekim TCMB, faiz koridorunu parasal sıkılaştırma dönemlerinde yukarı yönlü genişleterek kredi genişlemesini sınırlandırabilmektedir. TCMB'nin finansal istikrar hedefi doğrultusunda kredi genişlemesini gösterge değişken olarak kabul ettiği göz önüne alındığında finansal istikrara yönelik uygulanan faiz koridorunun etkin bir araç olduğu anlaşılmakta ve sonuçlar TCMB uygulamalarıyla örtüşmektedir.

Zorunlu karşılık oranlarındaki (ZKO) bir şoka kredi hacminin tepkisi ilk iki aya kadar negatif olmaktadır. İkinci ay itibariyle ise tepkinin yönü pozitif olmakta ve en belirgin tepki beşinci ayda olmaktadır. Reel efektif döviz kurunda (DLREDKE) meydana gelebilecek bir şok karşısında ise kredi değişkeninin tepkisi birinci ay için negatif ama artış yönünde olmaktadır. İkinci aydan itibaren ise kredilerin tepkisi pozitif olmaktadır. Bu etki, beşinci ay itibariyle azalsa da sekizinci döneme kadar sürmektedir. Tüketici fiyat endeksindeki (LTUFE) bir şok karşısında kredi hacmi başlangıçta negatif tepki vermekte ve bu etki dördüncü aya kadar devam etmektedir. Dördüncü aydan sonra tüketici fiyat endeksindeki bir şok, kredi hacmi üzerinde önemli bir etkiye sahip olmamaktadır.

Şekil 7. Diğer Değişkenlere Verilen Şoklara Reel Efektif Döviz Kurunun Tepkisi



Şekil 7'deki etki tepki fonksiyonu grafiklerinde diğer değişkenlerdeki bir şok karşısında reel efektif döviz kurunun tepkisi gösterilmektedir. Faiz koridoru üst bandı olan TCMB gecelik borç verme oranında (DBOV) görülecek olan bir şok karşısında reel efektif döviz kurunun (DLREDKE) tepkisi başlangıçta negatif olmakla beraber ikinci aydan itibaren anlamlılığını yitirmektedir. Faiz koridoru alt sınırına (DBOA) verilen bir şok karşısında ise reel efektif döviz kuru başlangıçta negatif tepki vermekte ancak ikinci ay itibariyle pozitif değerler almaktadır. Reel efektif döviz kurunun verdiği bu pozitif tepki, beşinci aya kadar devam etmekte ve daha sonra şok etkisini kaybederek uzun dönem dengeye ulaşmaktadır. Reel efektif döviz kurunun politika faizindeki (DREPO) bir şoka tepkisi incelendiğinde ise ikinci ayın ortalarına kadar negatif bir tepki verdiği görülmektedir. Üçüncü aydan itibaren ise pozitif tepki

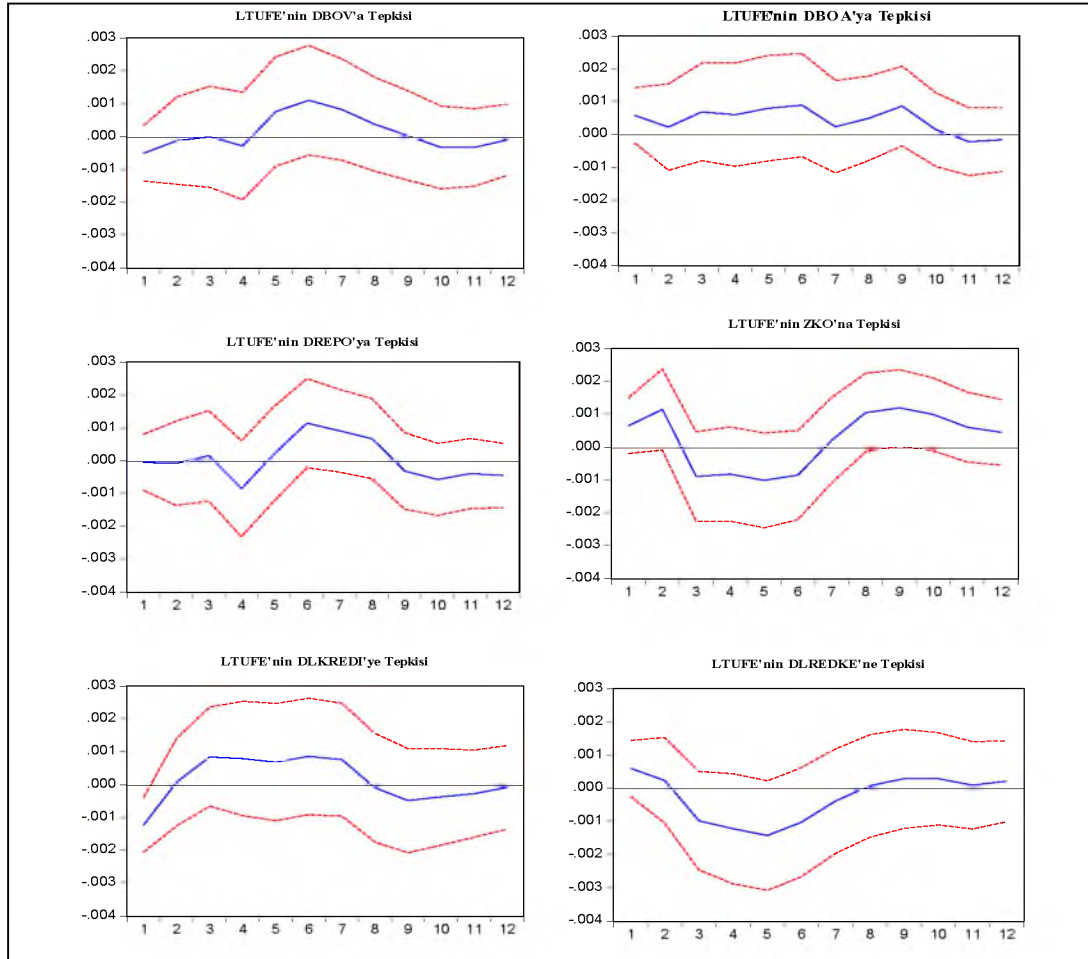
vermekle beraber beşinci ayda şokun etkisi kaybolmaktadır. TCMB uygulamaları incelendiğinde ise faiz koridorunun alt bandını genişleterek veya daraltarak sermaye hareketlerinin döviz kurları üzerindeki baskısı hafifletebilmektedir. Dolayısıyla TCMB'nin, faiz koridoru bileşenlerini kullanarak sermaye hareketlerinin olumsuz etkilerini bertaraf edebilmektedir. Bu durum finansal istikrar açısından büyük önem taşımaktadır. Reel efektif döviz kuru, zorunlu karşılık oranlarındaki (ZKO) bir şok karşısında üçüncü aya kadar pozitif tepki vermekte üçüncü aydan altıncı aya kadar negatif tepki vermektedir. Altıncı aydan sonra şok etkisini yitirmektedir. Reel efektif döviz kuru, kredi hacmindeki (DLKREDİ) bir şoka, ilk üç ay önemli bir negatif tepki vermektedir. Üçüncü aydan itibaren verdiği tepki pozitif değerler almakta ve altıncı aydan sonra yine negatif tepki vermekte ve daha sonra şok etkisini yitirmektedir. Tüketici fiyat endeksindeki (LTUFE) bir şok karşısında reel efektif döviz kuru dördüncü aya kadar süren pozitif bir tepki vermektedir.

Şekil 8'de diğer değişkenlere verilen şoklar karşısında tüketici fiyat endeksinin tepkisi incelenmiştir. Tüketici fiyat endeksi, gecelik borç verme oranındaki (DBOV) bir şok karşısında anlamlı bir tepki vermemektedir. Gecelik borç alma oranındaki (DBOA) bir şok karşısında ise tüketici fiyat endeksinin, pozitif yönde ancak çok küçük ölçekte bir tepki verdiği görülmektedir. Bunun nedeni, faiz koridoru alt sınırının aşağı yönlü genişletilmesi sonucunda kısa vadeli piyasa faizlerinin düşmesinin, arz yönlü maliyetlerin azalmasına ve kısa vadeli sermaye girişinin engellenmesine yol açarak talep yönlü enflasyonist baskıların giderilmesi olabilir. Politika faiz (DREPO) oranındaki bir şok ise tüketici fiyat endeksi üzerinde çok önemli bir etkiye sahip olmadığı görülmektedir. Bu noktada faiz koridoru araçlarının tüketici fiyat endeksi üzerinde çok önemli bir etkiye sahip olmadığı söylenebilmektedir. Özellikle 2010 yılı sonrası politika faizi olarak belirlenen bir hafta vadeli repo ihale faiz oranı, tüketici fiyat endeksi üzerinde çok fazla bir etkiye sahip olmaması dikkat çekmektedir. Oktar vd. (2013:14) çalışmalarında TCMB'nin enflasyon gelişmelerinde politika faiz oranını aktif bir şekilde kullanmadığını belirtmektedir. TCMB'nin, 2010 yılı sonrasında enflasyon gelişmelerine karşı ortalama fonlama faizi ve zorunlu karşılık oranlarının arttırılması şeklinde tepki verdiği vurgulanmaktadır. Nitekim TCMB, 2011 yılı sonlarında ve 2012 yılı başlarında zorunlu karşılık oranlarını ve ortalama fonlama faizini arttırarak enflasyonu kontrol etmiştir. Ayrıca Binici vd. (2013) faiz koridoru üzerine yaptığı çalışmada 2010 öncesi dönem ile 2010 sonrası dönemde TCMB faizlerini incelemiş ve 2010 sonrası dönemde politika faizinin kredi faizleri ve

mevduat faizleri üzerinde önemli bir etkiye sahip olmadığını belirtmektedir. Bu açıdan incelendiğinde politika faizinin, tüketici fiyat endeksi üzerinde çok önemli bir etkiye sahip olmaması, TCMB'nin 2010 yılı itibariyle para politikası çerçevesinde yaptığı değişiklik sonucunda para politikasında araç çeşitliliğinin artması ile açıklanabilir.

Zorunlu karşılık oranlarına (ZKO) verilen şoka, tüketici fiyat endeksi ilk iki ay içerisinde pozitif yönde bir tepki vermekte iken üçüncü aydan altıncı aya kadar bu tepkinin yönü negatif olmuştur. Kredi hacminde (DLKREDI) gerçekleşen bir şok karşısında tüketici fiyat endeksi beklentiler çerçevesinde ikinci ay itibariyle pozitif yönde tepki vermekte ve bu tepkinin etkisi yedinci aya kadar sürmektedir. Tüketici fiyat endeksi, reel efektif döviz kurundaki (DLREDKE) bir şok karşısında ise ikinci aya kadar pozitif yönde tepki vermektedir. Daha sonra, üçüncü ay ile yedinci ay arasında negatif tepki vermekte ve daha sonra şok etkisini yitirerek uzun dönem denge değerine yaklaşmaktadır.

Şekil 8. Diğer Değişkenlere Verilen Şoklara Tüketici Fiyat Endeksinin Tepkisi



3.3.5. Varyans Ayrıştırması Sonuçları

Varyans ayrıştırması, sistemin içindeki her bir değişkendeki öngörü hatasının varyansını, her bir içsel değişkene göre ayrıştırmaktadır. Sistemdeki değişkenlerin birinde gerçekleşen bir değişimin yüzde kaçının kendisinden, yüzde kaçının diğer değişkenlerden kaynaklandığını göstermektedir (Enders, 1995:311). Varyans ayrıştırması, sistemdeki değişkenlerden birindeki değişimi, tüm değişkenleri etkileyen ayrı ayrı şoklar halinde ayırması nedeniyle sistemin dinamik yapısı hakkında bilgi vermektedir. Varyans ayrıştırmasının amacı, her bir rassal şokun gelecek dönemler için yapılacak öngörünün hata varyansına olan etkisini ortaya çıkarmaktır. Varyans ayrıştırması ile bir makroekonomik değişken üzerinde en etkili değişkenin hangisi olduğu bulunabilmektedir (Bilgili vd. 2007:144).

Çalışmada, TCMB'nin finansal istikrar hedefi kapsamında gösterge değişkenler olarak kabul ettiği kredi genişlemesi ve döviz kuru üzerinde en etkili değişkenlerin hangileri olduğu iki değişken için ayrı ayrı varyans ayrıştırması yapılarak analiz edilmeye çalışılmıştır. Ayrıca, fiyat istikrarı hedefi doğrultusunda tüketici fiyat endeksi için varyans ayrıştırması yapılmıştır. Tablo 16'da kredi genişlemesi için yapılan varyans ayrıştırması sonuçları verilmiştir.

Tablo 16. DLKREDI'nin Varyans Ayrıştırması Sonuçları

Dönem	S.H	DLKREDI	DLREDKE	LTUFE	DBOV	DBOA	DREPO	ZKO
1	0.00912	58.9648	17.4505	7.23451	14.2766	0.82329	1.22899	0.02119
2	0.00994	51.5146	14.6836	12.0350	18.4828	1.93820	1.32732	0.01822
3	0.01097	42.8810	13.1331	19.8112	20.6751	1.82782	1.40078	0.27073
4	0.01137	40.2489	16.7523	18.4645	19.4719	1.72587	3.00541	0.33092
5	0.01217	35.3547	16.1719	16.2742	23.0535	2.04855	3.98238	3.11458
6	0.01229	34.7050	16.8735	15.9949	22.7031	2.52575	4.05360	3.14387
7	0.01242	34.1328	17.3915	15.9257	22.7439	2.47472	4.22205	3.10912
8	0.01246	34.1878	17.3640	15.8271	22.7657	2.54934	4.20881	3.09702
9	0.01261	33.5815	17.5371	15.7007	22.2647	2.81426	4.15683	3.94471
10	0.01267	33.2831	17.3690	15.6152	22.2753	3.23016	4.12006	4.10702

Tablo 16’da krediler için yapılan varyans ayrıştırması sonuçlarına göre, kendisinden sonra 1 aylık dönemde kredilerdeki değişmelerin önemli bölümü, döviz kuru ve faiz koridoru üst sınırı olan gecelik borç verme oranı tarafından açıklanmaktadır. İkinci dönemle birlikte gecelik borç verme oranının payı giderek artmış ve kredilerdeki değişimde en yüksek paya sahip değişken gecelik borç verme oranı olmuştur. Üçüncü ve dördüncü dönemde de döviz kuru ve gecelik borç verme oranına ek olarak kredilerdeki değişimin yaklaşık yüzde 20’si tüketici fiyat endeksi tarafından açıklanmaktadır. İlerleyen dönemlerde ise kredilerdeki değişimin yaklaşık yüzde 33’ü kendisinden yüzde 22’si gecelik borç verme oranından, yaklaşık yüzde 17’si reel efektif döviz kurundan ve yaklaşık yüzde 16’sı tüketici fiyat endeksinden kaynaklanmaktadır. Kredilerdeki değişimde en düşük paya sahip değişkenler, yüzde 4 ve yüzde 3 açıklama gücü ile politika faiz oranı, gecelik borç alma oranı ve zorunlu karşılıklardır. Sonuçlar incelendiğinde, Granger nedensellik analizi sonuçları ile örtüştüğü görülmektedir. Kredilerdeki değişimin büyük bir kısmının faiz koridoru üst sınırından kaynaklanması, finansal istikrar hedefi çerçevesinde kredi genişlemesinin kontrol altına alınmasında para politikası aracı olarak faiz koridorunun etkin olduğu sonucuna varılmaktadır.

Tablo 17. DLREDKE’nin Varyans Ayrıştırması Sonuçları

Dönem	S.H	DLKREDI	DLREDKE	LTUFE	DBOV	DBOA	DREPO	ZKO
1	0.01614	0.00000	73.6086	1.81914	12.0348	1.03350	6.00417	5.49967
2	0.01867	16.5897	55.0591	3.06784	9.28993	5.91922	5.31121	4.76290
3	0.02151	17.0848	41.5929	20.0996	6.99667	5.61551	4.18363	4.42674
4	0.02348	15.0750	41.0563	16.8791	10.0217	4.75510	4.73586	7.47672
5	0.02443	15.3695	38.7793	15.5997	11.5364	5.10220	5.60271	8.00997
6	0.02474	15.1402	38.3613	15.6798	11.2963	4.97718	6.55219	7.99280
7	0.02494	15.2309	37.9804	15.7986	11.1364	5.50923	6.46369	7.88061
8	0.02507	15.0950	37.7314	15.7026	11.0292	5.54554	6.43052	8.46556
9	0.02516	14.9974	37.4733	15.6038	10.9552	5.55391	6.76625	8.65004
10	0.02527	14.8865	37.2663	15.5241	10.9572	5.97430	6.73104	8.66036

Tablo 17’de TCMB’nin finansal istikrar için ara hedef olarak gördüğü reel efektif döviz kuru (DLREDKE) için yapılan varyans ayrıştırması sonuçları gösterilmektedir. Varyans ayrıştırması sonuçlarına göre, ilk dönemde reel efektif döviz kurunda meydana gelen değişimin yaklaşık yüzde 74’ü kendisinden ve yaklaşık yüzde 12’si gecelik borç verme oranından (DBOV) kaynaklanmaktadır. İkinci dönemle birlikte diğer değişkenlerin döviz kurunu açıklama dereceleri artmaktadır. İkinci dönemde döviz kurunda meydana gelen değişimin yaklaşık yüzde 56’sı kendisinden kaynaklanmakta iken yaklaşık yüzde 20’si tüketici fiyat endeksinden (LTUFE), yaklaşık yüzde 17’si kredilerden (DLKREDI) ve yaklaşık yüzde 9’u da gecelik borç verme oranından kaynaklanmaktadır. Onuncu dönem sonu itibariyle döviz kuru üzerinde en etkili değişkenlerin tüketici fiyat endeksi ve kredi hacmi olduğu görülmektedir. Döviz kuru değişkeninin varyansındaki değişmelerin, tüketici fiyat endeksi yaklaşık yüzde 16’sını, kredi hacmi yaklaşık yüzde 15’ini, gecelik borç verme oranı yaklaşık yüzde 11’ini, zorunlu karşılık oranları (ZKO) yaklaşık yüzde 9’unu, politika faizi (DREPO) yaklaşık yüzde 7’sini, gecelik borç alma oranı (DBOA) ise yaklaşık yüzde 6’sını açıklamaktadır. Sonuçlara göre, nedensellik analizi sonuçlarından farklı olarak döviz kuru üzerinde tüketici fiyat endeksinin ve gecelik borç verme oranının da etkili olduğu anlaşılmaktadır.

Tablo 18. LTUFE’nin Varyans Ayrıştırması Sonuçları

Dönem	S.H	DLKREDI	DLREDKE	LTUFE	DBOV	DBOA	DREPO	ZKO
1	0.00369	0.00000	0.00000	88.9709	1.90235	8.49949	0.12920	0.49800
2	0.00495	3.79236	1.05025	83.6474	1.12082	5.25920	0.12936	5.00057
3	0.00542	6.82390	3.16781	72.8103	0.93544	6.82558	0.11248	9.32440
4	0.00593	6.99870	7.36535	60.9499	1.01932	8.25368	2.69901	12.7139
5	0.00618	6.47723	8.88779	56.6320	2.45009	8.08555	2.48838	14.9788
6	0.00642	6.15427	8.33217	52.6253	5.23387	7.71240	4.59608	15.3458
7	0.00657	6.22259	7.97772	50.3041	6.56632	7.58944	6.07540	15.2643
8	0.00671	6.09594	7.67302	48.1882	6.58995	7.51811	6.57235	17.3623
9	0.00688	6.06586	7.33434	45.9382	6.27774	9.45432	6.71854	18.2109
10	0.00698	6.06045	7.13507	44.6319	6.31845	9.53814	7.25394	19.0619

Tablo 18’de TCMB’nin fiyat istikrarı için baz aldığı tüketici fiyat endeksi (LTUFE) değişkeninin varyans ayrıştırması sonuçları gösterilmektedir. Tüketici fiyat endeksi değişkeninin varyans ayrıştırması sonuçlarına göre, ilk dönemde tüketici fiyat endeksinde ortaya çıkan değişmelerin büyük ölçüde kendisinden kaynaklandığını göstermektedir. İlerleyen dönemlerde kendisinden sonra tüketici fiyat endeksindeki değişmelerin en önemli kaynağının zorunlu karşılık oranları (ZKO) olduğu görülmektedir. Onuncu dönem itibariyle tüketici fiyat endeksindeki değişmelerin yaklaşık yüzde 19’u zorunlu karşılık oranları tarafından açıklanmaktadır. Nitekim Alper ve Tiryaki (2011:7) ve Oktar vd. (2013:14) çalışmalarında TCMB’nin politika faizinden ziyade zorunlu karşılık oranlarını arttırarak piyasadaki likiditeyi sınırlandırdığı ve bu sayede kredi faizi ile mevduat faizi arasındaki farkı açarak iç talebin kontrol altına aldığını belirtmektedir. Dolayısıyla 2010 yılı sonrası TCMB’nin yeni politika çerçevesi itibariyle enflasyonun kontrol altına alınmasında zorunlu karşılık oranlarının aktif bir şekilde kullanıldığı görülmektedir. Sonuç olarak zorunlu karşılık oranlarının tüketici fiyat endeksi üzerinde önemli bir etkiye sahip olması, nedensellik analizi bulguları ve TCMB uygulamalarıyla tutarlıdır. Onuncu dönem itibariyle zorunlu karşılıklar dışında tüketici fiyat endeksindeki değişmelerin yaklaşık yüzde 10’u gecelik borç alma oranından (DBOA), yaklaşık yüzde 8’i politika faizinden (DREPO) ve yaklaşık yüzde 7’si de reel efektif döviz kurundan (DLREDKE) kaynaklandığı görülmektedir. Kredilerin (DLKREDI) ve borç verme oranının (DBOV), tüketici fiyat endeksindeki değişmeleri açıklama gücü ise yaklaşık yüzde 6 olmuştur. Finansal istikrara yönelik uygulanan yeni para politikası bileşiminin kredi genişlemesine yol açmaksızın enflasyon üzerindeki etkilerinin belirlenmesinde zorunlu karşılıkların önemli bir işleve sahip olduğu görülmektedir.

SONUÇ VE DEĞERLENDİRME

2008 krizi sonrası gelişmiş ülkelerdeki genişletici para politikası uygulamaları, küresel risk iştahını arttırarak kısa vadeli sermaye hareketlerinin yoğunlaşmasına yol açmıştır. Söz konusu kısa vadeli sermaye hareketleri, gelişmekte olan ülkelerde döviz kuru oynaklığı ve hızlı kredi genişlemesi gibi sorunlara yol açmış ve ekonomi politikalarını tahribata uğratarak finansal istikrarı tehdit etmiştir.

Bu nedenle, 2008 küresel krizi sonrası birçok gelişmiş ve gelişmekte olan ülkelerde, makro ihtiyati politikalar bağlamında finansal piyasalara yönelik denetimler arttırılmış, merkez bankalarının finansal sektöre ilişkin rolleri genişletilmiş ve para politikasında önemli değişiklikler yapılmıştır.

Küresel krizden çıkarılan önemli derslerden birisi ise fiyat istikrarının sağlanmasının finansal istikrar için yeterli tek koşul olmadığıdır. Bu nedenle kriz sonrası merkez bankaları, geleneksel yaklaşımların dışına çıkarak alternatif politika arayışlarına yönelmiştir. Bu bağlamda birçok ülke, kendi ekonomik koşulları doğrultusunda geleneksel olmayan para politikaları geliştirmiştir. TCMB 2010 yılında yayınladığı “ Para Politikası Çıkış Stratejisi” ile makro finansal riskleri sınırlamak amacıyla yeni bir para politikası çerçevesi oluşturmuştur. Yeni çerçevede TCMB, fiyat istikrarına ilaveten finansal istikrarı da temel amaç setine dâhil etmiştir. TCMB, finansal istikrar için kredi genişlemesi ve döviz kuru değişkenlerine ayrı bir önem vermekte ve bu iki değişkeni finansal istikrara yönelik gösterge olarak görmektedir. TCMB yeni politika bileşiminde bu amaçlara yönelik faiz koridoru, zorunlu karşılıklar, rezerv opsiyonu mekanizması araçlarını aktif bir likidite yönetimi ile bir arada kullanmaktadır. TCMB açısından bu uygulamanın temel mantığı, bir amaç için bir araç kullanılmasından farklı olarak birden çok amaç için birden çok araç kullanılması olmuştur. TCMB araç çeşitliliğini arttırarak küresel risklere karşı önlem alabilmektedir.

Bu bağlamda çalışmamızda, TCMB'nin yeni politika çerçevesindeki para politikası araçlarının fiyat istikrarı ve finansal istikrar doğrultusunda etkinliği Mayıs 2010-Aralık 2016 dönemi için VAR modeli çerçevesinde analiz edilmiştir. VAR modelinde durağanlık önemli bir kavram olduğu için ilk olarak değişkenlerin durağanlığı test edilmiştir. Ardından VAR modelindeki değişkenlerimiz için gecikme uzunluğu belirlenmiştir. Çalışmanın devamında ise oluşturulan VAR modelinin

istikrar koşullarını sağlayıp sağlamadığı test edilmiştir. Belirlenen gecikme uzunluğuna göre Granger nedensellik analizi yapılmıştır.

Nedensellik analizi sonuçlarına göre, faiz koridoru bileşenlerinden (BOV-REPO-BOA) ve reel efektif döviz kuru ile tüketici fiyat endeksinden kredi hacmine doğru güçlü bir nedensellik ilişkisi bulunmuştur. Faiz koridoru borç alma ve zorunlu karşılıklardan reel efektif döviz kuruna doğru bir nedensellik ilişkisi bulunmuştur. Buna göre faiz koridoru borç alma oranı ve zorunlu karşılıklardaki değişimlerin reel efektif döviz kurunda değişmelere yol açtığı anlaşılmaktadır. Aynı zamanda reel efektif döviz kuru ve kredi hacmi arasında çift yönlü bir nedensellik ilişkisi bulunmuştur. Reel efektif döviz kurundan tüketici fiyat endeksine yönelik bir nedensellik ilişkisi bulunmuştur. Reel efektif döviz kurundan tüketici fiyat endeksine doğru bir nedensellik ilişkisi bulunması ekonomideki beklentiler sonucunda gerçekçi bir sonuçtur. Buna göre, kurdaki yukarı yönlü bir hareket, ithal malların fiyatlarını arttırarak ekonomideki maliyet kanalı aracılığıyla enflasyonda da yukarı yönlü bir harekete neden olmaktadır. Nitekim Türkiye ekonomisinde son dönemlerde enflasyonda görülen artışların kurdaki değişimlerden kaynaklandığı anlaşılmaktadır. Ayrıca, zorunlu karşılık oranlarından tüketici fiyat endeksine doğru güçlü bir nedensellik ilişkisi bulunmuştur.

VAR modeli çerçevesinde etki-tepki analizi ve varyans ayrıştırması sonuçlarına göre, faiz koridoru bileşenlerinin kredi hacmi üzerinde önemli bir etkiye sahip olduğu söylenebilir. Özellikle faiz koridoru üst sınırı olan gecelik borç verme oranına, kredi hacmi oldukça duyarlı olduğu tespit edilmiştir. Bu durumda, faiz koridoru bileşenlerinin kredi genişlemesinin sınırlandırılmasında etkin bir araç olduğu söylenebilir. Reel efektif döviz kuru üzerinde faiz koridoru alt sınırı olan borç alma oranının önemli bir etkiye sahip olduğu görülmektedir. Ayrıca reel efektif döviz kurunu, politika faizi ve zorunlu karşılıklar ile birlikte kredilerin de etkilediği sonucuna ulaşılmıştır. TCMB faiz koridoru alt sınırını aşağı ya da yukarı yönlü genişleterek sermaye girişlerini sınırlandırabilmekte ve döviz kuru oynaklığını azaltabilmektedir. Bu durum, finansal istikrar açısından oldukça önem arz etmektedir. Dolayısıyla, finansal istikrarın iki bileşeni kredi genişlemesi ve döviz kuru üzerine TCMB'nin para politikası araçlarının etkin olduğu söylenebilmektedir. Nitekim bulunan sonuçlar, TCMB uygulamalarıyla da örtüşmektedir. Faiz koridoru bileşenlerinin tüketici fiyat endeksi üzerinde çok önemli bir etkiye sahip olmadığı görülmektedir. Burada dikkat çeken bir nokta, politika faizinin tüketici fiyat endeksi

üzerinde önemli bir etkiye sahip olmadığıdır. Bu sonuç, literatürdeki diğer çalışmalarla ve TCMB uygulamalarıyla tutarlıdır. Çünkü TCMB, politika faizini 2010 yılı sonrasında enflasyonu düşürmek için aktif olarak kullanmamaktadır. Bununla paralel olarak reel efektif döviz kuru ve zorunlu karşılık oranlarının, tüketici fiyat endeksi üzerinde önemli bir etkiye sahip olduğu sonucu bulunmuştur. TCMB'nin politika faizinden ziyade zorunlu karşılık oranlarını arttırarak piyasadaki likiditeyi sınırladığı ve bu sayede kredi faizi ile mevduat faizi arasındaki farkı açarak iç talebi kontrol altına aldığı anlaşılmaktadır. Dolayısıyla 2010 yılı sonrası TCMB'nin zorunlu karşılık oranlarını, enflasyonu kontrol etmede etkin bir araç olarak kullandığı görülmektedir. Nitekim TCMB, 2011 yılı sonu ve 2012 yılı başlarında zorunlu karşılık oranlarını arttırarak enflasyonu kontrol etmeye çalışmıştır. Zorunlu karşılık oranlarının tüketici fiyat endeksi üzerinde önemli bir etkiye sahip olduğu sonucu, nedensellik analizi bulguları ve TCMB uygulamalarıyla tutarlıdır.

Sonuç olarak çalışmamızda, TCMB'nin 2010 yılında uygulamaya koyduğu para politikası amaçları ve araçları göz önüne alındığında para politikası uygulamaları ile uyumlu sonuçlar elde edilmiştir. TCMB'nin faiz koridoru aracının finansal istikrar için ara değişken olan kredi genişlemesi ve döviz kuru oynaklığı üzerinde etkin olduğu sonucuna varılmıştır. Fiyat istikrarı hedefi için ise zorunlu karşılıklar aracının ve döviz kurundaki değişmelerin etkin olduğu tespit edilmiştir.

Yeni politika çerçevesinde araç çeşitliliğinin artmasının, TCMB'nin birden çok makroekonomik değişkeni kontrol edebilmesine olanak vermesi nedeniyle TCMB açısından önemli bir avantaj olduğu düşünülmektedir. Ayrıca yeni bir araç olan rezerv opsiyonu mekanizmasının, TCMB'nin döviz rezervlerini artırması ve sermaye hareketlerinin neden olabileceği kur oynaklığının sınırlanmasında etkili olduğu söylenebilir.

Finansal istikrarın sağlanması ve sürdürülebilir olması için tüm düzenleyici ve denetleyici kurumlar ile birlikte TCMB'nin uyum içinde çalışmasının önemli olduğu düşünülmektedir. TCMB'nin makro finansal risklere karşı uyguladığı esnek para politikasının fiyat ve finansal istikrara katkıda bulunduğu ancak uzun vadede istikrarın kalıcı olabilmesi için dışa bağımlılığın azaltılması, ihracatı teşvik ederek cari dengenin korunması ve finansal sistemdeki yapısal sorunların çözülerek ekonominin daha sağlıklı bir yapıya kavuşturulması gerekmektedir. Böyle bir durumda, uygulanan para politikasının reel ve finansal sektör üzerindeki etkinliği daha da artabilecektir.

KAYNAKÇA

- Aikman, D., Lehnert, A., Liang, N., ve Modugno, M. (2016). Financial Vulnerabilities, Macroeconomic Dynamics and Monetary Policy. *Finance and Economics Discussion Series Divisions of Research & Statistics and Monetary Affairs Federal Reserve Board*, Washington, D.C.1–47.
- Algan, N., ve Gencer, S. (2011). Türkiye’de Para Talebi Fonksiyonunun Modellenmesi. *Çukurova Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi*, 20(1), 195–212.
- Alper, K., Kara, H. ve Yörükoğlu, M. (2012). Rezerv Opsiyonu Mekanizması. *TCMB Ekonomi Notları*, (28), 1–14. Ankara, TCMB Yayınları.
- Alper, K. ve Tiryaki, S. T. (2011). Zorunlu Karşılıkların Para Politikasındaki Yeri. *TCMB Ekonomi Notları*, (8), 1–10. Ankara, TCMB Yayınları.
- Bagliano, F. C. ve Favero, C. A. (1998). Measuring Monetary Policy With VAR Models : An Evaluation. *European Economic Review*, 42, 1069–1112.
- Balmumcu, Ö. (2013). Küresel Finans Krizi Ekseninde Para Politikası Tartışmaları. *Ege Stratejik Araştırmalar Dergisi*, 4(2), 32–55.
- Bank of Canada. (2012). Financial System Review - December 2012. *Ottawa:Bank of Canada*.
- Bank of Japan. (2013). Outline of Financial System Stability, Chapter VI The Bank of Japan’s Business for Ensuring Financial System Stability. *Bank of Japan*, 145–182.
- Barışık, S. ve Kesikoğlu, F. (2003). Türkiye’de Bütçe Açıklanının Temel Makroekonomik Değişkenler Üzerine Etkisi (1987-2003 VAR, Etki-Tepki Analizi, Varyans Ayırıştırması). *Ankara Üniversitesi SBF Dergisi*, 61(4).
- Başçı, E. ve Kara, H. (2011). Finansal İstikrar ve Para Politikası. *TCMB Çalışma Tebliği*, (Vol. 11/08). Ankara, TCMB Yayınları.
- BDDK. (2009). Krizden İstikrara Türkiye Tecrübesi. *BDDK Çalışma Tebliği (Gözden Geçirilmiş İkinci Baskı)*.
- Bernanke, B. ve Gertler, M. (1987). Financial Fragility and Economic Performance. *NBER Working Paper*, (Working Paper No. 2318).
- Bernanke, B. S. ve Blinder, A. S. (1992). The Federal Funds Rate and the Channels of Monetary Transmission. *The American Economic Review*, 82(4), 901–921.
- Bilgili, F., Düzgün, R. ve Uğurlu, E. (2007). Büyüme, Doğrudan Yabancı Sermaye

- Yatırımları ve Yurtiçi Yatırımlar Arasındaki Etkileşim. *Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi*, Sayı:23 Yıl:2007/2 (127-151 S.) 1., 2(23), 127–151.
- Binici, M., Erol, H., Kara, H., Özlü, P. ve Ünalmış, D. (2013). Faiz Koridoru Bir Makro İhtiyati Araç Olabilir Mi? *TCMB Ekonomi Notları*, (20), 1–16.
- Bordo, M. D. ve Wheelock, D. C. (1998). Price Stability and Financial Stability: The Historical Record. *Federal Reserve Bank of ST. Louis*, 41–62.
- Borio, C. ve Drehmann, M. (2009). Towards An Operational Framework for Financial Stability: “Fuzzy” Measurement and its Consequences. *BIS Working Paper*, 4(284), 44.
- Borio, C. ve Lowe, P. (2002). Asset Prices, Financial and Monetary Stability: Exploring The Nexus. *BIS Working Paper*, (114), 47.
- Bozdağlıoğlu, Y. ve Özpınar, Ö. (2011). Türkiye'ye Gelen Doğrudan Yabancı Yatırımların Türkiye'nin İhracat Performansına Etkilerinin VAR Yöntemi İle Tahmini. *Dokuz Eylül Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi ISSN: 1302-3284*, 13, 39–63.
- Buiter, W. H. (2012). The Role of Central Banks in Financial Stability: How Has It Changed? *Centre for Economic Policy Research*, (8780).
- Büyükkakın, F., Cengiz, V. ve Türk, A. (2009). Parasal Aktarım Mekanizması: Türkiye’de Döviz Kuru Kanalınnın VAR Analizi. *Dokuz Eylül Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi*, 24(1), 171–191.
- Carney, M. (2009). Some Considerations on Using Monetary Policy to Stabilize Economic Activity. *BIS Speeches*, (98), 20–22.
- Cerutti, E., Claessens, S. ve Laeven, L. (2017). The Use and Effectiveness of Macroprudential Policies: New Evidence. *Journal of Financial Stability*, 28, 203–224.
- Chant, J., Lai A., Illing, M., Daniel F. (2003). Essays on Financial Stability. *Bank of Canada*, (95), 130.
- Cicioğlu, Ş., Ağuş, A. ve Torun, P. (2015). Para Politikası Araçlarının Cari Açık Üzerindeki Etkinliği: Türkiye Ekonomisi Üzerine Bir Uygulama. *Küresel İktisat ve İşletme Çalışmaları Dergisi*, 2(4), 37–48.
- Cihák, M. (2006). How Do Central Banks Write on Financial Stability? *IMF Working Paper*, 06/163.
- Cismaş, L. ve Donath, L. (2008). Determinants of Financial Stability. *The Roman Economic Journal*, 29(29), 27–44.

- Claessens, S., Dell' Ariccia, G., Igan, D. ve Laeven, L. (2010). Lessons and Policy Implications from the Global Financial Crisis. *IMF Working Paper*, 10(44).
- Claessens, S., Ghosh, S. R. ve Mihet, R. (2014). Macro-Prudential Policies to Mitigate Financial System Vulnerabilities. *IMF Working Paper*, 14(155).
- Criste, A. ve Lupu, I. (2014). The Central Bank Policy Between The Price Stability Objective and Promoting Financial Stability. *Procedia Economics and Finance*, 8 (14), 219–225.
- Crockett, A. D. (1997a). Why is Financial Stability A Goal of Public Policy? *Maintaining Financial Stability in a Global Economy Proceedings - Economic Policy Symposium - Jackson Hole*, 7–36.
- Crockett, A. D. (1997b). The Theory and Practice of Financial Stability. *Essays in International Finance*, (203).
- Çevik, F. (2016). Sermaye Akımı Oynaklığı ve Kredi Büyümesinde Yeni Para Politikasının Önemi. *Elektronik Sosyal Bilimler Dergisi*, 15(57), 710–718.
- Çınar, B., Erdoğan, Ö., Gürgür, T. ve Polat, T. (2010). Küresel Kriz ve Politika Uygulamaları. *TCMB Ekonomi Notları*, (2010–12), 1–11.
- Darıcı, B. (2011). Para Politikası ve Finansal İstikrar. *Yayımlanmamış Doktora Tezi, Marmara Üniversitesi*.
- Darıcı, B. (2014). Finansal İstikrar ve Finansal İstikrara Yönelik Kamusal Sorumluluk Çerçevesinde Para Politikası: Türkiye Analizi. *Bankacılar Dergisi*, (83).
- Dedola, L., Karadi, P. ve Lombardo, G. (2013). Global Implications of National Unconventional Policies. *Journal of Monetary Economics*, 60(1), 66–85. <https://doi.org/10.1016/j.jmoneco.2012.12.001>.
- Dell' Ariccia, G., Igan, D., Laeven, L. ve Tong, H. (2015). Policies for Macrofinancial Stability : How to Deal with Credit Booms ? In *Economic Policy 62nd Panel Meeting Hosted luxembourg* (pp. 16–17).
- Demirhan. (2013). Türkiye'de Yeni Yaklaşım Çerçevesinde Para Politikalarının Finansal İstikrarı Sağlama Yönünde Uygulanması. *Afyon Kocatepe Üniversitesi, İİBF Dergisi*, 15(2), 567–589.
- Deutsche Bundesbank. (2003). Report on The Stability of The German Financial System. *Deutsche Bundesbank Monthly Report*.
- Diamond, D. W. ve Dybvig, P. H. (1983). Bank Runs, Deposit Insurance, and Liquidity. *The Journal of Political Economy*, 91(3), 401–419.
- Dickey, D. A. ve Fuller, W. A. (1981). Likelihood Ratio Statistics for Autoregressive

- Time Series With A Unit. *Econometrica*, 49(4), 1057.
- Eichengreen, B., El-Erian, M., Fraga, A., Ito, T., Pisani-Ferry, J., Prasad, E., Rajan, R., Ramos, R., Reinhart, C., Rey, H., Rodrik, D., Rogoff, K., Shin, H. S., Velasco, A., Di Mauro, B. W. ve Yu, Y. (2011). Rethinking Central Banking. *Committee on International Economic Policy and Reform*.
- Enders, W. (1995). *Applied Econometric Time Series*. New York :John Wiley and Sons
- European Central Bank (ECB). (2015). Financial Stability Review. *European Central Bank*, (November).
- Federico, P., Vegh, C. A. ve Vuletin, G. (2013). Effects and Role of Macroprudential Policy : Evidence from Reserve Requirements Based on A Narrative Approach. *Presented at the Understanding Macroprudential Regulation Workshop organized by Norges Bank, 29 - 30 November 2012, Oslo*.
- Galati, G. ve Moessner, R. (2011). Macroprudential Policy - A Literature Review. *BIS Working Paper*, (337). <https://doi.org/10.2139/ssrn.1950093>.
- Gambacorta, L., Hoffman, B. ve Peersman, G. (2014). The Effectiveness of Unconventional Monetary Policy at the Zero Lower Bound : A Cross-Country Analysis. *Journal of Money, Credit and Banking*, 46(4).
- Gertler, M. ve Karadi, P. (2011). A Model of Unconventional Monetary Policy. *Journal of Monetary Economics*, 58(1), 17–34.
- Glocker, C. ve Towbin, P. (2011). The Macroeconomic Effects of Reserve Requirements. *WIFO Working Papers*, (420), 1–35.
- Granger, C. W. J. (1969). Investigating Causal Relations by Econometric Models and Cross-spectral Methods Author (s). *Econometrica*, 37(3), 424–438.
- Greene, W. H. (2002). *Econometric Analysis*. Pearson Education, Inc., Upper Saddle River, New Jersey, 07458.
- Granger, C. W. J. (1969). Investigating Casual Relations by Econometric Models and Cross-spectral Methods. *Econometrica*, XXXVII, 3, 424- 438.
- Gujarati, D. N. (2001). *Temel Ekonometri*. İstanbul: Literatür Yayıncılık.
- Gujarati, D. (2015). *Örneklerle Ekonometri. 2. Baskıdan çeviri*, Ankara: BB101 Yayıncılık.
- Hannoun, H. (2010). The Expanding Role of Central Banks Since The Crisis: What Are The Limits? *BIS Speeches*, 1–10.
- Herrero, A. G. ve Del Rio, P. (2003). Financial Stability and The Design of Monetary Policy. *Banco de Espana Servicio De Estudios*, (315).

- Houben, A., Kakes, J. ve Schinasi, G. (2004). Toward a Framework for Safeguarding Financial Stability. *IMF Working Paper*, 4(101).
- International Monetary Fund (IMF). (2013). The Interaction of Monetary and Macroprudential Policies. *IMF Policy Papers*.
- İpeker, M. (2002). TCMB'nin Finansal Sistem İstikrarının Sağlanmasındaki Rolü. *TCMB Uzman Yeterlilik Tezi*, 53, 160.
- Jordà, Ö., Schularick, M., ve Taylor, A. M. (2010). Financial Crises, Credit Booms, and External Imbalances: 140 Years of Lessons. *NBER Working Paper Series*, 59(2), 340–378. <https://doi.org/10.1057/imfer.2011.8>.
- Kara, H. (2012). Küresel Kriz Sonrası Para Politikası. *İktisat İşletme ve Finans*, 27(315): 9–36.
- Kara, H., Küçük, H., Tiryaki, S.T., Yüksel, C. (2013). Türkiye İçin Makul Kredi Büyüme Oranı Ne Olmalı? *TCMB Ekonomi Notları*, Sayı: 2013-03, Ankara, TCMB Yayınları.
- Kara, H. (2015). Faiz Koridoru ve Para Politikası Duruşu. *TCMB Ekonomi Notları*, (13), 1–12. Ankara, TCMB Yayınları.
- Kasapoğlu, Ö. (2007). Parasal Aktarım Mekanizmaları: Türkiye İçin Uygulama. *TCMB Uzman Yeterlilik Tezi, Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası Piyasalar Genel Müdürlüğü*.
- Küçüksaraç, D. ve Özel, Ö. (2012). Rezerv Opsiyonu Mekanizması ve Optimal Rezerv Opsiyonu Katsayılarının Hesaplanması. *TCMB Çalışma Tebliği*, 12/32. Ankara, TCMB Yayınları.
- Lütkepohl, H. ve Saikkonen, P. (1997). Impulse Response Analysis in Infinite Order Cointegrated Vector Autoregressive Processes. *Journal of Econometrics*, 81, 127–157.
- Meinusch, A. ve Tillmann, P. (2015). The Macroeconomic Impact of Unconventional Monetary Policy Shocks. *Journal of Macroeconomics*, 47, 58–67.
- Mendoza, E. G. ve Terrones, M. E. (2008). An Anatomy of Credit Booms and Their Demise. *NBER Working Paper Series*, 15(2), 4–32.
- Mishkin, F. S. (1997). The Causes and Propagation of Financial Instability: Lessons for Policymakers. *Maintaining Financial Stability in a Global Economy, Federal Reserve Bank of Kansas City, Jackson Hole, Wyoming, August 28-30, 1997*, 55–96.
- Mishkin, F. S. (2000). Financial Stability and The Macroeconomy. *Central Bank of*

Iceland, (9), ISSN: 1028-9445.

- Oduncu, A., Ermişoğlu, E. ve Akçelik, Y. (2013). Merkez Bankasının Yeni Enstrümanı Rezerv Opsiyonu Mekanizması ve Kur Oynaklığı. *Bankacılar Dergisi*, (86), 43–52.
- Ojo, M. (2012). The Changing Role of Central Banks and the Role of Competition in Financial Regulation During (and in the Aftermath of) the Financial Crisis. *European Law Journal.*, 17(4), 513.
- Oktar, S. ve Dalyancı, L. (2011). Türkiye Ekonomisinde Para Politikasının Cari İşlemler Dengesi Üzerindeki Etkisinin Ekonometrik Analizi. *Marmara Üniversitesi İ.İ.B.F. Dergisi*, 30(1), 1–22.
- Oktar, S., Eroğlu, N. ve Eroğlu, İ. (2013). 2008 Global Finans Krizi, Parasal Aktarım Kanalları ve Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası'nın (TCMB) Deneysel Politika Çabaları. *Marmara Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Dergisi*, 35(2), 1–1.
- Oosterloo, S. ve De Haan, J. (2003). A Survey of Institutional Frameworks for Financial Stability. *Netherlands Central Bank, Research Department, Occasional Studies*, 1(104).
- Issing, O. (2003). Monetary and Financial Stability: Is There A Trade-Off? *BIS Working Paper*, (18), 16–23.
- Özatay, F. (2011). Merkez Bankası'nın Yeni Para Politikası: İki Hedef-Üç Ara Hedef-Üç Araç. *İktisat İşletme ve Finans Dergisi*, 26(302), 27–43.
- Özatay, F. (2012a). Para Politikasında Yeni Arayışlar. *İktisat ve Toplum Dergisi*, 2(15), 20–30.
- Özatay, F. (2012b). Para Politikasında Yeni Arayışlar ve TCMB. *Türkiye Ekonomi Politikaları Araştırma Vakfı (TEPAV)*, 201202, 1-17.
- Özatay, F. (2013a). *Finansal Krizler ve Türkiye*, 5. Baskı., Doğan Kitap, 2013.
- Özatay, F. (2013b). *Parasal İktisat: Kuram ve Politika*, Üçüncü Baskı, Ankara: Efil Yayınevi.
- Özgen, F. B. ve Güloğlu, B. (2004). Türkiye'de İç Borçların İktisadi Etkilerinin VAR Tekniğiyle Analizi. *ODTÜ Gelişme Dergisi*, 31, 93–114.
- Padoa-Schioppa, T. (2002). Central Banks and Financial Stability: Exploring a Land in Between. *Second ECB Central Banking Conference Frankfurt am Main 24 and 25 October 2002*.
- Peersman, G. (2011). Macroeconomic Effects of Unconventional Monetary Policy in

- The Euro Area. *ECB Working Paper Series*, (1397).
- Pesaran, H. H. ve Shin, Y. (1998). Generalized İmpulse Response Analysis in Linear Multivariate Models. *Economics Letters*, 58, 17–29.
- Phillips, P. C. B. ve Perron, P. (1988). Testing for A Unit Root in Time Series Regression. *Biometrika*, 75(2), 335–46.
- Reinhart, C. M. (2012). A Series of Unfortunate Events: Common Sequencing Patterns in Financial Crises. *NBER Working Paper Series*, (17941).
- Schinasi G. J. (2003). Responsibility of Central Bank in Stability Of Financial Market. *IMF Working Paper*, 3(121).
- Schinasi, G. J. (2004). Defining Financial Stability. *IMF Working Papers*, 4(187), 1.
- Schinasi, G. J. (2006). *Safeguarding Financial Stability: Theory and Practice*. International Monetary Fund, Publication Services 700 19th Street, NW Washington, DC 20431 USA.
- Schularick, M. ve Taylor, A. M. (2009). Credit Booms Gone Bust : Monetary Policy , Leverage Cycles and Financial Crises, 1870 – 2008. *NBER Working Paper Series*.
- Serel, A. ve Özkurt, İ. C. (2014). Geleneksel Olmayan Para Politikası Araçları ve Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası. *Yönetim ve Ekonomi Araştırmaları Dergisi*, (22), 56–71. <http://dx.doi.org/10.11611/JMER247>.
- Sevüktekin, M. ve Çınar, M. (2014). *Ekonometrik Zaman Serileri Analizi*, 4. Baskı, Bursa: Dora Yayınları.
- Sims, C. (1980). Macroeconomics and Reality. *Econometrica*, 48(1), 1–48.
- Sinclair, P. (2001). Central Banks and Financial Stability. *Bank of England Quarterly Bulletin*, (3), 377–391.
- Smaghi, L. B. (2009). Conventional and Unconventional Monetary Policy. *BIS Speeches*, (52), 1–64.
- Svensson, L. (2010). Inflation Targeting After The Financial Crisis. In *BIS Speeches* (pp. 1–9).
- Şentürk, M., Kayhan, S. ve Bayat, T. (2016). Küresel Finans Krizi Sonrasında Merkez Bankacılığı ve Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası. *Niğde Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi*, 9(3).
- TCMB. (2005). Enflasyon Hedeflemesi Rejimi. *Ankara, TCMB Yayınları*.
- TCMB. (2010a). 2011 Yılı Para ve Kur Politikası. *Ankara, TCMB Yayınları*.
- TCMB. (2010b). Para Politikası Çıkış Stratejisi. *Ankara, TCMB Yayınları*.
- TCMB. (2011a). 2012 Yılı Para ve Kur Politikası. *Ankara, TCMB Yayınları*.

- TCMB. (2011b). Çıkış Stratejisi ve TCMB'nin Yeni Para Politikası. *TCMB Bülten*, (23), 4–6. Ankara, TCMB Yayınları.
- TCMB. (2012a). Finansal İstikrar Raporu, *Ankara, TCMB Yayınları*, 15,1–114.
- TCMB. (2012b). 2013 Yılı Para ve Kur Politikası, *Ankara, TCMB Yayınları*, 1–37.
- TCMB. (2012c). Rezerv Opsiyonu Mekanizması. *TCMB Bülten*, C(28). Ankara, TCMB Yayınları.
- TCMB. (2013a). TCMB ve Kaldıraca Dayalı Zorunlu Karşılık Uygulaması. *TCMB Bülten*, (29), 5. Ankara, TCMB Yayınları
- TCMB. (2013b). Enflasyon Raporu III, *Ankara, TCMB Yayınları*.
- TCMB. (2014). Makro İhtiyati Politikalar ve Türkiye Uygulaması. *TCMB Çalışma Tebliği*, Ankara, TCMB Yayınları.
- TCMB. (2015). Türkiye'de Finansal İstikrar Gelişmeleri. *Ankara, TCMB Yayınları*.
- TCMB. (2017). Temel Ekonomik Gelişmeler. *Ankara, TCMB Yayınları*.
- Tiryaki, G. (2012). Finansal İstikrar ve Bankacılık Düzenlemeleri (1990-2010 Türkiye Tecrübesi Işığında). *Türkiye Bankalar Birliği*, 289.
- Tokucu, E. (2012). Financial Stability and Central Banks: Can Central Banks Secure Financial Stability? *Marmara Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Dergisi*, 33(2), 85–102.
- Tovar, C. E., Garcia-escribano, M. ve Vera Martin, M. (2012). Credit Growth and the Effectiveness of Reserve Requirements and Other Macprudential Instruments in Latin America. *IMF Working Paper*, 12(142).
- Ünalnış, D. (2015). Faiz Koridoru, Likidite Yönetimi ve Para Piyasalarında Efektif Fonlama Faizi. *TCMB Ekonomi Notları*, (20), 1–13. Ankara, TCMB Yayınları.
- Vinals, J. (2011). Macprudential policy: An Organizing Framework. *International Monetary Fund Policy Paper*, March 14, 2011.
- Vogelvang, B. (2003). *Econometrics: Theory and Applications with Eviews*, England: Pearson Education Limited.
- Vural, U. (2013). Geleneksel Olmayan Para Politikalarının Yükselişi. *TCMB Uzman Yeterlilik Tezi, Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası Piyasalar Genel Müdürlüğü*,.
- Yavuzarslan, N. (2011). Finansal İstikrar ve Zorunlu Karşılıklar. *TCMB Uzman Yeterlilik Tezi, Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası Piyasalar Genel Müdürlüğü*, Temmuz 2011.

Yılmaz, D. (2009). Küresel Kriz, Etkileri ve Para Politikası Uygulamaları. *Boğaziçi Üniversitesi, İstanbul* (Vol. 4).

İNTERNET KAYNAKLARI

<http://www.tcmb.gov.tr/wps/wcm/connect/TCMB+TR/TCMB+TR/Main+Menu/Para+Politikasi/ZK/> erişim tarihi (10.06.2017)

http://evds.tcmb.gov.tr/erisim_tarihi (21.03.2017)