

T. C.
İSTANBUL TİCARET ÜNİVERSİTESİ
FİNANS ENSTİTÜSÜ
BANKACILIK ANABİLİM DALI
BANKACILIK DOKTORA PROGRAMI

MERKEZ BANKASI PARA POLİTİKASI
ARAÇLARININ BANKA KARLILIK
PERFORMANSLARI ÜZERİNDEKİ ETKİSİ

Doktora Tezi

Cansel Nuray AKSOY

1350D95208

İstanbul, 2018

T. C.
İSTANBUL TİCARET ÜNİVERSİTESİ
FİNANS ENSTİTÜSÜ
BANKACILIK ANABİLİM DALI
BANKACILIK DOKTORA PROGRAMI

MERKEZ BANKASI PARA POLİTİKASI
ARAÇLARININ BANKA KARLILIK
PERFORMANSLARI ÜZERİNDEKİ ETKİSİ

Doktora Tezi

Cansel Nuray AKSOY

1350D95208

Danışman: Dr. Öğr. Üyesi Hicabi ERSOY

İstanbul, 2018



T.C. İSTANBUL TİCARET
ÜNİVERSİTESİ

T.C.
İSTANBUL TİCARET ÜNİVERSİTESİ
.....Finans..... ENSTİTÜSÜ

DOKTORA TEZİ ONAY FORMU

Benkacılık

Doktora programı öğrencisi Cansel Nury Aksoy'un
Merkez Bankası Para Politikası Aracısının Banka Yerlilik
Performansları Üzerindeki Etkisi başlıklı tez çalışması,
Enstitümüz Yönetim Kurulu 11.06.18 tarih ve 74-15 sayılı kararıyla oluşturulan jüri tarafından
oybirliği/oyçokluğu ile Doktora Tezi olarak kabul edilmiştir.

UNVANI, ADI SOYADI

İMZA

TEZ DANIŞMANI

Dr. Öğr. Üyesi. Hicabi İLİSOY

Hicabi İlişoy

JÜRİ ÜYESİ

Prof. Dr. Erhan ARICAN

Erhan Arıcan

JÜRİ ÜYESİ

Prof. Dr. Elcin AYKAY ALP

Elcin Aykay Alp

JÜRİ ÜYESİ

Dr. Öğr. Üyesi. Elif GÜNEREN GENG

Elif Güneren Geng

JÜRİ ÜYESİ

Dr. Öğr. Üyesi. Bülent GÜNCELER

Bülent Günceler

ÖZET

Ekonomide finansal aracılık fonksiyonunu yerine getiren en önemli kuruluşlardan olan bankalar, aynı zamanda ticari bir işletme olarak faaliyetlerini kar sağlama saikiyle yürütmektedirler. Bankaların kârlılığında azalma olması ya da zarar etmeleri, mali sektörün etkinliğini ve reel sektörün fonlanmasını olumsuz etkileyeceğinden bu sektörde kârlılığın belirleyicilerinin saptanması ve yakından izlenmesi önemlidir.

Bu çalışma ile Türkiye Cumhuriyeti Merkez Bankası (TCMB) para politikası araçlarının Türkiye'deki halka açık banka karlılık performansları üzerine etkileri incelenmiştir. Çalışmada, 2003-2016 arasındaki yıllara ait üç aylık veriler kullanılarak bankaların karlılık performansı Panel VAR modeli ile tahmin edilmektedir. Analizde dışsal değişken olarak para politikası araçlarından ağırlıklı ortalama fonlama maliyeti ve zorunlu karşılıklar ele alınırken, banka performans göstergesi olarak ise net faiz geliri, aktif karlılığı ve özkaynak karlılığı içsel değişkenleri oluşturmaktadır.

Panel VAR modeli bulgularına göre; ağırlıklı ortalama fonlama maliyeti ve zorunlu karşılıkların banka performansının oluşumunda çok az etkisinin olduğu, diğer yandan dışsal değişkenlere verilen şoklarda bankaların farklı tepkiler verdikleri, bununla birlikte kısa süre içinde mevcut yeni duruma adapte olarak dengeye geldikleri görülmektedir.

Anahtar Kelimeler: Para politikaları, Banka Karlılık Performans Göstergeleri, Panel VAR Modeli

ABSTRACT

Banks, as one of the most important institutions which serve the function of financial intermediaries in economy, conduct their activities also as commercial businesses with the incentive to make profits. As decreasing profitability or losses in the banking sector would affect adversely the efficiency of the financial sector as well as the funding of the real sector, it is crucial to identify the determiners of profitability in the banking sector and observe them closely.

This study investigates the influence of the monetary policy tools of Central Bank of Turkey on the profitability performance of publicly traded banks. In this study, the profitability of bank's performances is estimated by using the Panel VAR model and quarterly data covering the period between 2003 and 2016. In the analysis, among the monetary policy tools, weighted average funding cost and the required reserves are taken as external variables while net interest margin, return on assets and return on equity constitute the internal variables as the banking performance indicators.

According to the Panel VAR model findings, weighted average cost and the required reserves have very little influence on the formation of the banking performance. On the other hand, in the impulse-response analysis of our study, it has been observed that banks give different reactions to the external variables in the process of shocks, but they adapt to the new situation soon and get balanced.

Key words: Monetary policies, Banking profitability performance indicators, Panel VAR model

ÖNSÖZ

Tez çalışmam sırasında kıymetli bilgi, birikim ve tecrübeleri ile bana yol gösteren ve her daim destekleyen çok değerli danışman hocam Sayın Dr. Öğr. Üyesi Hicabi Ersoy'a teşekkürü bir borç bilirim. Araştırmanın uygulama kısmında analizleri yapmamda ve modeli kurmamda kıymetli bilgi, destek ve katkılarını gösteren hocalarım Sayın Doç. Dr. Elçin Aykaç Alp ve Sayın Doç. Dr. Elif Güneren Genç'e teşekkür ederim. Tez komitesinde değerli önerileri ile katkıda bulunan Sayın Doç. Dr. Serkan Çankaya'ya, çalışmamın içeriğinin zenginleşmesine önemli katkıda bulunan sayın tez jürisi saygıdeğer hocam Sayın Prof. Dr. Erişah Arıcan'a ve Sayın Dr. Öğr. Üyesi Bülent Günceler'e yine değerli görüş ve önerilerini esirgemeyen Sayın Doç. Dr. Gökhan Işıl'a sonsuz teşekkür ve saygılarımı sunarım.

Tüm hayatım boyunca olduğu gibi bu süreçte de en büyük desteği ve sevgiyi vererek her zaman yanımda olan kıymetli annem ve babama sonsuz teşekkürlerimi sunarım. Ayrıca, bu tezi hazırlarken eserlerinden ve görüşlerinden yararlandığım tüm akademisyenlere, sonuçları yorumlamamda yardımcı olan tüm çalışma arkadaşlarıma teşekkürü borç bilirim.

İÇİNDEKİLER

ÖZET	iii
ÖNSÖZ	v
İÇİNDEKİLER	vi
TABLO LİSTESİ.....	x
ŞEKİLLER LİSTESİ	xi
KISALTMALAR	xiii
GİRİŞ	1

BİRİNCİ BÖLÜM

MERKEZ BANKASI PARA POLİTİKASI VE MERKEZ BANKASI UYGULAMALARINA İLİŞKİN KAVRAMSAL VE TEORİK ÇERÇEVE

1.1. PARA POLİTİKALARININ KAVRAMSAL VE KURAMSAL ÇERÇEVESİ.....	9
1.1.1. Para Politikasının Tanımı.....	9
1.1.2. Para Politikasında Kuramsal Yaklaşım.....	10
1.1.2.1. Klasik Yaklaşım.....	10
1.1.2.2. Keynesyen Yaklaşım.....	12
1.1.2.2.1. Kapalı Ekonomi Varsayımı (IS-LM Modeli).....	16
1.1.2.2.2. Açık Ekonomi Varsayımı (IS-LM-BP Modeli).....	17
1.1.2.3. Parasalcı (Monetarist) Görüş.....	17
1.1.2.4. Rasyonel Beklentiler Teorisi.....	20
1.1.2.5. Etkin Piyasalar Hipotezi.....	23
1.1.2.6. Yeni Klasik Makro İktisat Modeli	23
1.1.2.7. Yeni Keynesyen Makro İktisat Modeli	25
1.2. PARA POLİTİKALARININ AMACI, ÇEŞİTLERİ VE ARAÇLARI	26
1.2.1. Fiyat İstikrarı.....	27
1.2.2. Finansal İstikrar.....	28

1.2.3.	Daraltıcı (Sıkı) Para Politikası	30
1.2.4.	Genişletici (Gevşek) Para Politikası.....	30
1.2.5.	Genel Para Politikası Araçları	32
1.2.6.	Geleneksel Olmayan Para Politikası Araçları	33
1.2.6.1.	Miktarsal Genişleme	34
1.2.6.2.	Kredi Genişlemesi.....	35
1.2.6.3.	Faiz Taahhüdü Politikası.....	36

İKİNCİ BÖLÜM

MERKEZ BANKASI'NIN UYGULADIĞI PARA POLİTİKALARI VE BANKACILIK SEKTÖRÜ İLE İLİŞKİSİ

2.1.	TÜRKİYE'DE MERKEZ BANKACILIĞI VE PARA POLİTİKASI	38
2.2.	TCMB PARA POLİTİKASI ARAÇLARI.....	41
2.2.1.	Açık Piyasa İşlemleri (APİ)	41
2.2.2.	Reeskont Oranları.....	45
2.2.3.	Zorunlu Karşılık	47
2.2.4.	Döviz İşlemleri.....	50
2.2.5.	Yeni Bir Para Politikası Aracı Olarak Faiz Koridoru	51
2.3.	MERKEZ BANKASI ARA HEDEFLERİ.....	54
2.4.	PARASAL AKTARIM MEKANİZMASI VE TÜRKİYE'DE UYGULAMASI.....	55
2.4.1.	Türkiye'de 2001 Krizi Sonrası Parasal Aktarım Mekanizması	56
2.4.1.1.	Faiz Oranı Kanalı	56
2.4.1.2.	Döviz Kuru Kanalı	58
2.4.1.3.	Varlık Fiyatları Kanalı	58
2.4.1.4.	Kredi Kanalı	58
2.4.1.5.	Beklentiler Kanalı	60
2.4.2.	Türkiye'de Yeni Para Politikası Çerçevesinde Parasal Aktarım Mekanizması.....	60
2.4.2.2.	Kredi Kanalı	63
2.4.2.3.	Faiz Koridoru	63
2.4.2.4.	Döviz Kuru Kanalı	64

2.4.2.5. Rezerv Opsiyonu Mekanizması (ROM).....	64
2.5. MERKEZ BANKASI POLİTİKALARI VE BANKACILIK SEKTÖRÜ İLE İLİŞKİSİ	65
2.5.1. Banka Kredi Kanalı Açısından Merkez Bankası Para Politikası ve Bankaların Durumu.....	66
2.5.2. Merkez Bankası Para Politikası ve Bankalarda Kredi Tayınlaması İlişkisi	70
2.5.3. Merkez Bankası Uygulamaları Açısından Bankacılık Sisteminin Likidite Talebi ve Likidite Arzı.....	71

ÜÇÜNCÜ BÖLÜM

MERKEZ BANKASI PARA POLİTİKASI ARAÇLARININ BANKACILIK SEKTÖRÜ KARLILIK PERFORMANSI İLİŞKİSİNDE TÜRKİYE VE DİĞER ÜLKE ÇALIŞMALARI

3.1. TÜRK BANKACILIK SEKTÖRÜNÜN GENEL OLARAK DEĞERLENDİRİLMESİ	74
3.1.1. Türk Bankacılık Gelişimi, Yeniden Yapılandırma Programı ve Sonraki Dönem (2001-2017).....	74
3.1.2. Türk Bankacılık Sektörünün Temel Göstergeleri	78
3.2. PERFORMANS KAVRAMI	96
3.2.1. Performans Ölçümünün Gerekliliği	97
3.2.2. Performansın Ölçülmesinde Kullanılan Yöntemler	97
3.2.3. Bankalarda Performans Ölçütlerinde Genel Yaklaşımlar	98
3.2.3.1. Geleneksel Performans Ölçütleri	98
3.2.3.2. Ekonomik Performans Ölçütleri	103
3.2.3.3. Piyasa-Bazlı Performans Ölçütleri	105
3.3. MERKEZ BANKALARI İLE BANKA KARLILIK PERFORMANSI ARASINDAKİ İLİŞKİLERDE TÜRKİYE VE DİĞER ÜLKELERDE YAPILAN AMPİRİK ÇALIŞMALAR.....	106

DÖRDÜNCÜ BÖLÜM
T.C.M.B. PARA POLİTİKALARININ BANKA KARLILIK
PERFORMANSLARINA ETKİSİ: EKONOMETRİK MODEL ARACILIĞIYLA
İNCELENMESİ

4.1.	VERİ VE METODOLOJİ	119
4.1.1.	Veri Setinin Yapısı	119
4.1.2.	Ekonometrik Yöntem.....	123
4.2.	AMPİRİK UYGULAMA - PANEL VAR ANALİZİNİN GERÇEKLEŞTİRİLMESİ.....	127
4.2.1.	Yatay Kesit Bağımlılığın İncelenmesi	127
4.2.2.	Durağanlık Analizi	129
4.2.3.	Yatay Kesit Bağımlılık Altında Nedensellik Testi	131
4.2.4.	Panel VAR Analizi.....	134
4.2.5.	Panel Var Sonuçlarının Değerlendirilmesi.....	139
4.2.5.1.	Varyans Ayrıştırması Analizi.....	139
4.2.5.2.	Etki-Tepki Analizi Sonuçları	147
4.2.5.2.1.	ROA ve ROE'nin AOFM dışsal değişkenine verdiği tepkiler ..	149
4.2.5.2.2.	NFG'nin AOFM dışsal değişkenine verdiği tepkiler	152
4.2.5.2.3.	ROA ve ROE'nin ZK dışsal değişkenine verdiği tepkiler	153
4.2.5.2.4.	ZK dışsal değişkenin NFG üzerinde yarattığı tepkiler	154
	SONUÇ	156
	KAYNAKÇA	162

TABLO LİSTESİ

Sayfa No.

Tablo 1. Fiyat ve Finansal İstikrarın Sağlanması ve Sürdürülmesine Yönelik Araçlar.....	29
Tablo 2. APİ - Doğrudan Alım Satım İşlemleri	43
Tablo 3. APİ - Repo ve Ters Repo İşlemleri	44
Tablo 4. TCMB’de Araç ve Amaçların Çerçevesi	61
Tablo 5. Türkiye’de GSYH	78
Tablo 6. Türkiye’deki Finansal Kuruluşların Aktif Büyüklüğü ve Bankacılık Sektörünün Yeri	80
Tablo 7. Türkiye’de Sermaye Yapılarına Göre Banka Adedi	81
Tablo 8. Türk Bankacılık Sisteminde Yoğunlaşma Oranı (yüzde)	82
Tablo 9. Aktif Büyüklüklerine Göre Banka Sıralaması (Aralık 2016)	83
Tablo 10. Türk Bankacılık Sisteminde Bilanço Yapısı (2016)	84
Tablo 11. Türkiye’de Bankacılık Sistemi Rasyoları	88
Tablo 12. Banka Kârlılığı ve Para Politikası Etkinliği Konularında Yapılan Çalışmalar	114
Tablo 13. Verileri Analiz Edilen Bankalar	120
Tablo 14. Analizde Kullanılan Değişkenler	121
Tablo 15. Yatay Kesit Bağımlılık Testlerinin Sonuçları	128
Tablo 16. Birim Kök Test Sonuçları	129
Tablo 17. Dumitrescu & Hurlin (2012) Granger Nedensellik Testi Sonuçları	132
Tablo 18. Panel VAR Modeli için Bilgi Kriteri Değerleri	135
Tablo 19. Panel VAR Model Tahmin Sonuçları	136
Tablo 20. Özdeğer Denge Koşulu	138
Tablo 21. zkt_{it} için Öngörü Hata Varyanslarının Ayrıştırılması.....	139
Tablo 22. $aofm_{it}$ için Öngörü Hata Varyanslarının Ayrıştırılması.....	141
Tablo 23. roa_{it} için Öngörü Hata Varyanslarının Ayrıştırılması.....	143
Tablo 24. roe_{it} için Öngörü Hata Varyanslarının Ayrıştırılması.....	144
Tablo 25. nfg_{it} için Öngörü Hata Varyanslarının Ayrıştırılması.....	146

ŞEKİLLER LİSTESİ

	Sayfa No
Şekil 1. TCMB Para politikası duruşu	31
Şekil 2. Türkiye'ye Portföy Yatırımları (Net) (milyar USD)	40
Şekil 3. TCMB fonlama miktarı (milyar TL)	40
Şekil 4. Reeskont Oranları Unsurları	45
Şekil 5. Vadeye kalan süreye göre net pozisyon (2016).....	48
Şekil 6. Yeni Para Politikası Çerçevesinde Parasal Aktarım Mekanizması	62
Şekil 7. TCMB Faiz Koridoru	63
Şekil 8. Türk Bankacılık Sektörü, Toplam Aktifler/GSMH (%).....	79
Şekil 9. Türk Bankacılık Sistemi Toplam Aktifleri Milyar USD	85
Şekil 10. Türk Bankacılık Sistemi Toplam Özkaynaklar (Milyar dolar).....	85
Şekil 11. Türk Bankacılık Sistemi'nde Özkaynakların Toplam Aktifler İçindeki Payı (%).....	86
Şekil 12. Türk Bankacılık Sektöründe Net Kar Büyüklüğü (Milyar Dolar).....	86
Şekil 13. Türk Bankacılık Sektöründe Net Faiz Geliri Gelişimi (Milyar TL).....	87
Şekil 14. Türk Bankacılık Sektöründe Net Faiz Geliri/ Toplam Aktifler (%).....	87
Şekil 15. Türk Bankacılık Sektörü Sermaye Yeterlilik Oranı (Yüzde)	89
Şekil 16. Krediler (GSYH'ya oran, yüzde).....	90
Şekil 17. Mevduat (GSYH'ya oran, yüzde).....	90
Şekil 18. Türk Bankacılık Sisteminde Kredi / Mevduat Oranı (Yüzde).....	90
Şekil 19. Takipteki Krediler (Toplam Kredilere oranı, yüzde).....	91
Şekil 20. Türk Bankacılık Sistemi Ortalama Aktif Karlılığı	92
Şekil 21. Türk Bankacılık Sistemi Ortalama Özkaynak Karlılığı.....	92
Şekil 22. Özkaynak Karlılığı DİBS Getirisi (Yüzde)	93
Şekil 23. Halka Açık Bankaların Net Kar (milyon TL) ve Özkaynak Karlılığı (yıllık, yüzde).....	94
Şekil 24. Türk Bankacılık Sektöründe Net Faiz Geliri (Milyar TL).....	95
Şekil 25. Türk Bankacılık Sistemi'nde Toplam Aktifler İçinde Net Faiz Gelirin Payı.....	95
Şekil 26. Nedensellik Şeması.....	133

Şekil 27. Tamamlayıcı Matrisin Özdeğerleri.....	138
Şekil 28. Etki-Tepki Analiz Grafiği.....	148
Şekil 29. AOFM-ROA Etki-Tepki Grafiği	148
Şekil 30. AOFM-ROE Etki-Tepki Grafiği.....	149
Şekil 31. AOFM-NFG Etki-Tepki Grafiği.....	152
Şekil 32. ZKT-ROA Etki-Tepki Grafiği.....	151
Şekil 33. ZKT-ROE Etki-Tepki Grafiği	153
Şekil 34. ZKT-NFG Etki-Tepki Grafiği.	154



KISALTMALAR

AB	: Avrupa Birliği
ABD	: Amerika Birleşik Devletleri
a.g.e.	: Adı Geçen Eser
AOFM	: Ağırlıklı Ortalama Fonlama Maliyeti
b.	: Baskı
Banka	: Mevduat bankaları
BDDK	: Bankacılık Düzenleme ve Denetleme Kurumu
BİST	: Borsa İstanbul Anonim Şirketi
BSMV	: Banka ve Sigorta Muameleleri Vergisi
DİBS	: Devlet İç Borçlanma Senedi
ECB	: Avrupa Merkez Bankası
EKK	: En Küçük Kareler
FED	: Federal Reserve Bank (Amerikan Merkez Bankası)
GSYH	: Gayrisafi Yurtiçi Hâsıla
IMF	: Uluslararası Para Fonu
IS-LM	: Hicks-Hansen Model
KKDF	: Kaynak Kullanımını Destekleme Fonu
MB	: Merkez Bankası
NFG	: Net Faiz Geliri
NFM	: Net Faiz Marjı
PAM	: Parasal aktarım mekanizması
PPK	: Para Politikası Kurulu
ROA	: Aktif Karlılığı (Return on Asset)

ROE	: Özkaynak Karlılığı (Return on Equity)
ROM	: Rezerv Opsiyon Mekanizması
RAROC	: Risk Ayarlı Sermaye Getiri Oranı (Risk-adjusted return on capital)
s.	: Sayfa
SYR	: Sermaye Yeterlilik Rasyosu
TBB	: Türkiye Bankalar Birliği
TCMB	: Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası
TL	: Türk Lirası
TMSF	: Tasarruf Mevduatı Sigorta Fonu
TÜFE	: Tüketici Fiyat Endeksi
TÜİK	: Türkiye İstatistik Kurumu
USD	: Amerikan Doları
VAR	: Vektör Otoregresyon Modeli (Vector Autoregression Model)
vd.	: ve diğerleri
YP	: Yabancı Para
ZK	: Zorunlu Karşılık
ZKO	: Zorunlu Karşılık Oranı
ZKT	: Zorunlu Karşılık Tutarı

GİRİŞ

Bankacılık sektörü ülke ekonomisinin gelişmesi açısından önemli sektörlerden birisidir. Finansal sistemde fon ihtiyacının karşılanması, vade ve risk uyumsuzluğunun giderilmesi, tasarrufların yatırıma yönlendirilmesi, sermaye birikiminin oluşması, reel sektörün gelişmesi ve ekonomik refahın sağlanması açısından bankalar kritik bir öneme sahiptir. Bankacılık sektörünün, esas fonksiyonu olan aracılık işlevini yerine getirerek, sürdürülebilir bir iktisadi büyüme ortamını destekleyebilmesi için, artan bir etkinlikte çalışması önem taşımaktadır. Güçlü ve karlı bir bankacılık sisteminin, makroekonomik şoklara karşı ekonominin daha dirençli ve sağlam olmasını sağlayarak, finansal istikrarın oluşmasında da önemli rolü bulunmaktadır. Diğer yandan daha dar anlamda bankalar tüketicilerin günlük yaşamlarında gerekli olan ödemeleri ve mali işlemleri kolaylaştırarak finansal hizmetlere erişim sağlamalarında önemli bir rol oynamakta aynı zamanda piyasada tedarikçi ve sermaye kullanıcıları arasında arabuluculuk görevi üstlenerek modern piyasa ekonomisinin düzgün işleyişine katkıda bulunmaktadır.

Bankalar tüm bu fonksiyonları yerine getirirken varlıklarını devam ettirebilmeleri için kâr elde etmek zorundadırlar. Kâr sağlayamayan bankalar faaliyetlerini sürdürmekte zorlanır, yeterince mevduat toplayamaz ve zamanla reel sektörün finansman ihtiyacını gideremez hale gelirler. Bankaların mali yönden başarılı olması reel sektörün ve dolayısıyla ülkenin ekonomik durumunun sağlıklı olması için de en önemli koşullardan biridir.

Ticari bankaların sözü edilen fonksiyonları ve önemlerinden dolayı karlılığa dayalı performanslarının incelenmesi hem iktisat hem de finans alanlarında çok önemli bir araştırma konusu olmuştur. Günümüzde sosyal bilimlerin hemen her alanında olduğu gibi, bankacılık ve finans alanında da yapılan çalışmaların ekonometrik model temelli bulgulara dayandırılması gerekliliği nedeniyle, bankaların karlılık ile performanslarının ölçülmesi ve analiz edilmesi uygulamalı ekonomi ve finansın da ilgi alanı haline gelmiştir.

Temelde özel işlevleri olan şirketler olarak nitelendirebilecek ticari bankaların da diğer işletmeler gibi en önemli amaçlarından birisi karlarını maksimize edebilmektir. Dolayısıyla, bankaların performansları ve başarıları karlılıklarıyla ölçülmekte olup karlılık ve karlılığa dayalı performans kriterlerinin belirlenmesi önemlidir. Özünde banka karlılığını ölçmek için kullanılan kriterler, banka dışı şirketlerin karlılığını ölçmekte kullanılanlardan farklı olmasa da banka karlılığının bileşenleri banka dışı şirketlerdekinden oldukça farklıdır. Bu durumun en önemli sebebi, bankaların finansal aracılıkla uğraşmaları nedeniyle bilanço yapılarının banka dışı şirketlerden ciddi ölçüde ayrışmasıdır.

Finansal aracı kuruluş olan bankaların faaliyetleri, ekonomik büyümeyi etkilediği gibi sistemin büyük bir kısmını oluşturan bankaların iyi performans göstermesinde, ülke ekonomi politikalarının da etkisi büyüktür. Dolayısıyla finansal ve parasal istikrarın sağlanmasından sorumlu otoritelerin makroekonomik kararlarının, bankacılık sektörüne olan etkilerinin bilinmesi önemlidir.

Maliye ve para politikalarından oluşan ekonomi politikaları içinde Merkez bankaları faiz kararlarının, finansal piyasaları yönlendirme ve ekonomik birimlerin beklentilerini şekillendirme sürecinde belirleyici rol oynadığı bilinmektedir. T.C. Merkez Bankası (TCMB) çeşitli para politikası araçlarını kullanarak, mevcut ve gelecekte oluşabilecek farklı koşullara göre ekonomik dengeleri ve finansal piyasaları sistematik bir şekilde etkilemektedir. Örneğin para otoritesi politika araçlarını kullanarak, ekonomide yatırım ve harcama kararlarını etkilemek amacıyla, kredi imkânlarını genişletip daraltarak, bankaların karlılık performansını etkilemektedir.

2001 ve öncesi ekonomik krizlerden büyük darbe alan ve zor bir sınav veren Türkiye ekonomisi ve dolayısıyla Türk bankacılık sektörünün daha sağlıklı hale getirilmesi ve sorunlarının kalıcı şekilde çözümlenmesi amacıyla, hükümet tarafından uygulanan “Güçlü Ekonomiye Geçiş Programının” ana unsurlarından birisini oluşturan “Bankacılık Sektörü Yeniden Yapılandırma Programı” Mayıs 2001’de uygulamaya konulmuştur. Söz konusu program kapsamında gerçekleştirilen reformlar sonucunda bankacılık sektörü sağlıklı bir yapıya kavuşmuştur.

Bankacılık kesiminin yeniden yapılandırılma sonrası dönemi de kapsayan çalışmanın başlıca amacı, TCMB para politikası araçlarının, Türkiye'deki halka açık bankaların karlılık performansları üzerindeki etkisinin Panel VAR (Vector Autoregressive) ekonometrik modeli ile analiz edilmesidir. Merkez Bankası para politikası araçlarından ağırlıklı ortalama fonlama maliyeti (AOFM) ve zorunlu karşılık (ZK) faktörleri dışsal faktör olarak ele alınmıştır.

Geleneksel sistemlerde merkez bankaları para politikasını tek bir politika faizi üzerinden yürütmekte ve bankaların kısa vadeli fonlama maliyeti bu faize yakın gerçekleşirken, TCMB, 2010 yılının sonlarından itibaren, finansal dalgalanmaya doğru zamanda tepki verebilmek amacıyla sıra dışı bir faiz koridoru ve fonlama politikası geliştirmiştir. Bu süreçte bankalarca, kredi ve mevduat fiyatlamalarında TCMB tarafından ilan edilen resmi faizlerden ziyade, fiili faiz olan ağırlıklı ortalama fonlama maliyetlerinin esas alındığı görüldüğünden, modelde ağırlıklı ortalama fonlama maliyeti kullanılmıştır. AOFM, TCMB tarafından resmi olarak ilan edilmemesine rağmen, koridor ve fonlama politikasının bileşenleri olarak gecelik borç verme faizi ile haftalık repo faizinin (politika faizi) ağırlıklı ortalaması alınarak dolaylı şekilde belirlenmektedir.

Seçilen para politikası araçlarının banka karlılık performanslarını etkilediği varsayılan içsel değişkenler olarak ise Net Faiz Geliri (NFG), Özkaynak karlılığı (ROE- Return on Equity) ve Aktif Karlılığı (ROA- Return on Asset) ele alınmıştır. Çalışmanın temelinde dışsal ve içsel değişkenler arasında bir ilişki varlığının araştırılması amaç edinilmiştir. Diğer amaçlar ise, genel olarak, bankaların performans göstergelerini incelemek ve TCMB para politikası stratejilerini irdeleyebilmektir. Bu kapsamda, Türk bankacılık sektörünün Mart 2003- Eylül 2016 arası dönemine ait karlılık performansının, Merkez Bankası'nın uyguladığı para politikası araçlarınca ne ölçüde etkilendiği analiz edilmiştir.

Çalışma bulgularına göre, incelenen örneklem dönemi için, para politikası araçlarından ağırlıklı ortalama fonlama maliyetinin ve zorunlu karşılıkların bankacılık sektörünün karlılığında çok düşük düzeyde etki payına sahip olduğu anlaşılmıştır. Diğer yandan etki-tepki analizinde dışsal değişkenlerde oluşan değişimin banka karlılık göstergelerinde pozitif veya negatif yönde tepki yarattığı ve

her zaman bankaların bu etkilere adapte olarak kısa vadede dengeye ulaştığı görülmüştür. Bu nedenle bankacılık sektörünün stratejik finansal planları doğrultusunda rasyonel davranış sergilediği, alınan otorite önlemleri karşısında hazırlıklı olduğu ve politika araçlarındaki değişimlerden neredeyse hiç etkilenmediği ya da çok az düzeydeki etkisini özümseyerek orta ve uzun vadede karlılığını sürdürdüğü sonucuna ulaşılmıştır.

Merkez bankalarının para politikası araçlarından özellikle faiz oranının, ülke ekonomisi, banka kredi-mevduat fiyatlamaları ya da banka piyasa değerleri üzerine olan etkisinin ölçüldüğü çok sayıda çalışma literatürde mevcut olup, para politikası araçlarının doğrudan bankaların karlılık performansları üzerine olan etkisinin ölçüldüğü çalışmalar literatürde kendine pek yer bulamamıştır. Merkez bankasının önemli iki para politikası aracının, halka açık bankaların karlılık performansı üzerine olası etkisinin ölçülmeye çalışıldığı çalışmada elde edilen tahmin sonuçlarının bu açıdan literatüre katkıda bulunacağı düşünülmektedir.

Bu noktadan hareketle, çalışma dört temel bölümden oluşmaktadır. Çalışmanın birinci bölümünde Türk Bankacılık sektörünün gelişimine ve genel görünümüne çalışma döneminin de başlangıcına tekabül eden ve önemli adımların atıldığı 2001 ve sonrası dönem için yer verilmiştir.

Çalışmanın ikinci bölümünde kavramsal olarak merkez bankalarının para politikalarında yaşanan gelişmelere ve uygulamada yer bulan para politikası araçlarına yer verilmiş olup, ülkemizde TCMB para politikası ve araçları da ayrıca detaylı olarak anlatılmıştır. Özellikle 2010 sonrası önemli değişim geçiren Merkez Bankası para politikası uygulamaları kapsamında faiz koridoru ve parasal aktarım mekanizması ayrıca irdelenmiştir.

Çalışmanın üçüncü bölümünde kavramsal ve kuramsal yönleriyle performans kavramına, önemine ve performans ölçüm modellerine yer verilmiştir. Aynı zamanda bir ticari şirket olarak kar amacı güden bankaların performanslarının ölçülmesinde genel kabul görmüş ve sonuçlarının anlamlı olduğu düşünülen ölçütlere ayrıca yer verilmiştir. Gerek dünyada gerek ülkemizde bankacılık sektörünün performans ölçümünde hala önemini ve önceliğini koruyan göstergeler, çalışmanın da kullandığı ölçütler olup ayrıntılı olarak bu bölümde anlatılmıştır. Üçüncü bölümün sonunda

banka karlılığı ve merkez bankalarının para politikası araçlarının ekonomi ve finans sektörü üzerinde yarattığı etkilere ilişkin yapılmış ulusal ve yabancı kaynaklar taranmış bunlardan önemli görülenlere bu bölümde yer verilmiştir.

Çalışmanın dördüncü bölümünde ise TCMB para politikası araçlarından ağırlıklı ortalama fonlama maliyeti ve zorunlu karşılıkların, Türkiye'deki halka açık bankaların ROE, ROA ve NFG göstergeleri üzerinden karlılık performanslarına olan etkisini ölçtüğümüz ampirik uygulamaya ve analiz sonuçlarına yer verilmiştir. Sonuç kısmında da çalışma ana hatlarıyla özetlenmiş, elde edilen ampirik bulgular değerlendirilerek iktisadi açıdan tartışılmış ve nihai olarak görüş ve önerilere yer verilmiştir.



BİRİNCİ BÖLÜM

MERKEZ BANKASI PARA POLİTİKASI VE MERKEZ BANKASI UYGULAMALARINA İLİŞKİN KAVRAMSAL VE TEORİK ÇERÇEVE

Maliye ve para politikalarından oluşan ekonomi politikalarında, maliye politikası, hükümetlerin, makroekonomik amaçları gerçekleştirebilmek amacıyla gelir yaratma ve harcama yapma metotlarını ifade ederken para politikası ise merkez bankalarının, fiyat istikrarı ve finansal istikrar gibi hedeflere ulaşabilmek için çeşitli araçlar kullanarak aldıkları kararları ifade etmektedir. İstikrar politikaları genel olarak ya para ya da mali politikaların ya da her ikisinin birden yardımı ile hayata geçirilebilmektedir¹.

Tarihsel geçmişinde kuruluş amacı olarak savaş giderlerinin finanse edilmesi ve bütçe denkleğinin sağlanması yatsa da günümüzde merkez bankaları, para politikalarının belirlenmesi ve piyasadaki para akışının sağlıklı bir şekilde yürütülmesinden sorumludur.² Ülke ekonomilerinin istikrarsızlığa girme olasılığına bağlı olarak yapılan kamusal müdahalenin en önemli ayağını, merkez bankalarının yürütmekte oldukları para politikaları oluşturur.

Sürdürülebilir büyüme ve tam istihdam hedeflerinin öncelikli olduğu para politikası, 1970’li yıllarda yaşanan petrol krizinin tetiklediği yüksek enflasyon ile fiyat istikrarının temel amaç olduğu bir yapıya dönüşmüştür. Bu süreçte kullanılacak politika enstrümanının seçimi ve bu politikaların ekonomi üzerindeki etkisinin

¹ Otmar Issing, “The role of fiscal and monetary policies in the stabilisation of the economic cycle”, “Stability and Economic Growth: The Role of the Central Bank”, **European Central Bank (ECB)**, Uluslararası Konferans, Mexico City, (Kasım 2005), <https://www.ecb.europa.eu/press/key/date/2005/html/sp051114.en.html> , (Erişim Tarihi: 13 Temmuz 2018).

² Fatma Turna, “Geçmişten Günümüze Merkez Bankaları ve Modern Merkez Bankacılığının bir Örneği: Avrupa Merkez Bankası”, **Journal of Life Economics**, 1/2014, s. 42.

ölçümü kritik bir önem kazanmıştır. Para arzı, faiz oranı, kredi hacmi gibi değişkenleri kullanarak belirlenen amaçların gerçekleştirilmesine dönük politikalar üretilmiştir. Bu değişkenler içinde önemli bir yeri olan para arzı, bir ekonomide mal ve hizmet satın almak üzere kullanılan tüm değişim aracı ve benzerlerinin toplam değeri olarak tanımlanmaktadır.³ Ekonomide düşüş yönünde eğilimler görüldüğünde para arzını genişletici veya enflasyonla mücadele amacıyla para arzının daraltılması şeklinde politikalar izlenebilmektedir.⁴

Merkez bankalarının hedeflerine paralel olarak seçilen politika enstrümanı zaman içerisinde değişim göstermiştir. Üretimi artırmak, işsizliği azaltmak gibi birden fazla amacı taşıyan aktivist para politikalarından,* arzulan sonuçların alınamaması ve yüksek enflasyonla karşılaşılması, 1980'li yıllardan sonra para politikasının öncelikli amacının “fiyat istikrarı” olması gerektiği düşüncesini öne çıkarmıştır. Yüksek düzeyde enflasyon oranının ekonomik büyümeyi azaltacağı yönünde çalışmalar yapılmış, enflasyondaki %1'lik artışın ekonominin büyümesinde binde 1 ile binde 5 arasında küçülmeye neden olacağı ortaya konulmuştur.⁵

Para politikasında fiyat istikrarının öncelikli hedef seçilmesi nominal bir çapanın** belirlenmesi zorunluluğunu getirmiştir. Bu kapsamda döviz kuru hedeflemesi, parasal hedefleme stratejisi ve enflasyon hedeflemesi stratejileri gündeme gelmiş ilk ikisinden istenilen sonuçlar elde edilemeyince “enflasyon hedeflemesi” ön plana çıkmıştır.⁶ Enflasyon hedeflemesi, fiyat istikrarının sağlanması ve sürdürülmesi amacına yönelik, enflasyonun önceden belirlenen zaman dilimi içerisindeki seyrine ilişkin belirli bir düzeyin ya da hedef aralığının kamuoyuna resmen ilan edilmesini zorunlu kılan bir stratejidir.⁷ Tam bir uzlaş sağlanamasa da optimal enflasyon oranı konusunda %1-3 arasındaki bir aralığın fiyat istikrarı açısından uygun olduğu söylenebilir.⁸ Özellikle küresel krizden sonra

³ Frederic S. Mishkin, “Para Teorisi-Politikası”, **Bilim Teknik Yayınevi**, 2000, s. 23.

⁴ Osman Z. Orhan ve Seyfettin Erdoğan, **İktisada Giriş**, 2. Basım, İstanbul: Avcı Ofset, 2006, s. 421-423.

⁵ Frederic S. Mishkin, Adam S. Posen, “Inflation Targeting Lessons from Four Countries”, **National Bureau of Economic Research**, Working Paper No. w6126, (Ağustos 1997), s. 6.

⁶ Seyfettin Erdoğan, “Alternatif Para Politikası Stratejileri Üzerine Karşılaştırmalı Bir Değerlendirme”, **Kocaeli Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi** (9), 2005, s. 1-2.

⁷ Ben S. Bernanke, Thomas Laubach, Frederic S. Mishkin, Adam S. Posen, “Inflation Targeting: Lessons from the International Experience”, **Princeton Uni. Press.**, 1999, s. 4.

⁸ Bahar Burtan Doğan, Zeki Akbakay, "Enflasyon Hedeflemesi Stratejisi ile Fiyat İstikrarının Sağlanması", **ODÜ Sosyal Bilimler Araştırmaları Dergisi**, 2016, s. 2.

finansal sektörünün sağlığı için merkez bankalarının yapabilecekleri konusunda çok sayıda araştırma yapılmaya başlanmıştır. Merkez bankasının bağımsız olması, mali baskınlığın söz konusu olmaması ve finansal sistemin sağlamlığı enflasyon hedeflemesi rejimini uygulayabilmenin üç temel koşulu olduğu söylenebilir.⁹

Merkez bankalarının hedeflerine paralel olarak seçilen politika enstrümanı zaman içerisinde değişim göstermiştir. Merkez bankaları 1970-80'li yıllarda rezerv miktarı ya da parasal taban gibi miktar değişkenlerini, enstrüman olarak seçerken, 2000'li yılların başında birçok gelişmiş ülke merkez bankasının, para politikası enstrümanı olarak faiz oranını (genellikle kısa vadeli faiz oranını) seçtiği görülmüştür.¹⁰

2008 yılı küresel finansal krizin ardından ise, merkez bankaları tarafından kullanılan para politikası araçlarının çeşitliliği artmış, alışlagelmiş yaklaşımların dışına çıkılarak alternatif politikalar tasarlanmıştır.¹¹

Merkez bankaları açısından para politikası uygulamalarının istenilen hedeflere ulaşabilmesi için bu uygulamaların ekonomik faaliyetler üzerindeki etkisinin hangi kanallar üzerinden ve ne kadarlık bir sürede gerçekleştiğini tespit etmek de kritiktir. Bu doğrultuda, 1980'li yıllardan itibaren para politikası kararlarının ekonomiyi hangi değişkenler aracılığıyla etkilediğini ortaya koyacak çalışmalar da ağırlık kazanmıştır.

* Aktivist politikaların temel amacı üretim ve işsizlik seviyesini, tam istihdama yakın tutmaktır. Bu amaç için de iktisat politikalarıyla ekonomiye müdahale edilmesi, gecikmeden doğacak katlanılan maliyeti azaltacaktır (Keynesyen iktisatçıların yaklaşımı bu yöndedir).

** Para politikasının yürütülmesinde fiyat istikrarı gibi asıl amaca ulaşmak için faiz oranı, döviz kuru, parasal büyüklük veya enflasyon oranı gibi nominal değişkenlerden biri hedef olarak kullanılıyor ise bu değişken “nominal çapa” olarak tanımlanmaktadır.

⁹ Fatih Özatay, “**Parasal İktisat: kuram ve politika**”, Elif Yayınevi, 2001, s. 406.

¹⁰ Özgür Kasapoğlu, “**Parasal Aktarım Mekanizmaları: Türkiye İçin Uygulama**”, TCMB Piyasalar Genel Müdürlüğü Uzmanlık Yeterlilik Tezi, 2007, s. 8.

¹¹ Erdem Başçı, Hakan Kara, “**Finansal istikrar ve para politikası**”, İşletme, İktisat ve Finans 26, (Ocak 2007), s. 9-25.

1.1. PARA POLİTİKALARININ KAVRAMSAL VE KURAMSAL ÇERÇEVESİ

1.1.1. Para Politikasının Tanımı

Para politikasını çeşitli şekillerde tanımlamak mümkündür. Ekonomi literatüründe para politikası, paranın miktarını, maliyetini ve firmalar ile hane halklarının beklentilerini etkileyerek, temel amaçlara ulaşmaya yönelik olarak oluşturulan stratejiler bütünü olarak tanımlanmaktadır. Diğer bir tanımlamayla da, para politikası paranın elde edilebilirliğini ve maliyetini etkilemeye yönelik alınan kararları ifade eder.¹² Para politikası; ekonomik büyüme, istihdam artışı ve fiyat istikrarı gibi hedeflere ulaşabilmek için paranın elde edilebilirliğini ve maliyetini etkilemeye yönelik olarak alınan kararları ifade etmektedir. Uygulanmasından sorumlu kuruluşlar ise merkez bankalarıdır.¹³

Merkez bankaları 1970’li yıllardan itibaren para politikası amacı olarak yaygın bir şekilde fiyat istikrarını sağlamayı öncelikli hedef olarak kabul etmiş, böylece para, merkez bankalarının piyasaya müdahale etmek ve çeşitli hedefleri gerçekleştirmek için kullandıkları temel bir araç haline gelmiştir. Bu doğrultuda likidite ve faiz oranları üzerine alınan kararları kapsayan para politikaları, ekonomi birimlerinin aldıkları kararlara doğrudan etki ederek, ülke ekonomileri açısından nihai amaçların sağlanmasını temin etmeye çalışmaktadır.¹⁴

¹² Timur Önder, Para politikası: Araçları, Amaçları ve Türkiye Uygulaması, **TCMB Uzmanlık Yeterlilik Tezi**, Ankara: Mayıs 2005, s. 24.

¹³ **TCMB**, Para Politikası,

<http://www.tcmb.gov.tr/wps/wcm/connect/TR/TCMB+TR/Main+Menu/Temel+Faaliyetler/Para+Politikasi> (Erişim tarihi: 01 Mayıs 2018).

¹⁴ Erişah Arıcan ve Güçlü Okay, “Ekonomik İstikrarsızlık Ortamında Merkez Bankalarının Uyguladığı Para Politikaları ve Türkiye Örneği”, **İktisat Politikası Araştırmaları Dergisi / Journal of Economic Policy Researches**, Cilt/Volume:1, Sayı.1, 2014, s. 5.

1.1.2. Para Politikasında Kuramsal Yaklaşım

Para ve maliye politikasından hangisinin, ekonomik aktivite üzerinde daha etkili olduğuna yönelik günümüzde halen devam eden tartışmalar Monetarist-Keynesyen görüş çerçevesinde yoğunlaşmaktadır. Monetaristler, para politikasının genel olarak ekonomi üzerinde daha büyük bir etkiye sahip olduğuna ve para politikasının büyüme üzerindeki etkisinin maliye politikasına göre daha baskın olduğuna vurgu yapmaktadır. Keynesyenler ise “Ekonomik istikrar için maliye politikası daha önemlidir” fikrini savunmaktadır. Günümüzde artık maliye ve para politikalarının sınırlılıkları bilinmekte ve makro düzeyde bu politikaların artık kendi başlarına yeterli olamayacakları savunulmaktadır.¹⁵

1.1.2.1. Klasik Yaklaşım

Klasik yaklaşım 1776’lı yıllarda Adam Smith’in önemli yapıtı olan ‘Ulusların Zenginliği’nin yayınlanması ile başlamış, 1930 yılına kadar iktisadi düşünceye egemen olmuştur¹⁶. Klasik teori, ekonominin daima tam istihdamda olduğu ve bu nedenle para ve maliye politikalarının ekonomik istikrarın sağlanmasındaki işlevlerinin düşük olacağını iddia etmektedir. Klasik düşüncenin gelir ve işgücü kuramı “her arz kendi talebini yaratır” şeklinde ifade edilen Say Kanunu’na dayanmaktadır. Say, üretilen mal ve hizmetlerin tamamına yetecek kadar talep oluşacağı için, ekonominin tam istihdam düzeyinde olacağını ileri sürmüştür. Bu ise piyasa güçleri tarafından gerçekleştirilecek olup Adam Smith bu duruma “görünmeyen el” adını vermiştir. Genel olarak bütün piyasalarda tam rekabet koşullarının geçerli olması, her arzın kendi talebini yaratması, ücret, faiz ve fiyatların esnek olması, karar birimlerinin rasyonel beklentilere sahip olmaları ve miktar kuramının geçerliliği gibi temel varsayımlar üzerine kuruludur.¹⁷ Fiyat ve ücretlerin esnek olması nedeniyle fiyat değişimleri sayesinde tam istihdam seviyesine her

¹⁵ Nüket Kırıcı Çevik, “Para ve maliye Politikaları Arasındaki Etkileşimin Zaman Serileri ile Analizi: Türkiye Örneği”, **Dokuz Eylül Üniversitesi**, Doktora Tezi, (İzmir 2012), s. 6.

¹⁶ “The Classical Economic Stage”, **Princeton University Press**, [webmaster@press.princeton.edu](http://webmaster@press.princeton.edu/assets.press.princeton.edu/chapters/s7829.pdf), assets.press.princeton.edu/chapters/s7829.pdf, (Erişim Tarihi: 12 Temmuz 2018). t.y, s.1.

¹⁷ Brian Snowdon ve Howard R. Vane, “Modern Macroeconomics”, **Edward Elgar Publishing Limited**, UK, 2005, s. 38.

zaman kendiliğinden ulaşılmaktadır. Buna göre ekonomide hiçbir zaman işsizlik problemi ya da düşük tüketim sorunu ortaya çıkmayacaktır. Bu nedenle uygulanan para politikası üretim düzeyini etkilemeyecektir, üretilen her mal satılacak, fiyatlar genel düzeyi istikrarını koruyacaktır. Bu varsayımlara dayalı olarak iktisat politikası yönünden varılan sonuç, ekonomik ve sosyal alandaki aksaklıklar geçici ve bunları giderecek yeterli güçler piyasa ekonomisinin yapısı içinde mevcut olduğundan devletin ekonomik ve sosyal amaçlı her hangi bir müdahalede bulunmasının gereksiz olmasıdır. Bu nedenle para ve maliye politikalarının gereksiz olduğu ifade edilir.¹⁸

Klasik iktisatçılar, genel iktisadi yapıyı açıklarken, ekonomiyi reel ve parasal olmak üzere birbirinden bağımsız iki sektöre ayırmaktadır (Klasik Dikotomi). Buna göre reel büyüklüklerle parasal büyüklükler arasında hiçbir bağlantı olmadığını ileri sürerler. Bu ayrım neticesinde Say Yasası'nı ekonominin reel kısmını açıklamak için, paranın miktar teorisini ise ekonominin parasal kısmını açıklamak için kullanmaktadırlar. Miktar teorisi gereğince, para miktarındaki herhangi bir değişiklik reel değişkenleri etkilememekte, sadece fiyatlar genel düzeyini değiştirmektedir.¹⁹

Klasiklere göre para yansızdır ve ekonomik olayların meydana gelmesinde herhangi bir etkisi yoktur. Parayı sadece mübadeleyi kolaylaştıran bir değişim aracı olarak kabul etmektedirler. Para ekonomide bir örtü olup, yalnızca fiyat seviyesini etkilemektedir. Para arzındaki bir artış yalnızca mal ve hizmetlerin fiyatlarını artırmakta, üretim, istihdam, faiz oranları, yatırım ve milli geliri etkilememektedir.²⁰

$MV=PY$ şeklinde ifade edilen mübadele denkleminde; M: para arzı, V: Paranın Gelir Dolaşım Hızı, P: Fiyat Düzeyi ve Y: Reel Geliri ifade etmektedir.

Denklemin sağ tarafındaki Y üretilen mal ve hizmet toplamını ifade etmekte, P ile çarpımı ise nominal GSMH'yı vermektedir. Denklemin sol tarafında para arzı ile paranın dolaşım hızı çarpılmakta ve toplam harcama tutarına ulaşılmaktadır.

Klasik ekonomistlere göre, ekonomide bir dengesizlik hali ortaya çıktığında kamu harcamaları ve vergiler gibi maliye politikası araçları değil para politikası araçları kullanılmalıdır. Miktar teorisinin en önemli politika sonucu, fiyatlar genel düzeyinin kontrol edilmesi için para stokunun kontrol edilmesi gerektiğidir. Para

¹⁸ Çevik, a.g.e., s. 7.

¹⁹ Snowdon, vd., a.g.e., s. 50-52.

²⁰ Snowdon, vd., a.g.e., s. 69.

basılarak finanse edilen bir kamu harcaması artışı veya vergi indirimi etkilerini değerlendirmek söz konusu olduğunda ise; klasikler, paranın miktar teorisini ele almaktadır.

Klasik iktisatçıların vardıkları sonuç devlet faaliyetlerinin temel hizmetlerle sınırlı tutulması böylece devlet bütçesinin küçük ve denk olması ilkesidir. Bu görüş tarafsız maliyet olarak adlandırılır. Aslında ekonomik kaynakların optimum olarak kullanıldığının kabulünün bir sonucudur. Klasikler devlete güvensizdir ve kişisel karar alma sürecinin üstünlüğüne inanırlar, toplam talep yönetimi biçimindeki maliye politikalarını gereksiz bulunmakta ve istikrarsızlıkların ana kaynağı olarak görmektedirler.

1.1.2.2. Keynesyen Yaklaşım

1930'lu yıllarda yaşanan ve Büyük Buhran olarak adlandırılan ekonomik krizle birlikte, iktisadi düşüncede maliye politikalarının ekonomik faaliyeti etkilemekte para politikalarından daha etkili olduğu görüşü ağırlık kazanmıştır. Krizin dünya genelini etkisi altına alması ve uzunca bir süre devam etmesi klasik liberal teorinin mükemmel işleyen piyasa mekanizmasının ve iktisat politikalarının (genel denge, altın standardı, denk para, denk bütçe gibi) İngiliz ekonomist John Maynard Keynes tarafından sorgulanmasını getirmiştir. Keynes'in, maliye politikasının ekonomik faaliyet düzeyini etkilemede kullanılabileceği veya kullanılması gerektiği fikri 1935 yılının sonunda tamamlanan "Para, Faiz ve İstihdamın Genel Kuramı" isimli kitabına dayanmaktadır.²¹ Bütün dünyayı etkisi altına alan aşırı birikim krizine, klasik liberal politik anlayışın çözüm olmayacağını ileri süren Keynes, eksik tüketimi, işsizliğin kaynağını ve yoksulluğu efektif talep yetersizliğine bağlamış, bu nedenle efektif talebi canlandıracak iktisat politikalarını önermiştir.²² Keynes'in öncülüğünde şekillenen bu yaklaşım politika yapıcılar tarafından genel kabul görmüş, enflasyon ve işsizlik sorunlarının önlenmesinde 1970'li yıllara kadar oldukça başarılı olmuştur. 'Bırakınız yapsınlar bırakınız

²¹ Raúl Rojas, "The Keynesian Model in the General Theory: A Tutorial", **Freie Universität Berlin**, (Ocak 2012), s.1.

²² Metin Altıok, "Keynes ve Keynesçi Kuramda Kriz ve İktisat Politikası Tartışmaları", **Tematik Yazılar, Toplum ve Demokrasi**, 3 (6-7), (Mayıs-Aralık 2009), s.76.

geçsinler' politika anlayışının karşısında olup bir ekonomide talebi canlandırmak için ihtiyaç duyulan yatırımlar, yatırım-tasarruf dengesizliği, likidite tuzağı gibi nedenlerle özel sektörece yerine getirilememe durumunda devletin maliye politikaları aracılığıyla ekonomiye müdahale etmesini savunur.

«Her arz kendi talebini yaratır» şeklinde ifade edilen Say Yasası, tam istihdam düzeyinde, cari fiyat düzeyi üzerinden, toplam arzın toplam talebe eşit olması halinde meydana gelmektedir. Keynesyen yaklaşıma göre; bir ekonominin istihdam düzeyi, tamamen o ekonomideki gelir ve harcama düzeyine bağlıdır. Gelirler yüksek olursa, harcamalar yüksek olacak, harcamalar yüksek olunca da, ekonomideki toplam talep de yüksek olacaktır. Bu durumda, gerek özel kesim ve gerekse devlet tarafından yapılan tüketim ve yatırım harcamaları, o ekonomideki gelir ve dolayısıyla istihdam düzeyini belirlemiş olacaktır.

Keynesyen görüşe göre, üretim düzeyi, toplam mal ve hizmet talebi tarafından belirlenmektedir. Keynes ile Klasikler arasındaki temel fark, Keynes'in özellikle kısa dönemde fiyatlar ile faiz oranlarındaki dalgalanmaların ekonomik faaliyetlerin düzeyini tam istihdam seviyesine doğru götürmeyebileceğidir. Ücretlerin ve fiyatların esnek olmadığı, esnek olmayan fiyat ve ücretlerin piyasaların temizlenmesi önünde engel teşkil ettiği; temizlenmeyen piyasaların da tam istihdam dengesinin sağlayamayacağı ya da tam istihdamın nadiren gerçekleşebileceğini kabul eder.²³ Ekonomi kendiliğinden ve daima tam istihdam düzeyinde dengede değildir. Ekonomi için aşırı istihdam, eksik istihdam ve tam istihdam dengelerinden biri söz konusu olabilir.²⁴ Keynesyen model, üretim düzeyinin belirlenmesinde toplam talebi oluşturan unsurlar (tüketim, yatırım ve devlet harcamaları) üzerinde odaklanmıştır. Makroekonomik denge, toplam arz ile toplam talebin veya toplam yatırımlar ile toplam tasarrufların eşitlendiği noktada gerçekleşir. Ekonominin doğası itibarıyla istikrarsız olduğunu ve farklı büyüklükte şoklardan etkilendiğini kabul etmektedirler. Denge çıktı ve istihdam düzeyini belirleyen ana unsurun toplam talep düzeyi olduğunu vurgulamaktadır. Harcamalarda meydana gelen bir değişikliğin çarpan mekanizması yoluyla gelir düzeyini etkileyeceği, bu araçlarla toplam talepte istenen

²³ Rojas, a.g.e., s.4.

²⁴ Coşkun Can Aktan, "En Az Devlet, En İyi Devlet, Devletin Başarısızlığının Anatomisi", Çizgi Kitabevi, 2006, s. 4, 94.

değişikliklerin yapılabileceği ileri sürülmüştür. Toplam talebi, tam istihdam seviyesine kadar enflasyona neden olmayacak şekilde artırmak mümkündür. Tam istihdam düzeyinde toplam talepte meydana gelecek artışlar ise fiyatları yükseltecek ve enflasyona neden olacaktır.

Keynesyen teoriye göre parasal değişkenler üzerindeki bir düzenleme, yatırım, üretim, istihdam ve milli gelir gibi reel değişkenler üzerinde etkili olmaktadır.

Keynesyen görüşe göre para politikasının en önemli aracı faiz oranlarıdır²⁵. Faiz oranları para arz ve talebi tarafından belirlenmektedir. Bu açıdan Klasiklerden farklılaşmaktadır. Klasiklere göre para arz ve talebi, yalnızca fiyat düzeyini belirlemektedir. Keynesyenlere göre para arzındaki bir değişme faiz oranlarını değiştirmektedir. Kuramda paranın mübadele (işlem), ihtiyat ve spekülasyon güdeleri ile talep edildiği varsayılmış, bu nedenle de para talebinin faiz oranlarına karşı duyarlı olduğu ifade edilmiştir. İşlem ve ihtiyat saiki ile tutulan para milli gelir düzeyine, spekülasyon saiki ile tutulan para faiz oranına bağlıdır. Spekülasyon saiki ile tutulan para ile faiz oranı arasında ters yönde bir ilişki vardır. Bu çerçevede para politikası yardımıyla reel ekonomiyi etkilemenin mümkün olduğu belirtilmektedir. Para politikası uygulamaları, faiz oranlarını etkileyebildiği ölçüde talep üzerinde etkili olacaktır.

Tasarruf ve tüketim fonksiyonlarını faiz oranı belirlemez. Ekonomide toplam talebin bir kısmını teşkil eden tüketimi belirleyen unsur, gelirdir. Tüketim milli gelir arttıkça artar, ancak tüketimdeki artış, milli gelirdeki artıştan az olur. Yatırımı belirleyen unsur ise, faiz haddidir. Faiz haddini belirleyen unsur ise para arzı ve talebidir. Para arzının ve dolayısıyla faizlerin ekonomik faaliyetler üzerindeki etkisi, yatırımlardaki değişikliğe ve bunun çarpana bağlı olarak GSMH'yı ne kadar etkileyeceğine bağlıdır. Para arzındaki değişimin faiz oranlarına etkisi ne kadar büyük olursa, faiz oranlarındaki değişmelere harcamaların göstereceği esnekliğe bağlı olarak, para politikası GSMH üzerinde o ölçüde etkili olur. Faiz oranlarındaki değişimler, yatırımları etkileyerek GSMH'nın değişmesine neden olur. Keynes, faiz oranlarındaki değişmelerin yatırımlara ve buna bağlı olarak gelir seviyesini

²⁵ Rojas, a.g.e., s. 6.

etkileyeceğini ifade ederken, faiz oranları ile ekonomide istikrarın her zaman sağlanamayacağını da likidite tuzağı yardımıyla açıklamıştır. Keynesyen teoride likidite tuzağı, herkesin faiz oranının düşebileceği en düşük seviyeye düştüğüne inanması halidir. Bu durum, para talebinin faiz oranına karşı sonsuz esnek olduğu haldir. Böyle bir durumda para arzında meydana gelebilecek her artış spekülasyon saiki ile elde tutulacak ve faiz oranı hiç etkilenmeyecektir. Diğer bir ifade ile böyle bir durumda para politikaları etkisiz olacaktır.²⁶ Buna göre, para talebi belli bir faiz oranında faiz oranlarındaki değişmelere karşı duyarsızlaşacak ve ekonomide beklenen hareket gerçekleşmeyecektir.

Keynesyen görüşte, para kuramının özünü klasik miktar kuramına yapılan itiraz oluşturmaktadır. Keynesyen görüş, fiyat düzeyinin belirlenmesine öncelik veren miktar kuramının tersine, üretim ve istihdam düzeyinin belirlenmesini ön plana geçirmiştir. Keynes, efektif para talebinin (toplam harcama) temel olduğunu gösterirken, para arzı ile toplam harcamalar arasında basit ve önceden belirlenebilir bir ilişkinin olmadığını vurgulamaktadır. Kararlı ve önceden belirlenebilir bir davranış değişkeni olarak, paranın dolaşım hızı yerine tüketim harcamaları kullanılmaktadır. Böylece gelir-harcama çoğaltanı, para kuramının anahtar kavramı olan dolaşım hızının yerini almaktadır. Keynesyen kuramda, tam istihdamın sağlanmasında maliye politikası anahtar politika olarak kabul edilirken, para politikasının ve bu politikanın toplam talebin kontrolünde etkisinin önemsiz olduğu Klasiklere benzer şekilde ifade edilmektedir.

Keynesyen teoride kısa ve uzun dönem ayrımı yapılmaksızın paranın yanlı olduğu görüşü benimsenmiştir. “Para yanılması” dışında başka nedenlerden dolayı fiyat ve ücretten katı olabileceği ve bu nedenle de para arzındaki değişimlerin üretim, istihdam ve faiz oranlarını etkileyeceği ifade edilmektedir. Para yanılması, fiyat düzeyindeki bir değişimin tüm reel değişkenleri sabit tutarken bireyin reel para talebi de dahil olmak üzere reel davranışlarını değiştirmemesi durumudur. Bunun tersi durumda reel değişkenler değişmezken fiyatlardaki bir değişim bireyin reel davranışlarını etkilemesi durumunda da birey para yanılmasına uğramıştır. Bu

²⁶ Aktan, “Keynesyen İktisat”, <http://www.canaktan.org/ekonomi/iktisatokullari/okullar/keynesyen.htm> , (Erişim tarihi: Haziran 2018).

çerçevede ekonomi sürekli eksik istihdamda bulunduğundan ekonomik büyümenin sağlanması amacıyla genişleyici para ve maliye politikalarının uygulanması gerektiğini vurgulamaktadır.

Yukarıda ana hatlarıyla açıklanan temel özellikler, Keynesyen modelin kapalı ve açık ekonomi varsayımı ile oluşturulan uzantılarına da ışık tutmaktadır. Literatüre, Hicks Hansen Modeli (IS-LM) ve Mundell-Fleming Modeli (IS-LM-BP) olarak geçen bu uzantılar, maliye politikalarının etkin olduğuna dair Keynesyen görüşü ayrıntılı biçimde açıklamaktadır.

1.1.2.2.1. Kapalı Ekonomi Varsayımı (IS-LM Modeli)

Hicks-Hansen (IS-LM) modeli, 1940'lı yıllardan 1970 yılı ortalarına kadar makroekonomik analizde önemli bir çerçeve sunmuştur.²⁷ Bu model faiz oranları ile çıktı düzeyi arasında bağlantı kurarak maliye politikalarının etkilerinin sorgulanmasına olanak sağlamaktadır. Toplam talebin ve toplam çıktı düzeyinin büyük ölçüde maliye politikaları tarafından belirlendiği ve herhangi bir maliye politikası değişikliğinin çıktı seviyesi üzerinde yaratacağı etki, çarpan tarafından belirlenmektedir.²⁸ Bu sayede, herhangi bir maliye politikası değişikliğinin çıktı seviyesi üzerinde yaratacağı etki, üç farklı çarpan etkisi tarafından belirlenir hale gelmektedir. Bunlar; kamu harcaması çarpanı, götürü vergi çarpanı, denk bütçe çarpanıdır. Çarpan etkilerinin yaratılabiliyor olması, kapalı ekonomi şartlarını yansıtan Keynesyen modelde maliye politikalarının etkin olduğu anlamını taşımaktadır.²⁹

Hicks-Hansen modelindeki örtük varsayım, bütçe açıkları verilerek uygulanan genişletici maliye politikalarının, tahvil ihracı ile finanse edilmesidir. Buna göre, genişletici maliye politikası uygulandıktan sonra faiz oranları ile gelir

²⁷ Samuel Bentolila, "Hicks-Hansen Model", **An Eponymous Dictionary of Economics**, <ftp://ftp.cemfi.es/pdf/papers/sb/hicks-hansen%20model.pdf>, (Erişim Tarihi: 12 Temmuz 2018), 2004, s.y.

²⁸ Serkan Erkam, "Maliye Politikalarının Doğrusal Etkileri ve Etkinliği: Teori ve Ampirik Çalışmalar Üzerine Notlar", **H.Ü. İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi**, Cilt 29, Sayı 1, 2011, s. 104.

²⁹ Çevik, a.g.e., s. 10.

düzeşinin artması ve spekülâtif para talebinin, işlem amaçlı para talebine dönüşmesi beklenmektedir.³⁰

1.1.2.2.2. Açık Ekonomi Varsayımı (IS-LM-BP Modeli)

Mundell-Fleming (IS-LM-BP) modeli, faiz oranları ile çıktı düzeyi arasında iç denge ilişkisi kuran Hicks-Hansen (IS-LM) modeline dış denge koşullarını ekleyerek, dışa açık ekonomilerde maliye politikalarının etkilerinin sorgulanmasına olanak sağlamaktadır. Bu nedenle, maliye politikası çarpanlarının açık ekonomi şartlarında aldıkları değerler, kapalı ekonomi şartlarına göre daha düşüktür.³¹ IS-LM-BP modelinde doğrudan ve dolaylı dışlama etkilerine ek olarak, döviz kuru dışlaması da mevcuttur.³² Bu çerçevede, tahvil ihracı ile finanse edilen genişletici maliye politikalarının yarattığı yüksek faiz haddi, ülkeye sermaye girişini sağlayarak yerli paraya değer kazandırmakta ve ortaya çıkan iç talep artışını kısmen veya tamamen ortadan kaldırmaktadır. Mundell'e göre para politikası dış dengeyi, maliye politikası ise iç dengeyi sağlamak amacıyla kullanılmalıdır. Maliye politikası, tam istihdamın ve fiyat istikrarının sağlanması açısından para politikasına göre daha etkindir.

1.1.2.3. Parasalcı (Monetarist) Görüş

1976 Nobel Ekonomi Ödülü'nü kazanan Amerikalı iktisatçı Milton Friedman tarafından geliştirilmiş bir teoridir. "Paranın Miktar Teorisi Üzerine Çalışmalar" adlı kitabında monetarizmin temel ilkelerini ortaya koyan Friedman takip eden yıllarda Chicago Üniversitesi'ndeki meslektaşları ve öğrencileri ile birlikte teorik görüşlerini daha da geliştirmiştir. Monetarist yaklaşım, Keynesyen teorinin aksine, paranın ve para politikasının önemini vurgulamaktadır. Çağdaş iktisadi sorunlardan biri olan enflasyon konusu üzerinde durmuştur. M. Freidman'a göre; enflasyon her zaman ve

³⁰ William .L. Silber, "Fiscal Policy in IS-LM Analysis: A Correction", **Journal of Money, Credit and Banking**, 2(4), 1970, s. 462.

³¹ Erkam, a.g.e., s. 105.

³² Warren Young ve William Darity Jr., "IS-LM-BP: An inquest", **History of Political Economy**, <https://www.researchgate.net/publication/31438225>, (Ocak 2004), s. 159.

her yerde parasal bir olgudur.³³ Dolayısıyla enflasyonun temel nedeni olarak, para arzının devlet tarafından gereksiz yere ve aşırı ölçüde artırılması olarak görülmektedir. Kamu harcamalarının enflasyonist sonuç yaratıp yaratmayacağı nasıl finanse edildiği ile alakalı olup; para arzının artırılması ile finanse edilmesi durumunda enflasyon ortaya çıkacak, borçlanma ile finanse edilmesi halinde ise dışlama etkisi ortaya çıkacaktır. Monetaristlere göre, ekonomideki istikrarsızlıkların birçoğu parasal kökenlidir.³⁴ Para arzındaki değişimler, para talebinden bağımsız bir şekilde para otoritesince bağımsız olarak belirlenir. Bu görüşe göre para arzı, kısa vadede ekonomik faaliyetlerin başlıca belirleyicisi olmaktadır.

1960'lı yıllara doğru devletin eksik tüketimi gidermek üzere ek talep yaratmak amacıyla karşılıksız para basması, teşvik ve kamu kredileri verilmesi ve vergi oranlarının düşürülmesi gibi araçlar, bütçenin sürekli açık vermesine yol açmıştır. Devlet, bütçe açıklarının kapatılmasını ya vergi gelirlerinin artırılmasıyla ya da devletin piyasalara borçlanmasıyla sağlamıştır. Vergi gelirleriyle bütçe açıklarının kapatılması ek talep yaratma amacıyla çeliştiğinden tek yol, devletin iç ve dış borçlanmasının artırılması olmuştur. Devletin borçlanma gereksinmesi arttığı oranda, faiz oranları yükselişe geçmiştir. Faiz oranlarındaki yükseliş, devletin borçlanma gereksinmesinin ("kamu finansmanı") daha da artmasına yol açmıştır. Bu kısır döngü büyüyerek süreklilik kazanmıştır. Bu durum 1960'ların sonunda Keynesçi teorinin talep yönetimli politikalarının sorunları çözmekten çıkması ve enflasyon-işsizlik değiş-tokuşundan (phillips eğrisi) ziyade enflasyonla işsizliğin bir arada görüldüğü yeni sorunları ortaya çıkarmıştır.³⁵

Bu dönemde gelişmeye başlayan Parasalcı görüşe (Modern Miktar Kuramı) göre, para politikaları maliye politikasına göre çok daha etkilidir. Bu teoride kritik bir varsayım da paramın dolaşım hızı ya da artışının GSMH'nin reel artışında etkisinin olmadığı ya da en azından uzun vadede etkili olmadığıdır.³⁶ Modern parasalcı yaklaşım, klasik görüşü izlemekle birlikte, ekonomide eksik istihdam

³³ Yi Wen, "The Quantity Theory of Money", FED of St. Louis, **Economic SYNOPSES**, No.25, 2006, s.y.

³⁴ Aktan, "Monetarizm ve Rasyonel Beklentiler Teorisi", İzmir: Anadolu Matbaacılık, 2000, http://www.canaktan.org/ekonomi/anayasal_iktisat/monetarizm/aktan-monetarizm.htm, (Erişim tarihi: Haziran, 2018).

³⁵ Altıok, a.g.e., s. 77.

³⁶ Wen, a.g.e., s.y.

olabileceği, paranın üretim miktarı üzerinde etkili olabileceği hususlarında miktar teorisine daha esnek yaklaşmıştır.

Temel önermeleri “doğal işsizlik oranı hipotezi”,³⁷ “uyarlayıcı beklentiler hipotezi”, “modern miktar teorisi” ve “sürekli gelir hipotezi”dir. İktisat teorisi çerçevesinde sıkça rastlanan Keynesyen-Monetarist tartışması, maliye politikalarının etkinliğine ilişkin literatürde de oldukça önemli yer tutmaktadır.

“Parasalcılar” para politikasının toplam talep üzerindeki etkilerini sadece faiz oranları ve yatırım harcamaları arasındaki ilişki ile açıklamanın yetersiz olduğunu ve para politikasının faiz oranları dışında birçok kanalla toplam talebi etkilediğini ileri sürmüşlerdir. Bununla birlikte, Keynesyen görüşün aksine nominal faiz oranları ile yatırım harcamaları arasında zayıf bir ilişki olduğunu, borçlanma ve yatırım kararlarının nominal yerine reel faiz oranları göz önünde bulundurularak belirlendiğini savunmuşlardır.

Klasik düşüncenin ilkelerini kabul etmekle birlikte, Parasalcılar miktar kuramında yeni yaklaşımlar geliştirmişlerdir. Monetarizm, esasen bu ilkeleri ile klasik iktisatçıların açıkladıkları Miktar Teorisini yeniden ön plana çıkarmıştır. Bununla birlikte monetaristler Klasik Miktar Teorisi'ni bazı yönlerden eleştirmişler ve bu teorinin enflasyonu açıklamak için yeterli olmadığını öne sürmüşlerdir. Monetaristler ekonominin eksik istihdamda olabileceğini kabul ederken, para arzındaki bir artışın, ekonomi eksik istihdamda ise üretim hacmini artırabileceğini ileri sürmüşlerdir. Ancak, ekonominin tam istihdamda olması durumunda Klasik düşüncenin tamamen geçerli olacağını kabul etmişlerdir. Ekonomi tam istihdamdan geçici olarak sapmaktadır, bu nedenle daha yüksek bir ekonomik faaliyet, daha fazla işgücü, teknoloji ve sermaye gerektirirken, devletin ekonomide ince ayar yapmak için müdahaleleri, sadece enflasyon yaratacaktır. Dengenin doğal bir yolla oluşana kadar beklenmesi gerektiğini savunmuşlardır.³⁸ Monetaristlere göre görünmeyen el mekanizması ekonomiyi tam istihdama doğru yönlendirmektedir. Devresel iniş-çıkışlar için yanıt ise doğal seyrine dönene kadar beklemektir. Devletin müdahalesi gereksiz ve zararlıdır ancak para otoritesinin bu gücünün sık sık değişen para artış

³⁷ Robert Leeson ve Charles G. Palm, “Quantity Theory of Money”, https://miltonfriedman.hoover.org/friedman.../Palgrave_198, (Erişim Tarihi: 13 Temmuz 2018), s.23.

³⁸ Arıcan ve Okay ., a.g.e., s. 8.

hızları şeklinde uygulanması istikrar değil istikrarsızlık getirir. Ekonomi tam istihdama yaklaşırken, para arzında işsizliği azaltmak amacıyla yapılacak artışların başarılı olamayacağı ifade edilmektedir. Bununla birlikte monetaristlerde para arzında meydana gelen değişimlerin üretim, istihdam ve fiyatlar üzerinde belirleyici olduğu görüşü hâkimdir. Ancak üretim ve istihdam üzerindeki etki kısa sürelidir. Piyasa mekanizmasının işleyişine duyulan güven sayesinde para arzındaki değişimler uzun dönemde sadece fiyatları etkilemektedir.

1.1.2.4. Rasyonel Beklentiler Teorisi

Rasyonel beklentiler teorisi ilk olarak 1961 yılında J. Muth' un "Rasyonel Beklentiler ve Fiyat Hareketleri Teorisi" adıyla yayınlamış olduğu makalesi ile ortaya çıkmıştır.³⁹

Bu önermeye göre, rasyonel oldukları varsayılan karar birimleri, iktisadi koşullar hakkında sahip oldukları geçmişe ve geleceğe ilişkin tüm bilgiyi en uygun biçimde değerlendirmek suretiyle, sistematik beklenti hataları yapmadan öngörüler oluşturmakta ve söz konusu öngörülerin ışığında iktisadi faaliyetlerini yürüterek fayda-kar maksimizasyonunu sağlamaktadır. Diğer bir deyişle bireyler, iktisat politikası uygulamaları ve bu uygulamaların yaratacağı etkiler konusunda tam bir enformasyona sahiptirler ve dolayısıyla sistematik bir hata yapmaları söz konusu olamaz.

Rasyonel beklentiler teorisinin iktisat bilimine getirdiği yenilik "beklentiler" konusunda olmuştur. Esasen, iktisat teorisinde beklentiler konusu, ilk kez Cobweb teorisinde (örümcek ağı teorisi) incelenmiştir. Bu teori özellikle, tarımsal ürünlerin arzının, bu ürünlere olan talepteki beklentilere göre gerçekleşeceğini açıklamıştır. Gerek Keynesyenler ve gerekse Monetaristler, fertlerin genel fiyat seviyesindeki değişimleri önceden tahmin etmede "Uyumcu Beklentilere" sahip olacaklarını belirtmişlerdir.⁴⁰ Uyumcu beklentiler teorisine göre gelecekteki fiyat seviyesi önceki dönem(ler)deki fiyatların seviyesine göre belirlenir. Rasyonel Bekleyişler Teorisi,

³⁹ John F. Muth, "Rational Expectations and the Theory of Price Movements" *Econometrica*, (Temmuz 1961), Vol 29, No 3, s.316.

⁴⁰ Aktan, Monetarizm..., a.g.e., s.1.

Klasik iktisatçıların yaklaşımında olduğu gibi insanların en iyi şekilde bilgilendirildiklerine ve bunu çok iyi kullandıklarını varsaymaktadır. Yine piyasada fiyatların ve ücretlerin esnek olduğunu kabul ederler. İşsizliğin daima gönüllü olduğunu, gayri iradi bir işsizlik olmayacağını iddia ederler. Muth, ekonomik yaklaşımda meydana gelen dalgalanmaların büyük bir kısmının ekonomik değişkenlerle ilgili tahminlerde yapılan hatalardan kaynaklandığını ileri sürer⁴¹. Bu teoriye göre özellikle son dönemdeki fiyatlar genel seviyesi ortalaması, gelecekteki fiyatların tahmin edilmesinde önemli rol oynar. Rasyonel beklentiler teorisi ise bireylerin uyumcu (adaptive) değil “rasyonel” (rational) beklentilere sahip olacaklarını ve bu nedenle iktisat politikası uygulamaları karşısında derhal aktif bir tavır alıp, bu politikaların beklenen sonuçlarını değiştireceklerini öne sürmektedir. Muth’a göre ekonomide bekleyişler rasyoneldir. Bekleyişlerin rasyonel olması, bir ekonomik değişkenin rasyonel bekleyişleri oluşturulurken piyasada beklenen değer ile gerçekleşen değer arasındaki farkın, beklenen değeri sıfır olan tesadüfi bir değişken olması anlamını taşımaktadır ki ekonomik birimler, değişkeni etkileyebilmektedirler ve bu alanda elde edebildikleri tüm bilgilerden yararlanabilmektedir. Kısaca, fertlerin rasyonel hareket etmeleri sonucunda, iktisat politikası kendinden beklenen etkileri yaratamaz. Rasyonel beklentiler teorisi taraftarlarına göre; devlet, kısa dönemde dahi, vergiler, kamu harcamaları ve para arzı gibi araçları kullanarak, üretim, istihdam, fiyat istikrarı vb. ekonomik değişkenler üzerinde etkili olamaz. Bu bakımdan “aktif” iktisat politikaları yerine “istikrarlı” politikalar kullanılmalıdır. Bu teoriye göre, devlet sadece oyunun kurallarını belirlemeli; fertler de, hangi imkânların kendilerine açık olduğunu bilip kararlarının muhtemel sonuçlarını önceden kestirebilmelidir. Rasyonel beklentiler teorisine göre ekonomide para arzı artırıldığı zaman, bireyler bunun belli bir dönem sonra fiyatlar genel seviyesi ile birlikte nominal faiz oranını da yükseltebileceğini tahmin edebilirler. Bireyler para arzının enflasyonist bir etki yaratacağını bildikleri için buna karşı rasyonel davranışlarda bulunacaklardır.

Rasyonel beklentilerin hatası; değişkeni belirleyen süreçte yer alan tesadüfi değişken ile sınırlıdır. Bu nedenle tahmin hatası süreçte yer alan ve tahmini mümkün

⁴¹ Ömer Karaoğlu, “Rasyonel Bekleyişler Teorisi”, 2013, **İktisadi Düşünce Tarihi**, Sakarya Üniversitesi, 2013, s. 5.

olmayan tesadüfi değişkene eşit olur. Böyle bir durum ise istatistiksel olarak tahminin en üst doğruluk sınırına ulaştığını gösterir.⁴²

Rasyonel Beklentiler Teorisi tahmin ve beklentilerin her zaman doğru sonuç vereceği iddiasında değildir. Ekonomik değişkenleri belirleyen süreçlerin büyük çoğunluğu “tesadüfi” süreçlerdir. Yani süreçler önceden tahmini mümkün olmayan bazı özellikler taşır. İktisadın kendine konu olarak insan davranışlarını alması, değişkenleri belirleyen süreçlerin de tesadüfi unsurlar içermesi anlamına gelir.

Rasyonel Beklentiler Teorisi, para politikasının kısa ve uzun dönemde ekonomide sadece fiyatlar genel seviyesini etkileyeceğini öne sürer ve maliye politikasının ise uzun dönemde istihdam ve üretim üzerinde olumsuz etkiler yapacağını iddia eder.

Rasyonel Beklentiler Teorisi klasik iktisatçılar ve moneteristler gibi devlet harcamalarındaki artışın özel tüketim ve yatırım harcamalarında veya ithalatta meydana gelecek bir azalma ile karşılanacağını kabul eder. Bu nedenle devlet harcamalarındaki bir artış, toplam talebi etkilemez. Dolayısıyla milli gelir ve istihdam düzeyinde bir gelişme olmayacaktır. Buna karşın Rasyonel Beklentiler Teorisi maliye politikasının toplam arz üzerinde olumsuz etkilerde bulunduğu görüşündedir. Bunun sebebi ise daha çok devlet harcamalarının vergi artışıyla finanse edilmesidir. Devlet harcamalarının artırılmasına, vergi indirimlerine veya para arzının azaltılması veya artırılmasına karşıdırlar.

John Mutt’ un geliştirdiği rasyonel beklentiler ile ilgili düşünceleri, 1970’li yıllarda Lucas, Sargent, Wallace ve Barro gibi iktisatçılar makroekonomiye aktarmış ve bu iktisatçıların öncülüğünde Yeni Klasik okul anlayışı ortaya çıkmıştır. 1980’li yılların başında ise rasyonel beklentileri benimseyen Yeni Keynesgil görüş ortaya çıkmıştır. Yeni klasik okul ve yeni Keynesyen iktisat kuramlarına geçmeden Rasyonel Beklentilerin finans piyasasında ortaya çıkan “Etkin Piyasalar Hipotezi”ne değinilecektir.

⁴² Karaoğlu, a.g.e., s. 5.

1.1.2.5. Etkin Piyasalar Hipotezi

Etkin Piyasa Hipotezi 'ne göre piyasalar bilgisel olarak daima etkin ve yatırımcıları rasyoneldir. Etkin piyasalarda tüm katılımcıların bilgiye tam olarak ve anında ulaştıkları varsayılır. Hisseler en nihayetinde denge fiyatına ulaşacaktır. Yaşanan finansal krizler ise kısa dönemli düzeltme hareketleridir.⁴³ Etkin Piyasa Hipotezinin mucidi olarak bilinen Fama'ya göre; etkin piyasayı; karını maksimize etmek isteyen çok sayıda firmanın bulunduğu, hepsinin gelecek piyasa fiyatlarını tahmin etmek istedikleri ve önemli bilgilerin tüm katılımcılara açık olduğu bir piyasa olarak tanımlamıştır. Finansal piyasaların yeterli haber ve bilgiye sahip olduğunu, herhangi bir anda işlem gören hisse senedi ya da tahvil fiyatının bilinen tüm haber ve bilgiyi içerdiğini savunur.⁴⁴ Buna göre herkesin bildiği haber ya da bilgi ile diğerlerine görece yüksek bir kazanç ya da düşük bir kayıp sağlanamaz.⁴⁵ Etkin piyasalarda normalin üzerinde kâr elde etme olanağı yoktur. Diğer yandan işletmelerin dış finansmanlarında en önemli kaynağı oluşturan bankalar, hem kredi öncesi, kredi alıcıları hakkında bilginin toplanması ve değerlendirilmesi hem de kredi sonrası alıcının performansının gözetlenmesinde uzmanlaşmış aracı kurumlar olup diğer araçlara göre daha avantajlı konumdadırlar. Bu nedenle kredinin yaratılma sürecinde önemli bir etkiye sahiplerdir.⁴⁶

1.1.2.6. Yeni Klasik Makro İktisat Modeli

Keynesyen modelde dar bir kapsamda ele alınan, Monetarist modelde ise geçmişe uyarlandığı varsayılan beklenti kavramının, ekonomik karar birimlerinin rasyonel olmaları varsayımıyla yeniden modellendiği Yeni Klasik yaklaşımda, para ve maliye politikalarının etkinliklerine ilişkin tartışmalara önemli katkılar getirilmektedir. Genel olarak müdahaleci politikaların önerilmediği Yeni Klasik

⁴³ İhsan Kulalı, "Etkin Piyasalar Hipotezi ve Davranışsal Finans Çatışması", **Finans ve Bankacılık Çalışmaları Dergisi**, IJFBS, Cilt 5 Sayı 2, Özel Sayı, 2016, s.46.

⁴⁴ Cenk Tufan, Reyhan Sarıççek, "Davranışsal Finans Modelleri, Etkin Piyasa Hipotezi ve Anomalilerine İlişkin Bir Değerlendirme", **Trakya Üniversitesi Sosyal Bilimler Dergisi**, Cilt 15 Sayı 2, 2013, s.163.

⁴⁵ Mehmet Baha Karan, **Yatırım Analizi ve Portföy Yönetimi**, Gazi Kitabevi, 2001, s.267.

⁴⁶ Eugene Fama, "What's Different About Banks?", **Journal of Monetary Economics**, Volume 15, No: 1, (January 1985), s. 30.

yaklaşımında, iktisat politikalarının etkinliği konusunda iki teori ön plana çıkmaktadır. Bunlar sırasıyla, Sargent ve Wallace tarafından ortaya atılan “politika etkinsizliği” önermesi ve John Mutt’un geliştirdiği Barro gibi iktisatçıların makroekonomiyeye taşıdığı Rasyonel Bekleyişler Teorisidir. Buna göre, ekonomi birimleri bekleyişlerini rasyonel olarak oluşturduklarında, ekonomi politikalarının, üretimi arttırmaya veya işsizliği azaltmaya ilişkin bir katkısı olmayacaktır.⁴⁷ Ücret ve fiyatlar önemli ölçüde esnektir.

Beklentilerin oluşturulmasında hali hazırda mevcut olan tüm bilgiler kullanılır. Ekonominin üretim ve istihdam gibi reel değerleri üzerinde de kalıcı bir etki doğurmayacaktır. Rasyonel beklentinin varlığı nedeniyle devletin belirlediği politikalar, reel üretimi etkilememekte ancak nominal değerleri değiştirmektedir. Sonuç olarak politika etkinsizliğine inanırlar.⁴⁸ Etkisiz oldukları için, para ve maliye politikaları uygulanmamalıdır.

Yeni klasik makro iktisat teorisine göre, merkez bankası tarafından önceden kamuoyuna ilan edilen bir para politikası ekonominin üretim ve istihdam gibi reel değişkenleri üzerinde hiçbir etki yapamaz, etkisiz olduğu için de para politikasının uygulanmaması gerekir.

Lucas ve Sargent’a göre, işçi ve işverenler doğru ekonomi modelini bilirler ve gelecekte enflasyona dair beklentilerini buna göre şekillendirirler. Para ve maliye politikalarının ekonomiyeye etkilerini incelerken, beklenen ve beklenmeyen politika ayrımı yaparlar. Yeni klasik teoriye göre, beklenen politikalar sadece fiyat genel düzeyini değiştirirken, reel geliri etkilemez. Sadece beklenmeyen, sürpriz politikalar toplam hasılayı etkileyebilir. Aktivist politikalara şüpheyle yaklaşırlar. Bu tür politikaların ekonomide istikrarsızlık yaratacağını ileri sürerler. Dengeden sapmalar beklenmeyen durumlar nedeniyle olabilir.⁴⁹

⁴⁷ Ercan Uygur, “Neoklasik Makroiiktisat ve Fiyat Bekleyişleri Kuram ve Türkiye Ekonomisine Uygulama”, **Ankara Üniversitesi Siyasal Bilgiler Fakültesi Yayınları**, Sayı:532 Ankara, 1983, s. 22.

⁴⁸ Karaoğlu, a.g.e., s. 12.

⁴⁹ A. Yasemin Yalta, " Rasyonel Beklentiler Teorisi", <http://www.acikders.org.tr> (Erişim tarihi: 5 Haziran 2018), **Hacettepe Üniversitesi**, 2011, s. 167.

1.1.2.7. Yeni Keynesyen Makro İktisat Modeli

Yeni Keynesyen modeli, Keynesyen iktisadı tekrar hayata döndürmeye çalışan yaklaşımlardan biridir. Bu amaçla Keynesyen makro iktisadın mikro temellerini inşa etmeye çalışmışlardır. Bu çerçevede çalışmalarında nominal fiyatlar ve ücretlerdeki yapışkanlıklar ile eksik bilgi ve piyasa başarısızlığı konularını vurgulamışlardır. Böylece, özel sektör birimleri rasyonel beklentilere sahip olsa ve para arzındaki değişimleri öngörse bile, toplam talep düzeyindeki değişmelerin, reel ekonomik aktiviteyi etkileyebileceğini göstermişlerdir.⁵⁰ Tam istihdam dengesinin çoğu zaman bir istisna olması, makroekonomik istikrarsızlıkların toplam talep kaynaklı olması, paranın yansız olmaması ve hükümet müdahalesinin etkili olması gibi geleneksel Keynesyen ilkelerin kısmen kabul edildiği Yeni Keynesyen makro iktisat modeli, geleneksel teoriden farklı olarak enflasyonist beklentileri ve arz şoklarını dikkate almaktadır. Genel yapısı itibarıyla, rasyonel beklentilere dayanan, ücret-fiyat katılıklarına ilişkin varsayımları içeren inandırıcı ve ciddi bir makro model oluşturmayı amaçlayan Yeni Keynesyenler, Klasik ve Yeni Klasik makro modellerde iddia edilen piyasaların sürekli ve hızlı temizleneceği varsayımına karşı çıkmaktadır.⁵¹ Yeni Keynesyen yaklaşım, ekonomi politikalarının seçimi konusunda klasik teoriden ayrılmaktadır. Yeni Keynesyenler, birkaç istisnai durum dışında para politikalarına daha fazla önem vermekle beraber, maliye politikalarını Klasik, Monetarist ve Yeni Klasik makro iktisat modellerine göre daha etkin bulmaktadır. Buna göre beklentiler rasyonel olabilmektedir ancak bireyler kendi çıkarlarını gözetmeler bile piyasalar sürekli dengede olamayacaktır. Fiyatlar ve ücretler kısa dönemde esnek olmadığından ekonomide meydana gelen aksaklıklar kendiliğinden giderilemeyecektir. Ayrıca beklenmeyen politikanın toplam üretim üzerinde beklenen politikadan daha büyük bir etkiye sahip olduğunu varsaymaktadırlar. Yeni klasiklerin aksine beklenen politikaların da toplam üretim üzerinde bir etkiye sahip olduğu belirtilmektedir.

⁵⁰ Tahir Büyükakın, “Yeni Keynesyen İktisat mı, Yeni Neo-Klasik Sentez mi?”, **Kocaeli Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi**, (13) 2007 / 1, s. 22.

⁵¹ Snowdon, vd., a.g.e., s. 361-370.

1.2. PARA POLİTİKALARININ AMACI, ÇEŞİTLERİ VE ARAÇLARI

Merkez bankalarının bazı araçlar ile para miktarını etkileyerek makroekonomik değişkenlere yön vermesi amacıyla uyguladığı politikalar bütününe “para politikası” denilmektedir. Söz konusu makro değişkenler; istihdam, millî gelir ve fiyatlar genel düzeyi olup her ekonomi için bu değişkenler ekonomideki genel görünümü yansıtmada en önemli göstergeler arasında sayılmaktadır. Para politikası söz konusu makroekonomik değişkenlere yön verirken arzulanan nihai hedefe toplam talep üzerinden ulaşmaktadır. İzlenen politika toplam talebi arttırmakta ise genişlemeci ya da gevşek para politikası, azaltıcı yönde ise daraltıcı ya da sıkı para politikası olarak tanımlanmakta olup ilerde ayrıntılarına yer verilecektir.

Para politikası amaçları genel olarak aşağıdaki gibi verilebilir:

- Arzulanan bir ekonomik büyüme
- Tam istihdam
- Fiyat istikrarı
- Finansal istikrar

İlk üç amaç daha önce bahsedilen makroekonomik değişkenler olan millî gelir, istihdam ve fiyatlar genel düzeyi ile doğrudan ilişkili iken finansal istikrar ilk üç amaç üzerinde dolaylı etki yaratmaktadır. Bu amaçlardan fiyat ve finansal istikrar merkez bankaları politikalarında ana belirleyiciler olduğundan ayrı başlık altında yer verilmiştir.

Arzulanan Bir Ekonomik Büyüme

Arzulanan bir ekonomik büyümede mevcut milli gelir düzeyi arttırılmaya çalışılarak arzulanan mevcut gelir ve istihdam düzeyi yakalanmaya çalışılır. Bunun için toplam talebi arttırıcı genişlemeci para politikaları uygulanmaktadır.

Tam İstihdam

Tam istihdam, emek faktörünün tamamının kullanımı olup tam istihdam hedefi, mevcut istihdam düzeyini doğal istihdam düzeyine getirmek olarak tanımlanabilir. Para politikasında bu hedefin seçilmesi durumunda eksik ya da aşırı istihdam durumuna göre toplam talebi arttırmak ya da azaltmak üzere genişlemeci ya da sıkı para politikaları uygulanmaktadır.

1.2.1. Fiyat İstikrarı

Ekonomik birimler, yatırım, tüketim, tasarruf yapma gibi kararları alırken dikkate aldığı en önemli değişkenlerden biri fiyat düzeyleridir. Fiyat istikrarı, fiyatlar genel seviyesinin değişim hızı ile ilgili bir kavram olup fiyat artış hızının sıfır olması değil fiyat artış hızının arzulanan bir düzeyde olması olarak tanımlanabilir. Bu düzey, gelişmiş ekonomiler için yıllık fiyat artış hızının %1-3 aralığında olmasıdır. Eğer ekonomide fiyatlar genel düzeyinin değişim hızı arzulanan fiyat artış hızının üzerine çıkmış ise bu durumda *enflasyon* ile mücadele kapsamında fiyat artış hızını düşürmeyi amaçlayan politikalar izlenecektir. Bunun için toplam talebi azaltan daraltıcı para politikaları izlenecektir. Fiyat istikrarsızlığı *deflasyon* şeklinde ise fiyat artış hızını arzulanan düzeye çıkarmak üzere fiyatlar genel düzeyi arttırılacaktır. Bir ekonomide belirli bir dönemde fiyatlar genel düzeyinde sürekli bir düşüşü ifade edilen deflasyonda toplam talebi arttırmak üzere genişlemeci para politikası uygulanacaktır.

Fiyat istikrarı, düşük enflasyon oranını sağlama yanında bu oranın sürdürülmesi amacını da kapsamaktadır. Böylelikle yüksek enflasyonun yarattığı belirsizlik büyük oranda giderilmiş olur. Sürdürülebilir büyüme için bir ön koşul olan fiyat istikrarı ile uzun vadeli faizlerin düşmesi, yatırımların artması, büyümenin

sağlanması ve gelir dağılımı üzerinde olumlu etkinin yaratılması ile tasarrufların artışı beklenmektedir. Enflasyonun düşürülmesi ile tüm bu makroekonomik göstergelerde olumlu gelişmeler görülebilecektir.

1.2.2. Finansal İstikrar

Finansal sistemde yer alan kurumlarda istikrarı ve şoklara karşı dayanıklılığı ifade eden finansal istikrar, krizlerin yıkıcı reel etkileri nedeniyle önemini her daim korumaktadır. Merkez bankaları, daha önce bahsedilen üç amaçtan (tam istihdam, arzulanen ekonomik büyüme ve fiyat istikrarı) herhangi biri üzerine odaklandığında genel olarak finansal istikrarı da destekleyici unsur olarak dikkate almaktır.

Finansal istikrar, geniş anlamda, ekonomik fonksiyonların, geçici bir dalgalanma ve şok dönemlerinde etkin bir şekilde çalışması iken dar anlamda, varlık fiyatlarında uzun süreli oynaklıkların yaşanmaması durumudur.

Finansal sistemin etkinliğinde merkez bankaları, diğer finansal piyasa katılımcılarına göre tüm piyasayı kapsayan bilgi ağına ve birikimine sahip olması nedeniyle ayrı bir sorumluluğa haizdir. Denetim ve gözetim fonksiyonunu diğer kamu kurumlarına devretmekle birlikte temel hedefi olan fiyat istikrarı yanında finansal istikrara yönelik, acil likidite desteği, son kredi mercii, kısa vadeli faiz ayarlamaları gibi politikaları uyguladığı görülmektedir.

Svensson'a göre iyi ödeme sistemi ile birlikte finansal istikrar çoğu merkez bankaları için önemli ek bir hedeftir. Bu amaç kriz anlarında uygulanan sıkı para politikası döneminde uygun olabilecektir. Bunu yaparken finansal istikrar raporları sunularak şeffaf bir yol izlenmeli ve finansal istikrar gözlemlenmelidir.⁵²

⁵² Lars E. O. Svensson, "Monetary Policy and Real Stabilization", Rethinking Stabilization Policy, NBER Working Paper No. 9486, Cambridge, 2003, s. 38.

Tablo 1. Fiyat ve Finansal İstikrarın Sağlanması ve Sürdürülmesine Yönelik Araçlar

Araçlar	Fiyat İstikrarı	Finansal İstikrar	
		Sisteme Yönelik	Bireysel Kuruluşa Yönelik
1- Para Politikası Stratejisi	Xx	x	
2- Kısa Dönem Faiz Oranları	Xx	x	
3- Açık Piyasa İşlemleri (APİ)	Xx	x	
4- Ödemeler Sistemi		xx	
5- Kamu-Özel Arası İletişim	Xx	Θ	Θ
6- Acil Likidite Desteği		xx	xx
7- Kriz Koordinasyonu		Θ	ΘΘ
8- Etkin Düzenleme		O	OO
9- Etkin Denetim		O	OO
10- Mevduat Sigortası		O	OO

Kaynak: Tommaso Padoa-Schioppa, “Central Banks and Financial Stability: Exploring The Land in Between”, Second ECB Central Banking Conference “The transformation of the European financial system”, European Central Bank, Frankfurt, 2002, s. 24.

Tüm bu araçlardan bakıldığında bazı merkez bankalarının fiyat ve finansal istikrarı sağlamadaki görev ve sorumluluk dağılımları Tablo 1’de, verilmiştir. Tabloda yer alan sembollerin anlamları aşağıda verilmiştir. Buna göre,

x = Merkez bankalarının etkin denetim rolü olmadan uyguladığı araçlar,

O = Diğer kurumlara ait araçlar,

Θ = Merkez bankası ve diğer kurumlar tarafından kullanılabilen araçlardır.

Çift semboller, aracın doğrudan kullanımını, tek semboller ise dolaylı kullanımını ifade etmektedir.

Bu araçlar, hem fiyat istikrarının hem de finansal istikrarın oluşturulması ve sürdürülmesinde ortak olarak kullanılabilirler. Tabloda verilen araçlar ve kullanım şekilleri sadece politika oluşturmaya yönelik bir yol göstericidir. Ülkenin

ekonomik yapısına göre araçları kullanan kurumların ve söz konusu araçların kullanım alanlarının değişiklik göstermesi muhtemeldir.⁵³

1.2.3. Daraltıcı (Sıkı) Para Politikası

Temelde ekonomideki toplam para miktarının azaltılması, sıkı para politikasının bir sonucudur. Ekonomide dolaşan para arzını kısırarak toplam talep yüksekliğini frenlemeyi dolayısıyla fiyatların düşmesini hedeflemektedir. Bu hedefi gerçekleştirirken de tüketim eğilimini tasarruf eğilimine çevirmektedir.

Merkez bankası sıkı para politikasını uygularken pek çok araçla para arzı üzerinde oynayabilmektedir. Örneğin para arzını, açık piyasa işlemleri ya da zorunlu karşılık oran artışları ile kısıtlayabilmektedir. Para arzının azaltılması ile faizlerin yükselmesi, faizlerin yükselmesi ile de tasarruf eğiliminin artması yönünde zemin yaratılmaktadır.

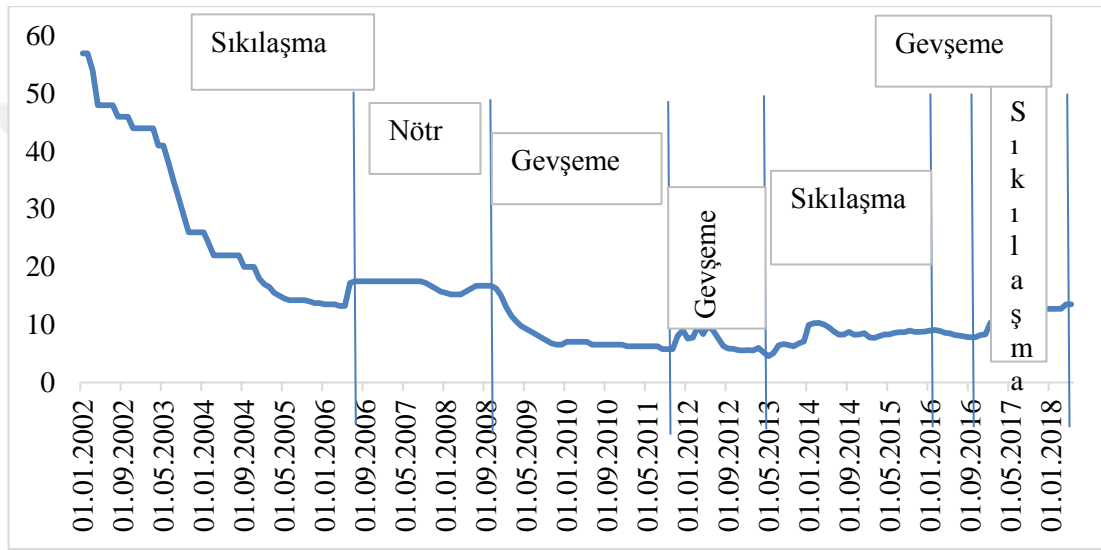
1.2.4. Genişletici (Gevşek) Para Politikası

Gevşek para politikası ekonomideki toplam para arzının artırılması anlamına gelmektedir. Ekonomide arzu edilen büyüme için, var olan durgunluğu gidermek ya da işsizliği azaltmak için merkez bankaları genişletici politika önlemlerini devreye sokabilir.

Gevşek para politikasında para arzı artacağından faiz oranları da düşecektir. Bu sayede tüketim eğilimi artacak, ekonomik aktivite hızlanacaktır. Piyasadan tahvil satın almak, reeskont ve karşılık oranlarını azaltmak gevşek para politikasında para arzını artırma araçlarından bazılarıdır. Örneğin makroekonomik değişkenlerden eksik istihdam durumunun yaşanması halinde, genişlemeci para politikası uygulanarak toplam talebin artırılması ve milli gelirin tam istihdam düzeyine çıkarılması hedeflenebilir.

⁵³ Tommaso Padoa-Schioppa, "Central Banks and Financial Stability: Exploring the Land in Between", **Second ECB Central Banking Conference** "The transformation of the European financial system", European Central Bank, Frankfurt, 2002, s. 24.

2008 küresel kriz ile dünyada genişlemeci para politikası uygulamalarına önemli büyüklüklerde tanık olunmuştur. Örneğin Amerika Merkez Bankası (FED), kriz sonrası genişletici para politikası uygulamasına ağırlık vermiş, faizi sıfır seviyesine kadar çekerek ekonominin tekrar hızlanması için harekete geçmiştir. Bu sayede finansal sektör yeniden işlevsel hale getirilmeye çalışılmış, bu amaçla finansal sektöre likidite ve/veya sermaye desteği sağlanmış, iç talep artışı genişletici maliye politikaları ile de desteklenmiştir.⁵⁴



Kaynak: TCMB verilerinden oluşturulmuştur.

Şekil 1. TCMB Para politikası duruşu

Ülkemizde de makroekonomik göstergelere göre gevşek ya da sıkı para politikaları uygulanmaktadır. Şekil 1’de 2002’den bu yana TCMB’nin uyguladığı para politikası duruşlarına yer verilmiştir. Ağırlıklı ortalama fonlama maliyeti verisine göre oluşan grafikte gevşeme ve sıkılaştırma dönemleri ayrıştırılmaya çalışılmıştır. 2011 sonrası doğrudan ağırlıklı ortalama fonlama maliyeti, 2011 öncesi ve Mayıs 2010 kadar haftalık repo faizi, Mayıs 2010 öncesi ise gecelik (overnight-ON) borç alma faizi dikkate alınmıştır.

⁵⁴ Erişah Arıcan ve Başak Tanınmış Yücememiş, “Para politikaları Işığında Türk Bankacılık Sektörü Genel Değerlendirmesi”, yy. t.y.

1.2.5. Genel Para Politikası Araçları

Merkez bankasının ekonomiye yön vermek için kullandığı enstrümanlar, para politikası araçları olarak tanımlanır. Politika aracının kullanım yönünün, genişlemeci ya da daraltıcı olarak tanımlanması, politika eyleminin toplam talep üzerinde yaratacağı etkinin yönüne bağlıdır.

Para politikası araçları üç kategoride toplanabilir:

Birinci kategoride; direkt (dolaysız) para politikası araçları yer almakta olup bunlar; (1) Kredi tavanı, (2) faiz denetimi ve (3) diğer şekilde verilebilir.

İkinci kategoride dolaylı para politikası araçları yer almakta olup bunlar;

- Açık piyasa işlemleri (APİ),
- Zorunlu karşılıklar
- Reeskont politikası
- Faiz politikası,
- Kur politikası
- Para basma
- Açık sözlülük (iletişim) politikası

olarak sıralanabilir.

Üçüncü kategoride ise enflasyon hedeflemesi yer almaktadır.

Merkez bankaları, para politikası araçları ile ekonomideki likiditeyi yönetmektedirler. Merkez bankalarının likidite arzını yönetmeleri anlamına gelen likidite yönetiminde amaç, kısa vadeli faiz oranlarının nihai amaca uygun bir düzeyde gerçekleşmesini sağlamaktır.

Fiyat ya da miktara limit koyma gibi doğrudan müdahale yoluyla uygulanan dolaysız para politikası araçları günümüzde pek kullanım alanı bulamamakta, uygulama alanı daha çok dolaylı politikalar üzerinden gerçekleşmektedir.

İleriki kısımda ülkemizde TCMB tarafından uygulanan para politikası araçlarından dolayı araçlara ve enflasyon hedeflemesine yer verileceğinden burada ayrıca verilmeyecektir.

1.2.6. Geleneksel Olmayan Para Politikası Araçları

Temel amacı fiyat istikrarını sağlamak olan para politikası, bu amacı gerçekleştirmek için temel araç olarak kısa vadeli faiz oranlarını kullanmakta, bu oranları değiştirerek aktarım mekanizmalarının yardımıyla ekonomideki finansman kanallarını etkileyebilmektedir. Bu sayede, mal ve hizmet talebine ve dolayısıyla enflasyona yön verebilmektedirler. 2008 küresel finansal kriz döneminde normal koşullarda iyi işleyen aktarım mekanizmasının etkililiği dikkate değer ölçüde azalmış ve merkez bankalarının para politikalarını yeni döneme göre uyarlamaları gerekliliği ortaya çıkmıştır.⁵⁵

Bu kapsamda geleneksel olmayan para politikası araçları beş temel başlıkta verilmiş olup, Zorunlu Karşılık Oranı Uygulaması ve Faiz Koridoru Politikası, Türkiye uygulaması bölümünde verileceğinden burada ayrıca anlatılmamıştır. Bu araçlar şöyledir:⁵⁶

- Miktarsal Genişleme,
- Kredi Genişlemesi,
- Faiz Taahhüdü Politikası,
- Zorunlu Karşılık Oranı Uygulaması ve
- Faiz Koridoru Politikasıdır.

Geleneksel olmayan para politikası yukarıda sayılanlarını yanında acil kredi programlarını ve devlet teşvikli kredileri de içerir. Bu politika araçları hazine bono faizlerinde herhangi bir değişim yaratmadan bir ek genişleme olarak görülür.⁵⁷

⁵⁵ Umut Vural, “Geleneksel Olmayan Para Politikalarının Yükselişi” , **TCMB**, Uzmanlık Yeterlilik Tezi Türkiye, Ankara, (Mart 2013), s.20.

⁵⁶ Kevin D. Sheedy , “Conventional and Unconventional Monetary Policy Rules “ , **London School of Economics** , (Ağustos 2016), s.5.

⁵⁷ A.g.e.

1.2.6.1. Miktersal Genişleme

Miktarsal genişleme (quantitative easing) olarak adlandırılan politikada merkez bankaları, kendi bilanço büyüklüklerini kullanarak, politika faiz oranları sıfır düzeyine bile inse, iktisadi faaliyetleri canlandırabilirler. Merkez Bankası, bankalardan ve finansal kurumlardan önemli miktarda varlık alarak hem bilançosunu hem de parasal tabanı genişletmektedir.⁵⁸ 2008 küresel krizin ardından, birçok gelişmiş ülke merkez bankası, politika faiz oranlarını düşürmeye ve likidite sıkıntısı içinde olan bankalara kredi açmaya başlamışlardır. Faiz oranları sıfır düzeyine yaklaştıkça ve faiz indirimlerinin piyasaya yeterli likiditeyi sağlayamadığı durumlarda merkez bankaları alternatif bazı önlemler olarak piyasaya para sağlamışlardır. Bu şekilde temel politika aracı olan faiz oranı temel araç olmaktan çıkmış, paranın miktarı araç olarak kullanılmaya başlamıştır.

Miktarsal genişleme, merkez bankalarının ekonomik aktivite düzeyini arttırmak için kullandıkları bir politika olup, enflasyon hedefinin tutturulmasına yardımcı olmasının yanı sıra para piyasası koşullarının gelişmesine de katkıda bulunmaktadır. Doğrudan miktarsal genişlemede merkez bankaları faiz oranından ziyade piyasadaki likidite ile ilgilenmektedir.⁵⁹

Yeni finansman kaynakları firmalara yeni yatırımlar yapmalarına imkân tanımakta bu da toplam harcamayı arttırmaktadır. Merkez bankalarının bilançosunda geçici bir değişikliğe sebep olan repo işlemi gibi açık piyasa işlemlerinin aksine, merkez bankalarının bilanço büyüklüğünü etkileyen miktarsal genişleme, bütün parasal genişleme araçları tüketildikten sonra son çare olarak kullanılmaktadır.⁶⁰

⁵⁸ Gert Peersman, "The Effectiveness of Unconventional Monetary Policies", **Financieel Forum / bank- en Financiewezen**, 2014/1, s. 64.

⁵⁹ R. A. Anil Perera, "Monetary Policy in Turbulent Times: Impact of Unconventional Monetary Policies", (Ağustos 2010), y.y., s. 18.

⁶⁰ Vural, a.g.e., s. 23.

1.2.6.2. Kredi Genişlemesi

Kredi genişlemesi politikası, menkul kıymetlerin, anonim şirket borç senetlerinin ya da varlığa dayalı menkul kıymetlerin, daralan likidite ve dağılım sorununu çözmek amacıyla belirli piyasalardan doğrudan satın alınması ile uygulanmaktadır.⁶¹ Kredi genişlemesinin temel amacı, işlevini yitirmiş piyasaların yeniden kurulması ya da değiştirilmesinin sağlanarak likidite ve kredi risk primini azaltmak ve finansal işlemlerin kurtuluşunu sağlamaktır.

Merkez bankalarının bilanço büyüklüğünü etkileyen miktarsal genişlemeden farklı olarak, kredi genişlemesi merkez bankalarının bilançosunun kompozisyonunu değiştirmektedir. Miktarsal genişlemede doğrudan para yaratılırken, kredi genişlemesinde merkez bankaları piyasadaki likiditeyi, ticari menkul kıymetleri satın alıp risksiz menkul kıymetleri piyasaya sürerek arttırmaktadır. Örneğin FED bu politikayı uygulayarak varlıkların alınması yoluyla finansal krizin önlenmesi ve giderilmesini amaçlamış, piyasaya likidite sağlayarak mortgage faiz oranlarının düşürülmesi ve ekonominin önemli kesimlerine doğrudan kredi kanallarının oluşturulması sağlamıştır.⁶² Bazı durumlarda kredi genişlemesi de miktarsal genişleme gibi merkez bankalarının bilançolarını genişletebilir ancak kredi genişlemesinin odak noktası varlıkların çeşitlendirilmesidir. Bu işlem bilançonun büyüklüğünü ve vade yapısını değiştirmemekte sadece bilançonun kompozisyonu değiştirmektedir. Böylece risksiz menkul kıymetler piyasaya sürülürken riskli menkul kıymetler merkez bankasına gelmekte ve risk yer değiştirmekte, merkez bankalarının bilançolarının risk profilini de etkilemektedir.

Bu politika ile amaçlanan, merkez bankalarının finansal kuruluşları ya da finansal olmayan firmaları kurtarmak değil sistemik riski önleyerek finansal sistemin istikrarını sağlamak olmalıdır. Küresel finansal krizde, yeterli hukuki altyapının olmayışı, iflas yasasının eksiklikleri ve hükümetin özel kurumlara likidite enjekte

⁶¹ Perera, a.g.e., s. 19.

⁶² Michael Joyce, David Miles, Andrew Scott ve Dimitri Vayanos, "Quantitative Easing and Unconventional Monetary Policy – an Introduction", **The Economic Journal**, 122 (Kasım 2012), .s.272.

etmesi ile ilgili yasal bir çerçevenin olmayışı sebepleriyle merkez bankaları bireysel kuruluşları kurtarmak zorunda bırakılmıştır.⁶³

Sonuç olarak, kredi genişlemesi önlemleri kapsam olarak daha küçük çaplı olup, etkinlikleri konusunda yeterli kanıt bulunmamaktadır. Ancak son krizde gelişmiş ülkeler bu politikayı önemli ölçüde kullanmışlardır. Geleneksel para politikalarının teorik temelde sağlam dayanakları bulunmakla birlikte geleneksel olmayan para politikalarının ekonomideki etkisi hakkında kesin bir yargıya varılması konusunda eksiklikler mevcuttur.⁶⁴ Diğer yandan bu politikaların etkinliği hakkında herhangi bir yargıda bulunmak mümkün olmamakla birlikte birçok piyasada uygulanan kredi genişlemesi politikasının risk primlerinin düşmesine yardımcı olduğu da gözlemlenmiştir.⁶⁵

1.2.6.3. Faiz Taahhüdü Politikası

Merkez Bankalarının başarısı açısından iletişim oldukça önemlidir. Ekonomide işler kötüye gittiğinde ya da geleneksel para politikaları çalışmadığı zaman bile iyi bir iletişimle piyasa Merkez Bankasının istediği yöne yönlendirilebilir. verilememektedir. Ancak Merkez Bankasının, faiz oranlarının gelecekte alacağı değerlere ilişkin önceden bazı taahhütlerde bulunması piyasayı yönlendirici etki yapacak ve uzun vadeli faiz oranlarına bir istikrar kazandıracaktır.⁶⁶ Merkez Bankaları faiz taahhüdü politikası ile politika faiz oranını belirli bir süre düşük düzeyde sabit tutacağını açık ya da üstü kapalı bir şekilde taahhüt edip beklentileri yönetebilmektedir. Özel sektör beklentilerinin makroekonomik dengeye ulaşmada önemli rol oynadığı günümüzde, merkez bankaları bu politikayı kullanarak, ekonominin gidişatı ve kısa vadeli faiz oranları ile ilgili özel sektörün beklentilerini yönlendirerek ekonomik aktiviteyi etkileyebilmektedir. Faiz taahhüdünün açık bir şekilde belirtildiği durumlarda, piyasalar kendini tam olarak toparlayıncaya kadar kısa dönemli faiz oranı düşük düzeyde tutulmaktadır. Faiz taahhüdü politikası

⁶³ Vural, a.g.e., s.26.

⁶⁴ Joyce, a.g.e., s. 275.

⁶⁵ Vural, a.g.e., s.27.

⁶⁶ Zekayi Kaya ve Erkan Tokucu, “Son Finansal Kriz Öncesi ve Sonrası Para Politikalarında Gelişmeler ve Merkez Bankalarının Değişen Rolü”, **International Conference on Eurasian Economies**, 2014, s. 8.

nispeten kolay duyurulabilir bir politika olup, merkez bankalarının faiz oranının bu düşük seviyesini belirli bir süre daha koruyacağı konusunda kamuoyu ile iletişiminin iyi düzeyde olması gerekmektedir.

Merkez bankaları bu politikayı uygularken enflasyon oranını göz önünde bulundurmamak durumundadır. Düşük faiz oranı taahhüdü, talebi fazla arttırıp enflasyonu beklenenden fazla arttırma eğilimine girerse, merkez bankaları bu taahhüdü çiğneyip faiz oranını yükseltmek durumunda kalabilir. Ancak böyle bir durum merkez bankalarının kredibilitesine zarar verebilmektedir.

Bu politikada faiz taahhüdü açık ve net bir şekilde belirtilebileceği gibi üstü kapalı olarak da ifade edilebilmektedir. Normal şartlar altında faiz taahhüdünün üstü kapalı olarak ifade edilmesinde bir sakınca bulunmamakla birlikte kriz dönemlerinde bu taahhüdün açık bir şekilde ifade edilmesi piyasa beklentilerini daha etkin yönetmede önemli rol oynamaktadır.

Sonuç olarak faiz taahhüdü politikası ile kısa vadeli faiz oranı beklentilerinin bir yansıması olan uzun vadeli faiz oranı merkez bankaları tarafından daha iyi yönetilebilmektedir. Bu politikanın işleyebilmesi için taahhüdün güvenilir ve enflasyon beklentilerinin sabitlenmiş olması gerekmektedir. Bu politika özellikle belirsizliğin yüksek olduğu dönemlerde kullanışlı olmakta, düşük faiz oranı taahhüdü uzun dönemli yatırımları arttırıcı bir etkisi de bulunmaktadır. Merkez Bankasının faiz taahhüdü politikasının başarılı olması için Bankanın güvenilir olması yani verdiği sözü yerine getirileceğine dair kamuoyunda bir inancın olması gerekir.⁶⁷

⁶⁷ Peersman, a.g.e., s. 63.

İKİNCİ BÖLÜM

MERKEZ BANKASI'NIN UYGULADIĞI PARA POLİTİKALARI VE BANKACILIK SEKTÖRÜ İLE İLİŞKİSİ

2.1. TÜRKİYE'DE MERKEZ BANKACILIĞI VE PARA POLİTİKASI

Merkez bankalarının hedeflenen amaçlar doğrultusunda farklı para politikası araçlarına yönelebileceği, hem dolaylı hem de direkt olarak piyasalara yön verebileceği daha önce ayrıntılı olarak verilmişti. Piyasalara yön verilirken merkez bankaları içinde bulunduğu ülkenin siyasi yapısını, amaçlanan ekonomi politikalarını ve uluslararası piyasaları da göz önünde bulundurarak politikalarını belirlemektedir.

Yıllar içinde merkez bankalarının görev ve yetkileri değişmiş olup ülkemizde de Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası'nın (TCMB) kurumsal yapısı ve politikaları ekonominin gereklerine bağlı olarak değişimler geçirmiştir.

2001 yılında yaşanan ekonomik kriz sonucunda dalgalı kur rejimine geçilmiş, ekonomide yapısal dönüşüm süreci kapsamında enflasyon ile mücadele başlatılmış, araç bağımsızlığı sağlanmış, merkez bankalarının temel amacının *fiyat istikrarını* sağlamak ve sürdürmek olduğu açıkça tanımlanmıştır. Ayrıca, Merkez Bankası'nın fiyat istikrarı amacı ile çelişmemek kaydıyla hükümetin büyüme ve istihdam politikalarını destekleyeceği hükme bağlanmış, ana amacı olan fiyat istikrarı yanında ikincil amacı olarak *finansal istikrarı* gözetmek olduğu belirlenmiştir.

4651 sayılı TCMB Kanunu ile Merkez Bankası'nın, Hazine ile diğer kamu kurum ve kuruluşlarına avans ve kredi vermesi, bu kamu kurum ve kuruluşların ihraç

ettiği borçlanma araçlarını birincil piyasadan satın alması yasaklanmış, kamunun finansman ihtiyacını karşılayan kurum olması engellenmiştir.⁶⁸

TCMB'nin yine bu dönemde "hesap verme sorumluluğu" ön plana çıkmış iletişim ve şeffaflığı hayata geçirecek uygulamalara başlamıştır. 2005 yılından itibaren yılda iki kez kamuoyu ile paylaştığı "Finansal İstikrar Raporu" bu doğrultuda yapılan uygulamalardan biri olarak gösterilebilir.

2002 yılından itibaren döviz kuruna dayalı enflasyonu düşürme programından vazgeçilip temel amaç olan fiyat istikrarı doğrultusunda, "*örtük enflasyon hedeflemesi rejimi*" uygulamasına geçilmiştir.

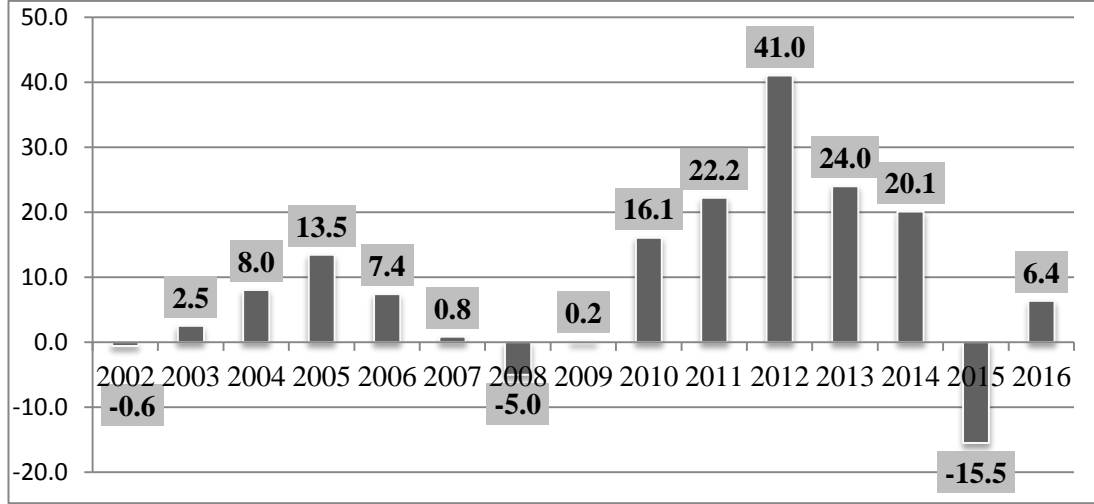
2002 – 2005 yılları arasında ise çalışmaları süren "açık enflasyon hedeflemesine" geçilmiş 2006 yılından itibaren uygulanmaya başlanmıştır. Önceki dönemde faiz kararlarında bir ölçüde dışarıda bırakılan Para Politikası Kurulu "tavsiye veren" konumundan "karar alıcı" konumuna geçmiştir.⁶⁹ Bu amacı doğrultusunda toplam talep ve enflasyon beklentileri yönetilmiş enflasyonla mücadelede önemli aşamalar kat edilmiştir. Ülke ekonomisi yapısı altında belirlenen açık enflasyon hedeflemesi rejiminde temel politika aracı 'kısa vadeli faiz oranları' olmuştur.⁷⁰

2008 küresel finansal kriz, daha önce karşılaşılmamış sorunların, sıra dışı politika araçlarının üretilerek çözümlenmesini beraberinde getirmiştir. Gelişmiş ülke merkez bankalarının parasal genişleme politikaları, Türkiye'nin de aralarında bulunduğu gelişmekte olan ülke ekonomileri üzerinde önemli etkiler yaratmıştır. Bu etkileri sınırlamaya yönelik araçların önemi ve finansal istikrara dair farkındalık artmıştır.

⁶⁸ Erişah Arıcan, "Gelişmekte Olan Ülkelerde İstikrar Politikaları: Türkiye", Derin Yayınları:6, 2002, İstanbul, s. 142.

⁶⁹ Özatay, a.g.e., s. 412.

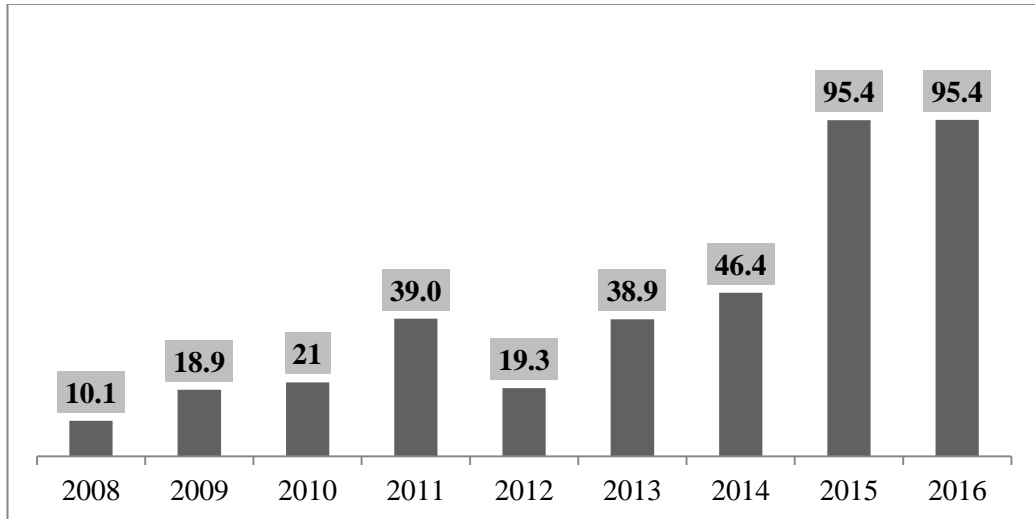
⁷⁰ TCMB, "Dünden Bugüne Türkiye Cumhuriyeti Merkez Bankası", Ankara, 2011, s. 12-16.



Kaynak: TCMB, <https://evds2.tcmb.gov.tr/>, Tüm Seriler, Piyasa Verileri (erişim tarihi Mayıs 2018)

Şekil 2. Türkiye'ye Portföy Yatırımları (Net) (milyar USD)

Şekil 2'de inceleme dönemi içinde Türkiye'ye gelen portföy yatırım tutarları (net) görülmekte olup söz konusu yatırımlar; Hazine Müsteşarlığı'nın ve kamu bankalarının yurtdışındaki tahvil ihracından edinilen borçlanmalar, yurtdışında yerleşik kişilerin Türkiye'deki portföy yatırımlarından ve Türkiye'de yerleşik kişilerin yurt dışındaki menkul kıymet alımlarından (varlıklar) oluşmaktadır.



Kaynak: TCMB, <https://evds2.tcmb.gov.tr/index.php?/evds/serieMarket>
<http://www.tcmb.gov.tr/wps/wcm/connect/TR/TCMB+TR/Main+Menu/Yayinlar/Raporlar/Yillik+Rapor/> (Erişim Tarihi: 3 Mayıs 2018)

Şekil 3. TCMB fonlama miktarı (milyar TL)

Şekil 3'deki göstergeler ise Şekil 2 ile bağlantılı olarak Türkiye'ye gelen portföy yatırımlarının bankalara akan tutarı açısından faydalı bir veridir. TCMB tarafından bankalara yapılan fonlama tutarı verilmiştir. Burada sadece TCMB fonlama miktarı yer alıp bankaların birbiriyle olan işlemleri yer almamaktadır. 2006 öncesi verilere ulaşılammış olup 2006 ve 2007 yılları likidite fazlalığının yaşandığı bir dönem olmuştur. Özellikle 2015 ve 2016'da yüksek oranda fonlama artışının olduğu Şekil 3'de görülmektedir. TCMB'nin bankaları fonlamada kullandığı üç aracı bulunmakta olup bunlar; (1) Gecelik borç verme imkânı (2) Haftalık repo ihalesiyle borç verme imkânı ve (3) Geç likidite penceresi fonlama imkânıdır.

TCMB, söz konusu portföy akımlarının olduğu bu dönemde sermaye kontrollerine yol açmadan sermaye hareketlerinde de istikrarın sağlanabileceği politikaları uygulamaya koymuştur.⁷¹ Bu doğrultuda TCMB, uygulamada olan enflasyon hedeflemesi rejimini, 2010 yılının sonundan itibaren finansal istikrarı da destekleyici bir amaç olarak gözeterek gözden geçirmiş, dış finansal şoklara karşı ekonominin dayanıklılığını artırmak amacıyla politika araç kompozisyonunu artırmıştır.⁷²

2.2. TCMB PARA POLİTİKASI ARAÇLARI

2.2.1. Açık Piyasa İşlemleri (APİ)

Para politikası araçlarından olan açık piyasa işlemleri (APİ), piyasadaki likiditeyi yönetmek ve istenilen kısa vadeli faiz oranlarını gerçekleştirmek üzere merkez bankası tarafından yapılan menkul kıymet alım ve satım işlemleridir. Başka bir deyişle devlet tahvilleri üzerinden direkt olarak alım veya satım yoluyla piyasadaki para miktarını ayarlama yöntemidir. Bunun için merkez bankası, bankalardan ve diğer kurumlardan tahvil, bono veya diğer menkul değerler satın alarak piyasaya likidite vermekte (kısa vadeli faiz düşüşü görülür) ya da tersi olarak

⁷¹ Yasin Akçelik, Erdem Başçı, Ergun Ermişoğlu, Arif Oduncu, "The Turkish Approach to Capital Flow Volatility", **TCMB, Working Paper**, No: 13/06, Ankara, (Şubat 2013), s. 10-12.

⁷² TCMB, "Parasal Aktarım Mekanizması", Ankara, 2013, s. 10.

tahvil, bono veya menkul değerler satarak piyasadan likidite fazlasının emilmesini sağlamaktadır (kısa vadeli faiz artışı görülür).

Piyasadaki para miktarı üzerinden ülkedeki enflasyonist ya da deflasyonist gidişe müdahale edilebilmektedir. Bu müdahale kapsamında açık piyasa işlemleri ile kısa vadeli faiz oranlarına hızlı bir şekilde müdahale edilebilmekte ve uygulanan para politikası günlük olarak revize edilebilmektedir. Açık piyasa işlemleri defansif veya ofansif olabilir. Merkez Bankası, belli dönemlerde (bayram öncesi, yılbaşı öncesi vb.) para tabanında başka faktörlerin etkisiyle görülen değişiklikleri bertaraf etmek için açık piyasa işlemi gerçekleştiriyorsa buna defansif açık piyasa işlemi denir. Fakat, Merkez Bankası bir tehdit olmadığı halde para tabanını değiştirmek için açık piyasa işlemleri gerçekleştiriyorsa, buna ofansif veya dinamik açık piyasa işlemi adı verilir. TCMB'nin temel para politika araçlarından olan APİ işlemlerinin çeşitleri aşağıda verilmiştir.⁷³

a. Doğrudan Alım veya Doğrudan Satım İşlemleri, b. Repo ve Ters Repo İşlemleri, c. Likidite Senedi İhracı, d. Depo İşlemleri.

a. Doğrudan Alım veya Doğrudan Satım İşlemleri:

Doğrudan alım işlemleri, genellikle piyasada kalıcı likidite sıkışıklığı olduğu zaman açık piyasa işlemi yapmaya yetkili kuruluşlar ile gerçekleştirilir. Bu çerçevede Merkez Bankası; tedavülde bulunan kıymetleri, işlem tarihinde belirlenmiş fiyat üzerinden ve işlem valöründe* söz konusu kuruluşlardan satın alır.

Doğrudan satım işlemleri; genellikle piyasada kalıcı likidite fazlası olan durumlarda, açık piyasa işlemleri yapmaya yetkili kuruluşlar ile yapılır. Bu doğrultuda Merkez Bankası; açık piyasa işlemleri portföyündeki mevcut kıymetleri, işlem tarihinde belirlenmiş fiyat üzerinden ve işlem valöründe söz konusu kuruluşlara satışını gerçekleştirir.

⁷³ TCMB, Para Politikası, Piyasa İşlemleri, Açık Piyasa İşlemleri, <http://www.tcmb.gov.tr/wps/wcm/connect/TR/TCMB+TR/Main+Menu/Temel+Faaliyetler/Piyasalar/Acik+Piyasa+Islemleri/>, (Erişim tarihi: 3 Nisan 2018)

* İşlem yapılış tarihi ile işlemin gerçekleşme tarihi arasındaki farkı tanımlar.

Tablo 2. APİ - Doğrudan Alım Satım İşlemleri

İşlem Çeşidi	Durum	Beklenen Sonuç
Doğrudan Alım İşlemi	Kalıcı likidite sıkışıklığının olduğu durumlarda yapılır.	Piyasaya kesin olarak likidite sağlanır, TL faizlerin düşmesi beklenir.
Doğrudan Satım İşlemi	Kalıcı likidite fazlasının olduğu durumlarda yapılır.	Piyasadan kesin olarak likidite çekilir, TL faizlerin yükselmesi beklenir.

b. Repo ve Ters Repo İşlemleri

Repo (ters repo) işlemleri bankacılık sistemi üzerinden genel olarak piyasada likidite sıkışıklığının (fazlasının) geçici olduğu durumlarda, likiditenin artırılması (çekilmesi) amacıyla kullanılır. TCMB, yetkili kuruluşlar üzerinden sözleşme üzerinde belirlenen fiyattan, ileri bir tarihte geri satmak (geri almak) taahhüdüyle menkul kıymet satın alır (satar). TCMB, bu işlemi 1 hafta vadeli repo faizi (politika faizi) üzerinden yapar ve temel para politikası aracı olarak kullanır. TCMB bu şekilde; faiz oranlarını, bankalardan kullanılan kredi hacmini, hisse senedi ve döviz gibi araçların fiyatlarını etkileyebilir. Merkez Bankası'nın belirlediği faiz oranı her Para Piyasası Kurulu toplantısında yeniden tartışmaya açılır. Repo işlemlerine konu olacak tahvil işlem miktarı günlük olarak ilan edilir. Piyasadaki fonlamanın yüzde 40'ı bu oran üzerinden yapılırken, 12 Ocak 2017 itibariyle bu yolun kullanımı geçici olarak bırakılmıştır.

Tablo 3. APİ - Repo ve Ters Repo İşlemleri

İşlem Çeşidi	Durum	Beklenen Sonuç
Repo İşlemi	Geçici likidite sıkışıklığının olduğu durumlarda yapılır.	Piyasaya geçici olarak politika faizi üzerinden likidite sağlanır.
Ters Repo İşlemi	Geçici likidite fazlasının olduğu durumlarda yapılır.	Piyasadan geçici olarak politika faizi üzerinden likidite çekilir.

Ayrıca, TCMB günlük likidite ayarlamasını Gecelik Borç Alma ve Gecelik Borçlanma Faizleri üzerinden de yapabilir. Bankalar, kısa vadeli TL likidite ihtiyaçlarını (fazlalarını) gün içerisinde bu yöntemle başvurarak da yönetebilir.

c. Likidite Senedi İhracı

Piyasadaki fazla likiditenin emilmesine yönelik olarak kullanılan bu araç 2007'den bu yana işleme konulmamaktadır. İkincil piyasada alınıp satılabilen likidite senetleri Merkez Bankası tarafından istenirse erken itfa edilebilir.

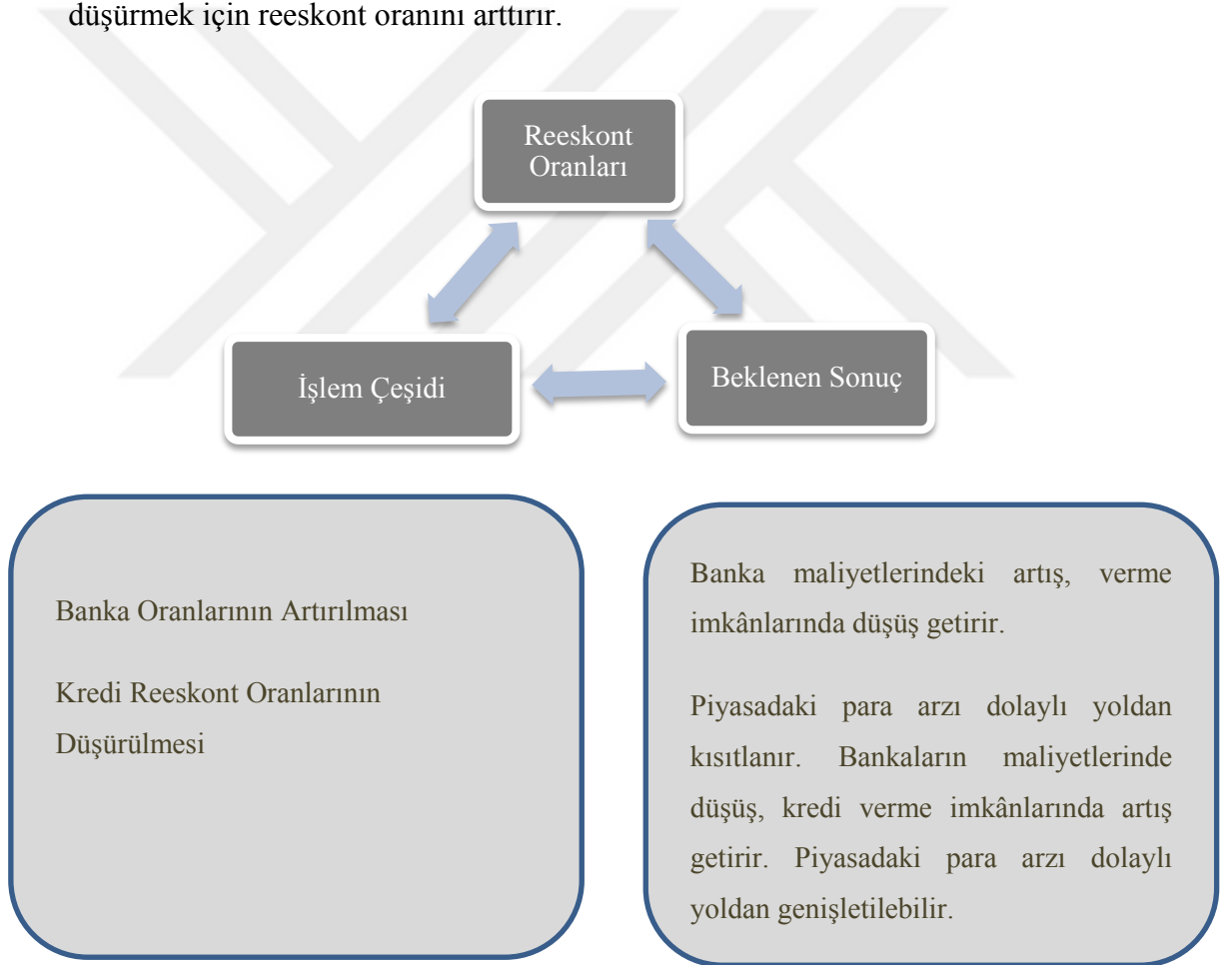
d. Depo İşlemleri

TCMB'nin gün içinde ilan ettiği faiz oranlarından teminatları ve limitleri dâhilinde belirli vadeler için bankalara sağladığı mevduat imkânıdır.

TL ve döviz depo işlemleri bankalara uzun süredir sağlanan bir imkân olmakla birlikte, TL karşılığı döviz depo imkânı 2017 yılı itibari ile yeni sunulan bir imkân olarak ön plana çıkmaktadır. Döviz ihtiyacı olan bankalar, yurtdışındaki başka bankalara gitmek yerine yüzde 10 teminat ile TCMB üzerinden işlem yaparak daha düşük maliyetlerle dövizde ulaşma imkânı bulabilmektedirler. Depo imkânı, Merkez Bankası bünyesinde faaliyet gösteren Bankalararası Para Piyasası aracılığı ile sağlanır.

2.2.2. Reeskont Oranları

Kelime anlamı yeniden iskonto olan reeskont, bankaların, merkez bankasından kısa vadeli kredi kullanımını amacıyla, iskonto ettikleri vadesi gelmemiş bir borç senedini merkez bankasına tekrar iskonto ettirmeleridir. Merkez bankasının bankalara kullandığı *reeskont kredisi* için uygulanan faiz oranı *reeskont oranı* olarak geçmektedir. Merkez bankaları, bu orandaki değişikliklerle dolaylı yoldan para arzını kontrol edebilir. Eğer likidite arzını arttırma amacı taşıyor ise reeskont oranını düşürür ya da tersi durumda likiditeyi azaltmak isterse reeskont kredilerini düşürmek için reeskont oranını arttırır.



Şekil 4. Reeskont Oranları Unsurları

Reeskont oranlarının artırılması, bankaların maliyetlerini artırmaktadır. Böylece bankaların kredi verme iştahları törpülenir ve para arzı sınırlandırılır. Tam tersi olan oranın düşürülmesi durumunda ise, bankaların elinde daha fazla likidite kalır ve bu durum likidite ortamını genişleten bir politika aracı olarak karşımıza çıkar. Diğer yandan reeskont kredileri merkez bankasının tamamen kontrolü altında değildir. Merkez bankası, reeskont oranını düşürse bile bankalar başka kaynaklardan borçlanabiliyor olabilir ya da borçlanmak istemeyebilirler.

Reeskont Kredileriyle İlgili Öneriler

Reeskont kredileri açık piyasa işlemleri kadar etkili ve hızlı değildir. Merkez bankacılığında en önemli ilkelerden biri, varlıkların olabildiğince kısa vadeli olmasıdır. Bir merkez bankası, reeskont penceresinden piyasaya likidite veriyorsa, reeskont ettiği borç senetlerinin kısa vadeli olmasına dikkat eder. Açık piyasa işlemi yoluyla bankalara para veriyorsa, verdiği paranın kısa vadeli (hatta gecelik) olmasını ister. Bir merkez bankasının varlıkları ne kadar kısa vadeliyse, para politikasında o kadar esnekliği var demektir. Arzu ettiği an daha önce verdiği likiditeyi çekebilecek demektir. Reeskont penceresinin bir para politikası aracı olarak uygulanmasında gerçek ticari ilişkiden doğan ve de vadesi kısa olan borç senetlerinin iskonto edilmesi bu açıdan önemlidir.⁷⁴

Monetarist iktisatçılara göre reeskont mekanizması gereksizdir. Para tabanının değiştirilmesi için açık piyasa işlemleri yeterlidir. Friedman, mevduata zorunlu devlet güvencesi olmasının banka hücumlarını önleyeceğini, reeskont kredilerine gerek olmadığını, reeskont mekanizmasının tamamen kaldırılması gerektiğini söylemiştir.⁷⁵

⁷⁴ Ercan Kumcu, "Reeskont kredisi nedir? Ne işe yarar?", <http://www.bloomberght.com/ht-yazarlar/ercan-kumcu/1544786-reeskont-kredisi-nedir-ne-ise-yarar>, (Erişim tarihi: Haziran 2018), (Nisan 2014).

⁷⁵ A. Yasemin Yalta, "Para teorisi ve politikası ders notları", <http://www.acikders.org.tr> (Erişim tarihi: 5 Mayıs 2018), Hacettepe Üniversitesi, 2011, s. 92.

2.2.3. Zorunlu Karşılık

Zorunlu karşılıklar, merkez bankalarının piyasadaki para arzının kontrolü için dolaylı yoldan kullandığı bir para politikası aracıdır. Bu doğrultuda bankaların, mevduat ve diğer taahhütlerinin belli bir oranı kadar miktarı, zorunlu karşılık (ZK) olarak merkez bankası nezdinde, belirli bir süre tutma mecburiyetleri bulunmaktadır. Zorunlu karşılıkların uygulanma gerekçeleri zamana göre değişse de temelde; *ihtiyat, parasal kontrol ve likidite yönetimi* amaçlarını gerçekleştirmek üzere kullanılmaktadır.⁷⁶ Zorunlu karşılık oranının (ZKO) değiştirilmesiyle bankaların kredi kullandırım tutarları yönetilebilmekte fazla likiditenin kontrolü sağlanabilmektedir.⁷⁷ Bankalara yatırılan mevduatların ne kadarının Merkez Bankası'nda muhafaza edileceği zorunlu rezerv oranı ile belirlenmekte olup TL ve döviz cinsi mevduatlarda farklı oranlar uygulanmaktadır.

Zorunlu karşılık oranlarının artırılması ile bankaların elinde tuttuğu mevduat miktarları azalırken, TCMB nezdindeki mevduat hesabı bakiyeleri artar. Bankaların yükümlülük kalemine girmeyen miktarlar yükseldikçe, piyasadaki likidite azalır ve bankaların kredi verme iştahı azalır. Tam tersi durumda ise zorunlu karşılık oranları aşağı çekilerek bankaların elindeki ve dolayısıyla piyasadaki para miktarı artar. Zorunlu karşılık oranı esnek bir politika aracı değildir. Zorunlu karşılık oranında yapılan küçük bir değişiklik bile para arzını büyük oranda değiştirebilmektedir çünkü zorunlu karşılık oranı mevduat çarpanı içinde yer almaktadır.

Merkez bankalarına yatırılacak zorunlu karşılıklar yaratacağı iş yükü açısından günlük mevduattan hesaplanmamaktadır. Her ayın belli bir günündeki mevduat ya da o günden önceki bir dönemin mevduatının ortalaması, zorunlu karşılık oranı ile çarpılarak, yatırılacak zorunlu karşılık tutarı hesaplanmaktadır. Merkez bankalarında tutma süresi, zorunlu karşılık tesisi dönemi olup bazı uygulamalarda tutulan zorunlu karşılıklara faiz ödenmektedir.

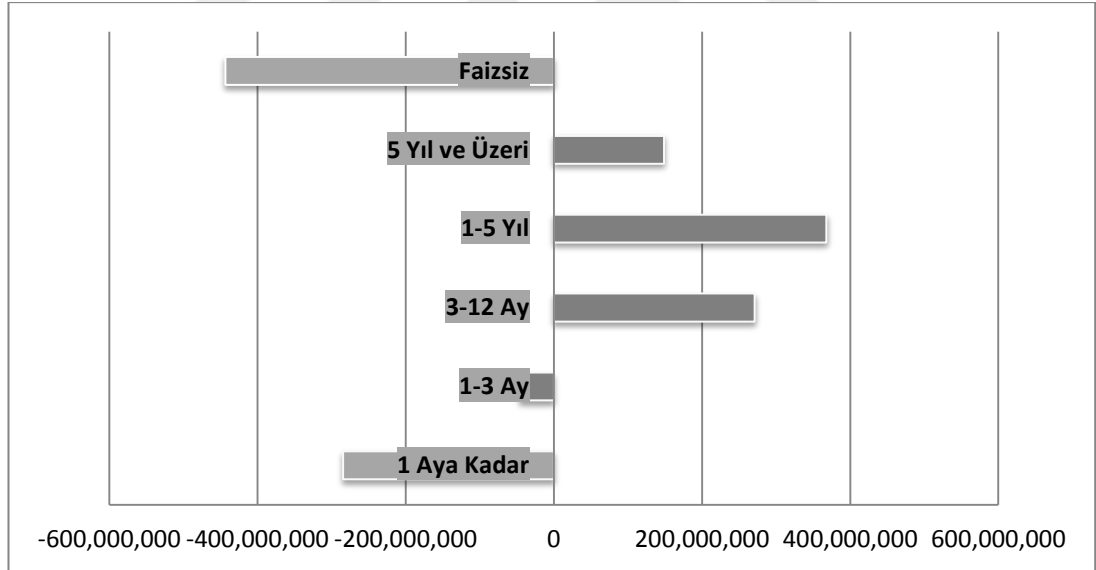
⁷⁶ Koray Alper, S. Tolga Tiryaki, "Zorunlu Karşılıkların Para Politikasındaki Yeri" TCMB, Sayı: 2011-08 Yeri s.2, (Nisan 2011), s. 2

⁷⁷ Önder, a.g.e., s. 16

Zorunlu Karşılıkların Uygulaması

2010 yılının son çeyreğinden itibaren başlayan ve geleneksel olmayan yeni strateji kapsamında, Merkez Bankası, temel politika faizi olan bir hafta vadeli repo ihalelerine ek olarak zorunlu karşılıkları da aktif olarak devreye sokmuştur. Daha önce uygulamada olan mevduat munzam karşılığı ve disponibilite uygulamaları ise uygulamadan kaldırılmıştır.

Türk bankacılık sektöründe yaşanan vade uyumsuzluğu, likidite ve faiz riskini beraberinde getirerek, sisteminin şoklara karşı hassasiyetini artırdığından, 2011 tarihinden itibaren TL ve YP yükümlülükler için zorunlu karşılık oranları mevduatların vade yapısına göre farklılaştırılmıştır. Yapılan farklılaştırma ile kaynakların vadesinin uzatılması, vade uyumsuzluğunun azaltılması ve nihayetinde finansal istikrara katkı sağlanması amaçlanmıştır.⁷⁸



Kaynak: TBB

Şekil 5. Vadeye kalan süreye göre net pozisyon (2016)

Şekil 5’de Türk bankacılık sisteminde 2016 yılına ait varlık ve yükümlülük arasındaki vade uyumsuzluğu açıkça görülebilmektedir.

⁷⁸ TCMB, “Zorunlu Karşılıklara İlişkin Basın Duyurusu”, 2010, s. 68.

Ülkemizde zorunlu karşılıklara tabi yükümlülükler ise şunlardır⁷⁹:

- a) Mevduat/katılım fonu,
- b) Repo işlemlerinden sağlanan fonlar,
- c) Kullanılan krediler (Hazine garantisiyle sağlananlar hariç),
- ç) İhraç edilen menkul kıymetler (net),
- d) Sermaye hesaplamasına dâhil edilmeyen borçlanma araçları.
- e) Yurt dışı merkeze yükümlülükler (net),
- f) Kredi kartı ödemelerinden borçlar,
- g) Müstakrizlerin fonları.

Altın depo hesapları da zorunlu karşılığa tabi yükümlülükler içerisinde Eylül 2011'den itibaren uygulamaya dâhil edilmiştir.⁸⁰ Ayrıca, kıymetli maden depo hesapları için tutulması gereken zorunlu karşılıkların tamamının TCMB nezdinde “standart altın” cinsinden tutulabilmesi imkânı sağlanmıştır.⁸¹

2013 yılından itibaren izleme amaçlı olarak yürürlüğe giren uygulama ile borçluluk oranları yüksek bankalara, fazladan karşılık yükümlülüğü öngörülmüştür.⁸²

TCMB, zorunlu karşılıkları, aktif bir politika aracı olarak farklı boyutlarda işlevsel kılmaktadır. Başka bir deyişle zorunlu karşılık oranlarındaki değişimler üç farklı kanalda karşımıza çıkmaktadır:

(i) TCMB'nin ilan edilen zorunlu karşılık oranlarının seviyesini ve yükümlülük kapsamını değiştirmesi,

(ii) Zorunlu karşılık olarak tutulan fonlara ödenen faiz oranında değişiklik getirilmesi,

⁷⁹ TCMB, “Zorunlu Karşılıklar Hakkında Tebliğ”, (Sayı: 2013/15), R.Gazete No.28862, R.G. Tarihi: 25.12.2013.

⁸⁰ TCMB, Zorunlu Karşılıklar Hakkında Tebliğ (Sayı: 2005/1)'de Değişiklik Yapılmasına Dair Tebliğ, Sayı: 2011/10, Ankara, (Eylül 2011).

⁸¹ TCMB, Zorunlu Karşılıklara İlişkin Basın Duyurusu, Ankara, s. 55.

⁸² TCMB, Finansal İstikrar Raporu, Mayıs 2013, s. 87.

(iii) Rezerv opsiyon mekanizması (ROM) çerçevesinde TL zorunlu karşılıkların yabancı para cinsinden tutulabilme seçeneğinin sağlanması ve bu kapsamda yapılan değişikliklerdir.⁸³

Zorunlu karşılık uygulaması kapsamında 2010 yılından sonra getirilen rezerv opsiyon mekanizması, parasal aktarım mekanizması başlığı altında ayrıntılı olarak verilecektir.

2.2.4. Döviz İşlemleri

Merkez bankaları yerel para biriminin değerini dengelemek amacıyla direkt döviz alım ya da satım işlemleri yapabilirler. Bu işlemlerin kurlar üzerindeki etkisi yanında piyasadaki yerli para likiditesi üzerinde de doğrudan etkisi vardır. Ülkede saf bir dalgalı kur sistemi uygulanıyorsa, merkez bankalarının kurlara herhangi bir müdahalesi olmaz ancak sabit kur sistemi veya yönetilen dalgalı kur sistemi uygulanıyorsa, merkez bankalarının piyasaya gerektiğinde müdahalesi önemlidir. Ülkemizde 2001 krizi sonrası yapılan ilk değişiklik, döviz kuruna dayalı istikrar programına son verilmesi olmuştur. Bunun yerine, Şubat 2001 tarihinde dalgalı döviz kuru rejimine geçilmiştir. TCMB piyasadan döviz aldığı zaman, yerel paranın arzı yükselmekte ve değeri düşmektedir. Tam tersi durumda ise, piyasaya döviz enjekte edilerek yerel paranın arzı düşmekte ve değeri artmaktadır. Bu yöntem ile kısa dönemde kurlar üzerinde kuvvetli etkiler izlenebilir. Ancak döviz satış durumlarında, olası likidite tehditlerine karşın merkez bankalarının tuttuğu döviz rezervlerinde önemli derece azalmalar görülebilir. Merkez bankaları, döviz ve efektif alım-satımlarını piyasadaki likiditenin kontrolü amacıyla kullanmazlar. Bu nedenle, likidite üzerindeki etkilerine rağmen, çoğu kez, döviz ve efektif alım-satımları standart para politikası araçları arasında sayılmaz.⁸⁴

Merkez bankaları döviz kurlarına müdahale ettikleri zaman daha önce de bahsedildiği üzere para arzı da etkilenmektedir. Örneğin, TCMB, doların Türk Lirası karşısında değer kazanmasını önlemek için piyasaya dolar sattığında, piyasadan Türk

⁸³ Mahir Binici, Hakan Kara ve Pınar Özlü, "Faiz Koridoru ve Banka Faizleri: Parasal Aktarım Mekanizmasına Dair Bazı Bulgular", **TCMB Çalışma Tebliği**, 16/8, (Mart 2016), s. 15.

⁸⁴ Önder, a.g.e., s. 80.

Lirası çekmektedir. Tersi durum olan Türk Lirasının değer kaybetmesini istediği zaman ise piyasadaki dolar alım karşılığında piyasaya Türk Lirası vermektedir. Bu durumda piyasadaki likidite artmaktadır. Merkez bankası, döviz alım veya satımı sonucunda piyasada likiditenin değişmesini istemiyorsa, açık piyasa işlemleri yoluyla ortaya çıkan ilave likiditeyi çekmelidir. Buna “sterilizasyon” denmektedir. Ülkemizde TCMB, döviz alım ihaleleriyle ortaya çıkan fazla likiditeyi sterilize etmek amacıyla Türk Lirası depo alım ihaleleri düzenlemektedir.⁸⁵

2.2.5. Yeni Bir Para Politikası Aracı Olarak Faiz Koridoru

Para politikasının yürütülmesinde enflasyon hedeflemesi uygulayan tüm ülkelerde, temel araçların başında gelen kısa vadeli faiz oranları, ekonomideki likidite arzı ve talebine göre belirlenmektedir. Ekonomide kısa vadeli faiz oranlarına ilişkin tek bir gösterge faiz oranı yoktur. Merkez bankaları bu oranlardan birini *politika faiz* oranı olarak seçmektedir. Politika faiz düzeyinin ne olacağına karar verildiğinde, belirlenen politika faiz oranının geçerli olabilmesi için likidite arzının da buna göre ayarlanması gereklidir. Bu çerçevede likidite yönetiminde piyasadaki kısa vadeli faizler, politika faizine uyumlu bir düzeyde belirlenmektedir. Faiz koridor sisteminde ise amaç, piyasadaki kısa vadeli faizin hedef faiz düzeyine yakın gerçekleşmesi ve saptanan koridorun dışına çıkmamasını sağlamaktır.⁸⁶

2000’li yıllarda finansal piyasalarda ortaya çıkan istikrarsızlıklar merkez bankalarının tek başına fiyat istikrarını sağlayamayacağını ortaya koymuştur. Fiyat istikrarını sağlayıcı para politikalarının yanı sıra finansal istikrarın sağlanmasına yönelik müdahale politikalarının da geliştirilmesine yönelik düşünceler ön plana çıkmıştır.⁸⁷ Bu çerçevede kısa dönem faiz oranlarını, finansal istikrarın temel aracı olarak kabul eden *faiz koridoru sistemi*, para politikasının yeni bir aracı olarak pek AB dahil çok ülkede hayata geçmiştir.

⁸⁵ Yalta, a.g.e., s.95.

⁸⁶ Özatay, a.g.e. s. 431.

⁸⁷ Mark Gertler, Peter Karadi, “A model of unconventional monetary policy”, **Journal of Monetary Economics** 58(1), (Ocak, 2011). S.18.

Faiz koridoru, kısa vadeli faiz oranlarına ilişkin, borç alma (alt limit) ve borç verme (üst limit) faiz oranları açıklanarak, piyasa faiz oranlarının bu limitler içinde belirlenmesini sağlayan sistemdir. Piyasada gerçekleşen kısa vadeli faiz oranlarının düzeyi, ekonominin likidite durumu hakkında fikir vermektedir. Kısa vadeli faiz oranlarının, borç verme faiz oranına yakın bir düzeyde seyretmesi, piyasada likidite talebinin yüksek olduğu, borç alma düzeyine yakın bir seviyede seyretmesi ise piyasada likidite bolluğu olduğu şeklinde yorumlanabilir.

Ülkemizde de Merkez Bankası, ekonomideki son likidite kaynağı olarak bankalara ödünç para vermekte, ayrıca ekonominin gerekleri doğrultusunda ödünç para alabilmektedir. Merkez Bankası, kısa dönem faiz oranına ilişkin kararını açıklarken hem gecelik borç verme hem de gecelik borç alma oranını açıklamakta olup buna *koridor sistemi* denmektedir. Faiz koridorun üst bandını gecelik borç verme faizi gösterirken, koridorun alt bandını borç alma faizi oluşturmaktadır. TCMB 2002 yılında enflasyon hedeflemesi stratejisine geçmiş, faiz koridoruna geçiş ise 2010 yılı sonuna denk gelmiştir. Kredi büyümesi ve döviz kurlarındaki aşırı dalgalanmalara karşı bir koruma sağlamak ve finansal riskleri sınırlamak amacıyla Merkez Bankası, geleneksel para politikası uygulamalarından farklı, ek bir politika aracı olarak faiz koridoru sistemini kullanmaya başlamıştır. Bu itibarla araç çeşitliliğine giderek krediler ve döviz kuru kanallarını ayrı ayrı etkileyebileceği bir yapı oluşturmuştur.

Yeni politika çerçevesinde TCMB (i) faiz koridoru, bir haftalık repo faizi ve likidite yönetim araçlarını ve (ii) zorunlu karşılıkları, politika araçları olarak benimsemiştir.

Likidite yönetimi çerçevesinde TCMB, para piyasalarını gecelik (o/n), geç likidite (GLP) ve 1 hafta vadeli repo ihaleleri gibi yollarla fonlamaktadır.⁸⁸ Bu fonlamaların uygulamalarına kısaca aşağıda yer verilmiştir.

⁸⁸ Başak Tanınmış Yücememiş; Ufuk Alkan, Canan Dağdır, “Yeni Bir Para Politikası Aracı Olarak Faiz Koridoru: Türkiye’de Para Politikası Kurulu Faiz Kararlarının Enflasyon Üzerindeki Etkisi”, **Finansal Araştırmalar ve Çalışmalar Dergisi**, Cilt 7, Sayı 13, (Temmuz 2015), ISSN 1309-1123, s. 460-461.

a. Gecelik (o/n) Borç Alma/Verme

TCMB, bünyesindeki Bankalararası Para Piyasası'nda belli saatler arasında gecelik vadede borçlanma ve borç verme faiz oranlarını ilan etmektedir. Merkez Bankası'nın ilan ettiği borç alma faiz oranı 'taban' olarak, borç verme faiz oranı ise 'tavan' olarak ifade edilmekte ve gecelik faiz oranları her zaman söz konusu tavan ve taban oranlar arasında gerçekleşmektedir. Bu ikisi arasında oluşan aralığa da 'faiz koridoru' denilmektedir. Bankalar ihtiyaç duymaları halinde limitleri ile sınırlı olmak üzere teminatları karşılığında TCMB borç verme faiz oranından borçlanabilmekte, likidite fazlalığı oluşması halinde ise limitsiz olarak TCMB borçlanma faiz oranından TCMB'ye Türk Lirası borç verebilmektedirler.

b. Geç Likidite Penceresi İşlemleri (GLP)

Bankalar, TCMB'den belli saatler arasında teminat karşılığı olmak üzere limitsiz olarak borçlanabilmekte ya da TCMB'ye borç verebilmektedirler. Geç likidite faizleri, koridorun dışında bir bariyer işlevi görmekte iken son zamanlarda etkin bir fonlama aracı haline gelmiştir.

Piyasanın kapalı olduğu saatlerde ekstra likiditeye ihtiyacı olan veya elindeki likidite fazlasını değerlendirmek isteyen bankalar ise piyasaların kapanış saatinden sonra TCMB'ye başvurabilmektedirler. Buna *geç likidite penceresi*, burada uygulanan faiz oranlarına da geç likidite faiz oranları denmektedir.⁸⁹

c. 1 Hafta Vadeli Repo İhaleleri (Politika Faizi)

Bir hafta vadeli repo ihaleleri, Para Politikası Kurulu tarafından tespit edilen faiz oranından "miktar ihalesi" yöntemiyle gerçekleştirilmektedir. İhale katılımcısı bankalar, ihale miktarının %20'sini geçmeyecek şekilde tekliflerini iletmekte, ihale miktarının toplam teklif tutarının altında kalması durumunda ise her banka ihaleden kendi teklif tutarının toplam teklif tutarı oranında borçlanmaktadır. Bu ihalede faiz TCMB'nin politika faizi olarak ilan ettiği bir hafta vadeli repo ihale faizidir. 1

⁸⁹ Yalta, a.g.e., s. 96.

haftalık repo (politika) faizi, faiz koridorun arasında piyasa faizini belirleyen etkenlerden biri haline gelmiştir.

Merkez bankalarının temel politika araçlarının başında kısa dönemli (günlük) faiz oranı, yani politika faizi gelmektedir. TCMB'nin fiyat istikrarı amacına yönelik olarak kullandığı temel politika aracı *bir hafta vadeli repo ihale faiz oranıdır*.

Piyasadaki ihale miktarına bağlı olarak politika faizi ile gecelik borç verme faizinin ortalaması olarak, TCMB “ağırlıklı ortalama fonlama maliyeti” doğmuş olup bankaların piyasadaki maliyetini gösteren asıl oran olarak nitelendirilmektedir. Buna göre ortalama fonlama maliyeti (ortalama faiz), faiz koridoru içerisinde gerçekleşmekte iken son yıllarda TCMB'nin bankaları geç likidite penceresinden borçlanmaya yönlendirmesiyle koridorun dışında beliren oranların görülmesi de mümkün hale gelmiştir.

Geleneksel uygulamada faiz koridoru genelde değişmeyen bir bant olarak pasif bir rol üstlenirken günümüzde merkez bankaları tarafından gerekli görüldüğünde ayarlanabilen aktif bir araç haline dönüşmüştür.

2.3. MERKEZ BANKASI ARA HEDEFLERİ

Merkez bankasının nihai olarak ulaşmayı istediği fiyat ve finansal istikrar amaçları için ara hedefler belirlenmektedir. Bu hedefler aşağıda verilen değişkenlerden oluşmaktadır.

- Faiz
- Döviz kuru
- Parasal büyüklükler (para arzı)

Merkez bankası ulaşmak istediği hedefleri belirledikten sonra bunları en iyi şekilde gerçekleştirebileceği ara hedeflerini belirlemektedir. Merkez bankaları koşullara bağlı olarak farklı parasal hedefleme stratejileri geliştirebilmektedir.

TCMB’de değişik dönemlerde bu üç ara hedef de kullanılmıştır. Mevcut durumda *enflasyon hedeflemesi* kapsamında TCMB *kısa vadeli faiz oranını* (politika faizi), ara hedef olarak kullanmaktadır. Burada önemli olan, merkez bankasının tek bir ara hedef seçmesi gerektiği, aynı anda iki hedef seçemeyeceği hususudur. İleride TCMB’nin fiyat istikrarı amacına yönelik olarak kullandığı temel politika aracı kapsamında faiz oranı (politika faizi) konusuna yer verilmiştir.

2.4. PARASAL AKTARIM MEKANİZMASI VE TÜRKİYE’DE UYGULAMASI

Parasal aktarım mekanizması en genel ifadeyle para politikasının reel ekonomiyi etkileme süreci olarak tanımlanmakta olup para otoritelerinin, hedef olarak belirledikleri ekonomi politikalarının etkinliğini sağlayacak alternatif uygulamaları açıklamaktadır.⁹⁰ Başka bir deyişle, ekonomi üzerinde oluşan etkilerin para politikası kararları ile hangi kanallar üzerinden, hangi gecikme ile gerçekleştiğini anlatmaktadır.⁹¹ Para politikası doğrultusunda alınan kararlar, ekonomiye aktarılmakta, belirli bir gecikmeyle, fiyat ve ekonomik büyüme gibi reel değişkenler üzerinde dolaylı olarak etkisi görülmektedir.⁹² Bu kapsamda parasal aktarım mekanizması sürecinin bilinmesi, sadece uygun politika araçlarının seçimi için değil, aynı zamanda politikaların zamanında ve yerinde kullanılmasını sağlaması açısından bir zorunluluktur. Bu nedenle para politikasının, ekonomiyi nasıl etkilediğinin anlaşılması açısından parasal aktarım mekanizması kanallarının anlaşılması önemli olup literatürde geniş yer bulan söz konusu kanallar aşağıda verilmiştir;

- Faiz oranı kanalı,
- Döviz kuru kanalı,
- Varlık fiyatları kanalı,

⁹⁰ Ayfer Gedikli, “Monetary Transmission Mechanism: An Overview Explanation”, **İğdır University Journal of Social Sciences**, , Sayı: 13, (Ekim 2017), s. 2.

⁹¹ Ahmet Uğur, Canan Sancar, Melike Polat Atay "Türkiye’de Parasal Aktarım Mekanizması Kanallarının İşleyişine İlişkin Ampirik Bulgular: (1998-2015)", **Ijoess**, Year:7, Sayı:7, Yayın: 22, 2016, s. 2.

⁹² Şehnaz Bakır Yiğitbaş, “Parasal Aktarım Mekanizması: Türkiye’de Banka Kredi Kanalı”, **Bankacılar Dergisi**, Sayı 85, 2013, s.71-72.

- Kredi kanalı⁹³
- Beklentiler kanalı.⁹⁴

Ülkelere ve ekonomik yapılara (finansal sisteminin altyapısı, derinliği ve etkinliği, makroekonomik koşullar, ekonomik birimlerin bilanço yapıları, para otoritelerinin itibarı vb.) göre parasal aktarım mekanizması kanalları ve etkinliği farklılık göstermekte olup ileriki başlıklarda detaylarına yer verilecektir.

2.4.1. Türkiye’de 2001 Krizi Sonrası Parasal Aktarım Mekanizması

Kriz sonrası uygulamaya konulan ekonomik programın para ve maliye politikaları içinde mali tarafın baskınlığı azalmış, genel olarak finansal hizmetlere erişim kolaylığı olarak tarif edilebilecek olan finansal piyasaların derinliği artmaya başlamıştır.⁹⁵

2.4.1.1. Faiz Oranı Kanalı

Parasal aktarım mekanizmaları ile ilgili çalışmaların başlangıç noktası faiz oranı kanalıdır. Faiz oranı ile aktarım kanalı, geleneksel para arzı azalışı (artışı) ile faiz oranı artışı (azalışı)dır.

Literatürde para yaklaşımı olarak da adlandırılan faiz oranı yaklaşımı, para politikasının ekonomik aktiviteye etkilerini analiz ederken dört temel varsayıma dayanmaktadır.⁹⁶

- Merkez bankası tam ikamesi olmayan para arzını kontrol etmelidir.

⁹³ Frederic S. Mishkin, "Symposium on the Monetary Transmission.", **Journal of Economic Perspectives**, 9(4), 1995, s. 3.

⁹⁴ Balazs Egert, Ronald MacDonald, "Monetary Transmission Mechanism in Transition Economies: Surveying the Surveyable." **Magyar Nemzeti Bank Working Paper**, 2006(5), 2006, s. 9.

⁹⁵ TCMB, "Parasal Aktarım Mekanizması", 2013, s.10.

⁹⁶ R. Glenn Hubbard, "Is There a "Credit Channel" for Monetary Policy?", **National Bureau of Economic Research** NBER Working Papers no: 4977, (December 1994), s. 4.

- Merkez bankası reel ve aynı zamanda da nominal kısa dönem faiz oranını etkileyebilmektedir. Bu durumda fiyatlar hemen uyarlanmamaktadır. Yani fiyatların yapışkanlığı durumu* söz konusudur.
- Kısa dönem reel faiz oranında parasal otoritenin müdahalesi ile meydana gelen değişimler hane halkı ve işletme yatırım harcaması kararlarını etkileyen uzun dönem faiz oranını da etkilemektedir.
- Para politikasındaki değişimin faiz oranına duyarlı harcamalarda makul yani gözle görülebilir şekilde bir değişime neden olması gerekmektedir. Dolayısıyla genişletici para politikası uygulaması altında faiz oranı düştüğünde harcamalarda gözle görülebilir bir artış olması beklenmektedir.

Parasal aktarım mekanizmasının faiz oranı kanalı, Keynesci IS-LM modelleriyle açıklanmakta ve geleneksel Keynesci aktarım mekanizması olarak kabul edilmektedir. Keynes'e göre parasal aktarım mekanizması, faiz oranları aracılığıyla işlemektedir. IS-LM modelinde, para ve tahvil olarak bütün sermaye piyasasını temsilen iki finansal varlık göz önüne alınmaktadır. Para piyasası dengesi (LM) ve tasarruf-yatırım dengesi (IS) olarak gösterilmektedir. Buna göre bankalar önemli bir rol oynamadığından banka kredilerinin dikkate alınmasına gereksinim yoktur. Tahvil ve kredi arasında tam ikame olduğu varsayıldığı için para dışındaki tüm varlıklar tahvil olarak değerlendirilmektedir. Bu yaklaşıma göre, para politikası, sermaye piyasası faiz oranındaki etki üzerinden işlemektedir.⁹⁷ Buna göre para arzında yapılan bir değişim, faiz oranları aracılığı ile yatırımları ve milli geliri etkilemektedir.⁹⁸ Taylor da, faiz oranlarının yatırım ve tüketim kararları üzerinde belirleyici bir rol üstlendiğini ve parasal aktarım mekanizması içerisinde faiz oranı kanalının önemli bir yeri olduğunu belirtmiştir.⁹⁹

⁹⁷ Rudiger Dornbuschr, Stanley Fisher ve Richard Startz, "Macroeconomics" 10th Edition, **McGraw-Hill Education** (Asia), 2008, s. 265.

⁹⁸ Uğur, Sancar, Polat Atay, a.g.e., s. 2.

* Geniş tanımla fiyat yapışkanlığı, piyasada belli bir denge fiyatından alınıp satılan bir malın talep ve/veya arz koşullarında meydana gelecek değişikliklerin, fiyatlara anında yansımaması olarak tanımlanabilir.

⁹⁹ John B. Taylor, "The Monetary Transmission Mechanism: An Empirical Framework.", **Journal of Economic Perspectives**, 9(4), 1995, s. 14.

2.4.1.2. Döviz Kuru Kanalı

Döviz kuru kanalı, para politikasının döviz kurları üzerinde yarattığı etki sonucu, net ihracat üzerinden hâsıla düzeyinde meydana getirdiği değişimi ifade etmektedir.¹⁰⁰ Bu kanal uluslararası ticaretin gelişmesi ve serbest döviz kuru uygulamalarına geçiş ile önem kazanmıştır.

2.4.1.3. Varlık Fiyatları Kanalı

Ekonomide bono, hisse senedi, döviz ve gayrimenkul gibi çeşitli varlıklar bulunmaktadır. Merkez Bankasının faiz oranlarına yönelik aldığı kararlar, ekonomik birimlerin sahip oldukları varlıkların fiyatlarını etkilemektedir. Örneğin, faiz oranlarının artırılması diğer varlık fiyatlarının düşmesine yol açar. Varlık fiyatlarının düşmesi ile tüketicilerin gelirinde ve üreticilerin borç alırken gösterdikleri teminatların değerinde düşüş gerçekleştirmektedir. Bunun sonucunda ise azalan tüketim ve yatırım harcamaları ise toplam talebin ve ekonomik aktivitenin azalmasına ve enflasyon oranının düşmesine neden olur¹⁰¹.

2.4.1.4. Kredi Kanalı

Faiz oranı kanalında para ve tahvilden oluşan iki varlıklı yapı, yapılan çalışmalara sonrasında kredi kanalı ile üç varlığa çıkmıştır. Kredi kanalı yaklaşımına göre, kısa dönem faizlerinde değişiklik yaratan para politikası değişimleri firmaların borçlanma maliyetlerini etkilemektedir.

Kredi kanalı, “*banka kredi kanalı*” ve “*bilanço kanalı*” olarak ilave iki parasal aktarım mekanizması üzerinden tanımlanmaktadır. Para politikasının borç alanlar ve borç verenler üzerinde finansal durumları açısından yarattığı değişimin reel etkileri

¹⁰⁰ Yusuf Ekrem Akbaş, Fatma Zeren, Halil Özekicioğlu, “Türkiye’de Parasal Aktarım Mekanizması: Yapısal Var Analizi”, C.Ü. İktisadi ve İdari Bilimler Dergisi, Cilt 14, Sayı 2, 2013, s. 188.

¹⁰¹ Seyhan Taş, İbrahim Örnek ve Selen Utlu, “Banka Kredi Kanalı ve Türkiye Uygulaması”, Ç.Ü. Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi, Cilt 21, Sayı 1, 2012, s. 58.

bu iki kanal üzerinden açıklanmaktadır. Buna göre kredi kanalı yaklaşımında para politikasının reel ekonomik aktiviteler üzerindeki etkisi iki açıdan mevcuttur.

Para politikası, bankaların bankaya bağımlı firmalara kredi arzını etkilemekte olup bu kanala banka kredi kanalı denilmektedir. Banka kredileri kanalına göre uygulanan bir para politikası banka rezervlerini değiştirerek bankaların kredi verme yeteneğini etkilemektedir. Dolayısıyla kendi fonlarını oluşturamayan küçük ve orta ölçekli firmaların yatırım harcamalarını, kredi kanalı daha çok etkilerken, büyük firmalar hisse senedi ve bono piyasalarından doğrudan fon ihtiyaçlarını sağlayabilmektedir. Dolayısıyla kredi kanalı aracılığı ile para politikasında meydana gelen değişimlerin küçük firmaları daha fazla etkileyeceği söylenebilir.¹⁰²

Bilanço kanalında ise bilançodaki varlıkların değişimlerine vurgu yapılmakta, kredi kullanan firmaların bilançoları para politikalarından etkilenmektedir.¹⁰³ Bir firmanın net değerinin yüksek olması sebebiyle firmanın kredi piyasasından daha kolay borçlanabilmesini sağlamaktadır. Bu durum da firmanın yatırım kararını etkilemektedir. Para politikasının borçlanıcıların bilançosunu etkileyerek reel çıktıda değişime sebep olduğu bu kanal, bilanço kanalı olarak adlandırılır. Bu kanalda önemli bir husus, işletmelerin bilançolarında meydana gelecek bir bozulma nedeniyle kredi piyasasından borçlanabilmek için bilançoları hakkında yanlış bilgi vererek borçlanma yoluna gidebilmesi, bunun da kredi piyasalarında ters seçim* ve ahlaki tehlike problemini** arttırmasıdır. Firmalar aldıkları kredileri tekrar borçlarını ödemek için kullanacaklarından bu durum yatırım amaçlı fonların da azalmasına neden olacaktır.¹⁰⁴

Merkez bankasının, bankalar ile olan ilişkisi ve bankaların karlılık performansına olan etkisinin anlatıldığı kısımda banka kredi kanalı, daha ayrıntılı verilmiştir.

¹⁰² İbrahim Örnek, "Türkiye'de Parasal Aktarım Mekanizması Kanallarının İşleyişi", **Maliye Dergisi**, Sayı 156, 2009, s. 105.

¹⁰³ Murat Belke, Harun Kaya, "Türkiye'de Para Politikalarının Kredi Kanalı Aktarımı: Var Yaklaşımı", **Finans Ekonomi ve Sosyal Araştırmalar Dergisi**, Cilt: 2 Sayı: 3, ISSN: 2602-2486, s.187.

* Ters seçim problemi, kredi kurumlarının finansal işlem gerçekleşmeden önce kredibilitesi yüksek müşterileri asimetrik bilgi nedeniyle seçememesi durumudur.

** Ahlaki tehlike, kredilerin riskli yatırım projelerinde kullanılması sonucunda geri ödeme olasılığının düşmesidir.

¹⁰⁴ A.g.e., 106

2.4.1.5. Beklentiler Kanalı

Hane halkı ve firmaların enflasyon beklentilerindeki değişimler aracılığıyla beklentiler kanalı çalışır. Enflasyon beklentileri üzerinde, faiz oranları, ücretler, toplam talep yurt içi fiyat düzeyinin ve döviz kuru hareketleri değişiminde kritik bir rol oynar.¹⁰⁵

2.4.2. Türkiye’de Yeni Para Politikası Çerçevesinde Parasal Aktarım Mekanizması

2008 küresel kriz sonrası finansal istikrarın sağlanmasında zafiyet gösterilmesinin orta ve uzun vadede makroekonomik istikrarı ve fiyat istikrarını tehdit edebileceği anlaşılmıştır. Bu doğrultuda alternatif politika arayışları çerçevesinde TCMB 2006 yılından itibaren uygulamakta olduğu enflasyon hedeflemesinin çerçevesini genişleterek daha önce de verildiği üzere yeni bir para politikası bileşimini ortaya koymuştur.

¹⁰⁵ Taylor, a.g.e., s.13.

Tablo 4. TCMB’de Araç ve Amaçların Çerçevesi

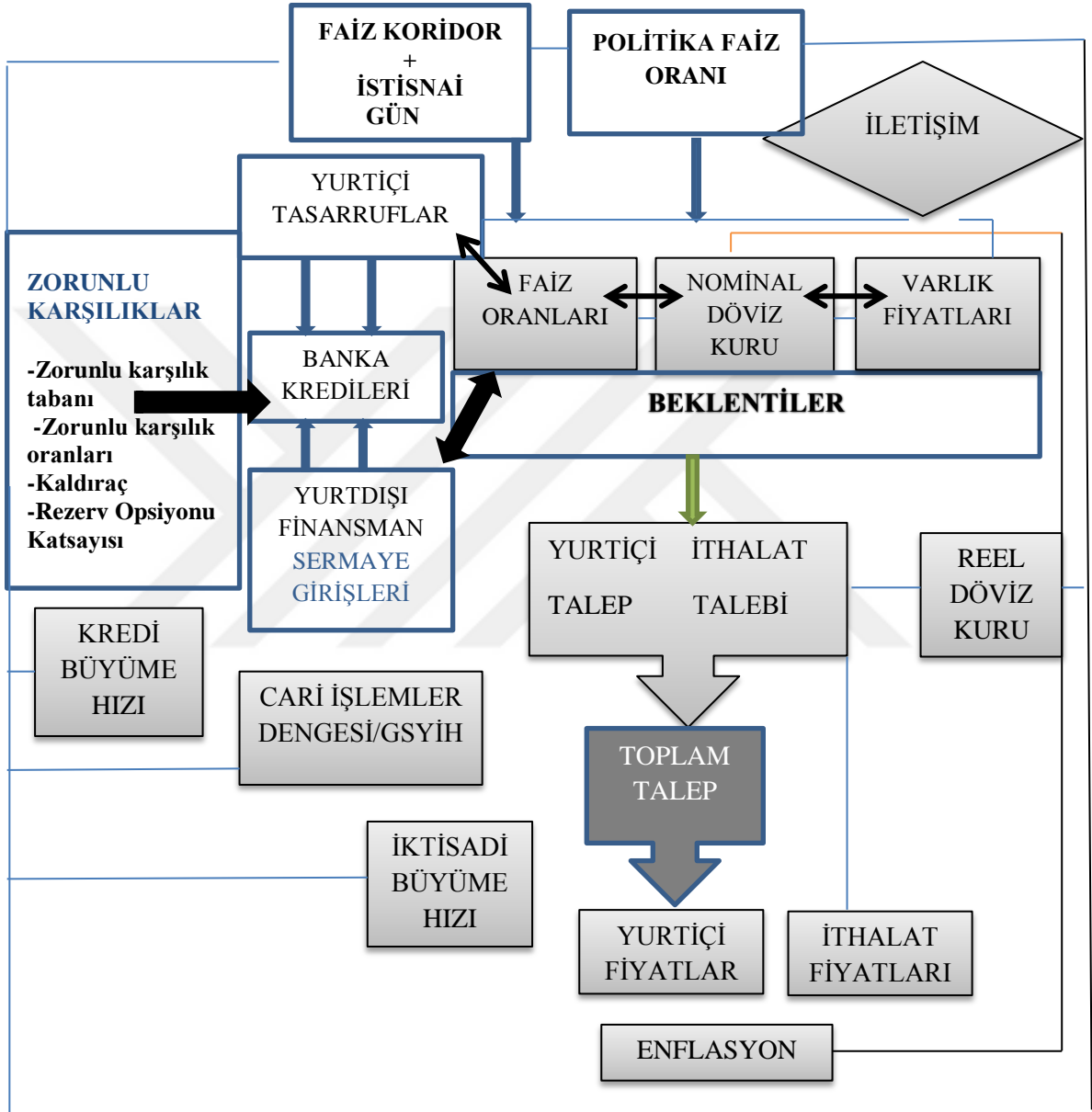


Kaynak: Hakan Kara, "Küresel Kriz Sonrası Para Politikası", TCMB, Çalışma Tebliği No:12/17, Ankara, 2012.

Tablo 4’de de görüldüğü üzere fiyat istikrarına yeni çerçevede finansal istikrar da gelmiştir. Bu iki ana ve ara amaçlar için faiz oranlarında farklılaşma ihtiyacı doğmuş birden fazla politika aracı kullanılması zaruri hale gelmiştir. *Politika faizine* ilave olarak TCMB *zorunlu karşılıkları* ve *faiz koridorunu* aktif para politikası araçları olarak kullanmaya başlamıştır.¹⁰⁶

Türkiye’de yeni parasal aktarım mekanizması kanallarına aşağıda yer verilmiştir.

¹⁰⁶ Erdem Başçı, Hakan Kara, "Finansal İstikrar ve Para Politikası", TCMB, Çalışma Tebliği No: 11/08, Ankara, 2011, s.3.



Kaynak: TCMB, "Parasal Aktarım Mekanizması", 2013

Şekil 6. Yeni Para Politikası Çerçevesinde Parasal Aktarım Mekanizması

Şekil 6'da görüldüğü üzere, TCMB kısa vadeli faiz oranlarının yanı sıra zorunlu karşılıklar, faiz koridoru, likidite yönetimi ve rezerv opsiyonu mekanizması

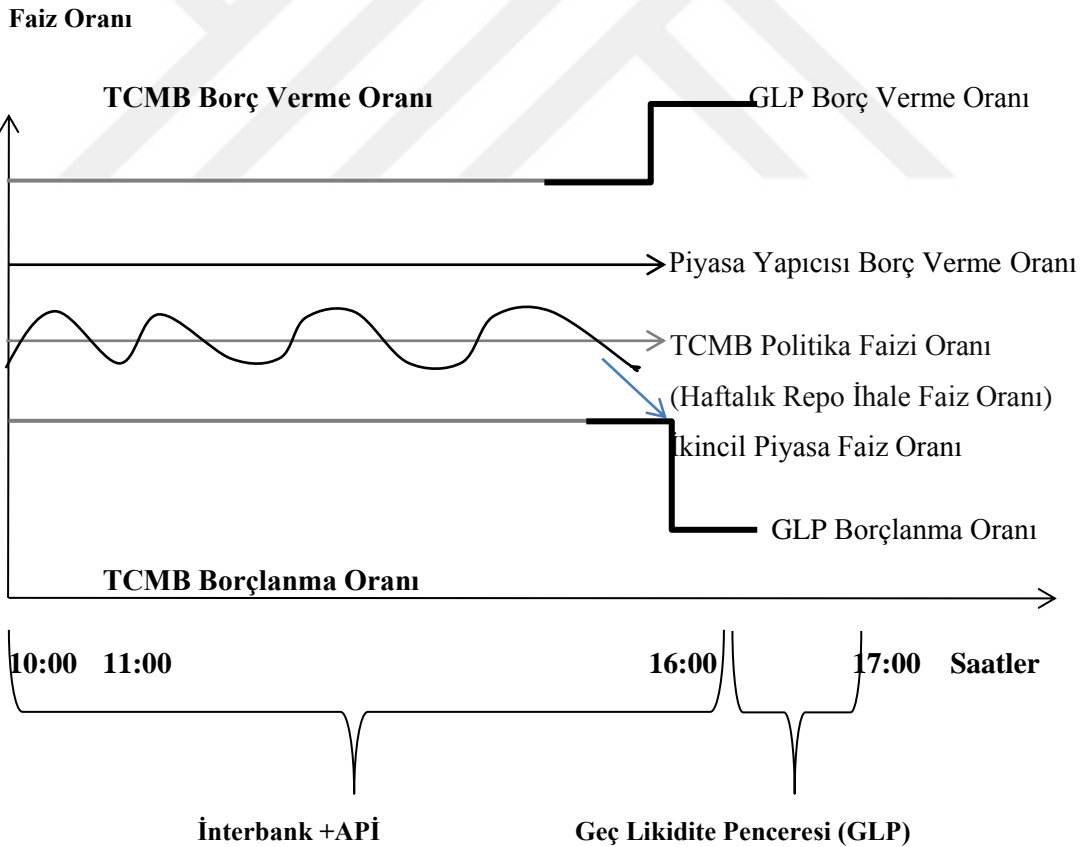
gibi birbirini tamamlayıcı farklı politika araçlarını kullanmaya başlamıştır. Daha önceki başlıklarda kavramsal çerçevede yer verilen parasal aktarım mekanizması kanallarının Türkiye’deki uygulamalarına aşağıda yer verilmiştir.

2.4.2.2. Kredi Kanalı

Yeni politikanın ara amacı olan makro finansal riskleri sınırlama doğrultusunda, kredilerin makul bir hızda büyümesi hedeflenmiştir. Bu kapsamda TCMB, likidite açığı olan bankaların marjinal kredi maliyetlerini etkilemiştir.

2.4.2.3. Faiz Koridoru

TCMB tarafından 2010 yılına kadar faiz koridoru sistemi pasif bir araç olarak kullanılırken, bu tarihten sonra politika araçlarında yapılan çeşitlendirme ile birlikte faiz koridoru aktif bir araç haline dönüşmüştür.



Şekil 7. TCMB Faiz Koridoru

TCMB'nin gecelik vadede bankalardan borçlanabileceği ve bankalara borç verebileceği faiz seviyelerinin arasında kalan alan faiz koridoru, Şekil 7'de görülmektedir.¹⁰⁷ TCMB nezdinde gün içinde belli saatlerde gerçekleştirilen İnterbank ve Açık Piyasa İşlemlerinde faiz koridorunun tabanını "TCMB Borçlanma Oranı'nın", tavanını ise "TCMB Borç Verme Oranı'nın" oluşturduğu görülmektedir. TCMB tarafından ilan edilen faiz koridorunun arasında ama asimetrik bir şekilde yer alan "bir hafta vadeli repo" aracılığıyla da bankalara fonlama yapabilmektedir.

2.4.2.4. Döviz Kuru Kanalı

Kriz sonrası dönemde döviz kuru kanalının ekonomi üzerindeki etkisinin kriz öncesine göre daha güçlü olduğu ortaya çıkmıştır.¹⁰⁸

Döviz kuru oynaklığını azaltılabilmek için sermaye akımlarının zayıf olduğu dönemlerde koridor yukarı yönlü genişletilmekte, sermaye akımlarının güçlü olduğu dönemlerde faiz koridoru aşağı yönlü genişletilerek faiz oynaklığı ciddi anlamda artırılmaktadır. Böylelikle her iki yönde de sermaye akımlarının tersine çalışan bir sistem kurgulanmaktadır.

2.4.2.5. Rezerv Opsiyonu Mekanizması (ROM)

Bankaların TCMB'de tutmak zorunda oldukları TL cinsi zorunlu karşılıkların belirli bir payını döviz (dolar ve/veya euro) ve standart altın cinsinden tesis edebilmelerine imkân tanıyan bir uygulamadır. Böylelikle zorunlu karşılıklara tanınan esneklik ile döviz rezervi birikmektedir. Bir nevi otomatik dengeleyici olarak çalışması beklenen ROM, sermaye akımlarının yurt içi piyasalar üzerinde

¹⁰⁷ TCMB, "Parasal Aktarım Mekanizması", 2013, s.14.

¹⁰⁸ Musa Atgür, N. Oğuzhan Altay, "Parasal Aktarım Mekanizması Döviz Kuru Kanalının VAR Modeli Yöntemine Göre Analizi: Türkiye, Meksika ve Endonezya Ülke Örnekleri", **Maliye Finans Yazıları** (108), 2017, s.33.

oluşturduğu döviz kuru oynaklığını düşürmekte ve bu nedenle faiz koridoruna olan ihtiyacı kısmen azaltmaktadır.¹⁰⁹

Rezerv opsiyonu mekanizması;

- Kısa vadeli sermaye akımlarının döviz kuru ve finansal piyasalar üzerinde yaratabileceği etkileri yumuşatmakta,
- TCMB brüt döviz rezervlerini güçlendirmekte,
- Bankaların döviz likiditelerini desteklemekte, likidite yönetimlerinde esneklik sağlamakta,
- Kredilerin sermaye hareketlerine olan duyarlılığını azaltmakta ve
- Bankalara kendi optimizasyonunu yapabilme olanağını sağlamaktadır.¹¹⁰

2.5. MERKEZ BANKASI POLİTİKALARI VE BANKACILIK SEKTÖRÜ İLE İLİŞKİSİ

Ülkelerin finansal sistemlerinin düzenlenmesinden ve denetlenmesinden sorumlu merci bazı ülkelerde merkez bankaları iken Türkiye’de bu mercii BDDK’dır. Düzenlemeden kasıt finansal sistemde risklerin oluşmasını engellemeyi amaçlayan kurallar bütünüdür. Finansal sistemde ekonominin daralmasından ya da hızla büyümesinden, kamu bütçesinin sağlıksız gidişatından, yurtdışında oluşabilecek risk algısındaki artıştan, döviz yükümlülükleri ile döviz alacakları arasındaki farkın açılmasından oluşabilecek riskleri önlemede pek çok düzenleme getirilmektedir. Örneğin bankalar tarafından açılan krediler ya da bilançoda tutulan tahviller için farklı risk grupları oluşturulmakta bu oranlara göre sermaye karşılığı ayrılması talep edilmektedir. Böylelikle bankaların kaldıraç oranları sınırlandırılmakta kredi büyümesi istenilen düzeyde tutulmaya çalışılmaktadır.

Fiyat istikrarı yanında finansal istikrarı da sağlama amacı olan merkez bankaları, finansal sistemin düzenlenmesinde önemli etkiye sahiptirler. Merkez bankalarınca uygulanan para politikaları özellikle “kredi kanalı” ve “bilanço etkileri”

¹⁰⁹ Ergun Ermişoğlu, Arif Oduncu, Yasin Akçelik, “Rezerv Opsiyonu Mekanizması ve Kur Oynaklığı”, **TCMB, Ekonomi Notları**, Sayı: 2013-04, s. 1.

¹¹⁰ TCMB, "Parasal Aktarım Mekanizması", 2013, s. 16.

yoluyla tüketim ve yatırım kararlarını etkilemektedir. Tüketim ve yatırım kararları, gecelik ya da haftalık faizlerdeki değişikliklerden ziyade daha uzun vadeli örneğin on yıl vadeli kredilerdeki faizler baz alınarak verilmektedir. Bu noktada “politika faizi geçişkenliği” de denilen politika faizi ile uzun vadeli faizler arasındaki ilişkiye bakılması önemlidir. Diğer yandan ticari bankaların kısa vadeli fonlarını değerlendirmesi açısından hem merkez bankasının mevcut politika faizi hem de bir sonraki ay açıklayacağı politika faizi etkili olmaktadır. Buradan yola çıkılarak merkez bankaları aldıkları ya da alacaklarını ima ettikleri kararlarla ileride gerçekleşmesi beklenen faizleri etkiledikleri ölçüde bugünkü uzun vadeli faizleri etkileyebilmektedirler. Eğer ekonomik birimlerin beklentileri yönlendirilemiyor ise alınan faiz kararlarının da etkisi azalıyor demektir. Parasal aktarım mekanizması başlığında anlatıldığı üzere para politikasının reel ekonomiyi etkilediği kanallar parasal aktarım kanalları olarak tanımlanmaktadır. Finansal sistem sorunlu ise kanallar ya tıkanmış ya da işlemiyor demektir. Bu durumda merkez bankasının faiz kararları ekonomik birimlerin tüketim ve yatırım kararları üzerinde etkili olamayacaktır. Başka bir deyişle finansal sistemi sorunlu bir piyasada merkez bankasının aldığı faiz kararı çıktı açığını ya hiç etkilemeyecek ya da bu etki arzu edilen ölçüde olmayacaktır.

Borç verme arzusu ve borç alma istekliliği çerçevesinde, kredi kanalı, daha önceki başlıklarda verildiği üzere banka kredileri kanalı ve bilanço kanalı olarak iki alt kanal biçiminde analiz edilebilmektedir. Merkez bankası ile bankalar arasındaki ilişki açısından banka kredi kanalı ayrıca irdelenmiştir.

2.5.1. Banka Kredi Kanalı Açısından Merkez Bankası Para Politikası ve Bankaların Durumu

Banka kredilerinin parasal aktarım sürecinde önemli bir yeri olduğu uzun bir zamandır para politikası ile ilgili tartışmaların önemli bir parçasını oluşturmaktadır. Bu mekanizma, bankaların finansal sistemde oynadıkları özel role dair analize dayanır. Bu görüşe göre para politikasından banka kredilerine direk bir kanalın varlığı, para politikasının, faiz oranında büyük değişimler yaratmadan uygulanmasını olanaklı kılmaktadır. Örneğin daraltıcı para politikası bankaların kredi

arzlarını kısımlarına neden olarak, iş alemini ve hane halkı harcamalarını kısımaya zorlamaktadır.

Uzun yıllar boyunca sadece parasal büyüklükler aracılığıyla işleyen aktarım mekanizmaları incelenmiş, 1980'lerin ikinci yarısında özellikle bankaları ve bankacılık sistemini ilgilendiren parasal aktarımın *kredi kanalı* incelenmeye başlanmıştır.¹¹¹ Zira para politikasındaki değişiklikler bankaların verdikleri borç miktarını ve borç faizini değiştirmektedir. Söz konusu değişiklikler özellikle banka kredilerinden başka borç bulma olmayan kesimlerin -özellikle küçük şirketlerin ve tüketicileri- harcamalarını etkilemektedir. Bu etkileri, Ben Bernanke ile Alan Blinder yaptığı çalışmada, daha önce parasal aktarım mekanizmasında faiz oranı kanalı başlığında bahsedilen Keynesçi IS-LM modeline kredi piyasasını da ekleyerek tespitlerini sunmuştur.¹¹² Banka kredileri kanalının işleyişini daha iyi analiz etmek ve geleneksel Keynesçi aktarım kanalından ayrıldığı noktaları belirlemek açısından bu çalışma önemlidir.

Bilindiği üzere IS-LM modelinde faiz oranı kanalı, tahvil ve kredilerin birbirleriyle tam ikame edilebildiğini varsaymış ve kredileri modelden dışlayarak sadece para ve tahvil varlıklarına yer vermiştir. Dolayısıyla para ya da tahvil piyasasının dengesini incelemek yeterli olup IS-LM çözümlenmesinde para piyasasının dengesinden yola çıkılmıştır. Bernanke ve Blinder'in modelinde ise kredi piyasası da ele alınmakta olup para piyasası yanında kredi piyasalarının da denge koşulu incelenmektedir. Bu ikisi dengede ise üçüncüsü de denge olacaktır. Kredi kanalı, aktarım mekanizmasında faiz oranının önemini vurgulamakta, bunun yanı sıra banka kredilerine ve firmaların finansal yapılarına da önem vermektedir. Modelde borç verenler ve borç alanların tahvil ve kredi arasındaki seçimlerini, bu iki kredi enstrümanının faiz oranına bakarak karar verecekleri varsayılmıştır.¹¹³ Banka bilançolarının aktif tarafında yer alan banka kredisi ve menkul kıymetin birbirlerini tam ikame etmediği varsayılmaktadır. Kredi kanalı yaklaşımına göre, kısa dönem faizlerinde değişiklik yaratan para politikası değişimleri, dış finansman priminde de

¹¹¹ Taş, v.d., a.g.e., s. 54.

¹¹² Ben S. Bernanke ve Alan Blinder, "Credit, Money and Aggregate Demand", **American Economic Review**, Vol. 78. No. 2, 1988, s. 438.

¹¹³ Selim Çakmaklı, "Parasal Aktarım Mekanizmaları: Türkiye Uygulaması", **Çukurova Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü**, Yüksek Lisans Tezi, Adana, (Eylül 2005), s. 43.

aynı yönde değişikliklere sebep olarak firmaların borçlanma maliyetlerini etkilemektedir. Borç verenler (bankalar) kredi arz edip tahvil talep ederken, borçlanmak isteyenler kredi talep edip tahvil arz etmektedirler. IS-LM denklemine giren üçüncü denklem kredi piyasası dengesi ile artık para politikası, para piyasası dengesi (LM)'nin yanı sıra kredi piyasası ve tasarruf-yatırım dengesi (IS)'in birleştiiği mal-kredi piyasası dengesini (CC) de etkileyecektir. Dolayısıyla para politikasının reel harcamalar ve reel aktiviteler üzerindeki etki alanı artmış olmaktadır.¹¹⁴

Kredi görüşü kredi piyasasındaki bilgi asimetrisinin önemi üzerinde durmakta ve bankalara aktarımda özel bir önem atfetmektedir. Kredi piyasasında bilgi asimetrisi, fon talep edenlerin yatırım projesi hakkında fon sağlayanlardan daha fazla bilgi sahibi olmasından kaynaklanmaktadır.

Banka kredi kanalında bir diğeri önemli nokta da firmaların tercih ettiği borçlanma şeklidir. Firmaların banka kredisi ve diğeri finansman şekillerinden hangisini tercih ettiği ayrımı yapılmalıdır. Burada kredi piyasalarındaki asimetric bilgi (iktisadi işleme taraf olan bireyler veya kurumlar arasında eşit olmayan bilgi düzeyi) problemini çözebilecek bir aracı kurum olarak bankalar daha önce de belirtildiği gibi özel bir rol oynamaktadır. Asimetric bilgiden dolayı menkul kıymet ihraç ederek finansman sağlama olanağı olmayan küçük firmalar banka kredilerine bağımlı hale gelmektedir. Buna karşılık yüksek kredi değeri nedeniyle başka finansman şekillerine başvurma imkânı olan büyük firmaların ise banka kredisine bağımlılığı azalmaktadır.¹¹⁵

Banka kredi kanalının etkin olup olmadığının değeriendirilmesi açısından, yukarıda anlatılan faiz oranı kanalının etkinlik koşullarına benzer şekilde bu kanalın da işleme için şu üç koşulun geçerliliğine bakılması gerekmektedir:¹¹⁶

1. Firmaların banka kredilerine bağımlı olması koşulu: Bu koşulun geçerli olması için banka kredisi ve menkul kıymetin firma finansmanı açısından birbirini tam ikame etmemesi gerekmektedir. Özellikle küçük firmalar açısından bu

¹¹⁴ Özatay, a.g.e., s. 221.

¹¹⁵ Seung-Hun Lee, "Der Bank Lending Channel des Geldpolitischen Transmissionsmechanismus", Peter Lang Europäische Verlag der Wissenschaften, Frankfurt, 2002, s. 138.

¹¹⁶ Taş, vd., a.g.e., s. 60.

koşul daha önemlidir. Firmaların banka kredisi arzındaki bir azalma karşısında menkul kıymet ihraç ederek kaynak sağlayabilmeleri banka kredilerinden bağımsız oldukları anlamına gelmektedir.

2. Merkez bankasının bankaların kredi arzını etkileyebilmesi koşulu: Bu koşulun geçerli olması için bankacılık sektörü açısından banka kredisi ve menkul kıymetin birbirini tam ikame etmemesi gerekmektedir. Diğer bir ifadeyle daraltıcı bir para politikasının ardından bankaların gerekli likidite ihtiyaçlarını karşılamak için kredi arzını kıstak yerine ellerindeki menkul kıymet miktarını azaltarak tepki göstermemesi gerekmektedir. Bunun aksine bankaların likiditelerindeki daralmayı menkul kıymet stokunu azaltarak tepki göstermeleri halinde merkez bankası, bankaların kredi arzını etkileyemeyecek ve böylece banka kredi kanalı işlemeyecektir. Merkez bankasının yaptığı müdahalelerle bankaların mevduat dışı kaynakta özellikle dış kredileri elde etme potansiyelini etkileyememesi kredi kanalının işlemesini zorlaştıran bir unsur olarak karşımıza çıkmaktadır. Örneğin, para otoritesinin zorunlu karşılıklar yoluyla bir müdahalede bulunması mevduat dışı kaynakları etkilemeyeceğinden, bankaların mevduat dışı kaynak toplama kapasitesi yükseldikçe bu kanalının işlemesi de güçleşecektir. Zira mevduat dışı kaynakların artırılması yoluyla aktiflerin likiditasyonu yani kredi arzı sağlanabilmektedir.

3. Fiyat yapışkanlığı koşulu: Banka kredi kanalının etkin işlemesi için fiyat yapışkanlığı koşulunun geçerli olması gerekmektedir. Fiyatların hızlı bir şekilde ayarlanması halinde gerek bankaların bilançosunda ve gerekse firmaların bilançosunda yer alan reel büyüklükler değişmeden kalacaktır. Böylece para politikası ne banka kredi kanalı ve ne de faiz kanalı üzerinden reel etkiler meydana getiremeyecektir.

Ayrıca, banka dışı finansal araçların varlığı ve büyüklüğü de bu varsayımın geçerliliğini etkilemektedir.

2.5.2. Merkez Bankası Para Politikası ve Bankalarda Kredi Tayınlaması İlişkisi

Kredi tayınlaması, kredi talebinin kredi arzını aşması durumunda bankaların faiz oranlarını yükseltip kredi talebini karşılamak yerine, cari faiz oranında kredi arzını kısıması ya da kredi talebini tamamen geri çevirmesi şeklinde ortaya çıkabilmektedir. Kredi tayınlamasının nedenleri, verilen kredilerin geri ödenmeme riski ile ters seçim ve ahlaki tehlike gibi sorunlara yol açan asimetrik bilgidir.

Banka kredi kanalında, para politikasının neden olduğu dış finansman maliyetindeki değişmelerin firmaları büyüklüklerine göre farklı şekillerde etkilediğidir. Daraltıcı yönde uygulanan para politikası bankaların kredi arzının daralmasına yol açmaktadır. Kredi arzındaki daralma, sadece sıkı para politikası sonucu faiz oranlarındaki artış nedeniyle kredi talebindeki azalmadan kaynaklanmamaktadır. Ayrıca büyük firmalara göre daha kötü kredi değerliliğine sahip ve alternatif finansman şekillerine başvuramadığı için büyük ölçüde banka kredilerine bağımlı hale gelen küçük firmaların, daha yüksek dış finansman maliyetine ve hatta kredi tayınlamasına maruz kalması nedeniyle kredi arzının azalması söz konusu olmaktadır. Bu azalma küçük firmaların yatırımlarında da düşüşe neden olmaktadır.¹¹⁷

Kredi tayınlamasının ekonomi politikası aracı olarak kullanılması da mümkündür. Bu tür kredi tayınlaması, merkez bankasının ticari bankalara ve diğer kredi kurumlarına verdiği kredilerini sınırlama baskısıyla ortaya çıkar. Bu durumda bankaların bir dönemdeki kredi kullandırma oranlarını (örneğin %15) artırımlarına izin verilmez. Böyle bir kredi sınırlaması ekonominin genişlemesine beklenmedik bir şekilde son verebilir. Bankaların müşterilerinin borçlanma düzeyine kısıtlama koyması firma ve hane halkının harcamalarını düşürecektir. Ekonominin daralma dönemlerinde ise kredi tayınlamasının gevşetilerek genişlemenin sağlanmasına çalışılır. Böylelikle firmaların yatırım ve hane halkının tüketim harcamalarını dolayısıyla talep ve hasılanın artırılması sağlanır.

¹¹⁷ Lee, a.g.e.

Becchetti¹¹⁸ vd., kredi tayinlamasını, 1996-2006 dönemi için, resmi banka kayıtlarından doğrudan kredi dosyalarını inceleyerek, her bir borçlunun talep ettiği kredi ve verilen kredi miktarı arasındaki farka bakarak logit model ile incelemiştir. Avrupa Merkez Bankasının uyguladığı refinansman oranının kısmen kredi tayinlamasından etkilendiği yönünde bulgular elde etmişlerdir.

Afonso ve Aubyn, Portekiz bankacılık sektöründe kredi tayinlamasının parasal aktarım mekanizmasını açıklamada geçerli olup olmadığını 1990-1997 dönemi için incelemiştir. Kredi faiz oranlarındaki yapışkanlığın para politikası faiz oranından etkilenip etkilenmediğini Var modeli aracılığı ile değerlendirerek tayinlamanın olmadığı yönünde bulgular elde etmişlerdir.¹¹⁹

2.5.3. Merkez Bankası Uygulamaları Açısından Bankacılık Sisteminin Likidite Talebi ve Likidite Arzı

Bankacılık sisteminin likidite talebini belirleyen ana unsurların başında zorunlu karşılık uygulaması gelmektedir. Mevduat toplayan finansal kurumlar topladıkları mevduatın merkez bankasınca saptanan oranı kadar tutarı merkez bankasında tutmak zorundadır.

Zorunlu karşılık uygulaması ekonominin likiditesini kontrol etme ve beklenmedik mevduat çekilişlerine karşı bir nevi sigorta işlevi görmesi dışında finansal sistemin sağlığı açısından başka bir öneme de haizdir. Kısa vadeli likidite yönetimi için pek kullanılmamakla birlikte finansal piyasalarda sorunlar boy gösterdiği zamanlarda devreye girebilmektedir. Örneğin Adolfo Barajas ve diğerleri, çok sayıda bankacılık krizinin yarısından önce, hızlı kredi genişlemesi yaşandığına dikkat çekmişlerdir.¹²⁰ Çok hızlı kredi genişlemesinde, kredi verilen kurum ya da kişilerin yeterince iyi değerlendirilememesi ile batık kredi oranının artması ve kredi

¹¹⁸ Leonardo Becchetti, Melody Garcia ve Giovanni Trovato, "Credit Rationing and Credit View: Empirical Evidence from Loan Data", **Social Science Research Network Electronic Paper Collection**, CEIS Vol.7, No:144, 2009, s.1.

¹¹⁹ Antonio Afonso ve Miguel St. Aubyn, "Credit Rationing and Monetary Transmission: Evidence for Portugal", **ISEG Economics Department Working Paper** No. 7/98, (Eylül 1998), s. 19.

¹²⁰ Adolfo Barajas, Giovanni Dell'Ariccia ve Andrei Levchenko, "Credit booms: the good, the bad and the ugly", Basılmamış çalışma, **IMF**: Washington DC, (November 2007), s. 4.

alanlar tarafında yaratılan talep ile balon fiyatlamların gelişme potansiyeli (konu talebi ve fiyatlarının yükselmesi gibi) finansal krize zemin oluşabilmektedir. Zorunlu karşılıklar uygulaması finansal sistemin karşılaşılabileceği riskleri önlemede tek çözüm olamasa da hatta bazı ülkelerde hiç uygulama alını bulmasa da ilk savunma hatlarından birini oluşturmakta dolayısıyla bankacılık sistemi üzerinden finansal sistem krizi kontrol altında tutulmaya çalışılmaktadır.

Bankaların likidite talebini belirleyen ikinci temel unsur müşterinin nakit talebidir. Bankalar müşterinin mevduat çekilişini çeşitli alternatiflerle karşılamaktadırlar. Bunlar, portföyündeki hazine tahvillerini satmak, açtığı kredilerin bir kısmını geri çağırarak, kasasındaki nakdi kullanmak, merkez bankasındaki hesabından para çekmek şeklinde olabilmektedir. Bu alternatifler içerisinde en likit kaynak seçeneği son ikisi olup müşterilerin nakit çekişleri bankaların likidite ihtiyacını artırarak merkez bankasındaki zorunlu ve serbest mevduat miktarını etkileyebilmektedir.

Bankaların likidite talep yönü kapsamında merkez bankalarınca sağlanan likidite arzı da önemlidir. Likidite arzının merkez bankası kontrolünde olan ve olmayan kısmı olup örneğin bazı ülkelerde Hazinesinin yaptığı çekilişler kontrol dışıdır. Merkez bankaları likidite talebini takip edip ve likidite arzını kontrol ederek likidite araçları ile likidite yönetimini gerçekleştirmektedirler. Likidite yönetiminin temel amacı, piyasada belirlenen kısa vadeli faizlerin merkez bankasının belirlediği amaç doğrultusunda kısa vadeli politika faizine uyumlu bir düzeyde belirlenmesidir. Bankaların likidite talebi de merkez bankalarınca amaçları doğrultusunda karşılanmaktadır.

Bankacılık sisteminin likiditesini artıran başka merkez bankası işlemi ise açık piyasa işlemleridir. Daha önce para politikası araçları içerisinde anlatıldığı üzere, merkez bankalarının saptadıkları faizlerin finansal kurumların kendi aralarında yaptıkları işlemlerde de geçerli olması için kullandığı likidite yönetimi araçlarından biridir. Piyasada geçici likidite sıkışıklığı olduğu düşünüldüğü zamanlarda kullanılmakta olup ana araç olarak repo işlemi gerçekleştirilmektedir. Bu işlemin ilk ayağında merkez bankası ticari bankalardan menkul kıymeti geri satmak vaadi ile satın almakta böylelikle bankalara bir fon aktarmış olmaktadır. Böylece bankacılık

sisteminin likidite miktarı artmış olmaktadır. İşlemin ikinci ayağında ise bahsedilen geri satın alma vaadi le bankalar sattığı tahvili merkez bankasından atın alarak sisteme çıkan likidite merkez bankasına dönmüş böylelikle geçici likidite gereksinimi karşılanmış olmaktadır.

Merkez bankaları sistemden likiditeyi geçici olarak çekmek istediği zaman reponun tamamen ters bir işlemi olan “ters repo” işlemi uygulamaktadırlar. Burada merkez bankaları ilk aşamada “geri alım vaadi” ile bankalara tahvil satmakta ve böylelikle bankalar merkez bankasına fon aktarmaktadırlar. İkinci aşamada ise geri alma vaadi yerine getirilerek merkez bankaları tahvilleri alarak bankalardan çektiği likiditeyi tekrar sisteme aktarmaktadırlar.

Merkez bankaları sistemdeki likidite sıkışıklığının kalıcı olduğunu düşünüyor iseler bankalardan doğrudan tahvil alabilmektedirler. Tersisi durumda yani likidite bolluğu kalıcı ise doğrudan tahvil satımına gitmektedirler.

Yine bankaların merkez bankası ile olan işlemlerinden biri bankaların merkez bankasına kısa vadeli mevduat yatırabilmesi ya da çekebilmesidir. Özellikle koridor sisteminin çalışması açısından önemli olan bu olanaklara “depo alma” (TCMB’nin mevduat alması) ve “depo verme” (TCMB’den mevduat alınması) da denilmektedir.

Bankaların geçici likidite ihtiyaçlarını karılmak için başka bir yol da reeskont kredileridir. Merkez bankalarınca bankalara ve mevzuatlarının izin verdiği ölçüde leasing gibi başkaca finansal kurumlara bu kredi yararlandırılabilir. Burada geçici bir likidite ihtiyacının karşılanması söz konusu olup uzun dönemli likidite ihtiyacı bankanın sermaye sorununa işaret edebilir.

ÜÇÜNCÜ BÖLÜM

MERKEZ BANKASI PARA POLİTİKASI ARAÇLARININ BANKACILIK SEKTÖRÜ KARLILIK PERFORMANSI İLİŞKİSİNDE TÜRKİYE VE DİĞER ÜLKE ÇALIŞMALARI

3.1. TÜRK BANKACILIK SEKTÖRÜNÜN GENEL OLARAK DEĞERLENDİRİLMESİ

3.1.1. Türk Bankacılık Gelişimi, Yeniden Yapılandırma Programı ve Sonraki Dönem (2001-2017)

2000 Kasım ve 2001 Şubat aylarında yaşanan finansal krizler, bankacılık sektörünü doğrudan ve önemli ölçüde etkilemiştir. Kasım krizi sonrasında faiz ve likidite riski ile Şubat krizi sonrası ilave kur riskinden kaynaklanan sorun ve kayıplar ile karşı karşıya bırakmıştır. Yaşanan krizlerin reel sektördeki daraltıcı etkisi ise bankacılık kesiminin aktif kalitesinin zayıflamasına yol açmıştır.¹²¹

2001 krizi sonrası Türk bankacılık sektörü için ekonominin yeniden yapılandırılması amacıyla, “Güçlü Ekonomiye Geçiş Programı” uygulamasına geçilmiş, finansman ihtiyacındaki artış ve enflasyonun beklenenin üzerinde gerçekleşmesi göz önüne alınarak 2002-2004 yıllarını kapsayacak şekilde revize edilmiştir.

¹²¹ Bülent Günceler, *Çöküşten Yapılanmaya, Kamu Bankalarında 2001 Kriz Sonrası Yeniden Yapılandırma Çalışmaları*, Ankara: Kitap72 Yayıncılık, 2016, s.265.

Yeniden Yapılandırma Programı şu temel noktaları içermektedir;

- Özel bankaların sağlam bir yapıya geçmesi, kamu bankalarının yapılandırılması,
- TMSF'ye geçen bankalar için kısa vadede çözüm yaratılması,
- Bankacılık sektöründe gözetim ve denetimin etkinliğini artıracak, sektörü daha etkin ve rekabetçi bir yapıya kavuşturacak düzenlemelerin gerçekleştirilmesidir.¹²²

Yapılandırmadan bugüne bankacılık sektörü fonksiyonunun temel kalemi olan kredilerin toplam aktif içerisindeki payı, 2001 yılı sonu itibarıyla %20 seviyesine kadar gerilemişken, 2016 yılı sonu itibarıyla %66'ya yükselmiştir. Yine bankacılığın aracılık fonksiyonunu gösteren “krediler/mevduat oranı”, 2001 yılsonu için %35 iken 2016 yılsonu itibarıyla %113'e yükselmiştir.¹²³

2004 yılında Türkiye ekonomisinde yaşanan olumlu gelişmeler, Türk bankacılık sistemine olan yabancı ilgisinin artmasına neden olmuştur. Aynı dönem “Sermaye Yeterliliği Uzlaşısının” (Basel-II)* yürürlüğe girmesi ile de bankalarda risk yönetimi alanında önemli değişiklikler yaşanmıştır.

2005 yılında sektöre yabancı sermaye girişi artmıştır. Yabancı payının sektörde artması, rekabeti yükseltmiş, yenilikçi ürün ve hizmetleri çoğaltmıştır. Bankacılık sektörünün yeniden yapılandırılması ve bankaların birleşme ve devir işlemlerine getirilen teşvikler, sektörde konsolidasyon sürecini yaşatmış, banka sayısının azalmasına neden olmuştur. 2001 yılı sonu 61 olan banka sayısı 2016 yılına gelindiğinde 52 düzeyine gerilemiştir.

2005'te yürürlüğe konan 5411 sayılı Bankacılık Kanunu ile uluslararası standartlara uyum kapsamında uzaktan ve yerinde denetim, banka sahipleri ve yöneticilerinde aranacak şartlar, Bankacılık Denetleme ve Düzenleme Kurumu (BDDK) ve Tasarruf Mevduatı Sigorta Fonu (TMSF)'nin sorumluluklarının birbirinden ayrılması gibi konularda önemli düzenlemeler yapılmıştır.

¹²² BDDK, “Krizden İstikrara Türkiye Tecrübesi”, **Çalışma Tebliği**, (Eylül Ankara), 2010, s.38.

¹²³ TBB, **İstatistik Raporlar**, Türkiye'de Bankacılık Sistemi (1958'den itibaren), İstanbul

* Uluslararası Takas Bankası (BIS) bünyesinde Basel Komitesi tarafından yayımlanan sermaye uzlaşısıdır. Bankaların asgari sermaye gereksinimlerini ölçümlemesi için bir standartlar manzumesidir.

ABD’de patlak veren 2008 finansal krizi nedeniyle birçok uluslararası ve büyük ölçekteki bankalar, sarsıntı geçirir ya da daha ötesi iflas ederken, Türkiye’deki bankaların oldukça iyi durumda olan sermaye yeterlilik ve kârlılık oranları göze çarpmıştır. Daha önce de bahsedilen 2001 yılı sonrası yapılan “Yeniden Yapılandırma Programı” ve mali sektördeki yapısal düzenlemeler ile bankacılık sektörünün kendisini toparlamış olduğu ve daha sağlıklı bir yapıya kavuştuğu, 2008 krizinde özellikle ABD ve Avrupa bankaları ile kıyaslandığında daha da belirgin bir şekilde kendisini göstermiştir. Bu durum, bankacılık sektörüne yapılan yabancı yatırımlarda da kendisini belli etmiştir.

2009 yılını rekor bir kârla kapatan bankacılık sektörü 2010 yılında kârını daha da artırmıştır. 2010 yılı sonrasında ise ekonomik istikrarsızlık, vade uyumsuzluğu, yüksek kaynak maliyeti, özkaynakların yetersizliği ve şeffaflık eksikliği, bankacılık sektörünün temel sorunları olarak karşımıza çıkmıştır.¹²⁴ Yüksek oranlı enflasyon ve genişleyen kamu finansman açıkları ile bankacılık sektörü, istikrarlı bir gelişme sürecine girmekte zorlanmıştır. Ayrıca, ekonomik konjonktürdeki dalgalanmaların beraberinde getirdiği kur ve faiz riski, sektörün aktiflerini enflasyona karşı korumasında zorlamıştır. Sektörü olumsuz etkileyen bir diğer sorun da, sorunlu kredilerin artmış olmasıdır. Yükselen faiz ile banka alacaklarının tahsil kabiliyeti sınırlanmış, vadesinde tahsil edilemeyen alacaklar nakit akışını azalttığı gibi, kaynak maliyetinin artmasına da neden olmuştur. Yine bu dönem mevduat maliyetlerinin yüksek olması fon teminindeki ağırlığı nedeniyle önemli bir sorun olarak karşımıza çıkmıştır. Ayrıca, disponibilitate ve mevduat munzam* karşılığı, TMSF primleri, Banka ve Sigorta Muameleleri Vergisi (BSMV), Kaynak Kullanım Destekleme Fonu (KKDF) primleri, personel giderleri, bilgi teknolojileri gibi pek çok kalem sektördeki kaynak maliyetlerinin yükselmesine sebep olmuştur.

2012 yılından itibaren Basel II uygulamasına geçilmesi, bankaların sermaye yeterliliğinde etkisini sınırlı düzeyde göstermiştir. Kredilerin büyüme hızı, merkez bankasının sıkı para politikası ve BDDK’nın ihtiyatlı bankacılık önlemleri ile yavaşlamış, diğer yandan mevduat artışı hızlanmıştır. Sermaye yeterlilik rasyosu Aralık 2012 itibariyle yüzde 17,9, özkaynak karlılığı ise yüzde 19,6 olup bu dönemde sektör yapısı sağlıklı görünüme kavuşmuştur. Aralık 2012 itibariyle, Devlet İç

¹²⁴ BDDK, a.g.e., s.14.

Borçlanma Senetlerinin (DİBS) yüzde 51'i bankalar tarafından tutulmuştur. Yurtdışı yerleşikler tarafından tutulan DİBS'lerin toplam içindeki payı ise yüzde 23'tür.¹²⁵

Dünyada sermaye girişlerinin gelişmekte olan ülkelerde yavaşladığı hatta çıkışların yaşandığı, uluslararası piyasalardan yapılan borçlanma maliyetinin yükseldiği 2013 yılında, Türkiye ekonomisinde büyüme, önceki döneme göre hızlanarak sabit fiyatlar üzerinden %4 olarak gerçekleşmiştir. Bankacılık sektörü; aktif kalitesi, sermaye yeterliliği, büyüme, karlılık ve likidite temelinde başarılı bir performans göstermiştir. Toplam aktifler 2009-2013 arası yüzde 62 oranında artmış, GSYH'ya oranı yüzde 105'e yükselmiştir. Otorite tarafından yapılan düzenlemeler ile sermaye yeterlilik rasyosunun (SYR) en az yüzde 12 olması istenmiş bu durum bankaların sağlam bir yapı ile çalışmasını sağlasa da aracılık maliyetindeki artışa neden olarak kar marjını düşürmüştür. Kredi hacmini büyütme çabaları SYR'yi düşürmüş, özkaynak karlılığını azaltmış, karın özkaynakları büyütme gücü azalmıştır.¹²⁶

2014 yılında merkez bankasının, enflasyonda iyileşme ve tasarrufta artış sağlamak amacıyla sıkılaşmaya gitmesi bankacılık sektörünün performansını olumsuz etkilemiştir. Gelir-gider performansında görülen düşüş, kredilerdeki azalma ve faiz marjındaki daralmadan kaynaklanmıştır. Krediler için ayrılan özel ve genel karşılıklar artmıştır. Diğer yandan bilançoda oranı görece düşük olsa da menkul kıymet değer artış fonundaki artış özkaynaklarda yüzde 20 büyüme sağlamıştır. Tüm bunlara rağmen bu dönemde, aktif kalitesi, risk dağılımı, likidite ve sermaye büyüklüğü gibi göstergeler ile sektör, sağlıklı bir görünüm arz etmiştir.¹²⁷

2016 yılında dünya ekonomisi, öngörülenin biraz altında büyümüş olsa da gelişmekte olan ülkelerde bu oran aynı seviyede kalmıştır. Aynı ülkelere az da olsa net sermaye çıkışı devam etmiştir. Uluslararası para ve sermaye piyasalarında sermaye çıkışlarına bağlı olarak oynaklıklar oluşmuş tüm bu olumsuz faktörler ekonomik performans üzerinde önemli etkiler yaratmıştır. Bu konjonktürde Türkiye'de büyüme ve istihdamı destekleyen çok yönlü önlemler alınmıştır.

¹²⁵ TBB, **Bankalarımız 2012**, İstanbul: Yayın No. 294, (Mayıs 2013), s. I-12.

*Disponibilite ve Munzam Karşılıklar 2005 yılında kalkmış, yerini zorunlu karşılıklar almıştır.

¹²⁶ TBB, **Bankalarımız 2013**, İstanbul: Yayın No. 304, (Mayıs 2014), s. I-9.

¹²⁷ TBB, **Bankalarımız 2014**, İstanbul: Yayın No. 311, (Mayıs 2015), s. I-13.

3.1.2. Türk Bankacılık Sektörünün Temel Göstergeleri

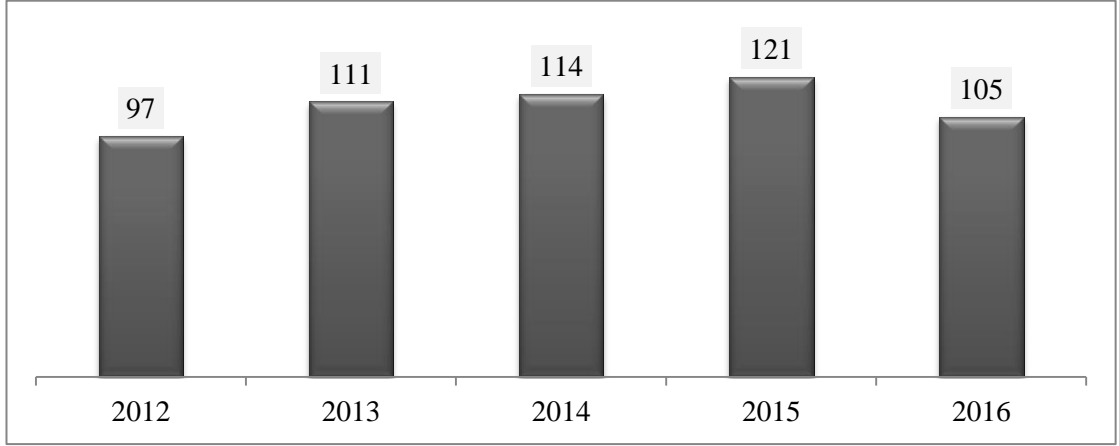
Türk bankacılık sisteminin gelişimi konusunda önceki bölümde verilen bilgiler ışığında çalışmanın inceleme dönemini kapsayan önemli verilere bu bölümde yer verilmeye çalışılmış, son gelinen durumda bankacılık sektörü için genel bir resim ortaya konulmuştur.

Tablo 5. Türkiye’de GSYH

	2014	2015	2016
Büyüme (yüzde)			
Cari fiyatlarla	13,0	14,3	10,8
Sabit Fiyatlarla	5,2	6,1	2,9
Deflatör	7,4	7,8	7,7
GSYH			
Milyar TL	2.044	2.338	2.590
Milyar dolar	934	861	857
Kişi başına gelir (dolar)	12.112	11.014	10.807

Kaynak: TBB, Bankalarımız 2016, (Mayıs 2017), s.7.

Gayrisafi Yurtiçi Hâsıla (GSYH), Türkiye İstatistik Kurumu (TÜİK) tarafından yıllık veriler kullanarak, dönemsel GSYH tahminlerinden bağımsız olarak, üretim, harcama ve gelir yöntemlerine göre hesaplanmıştır.



Kaynak: TBB, İstatistiki Raporlar, Türkiye’de Bankacılık Sistemi (1958’den itibaren), İstanbul

Şekil 8. Türk Bankacılık Sektörü, Toplam Aktifler/GSMH (%)

Bankacılık sektörünün aktif büyüklüğünün GSMH’a göre oranı, yıllar itibariyle Şekil 8’de görülmektedir. GSYH, üretim yöntemine göre hesaplanmış, cari ve sabit fiyatlardaki artış oranına göre verilmiştir. 2002 yılında toplam aktifler, milli gelirin yüzde 70’inin altında iken 2013’den itibaren GSMH’nın üzerine çıkmış olup 2016’da yüzde 105 düzeyine erişmiştir. Bu oran Avrupa’da %291, ABD’de %100 civarındadır. Büyümeye rağmen Türk bankacılık sektörünün aktif büyüklüğü Avrupa’daki orta ölçekli bir bankanın büyüklüğü kadar değildir.

Tablo 6. Türkiye’deki Finansal Kuruluşların Aktif Büyüklüğü ve Bankacılık Sektörünün Yeri

(milyar TL)

Finans Sektörü (Aralık 2016)	Aktif Büyüklüğü Tutar	Toplam İçindeki Pay (%)
Bankalar	2.731	81
Portföy yönetim şirketleri	122	4
İşsizlik sigortası fonu	119	4
Sigorta şirketleri	96	3
Gayrimenkul yatırım ortaklıkları	60	2
Emeklilik yatırım fonları	61	2
Bireysel emeklilik fonları	53	2
Finansal kiralama şirketleri	49	1
Faktoring şirketleri	33	1
Finansman şirketleri	33	1
Aracı kurumlar*	20	1
Reasürans şirketleri	3	0
Girişim sermayesi	1	0
Menkul kıymet yatırım ortaklıkları	0	0
Toplam	3.382	100
* Eylül 2016		

Kaynak: TBB, Bankalarımız 2016, (Mayıs 2017), s. 19.

Tablo 6’da da görüleceği üzere, Türkiye ekonomisinde finansal sistemin büyük bir kesimini (2016 yılında %81) bankacılık sistemi oluşturmakta olup bilanço büyüklüğü olarak 2016 yılsonu itibariyle 2,6 trilyon TL’ye ulaşmıştır. Banka dışı finans kuruluşlarının sayıları artış gösterse de sektörde düşük bir paya sahip olup aracılık hizmetinin büyük bir kısmı bankacılık kesimi üzerinden gerçekleşmektedir. Ayrıca banka dışı diğer mali kuruluşların önemli bir kısmının bankaların iştirakleri

olduğu göz önüne alındığında mali sektördeki bankaların ağırlığının daha da yüksek olduğu söylenebilir.¹²⁸

Tablo 7. Türkiye’de Sermaye Yapılarına Göre Banka Adedi

Banka Sayısı		2016
Mevduat Bankaları		34
Kamu Sermayeli		3
Özel Sermayeli		9
Yabancı Sermayeli		21
TMSF Devr.		1
Kalkınma ve Yatırım Bankaları		13
Katılım Bankaları		5
Toplam		52

Kaynak: TBB

Bankalar, sermaye ve faaliyet alanlarına göre, mevduat, kalkınma, yatırım ve katılım bankaları olarak ayrılırlar. Mevduat bankaları topladığı mevduatı kredi olarak kullanmaktadır. Bu bankalar sermayelerine göre kamusal sermayeli, özel sermayeli ve yabancı sermayeli olabilir. Yatırım ve kalkınma bankaları, yatırım imkânlarının araştırılması ve projelendirilmesi, için kurulan bankalardır. Katılım bankacılığı, kâr ve zarara katılma esasıyla faizsizlik prensibine göre çalışan, fon toplayıp, kullandıran bir bankacılık modelidir. Tablo 7’de Türkiye’deki bankaların sermaye yapılarına göre adetleri verilmiştir.

Sektörde 2016 yılında 52 banka faaliyet göstermektedir. 1998 ile 2002 yılları arasında 21 adet banka fona devrolmuştur. Türk bankacılık sektöründe sermaye yapıları açısından ağırlığın kamu bankaları ile yabancı sermayeli özel bankalardan oluştuğu görülmektedir. Sektördeki kamusal sermayeli bankaların ağırlığı ise 2016 yılında yaklaşık 801 milyar TL toplam aktif büyüklüğü ile % 31’dir.

¹²⁸ Günceler, a.g.e., s. 221.

Tablo 8. Türk Bankacılık Sisteminde Yoğunlaşma Oranı (yüzde)

	Aralık 2002	Aralık 2016
İlk beş banka*		
T. aktif	58	57
T. mevduat	61	60
T. krediler	55	56
İlk on banka*		
T. aktif	81	85
T. mevduat	86	90
T. krediler	74	84

Kaynak: TBB, Bankalarımız 2002, Bankalarımız 2016, İstanbul

* Toplam aktiflere göre

Bankacılık sektöründe ilk beş bankanın toplam sektör içindeki payı 2016 yılsonu itibariyle yüzde 57 olup ilk on bankanın payı ise yüzde 85'tir. Yoğunlaşma oranı ilk beş için 2002-2016 yılları arası çok değişmese de ilk on bankadaki yoğunlaşmanın aynı yıllar içinde daha da arttığı Tablo 8'de görülmektedir.¹²⁹

¹²⁹ TBB, Bankalarımız 2016, İstanbul, Yayın No: 321, (Mayıs 2017), s. 268.

Tablo 9. Aktif Büyüklüklerine Göre Banka Sıralaması (Aralık 2016)

(milyon TL)

	Banka	Kuruluş Yılı	Toplam Aktifler
1	Türkiye Cumhuriyeti Ziraat Bankası A.Ş.	1863	357.761
2	Türkiye İş Bankası A.Ş.	1924	311.626
3	Türkiye Garanti Bankası A.Ş.	1946	284.155
4	Akbank T.A.Ş.	1948	271.016
5	Yapı ve Kredi Bankası A.Ş.	1944	252.820
6	Türkiye Halk Bankası A.Ş.	1938	231.441
7	Türkiye Vakıflar Bankası T.A.O.	1954	212.540
8	Denizbank A.Ş.	1997	103.159
9	Finans Bank A.Ş.	1987	101.503
10	Türk Ekonomi Bankası A.Ş.	1927	79.727
11	Türk Eximbank	1987	68.276
12	ING Bank A.Ş.	1984	49.688
13	Odea Bank A.Ş.	2011	38.278
14	HSBC Bank A.Ş.	1990	24.369
15	Türkiye Sınai Kalkınma Bankası A.Ş.	1950	24.002
16	Şekerbank T.A.Ş.	1953	23.819
17	İller Bankası A.Ş.	1933	21.843
18	Alternatifbank A.Ş.	1991	16.465
19	Fibabanka A.Ş.	1984	15.394
20	Burgan Bank A.Ş.	1991	13.722
	Diğerleri		93.744
	Sektör Toplamı		2.595.348

Türk bankacılık sektörünün* 2016 yılsonu toplam aktif büyüklüğü 2,6 trilyon TL olup çalışma modelinde yer alan Borsa İstanbul (BIST)'de işlem gören mevduat bankalarının büyüklüğü 1,8 trilyon TL'dir.¹³⁰

¹³⁰ TBB, **Borsa İstanbul'da (BIST) İşlem Gören Mevduat Bankaları**, Aralık 2016, s.i.

* Mevduat, kalkınma ve yatırım bankaları

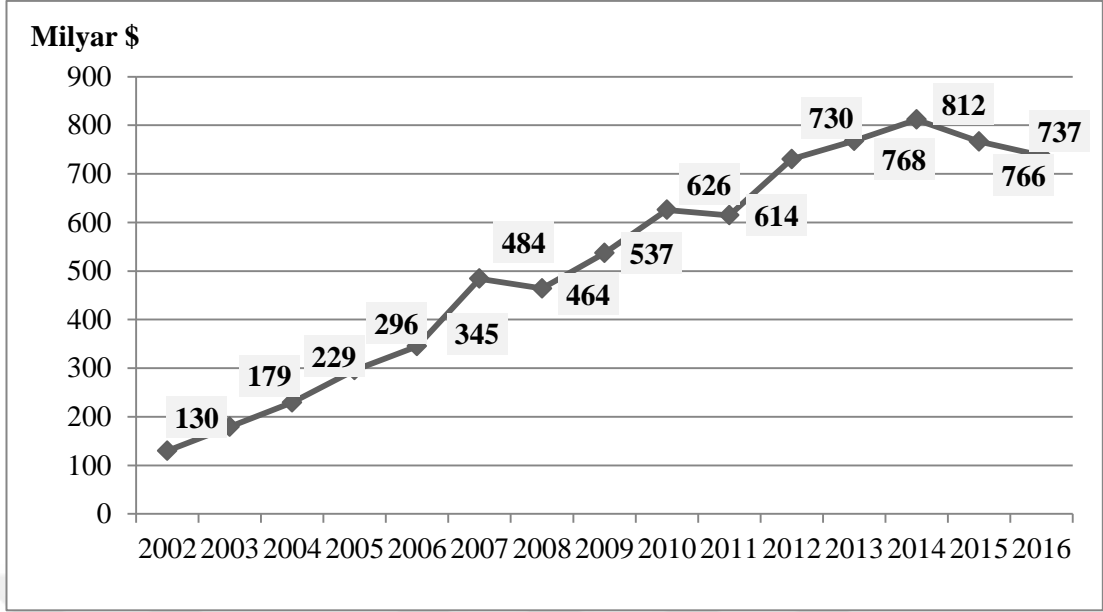
Tablo 10. Türk Bankacılık Sisteminde Bilanço Yapısı (2016)

	Milyar	Milyar	Yüzde
	TL	USD	pay
Likit aktifler	376	107	14
Finansal varlıklar	393	112	15
Krediler	1717	489	66
Toplam aktifler	2595	737	100
Mevduat	1463	416	56
Mevduat dışı	647	183	25
Özkaynaklar	289	82	11
Toplam pasifler	2595	737	100

Kaynak: TBB, İstatistiki Raporlar, Türkiye’de Bankacılık Sistemi (1958’den itibaren), İstanbul

Sektörde bankaların bilanço yapısına, önemli kalemler temelinde Tablo 10’da yer verilmiştir. Bu büyüklükler içerisinde kredi, mevduat ve özkaynakların aktifteki oranları önemli olup pek çok gösterge için temel teşkil etmektedir.¹³¹

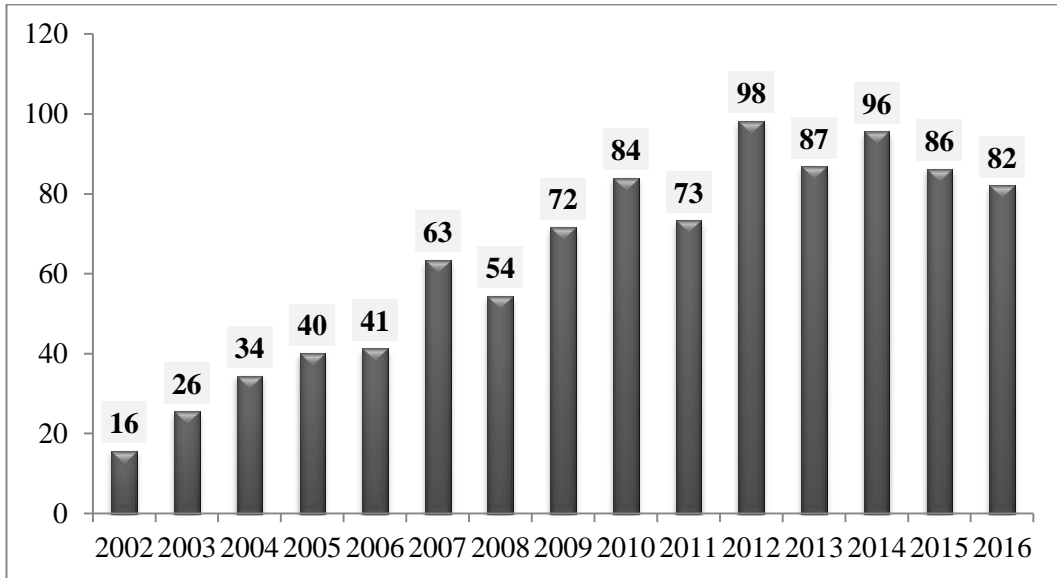
¹³¹ TBB, İstatistiki Raporlar, Türkiye’de Bankacılık Sistemi (1958’den itibaren), İstanbul



Kaynak: TBB, İstatistiki Raporlar, Türkiye’de Bankacılık Sistemi (1958’den itibaren), İstanbul

Şekil 9. Türk Bankacılık Sistemi Toplam Aktifleri Milyar USD

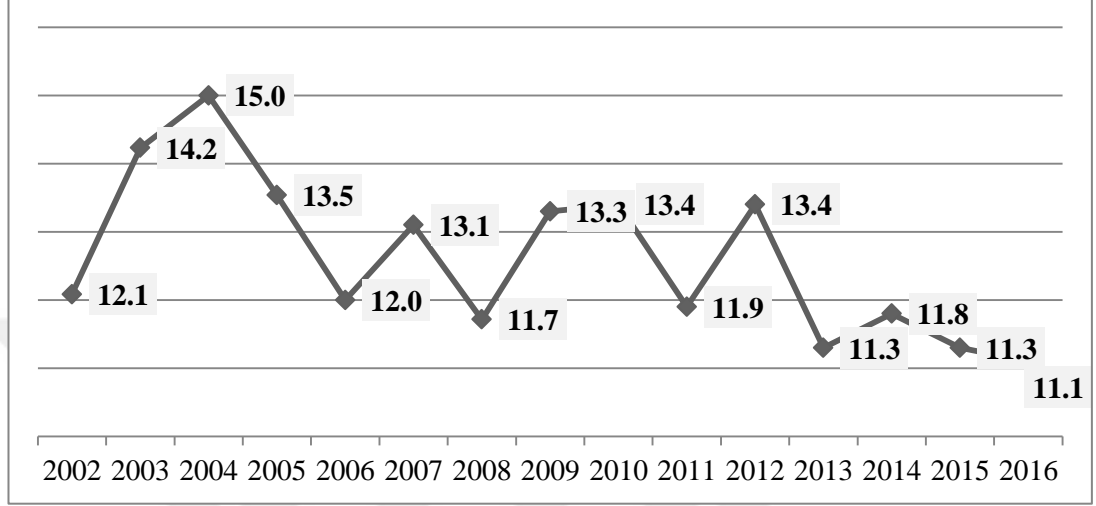
Sektörde bankaların aktif gelişimine dolar bazında Şekil 9’da yer verilmiş olup toplam aktifler 2002 yılına göre dolar bazında yüzde 467 oranında büyümüştür.



Kaynak: TBB, İstatistiki Raporlar, Türkiye’de Bankacılık Sistemi (1958’den itibaren), İstanbul

Şekil 10. Türk Bankacılık Sistemi Toplam Özkaynaklar (Milyar dolar)

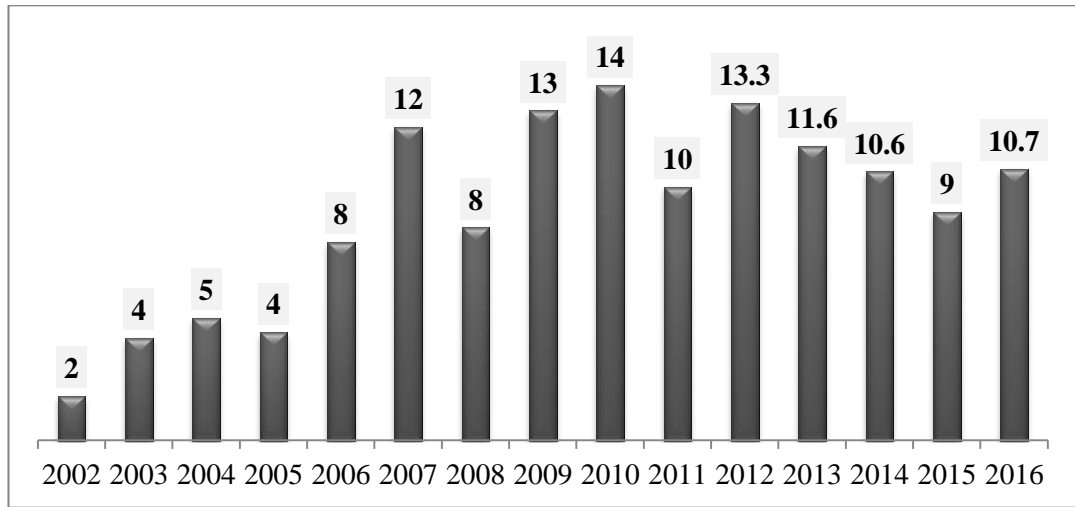
Reel sektörün kaynak ihtiyacının karşılanması açısından büyük öneme sahip olan özkaynak büyüklüğü, bankaların genelde net karını özkaynaklarda tutması nedeniyle Şekil 10’da da görüldüğü üzere 289 milyar TL’ye (82 milyar dolar) ulaşmıştır.¹³²



Kaynak: TBB, İstatistiki Raporlar, Türkiye’de Bankacılık Sistemi (1958’den itibaren), İstanbul

Şekil 11. Türk Bankacılık Sistemi’nde Özkaynakların Toplam Aktifler İçindeki Payı (%)

Özkaynakların aktife oranı 2016 yılı itibariye Türkiye’deki bankalar için %11,1 iken Avrupa Birliği ülkelerinde % 8 ‘dir.

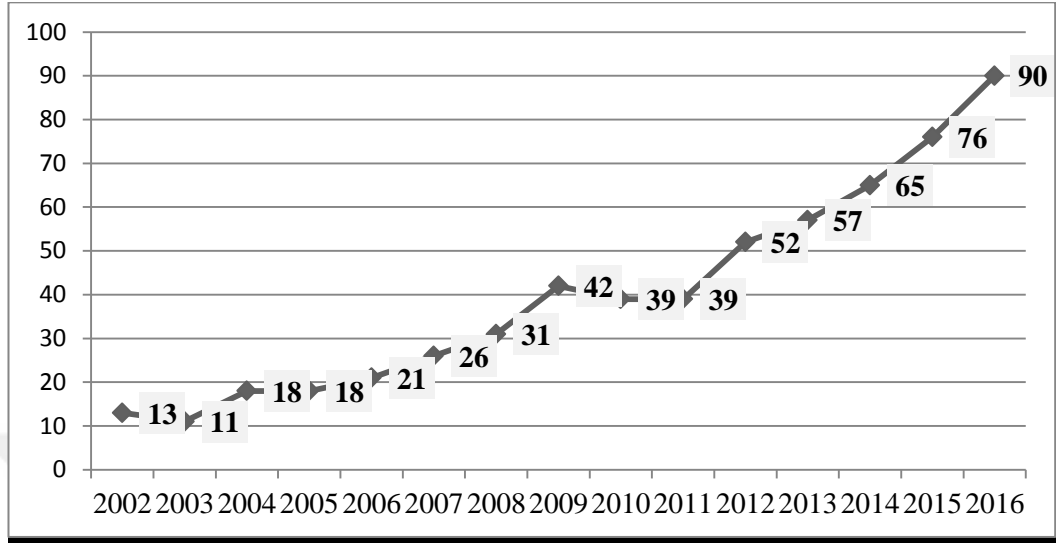


Kaynak: TBB, İstatistiki Raporlar, Türkiye’de Bankacılık Sistemi (1958’den itibaren), İstanbul

Şekil 12. Türk Bankacılık Sektöründe Net Kar Büyüklüğü (Milyar Dolar)

¹³² TBB, İstatistiki Raporlar, a.g.e.

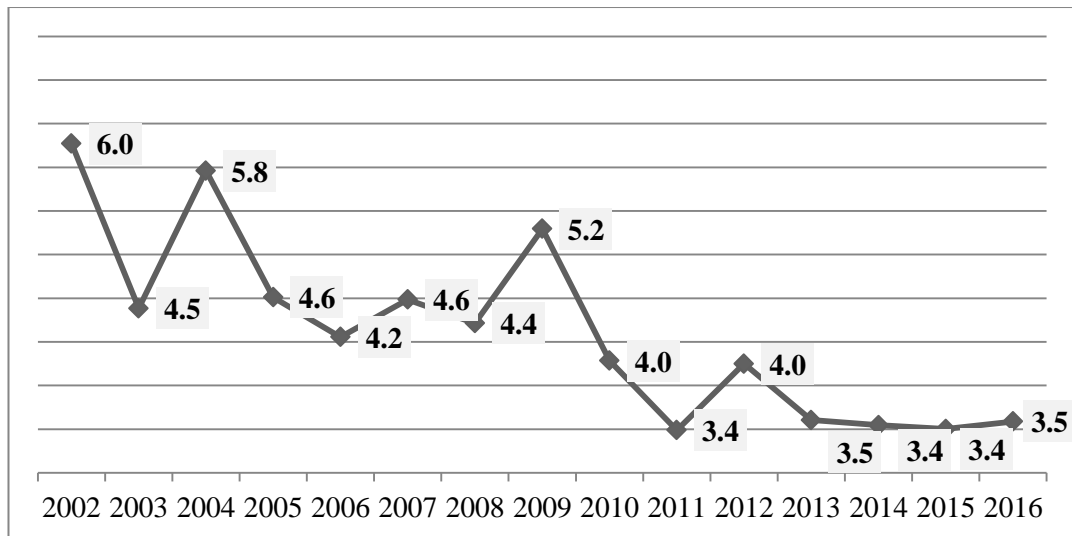
Türkiye'deki bankacılık sektörünün 2002-2016 yılları arası net kar büyüklüklerine nominal olarak dolar bazında Şekil 12'de yer verilmiştir.



Kaynak: TBB, İstatistiki Raporlar, Türkiye'de Bankacılık Sistemi (1958'den itibaren), İstanbul

Şekil 13. Türk Bankacılık Sektöründe Net Faiz Geliri Gelişimi (Milyar TL)

Bankacılık sektöründe net faiz geliri ülke büyümesiyle de paralel artmaya devam etmiş, 2016 yılsonu itibariyle 90 milyar TL'ye ulaşmıştır. 2016 yılsonu 36,4 milyar TL olan net kar 2002-2016 yılları arasında %1445 oranında artarken net faiz gelirleri Şekil 13'de görüleceği üzere %592 oranında artmıştır. Bu sonuç net karın yükselmesinde, faiz gelirleri dışındaki büyüklüklerin etkili olduğunu göstermektedir.



Kaynak: TBB, İstatistiki Raporlar, Türkiye'de Bankacılık Sistemi (1958'den itibaren), İstanbul

Şekil 14. Türk Bankacılık Sektöründe Net Faiz Geliri/ Toplam Aktifler (%)

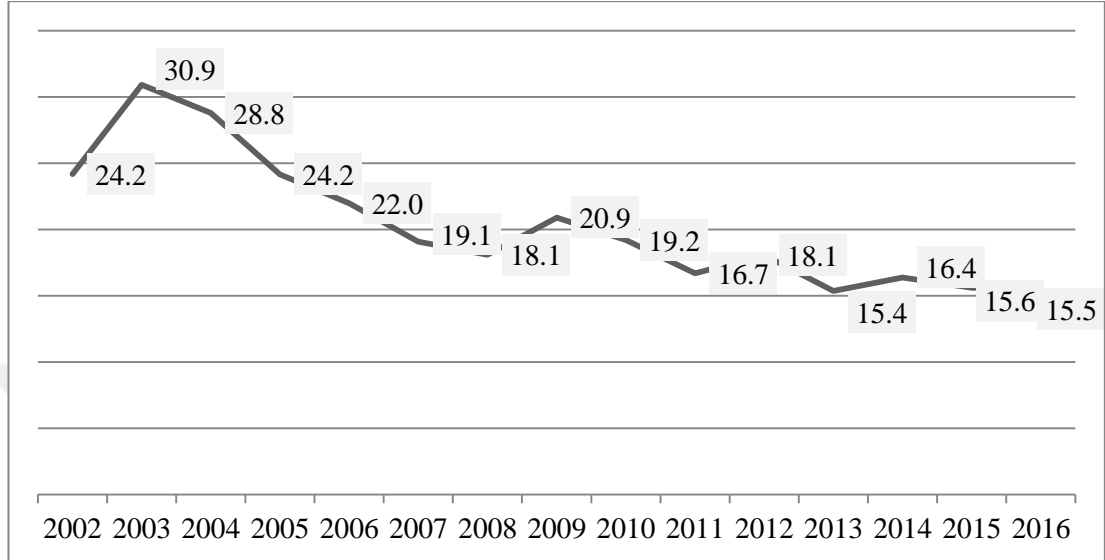
Net faiz geliri, yıllar itibariyle artış gösterse de bankacılık sektörünün aktif büyüklüğü içerisinde önemli oranda düşüş gösterdiği Şekil 14’de görülmektedir. Bu durum bankacılığın faiz dışı gelir yaratarak ya da maliyetlerinde düşüşe neden olan önlemler alarak daha çok büyüdüğünü göstermektedir.

Tablo 11. Türkiye’de Bankacılık Sistemi Rasyoları

Gösterge (%)	
Sermaye Yeterliliği	
Sermaye Yeterliliği Oranı	15,5
Özkaynaklar / Toplam Aktifler	11,1
Net Bilanço Pozisyonu / Özkaynaklar	-27,7
Bilanço Yapısı	
Toplam Mevduat / Toplam Aktifler	56,4
Alınan Krediler / Toplam Aktifler	13,6
Aktif Kalitesi	
Finansal Varlıklar (net) / Toplam Aktifler	15,2
Toplam Krediler ve Alacaklar / Toplam Aktifler	66,1
Toplam Krediler ve Alacaklar / Toplam Mevduat	117,3
Takipteki Krediler (brüt) / Toplam Krediler ve Alacaklar	3,2
Özel Karşılıklar / Takipteki Krediler	78,3
Duran Aktifler / Toplam Aktifler	3,3
Karlılık	
Ortalama Aktif Karlılığı	1,5
Ortalama Özkaynak Karlılığı	13,2
Sürdürülen Faaliyetler Vergi Öncesi Kar (Zarar) / Toplam Aktifler	1,8
Gelir-Gider Yapısı	
Özel Karşılıklar Sonrası Net Faiz Geliri / Toplam Aktifler	2,7
Faiz Dışı Gelirler (net) / Toplam Aktifler	1,2
Personel Giderleri / Diğer Faaliyet Giderleri	42,9

Kaynak: TBB, İstatistiki Raporlar, Türkiye’de Bankacılık Sistemi (1958’den itibaren), İstanbul

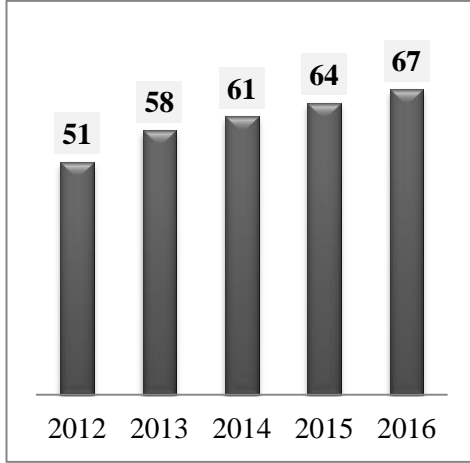
Tablo 11’de, Türk Bankacılık Sektörünün önemli rasyolarına yer verilmiş olup her bir gösterge kendi içinde ayrı olarak değerlendirilmektedir.



Kaynak: TBB, İstatistiki Raporlar, Türkiye’de Bankacılık Sistemi (1958’den itibaren), İstanbul

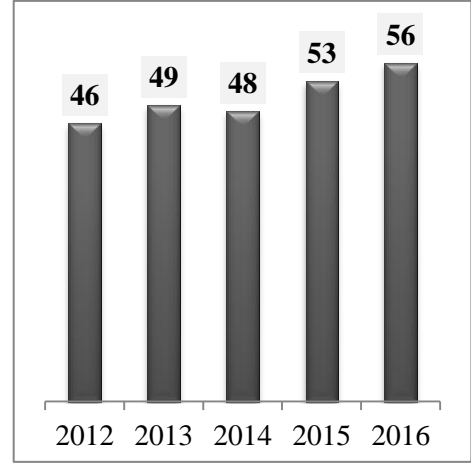
Şekil 15. Türk Bankacılık Sektörü Sermaye Yeterlilik Oranı (Yüzde)

Türk bankacılık sisteminin sermaye yeterlilik oranı daha önce de bahsedildiği üzere yeniden yapılandırma programı, yeni Bankacılık Kanunu ve Basel kriterleri kapsamında önemle takip edilmektedir. Özkaynakların risk ağırlıklı varlıklara bölünmesiyle elde edilen sermaye yeterlilik oranı, alınan riskler karşısında bankaların sermaye yeterliliğinin ölçülmesi işlevini görmektedir. Basel Komitesi Direktiflerinde öngörülen ve yasal zorunluluk olan %8’lik oranın çok üzerinde kalan Türk bankacılık sermaye yeterlilik rasyosunun yıllar itibariyle seyri Şekil 15’de görülmektedir.



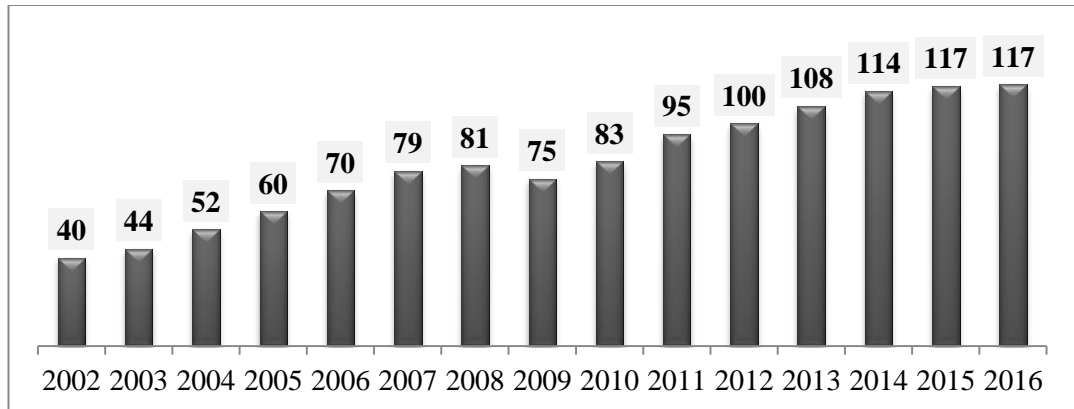
Kaynak: TBB, Bankalarımız 2016, (Mayıs 2017), İstanbul

Şekil 16. Krediler (GSYH'ya oran, yüzde)



Şekil 17. Mevduat (GSYH'ya oran, yüzde)

Şekil 16'da ülkemizdeki bankacılık sektörünün kredi hacminin, aynı zamanda toplam bilanço büyüklüğüne de yakın olan GSYH'ya olan oranı görülmektedir. Bu oran bir önceki yıla göre 3 puan artarak yüzde 67'ye yükselmiştir.¹³³ Şekil 17'de ise mevduatın GSYH'ya oranı 2012'den bu yana verilmekte olup 2016 yılında yüzde 56'ya yükselmiştir. AB ülkelerinde ise kredi/aktif oranı yüzde 68; mevduat/pasif oranı ise yüzde 64'dür.¹³⁴



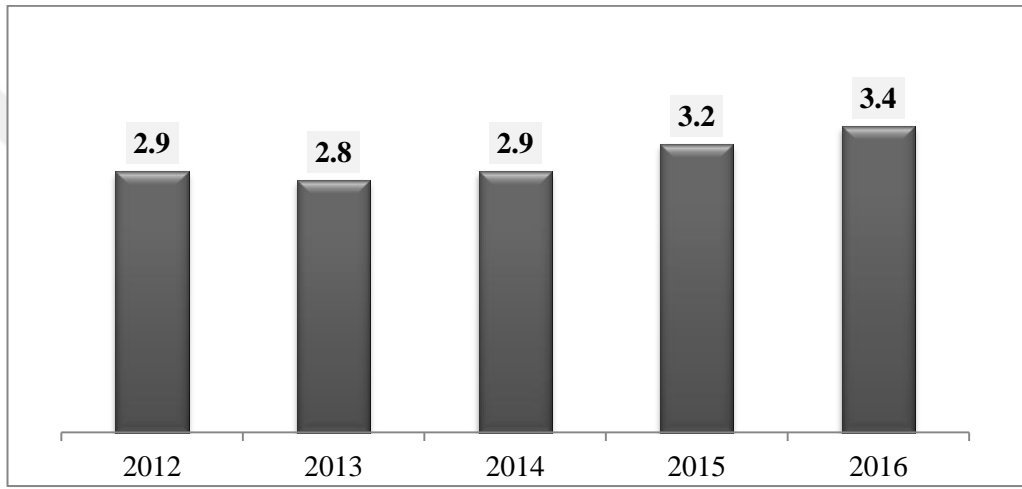
Kaynak: TBB, İstatistiki Raporlar, Türkiye'de Bankacılık Sistemi (1958'den itibaren), İstanbul

Şekil 18. Türk Bankacılık Sisteminde Kredi / Mevduat Oranı (Yüzde)

¹³³ TBB, Bankalarımız 2016, a.g.e., s. 25.

¹³⁴ TBB, a.g.e., s. 23.

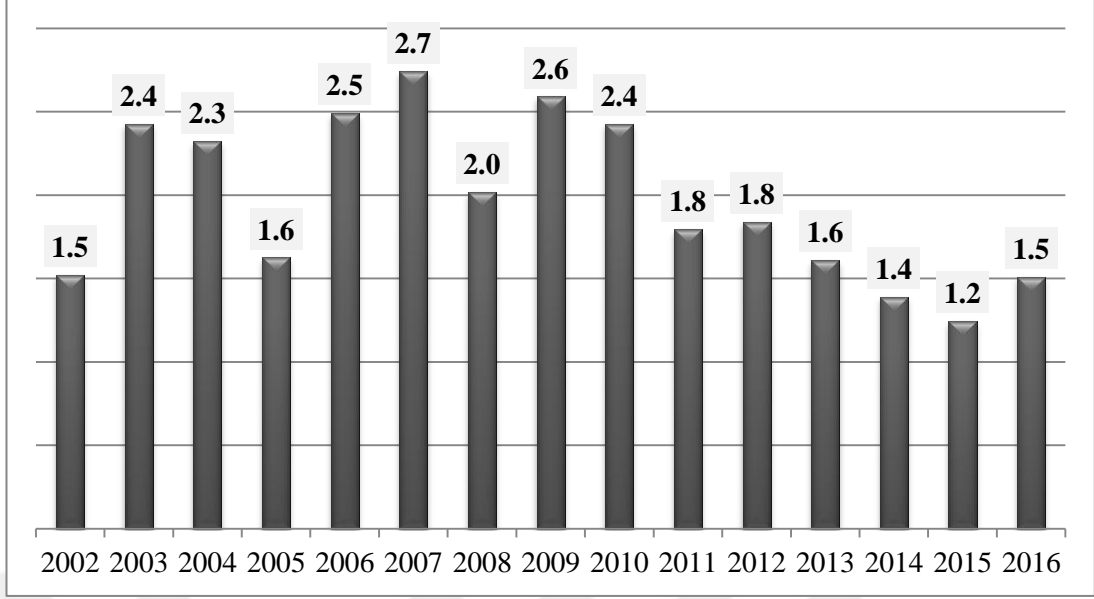
Şekil 18’de Türkiye bankacılık sisteminde 2002-2016 yılları arasındaki kredilerin, mevduatlara olan oranının seyri yer almaktadır. Bankaların, mevduatlarının üzerinde kredi kullandırmaları, mevduat dışı fon kaynaklarının artarak sisteme dâhil olduğunu göstermektedir. Kredi hacminin artması, ilave kaynakların temin edilmesini zorunlu kılmış, yurt dışı sendikasyon ve sekürütizasyon kredileri ile yurt içi ve dışı tahvil ihraçlarının artmasına neden olmuştur.



Kaynak: TBB, İstatistiki Raporlar, Türkiye’de Bankacılık Sistemi (1958’den itibaren), İstanbul

Şekil 19. Takipteki Krediler (Toplam Kredilere oranı, yüzde)

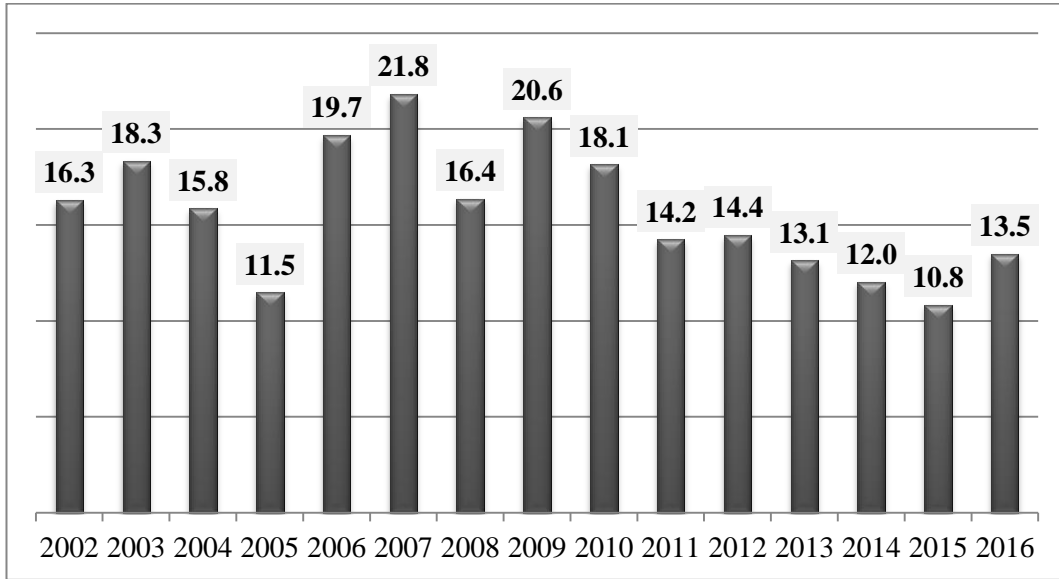
Şekil 19’da Türkiye’de bankacılık sisteminde 2012-2016 yılları arası takipteki kredilerin toplam krediler içindeki oranına yer verilmekte olup tahsili gecikmiş alacakların yüzde 77’si için karşılık ayrılmıştır.



Kaynak: TBB, İstatistiki Raporlar, Türkiye’de Bankacılık Sistemi (1958’den itibaren), İstanbul

Şekil 20. Türk Bankacılık Sistemi Ortalama Aktif Karlılığı

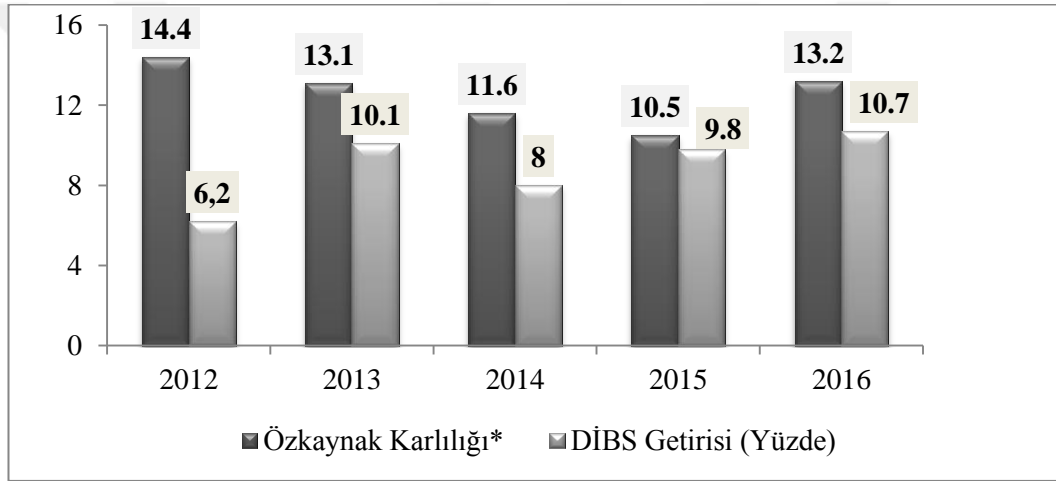
Finansal sağlamlık göstergelerinden olan aktif kârlılığı oranı, ileride daha ayrıntılı verilecek olmakla birlikte, net dönem kârı veya zararının ortalama toplam aktiflere bölünmesiyle bulunmaktadır. Şekil 20’de görüldüğü üzere, yıllar içerisinde aktif karlılık oranlarında keskin düşüş ya da yükselişler görülmemiştir.



Kaynak: TBB, İstatistiki Raporlar, Türkiye’de Bankacılık Sistemi (1958’den itibaren), İstanbul

Şekil 21. Türk Bankacılık Sistemi Ortalama Özkaynak Karlılığı

Şekil 21’de de görüldüğü üzere 2010 yılından sonra özkaynak karlılığı düşüş göstermekte, 2016 yılında ise yeniden yükselişe geçmektedir. Önemli bir sağlamlık göstergesi olan özkaynak (sermaye) kârlılığı oranı, 2016 yılında % 13,5 olarak hesaplanmış olup hissedar bakış açısıyla devlet iç borçlanma senetleri (DİBS) getirisininin 2,5 puan üzerinde seyretmiş olması önemlidir. Avrupa Birliği’nde ise özkaynak karlılığı %9 olup özkaynak karlılığından 2 yıllık DİBS getirisininin düşülmesi ile ulaşılan net özkaynak karlılığı ise %7’dir.¹³⁵

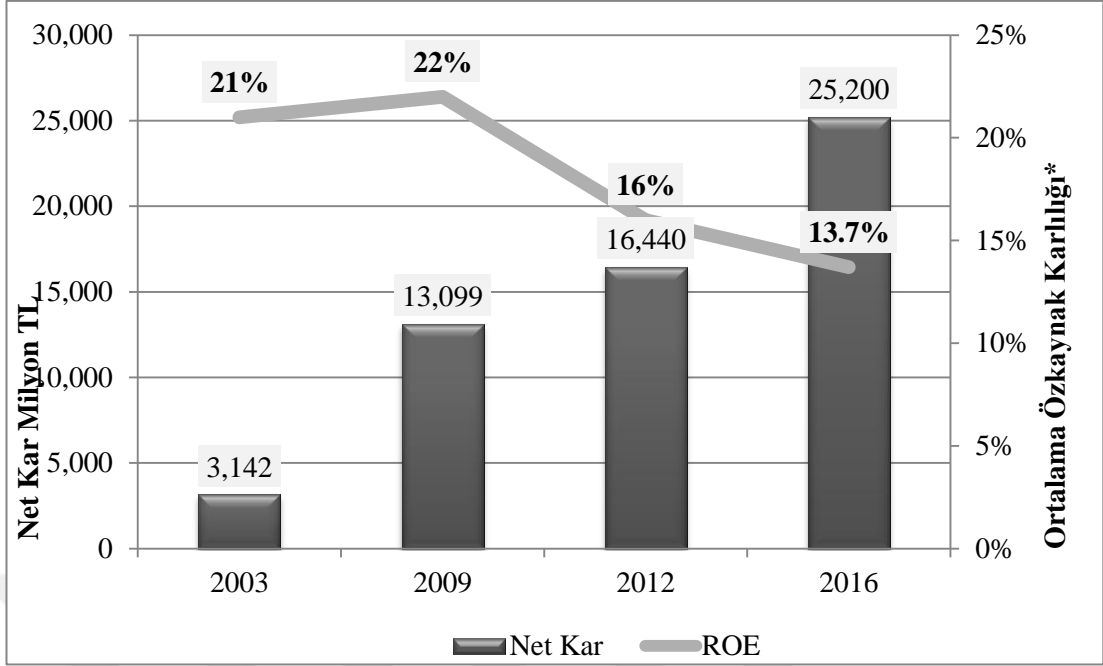


Kaynak: TBB, İstatistiki Raporlar, Türkiye’de Bankacılık Sistemi (1958’den itibaren), İstanbul

Şekil 22. Özkaynak Karlılığı DİBS Getirisi (Yüzde)

Türk bankacılık sektöründe 2016 yılsonu itibariyle ortalama özkaynak karlılığı yüzde 13,2 olmuştur. Özkaynak karlılığı ile devlet iç borçlanma senetlerinin getiri karşılaştırması Şekil 22’de görülmektedir. Özkaynak karlılığı; “gerçekleşen yıllık kar/dört çeyrek özkaynak ortalaması” şeklinde hesaplanmıştır.

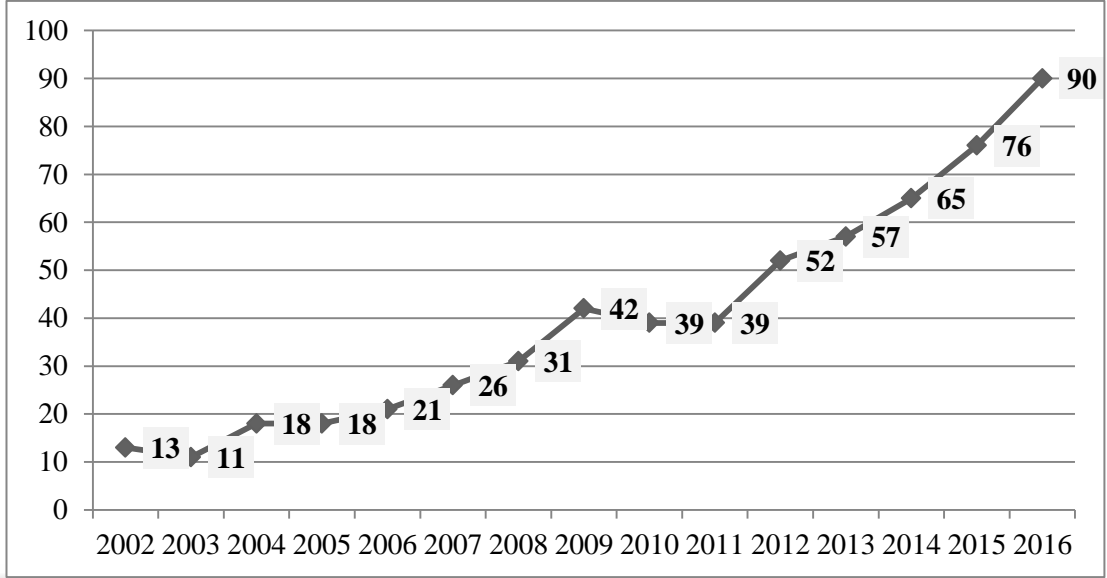
¹³⁵ TBB, Temel Ekonomi ve Bankacılık Göstergeleri Türkiye –AB Ülkeleri, İstanbul (Ağustos 2017), s. 6.



Kaynak: TBB, İstatistiki Raporlar, Türkiye’de Bankacılık Sistemi (1958’den itibaren), İstanbul

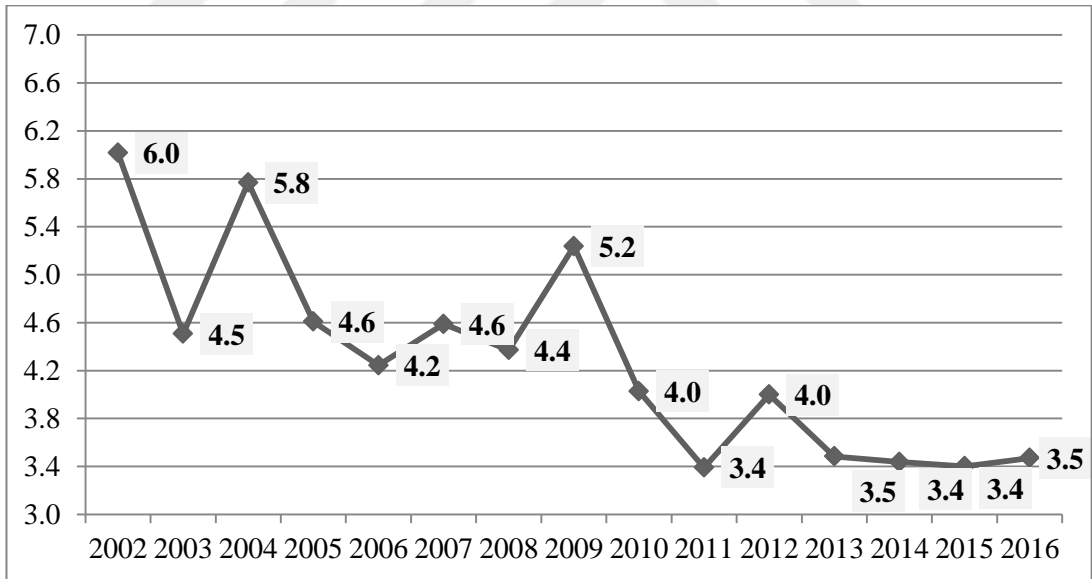
Şekil 23. Halka Açık Bankaların Net Kar (milyon TL) ve Özkaynak Karlılığı (yıllık, yüzde)

Çalışma konumuz olan halka açık bankaların karlılık performans ölçümünde kullanılan göstergelerden özkaynak karlılığının net kar ile karşılaştırmalı seyri Şekil 23’de verilmiştir. 2016 yılı net dönem karı 2003 yılına göre yüzde 702 artmış ve 25,2 milyar TL’ye ulaşmıştır. Aralık 2016 itibariyle, ortalama özkaynak karlılığı 2003 yılına göre 7,3 puan azalarak, yüzde 13,7 seviyesinde gerçekleşmiştir. Bu oranın, sektörde ağırlığı yüksek olan halka açık bankaların tüm bankaları içeren sektör oranına (yüzde 13,5) oldukça yakın çıkması doğaldır.



Kaynak: TBB, İstatistiki Raporlar, Türkiye’de Bankacılık Sistemi (1958’den itibaren), İstanbul

Şekil 24. Türk Bankacılık Sektöründe Net Faiz Geliri (Milyar TL)



Kaynak: TBB, İstatistiki Raporlar, Türkiye’de Bankacılık Sistemi (1958’den itibaren), İstanbul

Şekil 25. Türk Bankacılık Sistemi’nde Toplam Aktifler İçinde Net Faiz Gelirin Payı

Net faiz geliri, sektör karlılığında bir ölçüm rasyosu olup yıllar itibariyle büyüklüğü ve toplam aktiflere oranı Şekil 24 ve Şekil 25’de gösterilmiştir. Buna göre

2002 yılında % 6 olarak gerçekleşen oran, 2011 yılından bu yana %3,5 civarında devam ettiği Şekil 25’de görülmekte olup yıllar içinde bu oran gerilemiştir. Bunun nedeni, kaynak maliyetinin artması veya kredilerdeki kar marjlarının azalmasıdır. Net faiz gelirin aktifteki oranı, piyasadaki faiz oranlarındaki değişim, bilanço yapısı, bilanço gücü ve faiz dışı gelirlerdeki artışa bağlı olarak değişmektedir. Zira 2002 yılında 13 milyar TL’lik bir büyüklükten %592 oranında bir büyüme göstererek 2016 yılında 90 milyar TL’ye ulaşan net faiz gelirin, toplam aktif içindeki oranı ise 2,5 puan düşerek % 3,5 seviyesine gerilemiştir.

3.2. PERFORMANS KAVRAMI

Bir işlem sonucunda ulaşılan hedefleri nicel ve nitel olarak gösteren performans kavramını, kısaca başarı ölçüsü olarak ifade etmek mümkündür.¹³⁶

İşletme açısından performans, kaynakların etkin ve verimli bir şekilde kullanılarak firma amaçlarının gerçekleştirilebilme yeteneğidir.¹³⁷

Performans ölçümü ise, işletmenin faaliyetleri sonucunda ulaşılan sonuçların hedeflenen sonuçlarla karşılaştırılması yoluyla analizi olarak ifade edilebilir. Performans ölçümünde, faaliyetlerin etkinliği ve etkililiğinin belirlenmesi önem arz etmektedir. Etkililik, hedeflenen sonuçlara ulaşmada ne kadar başarı sağlandığını, müşteri ihtiyaçlarının ya da taleplerinin ne kadar karşılandığını ifade ederken, etkinlik ise belli bir amaca ulaşmada ya da müşteri talebini karşılamada işletme kaynaklarının ne kadar ekonomik kullanılarak hedeflenen düzeye ulaşıldığını göstermektedir.¹³⁸

Performans ölçümleriyle ilgili kar, yatırım karlılığı ve verimlilik gibi finansal ölçümler 1980’li yıllara kadar ön planda iken dünya pazarlarındaki değişimlerin bir

¹³⁶ Yasemin Oraman, “Gıda Sektöründe Başarılı Performans Ölçüm ve Değerlendirme Sistemi Tasarımında Hangi Boyutlar Önceliğe Sahip Olmalı?”, **Verimlilik Dergisi**, 2004/3, 2004, s.123.

¹³⁷ Richard L. Daft, **Management**, Orlando: Dryden Press, Ninth Edition, 1997, s.166.

¹³⁸ Andy Neely, Mike Gregory, Ken Platts, “Performance Measurement System Design”, A literature review and research agenda, **International Journal of Operations & Production Management**, Vol. 25 No. 12, 2005, s.1228.

sonucu olarak 1980'lerin sonlarında daha düşük maliyet ve çeşitlilikte yüksek kaliteli ürünler üretebilmek, pazar paylarını korumak ve artırmak önemli hale gelmiştir.

3.2.1. Performans Ölçümünün Gerekliliği

Bir işletmenin hangi performans ölçütlerini kullanacağı, bağlı bulunduğu sektöre, misyonuna ve kurum kültürüne göre değişiklik göstermektedir.¹³⁹ Bununla birlikte genel olarak performans ölçümü, işletmelerin önceden belirlenen hedeflerine ve varsa sektördeki rakiplerinin yarattığı sonuçlara ne ölçüde ulaşıldığını gösteren işlemlerdir. Kısaca performans, firma için sürekli olarak “değer” yaratabilmektir.¹⁴⁰ Taylor'un yirminci yüzyılın başında gerçekleştirdiği verimlilik ölçümleriyle başlayan performans ölçümüne yönelik ilgi, günümüze değin sürekli artış göstermektedir.¹⁴¹

"Ölçülmeyen ve paylaşılmayan performans iyileştirilemez" ilkesi, firma performansının ölçülmesi ve değerlendirilmesinin önemini ortaya koymaktadır. Sektörlerindeki değişimlere ayak uydurabilmek için işletmeler etkin bir performans yönetim sistemine sahip olmalıdır. Performans ölçümü, sadece işletme yönetimini ilgilendiren işletme içi bir konu değildir. Başta hissedarlar olmak üzere, olası yatırımcılar, borç verenler ve satıcılar gibi birçok taraf için, alacakları çeşitli kararlarda işletme performansı belirleyici olmaktadır.¹⁴²

3.2.2. Performansın Ölçülmesinde Kullanılan Yöntemler

İşletmelerin performanslarının ölçülmesi için çeşitli performans kriterleri bulunmaktadır. Finansal ve finansal olmayan kriterler olmak üzere ikiye

¹³⁹ Başak Ataman Akgül, “İşletmelerde Yeni Performans Ölçümleme Sistemleri”, **Muhasebe ve Finansman Dergisi**, No:24, 2004, s. 74.

¹⁴⁰ Akgül, a.g.e.

¹⁴¹ A.g.e.

¹⁴² Ali Coşkun, İşletmelerde Performans Yönetimi: Bir Yönetim Muhasebesi Aracı Olarak Performans Karnesi, Doktora Tezi, **İstanbul Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü**, İstanbul, 2005, s.6.

ayrılabilir bu performans ölçütlerinden finansal olan ölçüler uygulamada daha sık karşımıza çıkmaktadır.¹⁴³

Finansal olmayan performans ölçüm kriterleri, işletmeler tarafından genellikle finansal ölçütlere ek olarak süreçlerin kontrolü gibi amaçlar için kullanılmaktadır. Kalite, verimlilik, etkinlik, etkililik, çalışma yaşamı kalitesi, yenilik, insan gücü, bilgi sistemleri, müşteri ilişkileri, toplumsal ilişkiler gibi değerlendirmeler kapsamında finansal olmayan ölçütlere dayanak oluşturmaktadırlar.¹⁴⁴

Finansal performans ölçüm kriterleri ise bir işletmenin finansal verileri kullanılarak hesaplanan ölçülerdir. Mali performans da denilen bu ölçütte ölçülmek istenen şeyin ne olduğuna bağlı olarak, net faiz getirisi, aktif karlılığı, özkaynak karlılığı, net kar, piyasa değeri, temettü verimi, toplam gider/toplam gelir, fiyat/kazanç oranı, gibi göstergeler kullanılabilir. Nihayetinde mali performans, bir firmanın, konulan sermaye karşılığında yatırımcının beklentisine cevap verebilme kabiliyetidir.

3.2.3. Bankalarda Performans Ölçütlerinde Genel Yaklaşımlar

Banka performans ölçümlerinde gerek literatür gerek finans kesiminde yaygın olarak kullanılan göstergeler; geleneksel, ekonomik ve piyasa-bazlı performans ölçütleri şeklinde sınıflanabilmektedir.¹⁴⁵

3.2.3.1. Geleneksel Performans Ölçütleri

Geleneksel performans ölçütleri, her sektörde benzerlik arz etmekte olup, en yaygın kullanılanları; aktif kârlılığı, özkaynak kârlılığı ve gelir/maliyet oranıdır. Bunların dışında bankalar için aracılık fonksiyonundan dolayı net faiz marjı da

¹⁴³ Coşkun, a.g.e., s. 5.

¹⁴⁴ Coşkun, a.g.e., s. 22.

¹⁴⁵ "Banka Performansının Ölçümüne İlişkin Yeni Yaklaşımlar", **Bankacılar Dergisi**, Avrupa Merkez Bankası'nın internet sitesinde (www.ecb.int) yer alan "Beyond ROE-How To Measure Bank Performance" başlıklı makalenin çevirisi, Sayı 75, 2010, s. 104.

önemle izlenen ölçütlerden biridir. Şirketlerin amaç fonksiyonlarının temeli kar maksimizasyonu olduğu gibi bankalar da kar veya getirinin maksimum kılınması için iki ana unsuru gerçekleştirmeye çalışmaktadır. Bunlar “faaliyet gelirlerinin maksimize edilmesi” ve “faaliyet giderlerinin minimize edilmesi”dir.¹⁴⁶

Geleneksel performans ölçütleri etkinlik ve karlılık göstergeleri olarak kendi içinde ayrılabilir.

1) Etkinlik Göstergeleri

Bankalarda “Krediler/Toplam Aktifler” ve “Krediler/Mevduatlar” rasyoları, aracılık fonksiyonunun etkinliğini gösteren önemli oranlardır. “Toplam Gelirler/Toplam Giderler” ve “Diğer Faaliyet Giderleri/Toplam Faaliyet Gelirleri” rasyoları da banka etkinliği genel anlamda ölçen önemli göstergelerdir.

11) Karlılık Göstergeleri

Genel kabul görmüş ve yaygın olarak kullanılan bankacılık karlılık göstergeleri; aktiflerin getirisi (ROA), öz kaynakların getirisi (ROE) ve net faiz marjıdır (NFM). Bu performans ölçütleri, temel çıkış noktaları açısından benzerlik gösterse de birbirlerine göre üstünlükleri ve zayıflıkları söz konusudur. Bundan dolayı doğru bir analiz için bu ölçütlerin hepsinin bir arada yorumlanması daha doğru bir yaklaşımdır.

Karlılık, şirket bünyesinde tutulan gelirlerle sermaye oluşumunda önemli bir rol oynayan anahtar bir göstergedir. Sağlam bir bankacılık sistemi, karlılık ve yeterli sermaye büyüklüğü üzerine kurulur. Karlılık, tüm işletmelerde olduğu gibi bankaların da sektördeki rekabet pozisyonunu belirlerken aynı zamanda belli bir risk taşıma kapasitesine de izin verir.¹⁴⁷ Bankaların karlılığını etkileyen faktörlerin

¹⁴⁶ K. Batu Tunay, A. Murat Silpar, "Türk Ticari Bankacılık Sektöründe Karlılığa Dayalı Performans Analizi - I", Nisan 2006) **TBB Araştırma Tebliğleri Serisi**, Sayı: 2006 – 01, Nisan 2006, s. 2.

¹⁴⁷ Hennie Van Greuning, Sonja Brajovic Bratanovic, "Analyzing Banking Risk: A Framework for Assessing Corporate Governance and Risk Management", **The World Bank, Report Number 48238**, Third Edition Sayı:1, Mayıs 2010, s. 101.

belirlenmesi, bankanın uygulayacağı politikanın tespiti açısından da önemli olup, faaliyetlerini sürdürmesi ve mevcut konumunu koruyabilmesi açısından da kritiktir.

Karlılık göstergelerine kısaca aşağıda yer verilmiştir.

a- Net Faiz Marjı (NFM)

Bankaların esas olan aracılık fonksiyonunun gelir yaratma kabiliyetini gösteren bir orandır. Aşağıda hesaplama şekli verilmiş olan net faiz marjı ölçütü, yönetsel anlamda tek başına yeterli bir analiz aracı değildir.

$$\text{Net Faiz Marjı} = \text{Net Faiz Geliri} / \text{Aktifler (veya Faiz Getiren Aktifler)}$$

Bankaların aracılık fonksiyonlarının yarattığı maliyet ile bankacılık sektörünün etkinliğini yansıtan net faiz marjı kredi fiyatlamasının temel öğelerinden biridir. Net faiz marjının artmasının, genel olarak bankanın karlılığını da artıracığı açıktır. Bununla birlikte, net faiz marjı yükseldikçe krediden doğan risk de artacağından bankalar daha fazla karşılık ayırmak durumunda kalabilir. Bu da genel etkinliği düşürecektir.

Aktif-pasif yönetiminde, net faiz marjı veya net faiz hasılatı (NFH) ön plana çıkarken, sektör kıyaslamalarında hasılatın ziyade net faiz marjının odak noktası olduğu görülmektedir. Net faiz geliri ya da hasılatı, faiz geliri ile faiz gideri arasındaki farkı gösterirken, net faiz marjı kazanç getiren aktifler üzerinden fiyat farkı (spread) olarak hesaplanmaktadır.

Fiyat farkı da (spread), bankalarda yaygın olarak kullanılan bir karlılık ölçütü olup net faiz marjı ile yakından bağlantılıdır. Bazen aynı adla anılsa da aralarında küçük de olsa bir fark olduğu belirtilmelidir. Fiyat farkı (S), aşağıdaki gibi hesaplanmaktadır:

$$\text{Fiyat Farkı} = \frac{\text{Faiz Geliri}}{\text{Faiz Kazandıran Aktifler}} - \frac{\text{Faiz Gideri}}{\text{Faiz Ödenen Pasifler}}$$

Faiz kazandıran aktifler genelde, bankanın sabit getirili menkul değerleri ile kredi portföyünün toplamı iken faiz ödenen pasifler ise, mevduatlar ile bankanın mevduat dışı borçlarının toplamıdır.

b- Aktif karlılığı (Return On Assets – ROA)

Aktif karlılığı (ROA), cari yıl net kârının toplam aktiflere, genellikle de ortalama yıllık değere bölünmesiyle bulunan bir ölçüttür.¹⁴⁸

$$\text{Aktif Kârlılığı} = \text{Net Kâr} / \text{Toplam Aktifler (Ortalama)}$$

Bankaların aktif karlılığı oranları diğer sanayi ve hizmet şirketlerine nispeten daha düşüktür. Bu oranın büyüklüğü, bankanın ölçeğine göre de değişmektedir. Bazı dönemlerde küçük bankaların aktif kârlılığı büyük bankaların oranını aşarken bazı dönemlerde tersi durumlar da yaşanmaktadır.

Firmanın toplam varlıklarının dönem içinde ne oranda kar üretebildiğini gösteren aktif karlılığı, temel olarak firmanın varlıklarının kazanma gücünü göstermektedir. Başak bir açıdan performans ölçüm aracı olarak bankanın aktiflerinin etkin kullanılma başarısını değerlendirmektedir. Bu nedenle literatürde banka karlılığının değerlendirilmesinde en yaygın ölçütlerden biri haline gelmiştir.¹⁴⁹ Aktif karlılığının özsermaye karlılığından farkı, sadece işletme sahiplerinin işletmeye sağlamış olduğu fonları değil, borçlanma yolu ile temin edilen fonları da kapsamasıdır.¹⁵⁰

Bu ölçüt değerlendirilirken, aktif karlılığının maksimize edilmesinin hissedarların varlığının maksimize edilmesi anlamına gelmediği bilinmelidir. Performans ölçüm kriteri olarak aktiflerin karlılık ölçüsünün seçilmesi bazı durumlarda yanlış kararların alınmasına ve sermayenin yanlış alanlara tahsis edilmesine neden olabilmektedir. Sadece bir oran olarak ifade edilmesi nedeniyle

¹⁴⁸ Bankacılar Dergisi, a.g.e., s. 104.

¹⁴⁹ Şükriye Gül Reis, Yunus Kılıç, Mehmet Fatih Buğan, "Banka Karlılığını Etkileyen Faktörler: Türkiye Örneği", **Muhasebe ve Finansman Dergisi**, (Ekim 2016), s. 22.

¹⁵⁰ Rehber Birkan, "Finansal Performansın Ölçülmesinde Ekonomik Katma Değer ve Bankacılık Sektöründe Piyasa Değeri ile İlişkinin Analizi (2004-2013 Borsa İstanbul Uygulaması)", **Gazi Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü**, Doktora Tezi, (Haziran 2015), s. 12.

karar almada zaman zaman tutar büyüklüğünün gözden kaçırılma riskini beraberinde taşımaktadır.

c- Özkaynak karlılığı (Return On Equity – ROE)

Yatırımcı değerini ölçen ve en çok kullanılan karlılık performans ölçütlerinden biridir. Bunun nedeni;

(i) hissedarın yaptığı yatırımın finansal dönüşüne ilişkin doğrudan değerlendirme yapma imkânı vermesi ve

(ii) farklı sektör ya da şirketlerle kıyaslama olanağı sağlamasıdır.

Öz kaynaklardan sağlanan getiri kendi içinde önemle değerlendirilmelidir. Özsermayenin bir birimine düşen karı gösteren oran, "mali rantabilite" oranı olarak da adlandırılmaktadır. Oran hesaplanırken, özsermaye değeri olarak dönem başı, dönem sonu ya da dönemin ortalaması alınabilir. Bu oran aşağıdaki gibi hesaplanır:

$$\text{Özkaynak Kârlılığı} = \text{Net Kâr} / \text{Toplam Özkaynak (Ortalama)}$$

Özsermaye (özkaynaklar), işletme sahip veya ortaklarının aktifler üzerindeki toplam haklarının parasal ifadesidir¹⁵¹. Özsermayeyi oluşturan kaynak kalemleri, ortakların koymuş oldukları sermaye ile şirkette bırakmış oldukları dönem karlarından oluşmaktadır. Özsermaye karlılığı, özkaynakların ne oranda karlı kullanıldığını göstererek özsermayenin kazanma gücünü gösterir. Hissedar değerini ölçen ve en sık kullanılan iç performans ölçütlerinden biri olup yatırımcıların net varlıklardan elde ettiği getiriye gösteren önemli bir göstergedir.¹⁵²

Özsermaye karlılık oranının yeterliliğini saptamak için özkaynakların alternatif kullanım ya da yatırım araçlarının getirisinin de bilinmesi önem arz etmektedir. Kâr amacı güden bir kuruluşun nihai amacı sahipleri için bir servet değeri yaratmak ve bu serveti korumak olduğu için özkaynak kârlılığı oranının özkaynak maliyetinin üzerinde olması gerekir.¹⁵³ Öz sermaye maliyeti gerçek

¹⁵¹ Birkan, a.g.e., s. 14.

¹⁵² Hakan Sarıtaş, Sinem G. Kangallı Uyar, "Banka Karlılığı ile Finansal Oranlar ve Makroekonomik Değişkenler Arasındaki İlişkilerin Sistem Dinamik Panel Veri Modeli ile Analizi: Türkiye Araştırması", **Eskişehir Osmangazi Üniversitesi İİBF Dergisi**, 11(1), Nisan 2016, s.90.

¹⁵³ Bankacılar Dergisi, a.g.e., s.104.

anlamda bir maliyet olmayıp alternatif maliyettir. Hissedarların bu yatırımları yapmasındaki (hisse senetlerini satın almak ve net kârı temettü olarak almayı işletme bünyesinde bırakmak) yegâne etken bekledikleri getiri oranıdır.¹⁵⁴

3.2.3.2. Ekonomik Performans Ölçütleri

Bir mali yıl içinde şirketin ekonomik aktiflerinden yarattığı ekonomik çıktıları değerlendiren ölçütler olup verimlilik üzerine odaklanmaktadır. Ekonomik performans ölçütleri iki göstergede verilebilir.

1) Ekonomik Katma Değer (EKD) (Economic value added, EVA)

Değere dayalı bir performans ölçüm yöntemi olan Ekonomik Katma Değer (EKD), hem döneme ilişkin değer kazanımını, hem de planlama çerçevesinde geleceğe yönelik (MVA- Market Value Added) firma değerlendirmesini mümkün kılan bir hesaplama yöntemi olarak karşımıza çıkmaktadır.¹⁵⁵ “Alternatif maliyet” kavramına dayanan ve en sık kullanılan “ekonomik katma değer” (EKD) göstergesidir. EKD şu şekilde hesaplanmaktadır:

$$EKD = \text{yatırılan fonların getirisi} - (\text{sermayenin ağırlıklı ortalama maliyeti} * \text{yatırılan sermaye}) - (\text{borcun ağırlıklı ortalama maliyeti} * \text{net borç}).$$

1991 yılında geliştirilen ekonomik katma değer göstergesi, yatırılan sermayenin maliyetinin alternatif maliyetini dikkate alır. Buna göre ekonomik katma değer iki ana ilkeye dayalıdır:

(1) Bir işletme yatırılan sermayeden, sermayenin alternatif maliyetinin üzerinde bir gelir kazanmadıkça gerçekte kârlı değildir.

¹⁵⁴ Eşref Savaş Başcı, "Sermaye Maliyeti", **Sakarya Üniversitesi Sürekli Eğitim Uygulama ve Araştırma Merkezi**, t.y., s. 2.

¹⁵⁵ Ali Bayraktaroğlu, Ünlü Ulaş, "Performans "Değerlendirmede EVA ve MVA Ölçütleri: Bu Ölçütler Açısından İMKB ve NYSE'nin Karşılaştırmalı Analizi", **Süleyman Demirel Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi**, C.14, S.1, 2009, s. 288.

(2) İşletmenin yöneticileri pozitif Net Bugünkü Değere (NBD) sahip yatırım kararları verdiğinde hissedarlar için zenginlik yaratılmış olur.¹⁵⁶

Ekonomik katma değer için ilk eleştiri geleneksel muhasebeye dayalı olmasıdır. Bu eleştiriye karşılık ekonomik katma değer savunucuları düzeltmeler ile muhasebe rakamlarının gerçek ekonomik göstergelere dönüştüğünü ve temeli muhasebe de olsa geleneksel muhasebenin taşıdığı eksiklikleri bertaraf ettiğini ifade etmektedirler.

İkinci eleştiri, ekonomik katma değer ölçüsünün düzeltmeler nedeniyle karmaşıklaştığı ve anlaşılmasının zor olduğu yönündedir. Bu eleştiriye yanıt ise ekonomik kârın hesabı için düzeltmelerin zaruri olduğu ve yapılan düzeltmelerin anlaşılmasının söylendiği kadar zor olmadığı yönündedir.¹⁵⁷

ıı) Risk Ayarlı Sermaye Getiri Oranı (Risk-adjusted return on capital RAROC)

Karın risk ile ilişkilendirilerek değerlendirilmesi finansal karar vericiler bakımından önemlidir. Kar-risk ilişkisinin ortaya konulması ile ilgili olarak en bilinen ve yaygın olarak kullanılan yöntemlerden birisi olan risk ayarlı (riske göre düzeltilmiş) sermaye getirisi (RAROC), esas itibarıyla riske göre düzeltilmiş ekonomik karın ekonomik sermayeye bölünmesiyle elde edilen bir oran olarak düşünülebilir.¹⁵⁸

Bir bankanın başarılı olabilmesi için yöneticilerin büyüme, getiri ve risk arasındaki dengeleri çok iyi analiz etmesi ve bunun için risk-ayarlı ölçütleri benimsemesi önemlidir.¹⁵⁹

¹⁵⁶ Murat Ertuğrul, “Değere Dayalı Performans Ölçüsü Olarak Ekonomik Katma Değerin Kuramsal Temelleri: Dünyada Ve Türkiye’de Uygulamaları”, **Dumlupınar Üniversitesi, Sosyal Bilimler Dergisi**, Sayı:24, (Ağustos 2009), <http://sbe.dpu.edu.tr/index/sayfa/2686/24sayi> s. 208.

¹⁵⁷ A.g.e., s.216.

¹⁵⁸ Güven Sayılğan, Kadir Gürdal, “Yatırım ve Yönetim Kararları Açısından Kar Kavramındaki Değişim”, **H.Ü. İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi**, Cilt 22, Sayı 1., 2004, s.126.

¹⁵⁹ Bankacılar Dergisi, a.g.e., s.105.

Bankaların sermaye maliyetini hesaba katması açısından RAROC ile EKD göstergesi arasında ortak bir nokta bulunmaktadır. Diğer yandan RAROC daha ileri bir gösterge olup katma değeri, gereken sermayeye göre ayarlamaktadır. RAROC ve EKD arasındaki temel benzerlik ve farklılıklar şöyle verilebilir.¹⁶⁰

- RAROC, sermaye getirisini risk ile ilişkilendiren, genellikle daha kısa vadeli bir kar analizi öngörürken, EKD satışlardan sağlanan getirinin ağırlıklı ortalama sermaye maliyeti ile ilişkilendirildiği daha uzun vadeli bir kar analizi yöntemi olarak değerlendirilebilmektedir.
- RAROC, daha çok bankalar için uygulanırken EKD sanayi şirketleri için daha uygundur.

Diğer yandan tamamen muhasebeye bağımlı olması açısından RAROC da eleştirilmektedir.

3.2.3.3. Piyasa-Bazlı Performans Ölçütleri

Piyasa bazlı performans ölçütlerinden en yaygın kullanılanlar şunlardır:

- **“Toplam hisse getirisi”**; temettülerin ve hisse değeri artışının piyasadaki cari hisse fiyatına olan oranıdır.
- **“Fiyat/kazanç oranı”**; şirketin finansal sonuçlarının hisse fiyatına olan oranıdır.
- **“Fiyat/defter değeri oranı”**; özkaynakların piyasa değeri ile defter değeri arasındaki orandır.
- **“Kredi temerrüt swapı (credit default swap)”**; Tahvil, kredi gibi finansal varlıkların temerrüde düşme riskini diğer tarafa transfer etmek üzere imzalanan ve karşılığında belirli bir prim ödemesi yapılan bir finansal sözleşmedir.¹⁶¹

¹⁶⁰ Sayılğan, Gürdal, a.g.e., s.127.

¹⁶¹ Lale Karabıyık, Adem Anbar, "Kredi Temerrüt Swapları ve Kredi Temerrüt Swaplarının Fiyatlandırılması", **Uludağ Üniversitesi İ.İ.B.F.**, s.1.

3.3. MERKEZ BANKALARI İLE BANKA KARLILIK PERFORMANSI ARASINDAKİ İLİŞKİLERDE TÜRKİYE VE DİĞER ÜLKELERDE YAPILAN AMPİRİK ÇALIŞMALAR

Dünyada ve Türkiye’de banka karlılığı konusunda yapılan ampirik çalışmalar oldukça fazladır. Banka karlılık performansı farklı değişkenlerle açıklanmaya çalışılmaktadır. Diğer yandan çalışma konumuz olan para politikalarının banka karlılık performansı üzerindeki etkisinin doğrudan ölçüldüğü çalışmalardan ziyade karlılığa dolaylı oluşturan kredi fiyatlamaları üzerindeki etkisinin ölçüldüğü çalışmalara rastlanmıştır. Bu kapsamda özellikle merkez bankalarının ilan ettiği faiz oranları ile piyasada oluşan faiz oranı üzerinden kredi ve mevduat fiyatlamalarına olan etkiler pek çok çalışmada değerlendirilmiştir. Yine genel olarak literatürde, makroekonomik hedeflere ulaşılmasında hangi para politikası araçlarının ne şekilde kullanılması gerektiği ve etkinliği, para politikası uygulamalarının parasal aktarım mekanizması kanalları ile reel ekonomiye yansımaları gibi konularda çok sayıda çalışmalara rastlanırken banka karlılık göstergelerinden net faiz marjı, aktif ve özkaynak karlılığı üzerinde para politika araçlarının doğrudan etkisi üzerine modellemelere pek rastlanmamıştır.

Yapılan modellemelerin ortak yönleri ise, bankaların karlılık performansının ölçülmesinde aktif karlılığı (ROA), öz kaynak karlılığı (ROE) ve net faiz marjı (NFM) gibi temel karlılık ölçütlerinin kullanılmasıdır. Yine başka bir ortak yön ise merkez bankaları para politikalarının etkisinin ölçülmesinde bankacılık açısından kredi ve mevduat fiyatlamaları üzerinde resmi ve fiili faiz oranlarının etkisinin ölçülmekte olduğudur.

Çalışma konumuzdaki diğer para politika aracı olan zorunlu karşılıklar konusunda ise bu aracın banka karlılığına üzerine olan etkisi ile ilgili çalışmalara literatürde pek rastlanmamıştır. Diğer yandan Türkiye’de Merkez Bankası’nın yeni

politika araçları uygulaması kapsamında 2010 yılı sonrası zorunlu karşılıkların etkinliğini göstermesi nedeniyle bazı çalışmaların olduğu görülmüştür.

Literatürde konumuza yakın bulunan çalışmalara ve tablo olarak özetine aşağıda yer verilmiştir.

Makroekonomik değişkenlerin aktif karlılığı üzerindeki etkisini 1988-1995 yılları arası 80 ülkenin banka verilerini kullanarak inceleyen Kunt ve Huizinga, GSYH, enflasyon oranı ve reel faiz seviyesini bağımsız değişken olarak belirlemiş ve bu değişkenlerin anlamlı etkisini bulmuştur. Konumuzla dolaylı etkisi olan reel faiz seviyesi ile karlılık arasındaki ilişki, özellikle gelişmekte olan ülkelerde pozitif yönlü çıkmıştır.¹⁶²

Yine makro değişkenlerin bağımsız değişkenler olarak kullanıldığı ve banka karlılık göstergelerinde, aktife göre getiri, özkaynağa göre getiri ve net faiz marjı bağımsız değişkenleri üzerindeki etkisinin panel veri kullanılarak ölçüldüğü çalışmada GSYH, enflasyon, kamunun bütçe açığı ve reel faiz, makro değişkenler olarak alınmıştır. Türkiye’de 1997-2000 yılları arasını kapsayan çalışmadaki değişkenlerden konumuza yakın görülen reel faiz ile karlılık göstergeleri arasındaki ilişki, sadece özkaynak getirisi ile anlamlı bir sonuç bulunmuştur.¹⁶³

Hong Kong’da 14 bankanın 1992-2002 dönemine ait verileri kullanılarak yapılan çalışmada, bağımlı değişken olan aktif karlılığı ile makroekonomik değişkenlerden gayri safi yurt içi hâsıla reel büyüme (GSYİH) oranı, enflasyon oranı ve reel faiz oranı arasındaki ilişki incelenmiştir. Bulgulara göre içsel etkilerin yanında özellikle Asya krizinden sonra alınan makroekonomik önlemlerle, konumuza yakın değişken olan dışsal değişken reel faiz oranı ve aktif karlılık arasında anlamlı ve pozitif yönde bir ilişki bulunmuştur.¹⁶⁴

Amerika’da ticari ve tasarruf bankaları üzerine yapılan çalışmada 2001-2015 yılları için ortalama faiz oranı bağımsız değişken, karlılık göstergesi olarak net faiz

¹⁶² Aslı Demirgüç-Kunt, Harry Huizinga, “Determinants of Commercial Bank Interest Margins and Profitability: Some International Evidence”, **Dünya Bankası**, Vol: 13, No: 2, 1998, s.379.

¹⁶³ Yasemin Türker Kaya, "Türk Bankacılık Sektöründe Karlılığın Belirleyicileri 1997-2000", **BDDK, MSPD Çalışma Raporları**: 2002/1, Ankara, s. 14.

¹⁶⁴ Guorong Jiang, Nancy Tang, Eve Law, Angela Sze, "The Profitability of the Banking Sector in Hong Kong", **Hong Kong Monetary Authority Quarterly Bulletin**, Hong Kong, 2003, s. 11.

marjı bağımlı değişken alınmış, sonuç olarak düşük faiz oranlarının banka karlılığını bozduğu, net faiz marjının düşük kaldığı ancak bankaların uçtan uca karlılık seviyelerini sürdürebildiği bulgusuna ulaşılmıştır.¹⁶⁵

Banka karlılığının ölçülmesinde literatürde önemli yeri olan bir çalışmada aktif karlılığı ve özkaynak karlılığı bağımlı değişken, bankaya özel yapı (büyüklük hariç), makroekonomik göstergeler ve sektörel yapının bağımsız değişken olarak alındığı ve dinamik panel data metodunun kullanıldığı çalışmada 1985-2001 arası Yunanistan'da faaliyet gösteren 21 ticari bankanın verileri ele alınmıştır. Çalışmanın sonucunda bankaların uçtan uca karlılığının önemli ölçüde bankaya özgü faktörlerle (banka yönetim düzeyinde) şekillendiği, makroekonomik göstergelerin de bankacılık sektörünün performansını açıkça etkilediği ancak sektör yapısının önemli bir etkisinin olmadığı bulunmuştur.¹⁶⁶

Çalışma konumuza da yakın bulunan bir çalışmada Sözer¹⁶⁷, TCMB'nin para politika araçlarından zorunlu karşılık politikasının, banka bilançolarına etkisini ekonometrik modeller kullanarak incelemiştir. Banka bilanço kalemlerinden mevduatlar, para piyasasına borçlar, krediler ve repo, bağımlı değişken olarak seçilmiş, sonuç olarak sırasıyla şöyle ampirik bulgulara ulaşılmıştır: zorunlu karşılık oranı (TL) bağımsız değişkeni ile mevduat (TL), alınan kredi (YP) ve para piyasasına borçlar ve repo bağımlı değişkeni arasında anlamlı bir ilişki mevcuttur ancak zorunlu karşılık TL oranları ile alınan krediler (TL) bağımlı değişkeni arasında anlamlı bir ilişki bulunamamıştır. Genel olarak en çok para piyasasına borçlar kalemindeki değişimin açıklandığı görülmüştür.

Yavuzarslan¹⁶⁸ Türkiye'de zorunlu karşılıkların finansal istikrara etkisini çeşitli yöntemler ile analiz etmiştir. Bu çerçevede, zorunlu karşılık uygulaması, 2008-2010 yılları arasında, kredi ve mevduat hacminin günlük gelişimi ile sektör ve

¹⁶⁵ Jacob A. Bikker, Tobias M. Vervliet, "Bank profitability and risk-taking under low interest rates", **International Journal of Finance & Economics** Published by John Wiley & Sons Ltd, (Eylül 2017), s.15.

¹⁶⁶ Panayiotis P. Athanasoglou, Sophocles N. Brissimis, Matthaios D. Delis, "Bank-specific, industry-specific and macroeconomic determinants of bank profitability", **Bank of Greece, Working Paper**, No. 25, (Haziran 2005), s. 32.

¹⁶⁷ Çağıl Sözer, "Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası Para Politikalarının Banka Bilançolarına Etkisi", **TC Başkent Üniversitesi**, 2013, s. 68.

¹⁶⁸ Nursel Yavuzarslan, "Finansal İstikrar ve Zorunlu Karşılıklar", **T.C. Merkez Bankası Piyasalar Genel Müdürlüğü**, Ankara, 2011, s. 126.

banka bazında 45 bankaya ait veriler kullanarak incelenmiştir. Bağımlı değişkenler “Mevduat/Toplam Aktifler” ile “Kredi/Toplam Aktifler” olarak belirlenmiş analizde Panel VAR modeli kullanılmıştır. Sonuç olarak zorunlu karşılıkların kredi hacmi üzerinde etkisinin sınırlı kaldığı tespit edilmiştir. Maliyet kanalı yoluyla etkinin varlığını tahmin eden model ise, para politikası araçlarının birlikte kullanılması halinde daha anlamlı sonuç verebileceğini göstermiştir.

Demiralp¹⁶⁹, Carpenter ve Demiralp (2007)’in yapmış olduğu araştırmayı Türkiye için de yapmak üzere Mayıs 2001-Ağustos 2007 dönemini kapsayan çalışmasını yapmıştır. Bu çalışmada amaç, bankaların borç verme kanalı ile parasal çarpan modelinin Türkiye için işleyip işlemediğini görmek olmuştur. Türkiye’de banka kredileri finansmanında temel fon kaynağının ne olduğu araştırılmıştır. Buna göre çalışmanın sonucu, bankaların temel fon kaynağı “banka mevduatları” olursa parasal çarpan modeli ve borç verme kanalının işlediği ancak eğer ABD örneğinde olduğu gibi “zorunlu karşılığa tabi olmayan kaynaklar” fon kaynağı olursa (Türkiye için bu kaynaklar diğer kurumlardan alınan kredilerle sınırlıdır) o zaman parasal çarpan modelinin ve borç verme kanalının işlemediği sonucuna varılacaktı. Sonuç, öngörüldüğü şekilde parasal çarpan ve borç verme kanalının Türkiye’de işlemekte olduğu şeklinde çıkmıştır. Türkiye’de banka kredileri finansmanında temel fon kaynağının zorunlu karşılığa tabi mevduatlar olduğunu göstermiştir. Çalışma, Türkiye özelinde anlamlı çıkmış olup, zorunlu karşılıklar yolu ile kredi genişlemesinin/ daralmasının kontrolünün mümkün olduğu bulunmuştur.

Tanaslı¹⁷⁰, Türkiye’deki bankaların rezerv tutma kalıplarını saptamak üzere 2005 - 2010 yılları arası 140 adet zorunlu karşılık tesis dönemi günlük rezerv verisi kullanarak çalışmıştır. Tüm veri setinde toplam 6 adet faiz artırım kararı, 23 adet de indirim kararı bulunmaktadır. Literatürde yer alan Box-Jenkins (BJ) metodu, teknik adıyla ardışık bağımlı bütünleşik hareketli ortalama (ARIMA) yöntemi kullanılmış olup bu yöntem, herhangi bir bağımlı değişkeni bağımsız değişkenler ile açıklayabilen regresyon modellerinin tersine bağımsız değişkenin kendi eski ya da gecikmeli değerleri ve olasılıklı hata terimleriyle açıklanabilmesi ile farklılık

¹⁶⁹ Selva Demiralp, "Parasal Aktarım Mekanizmasında Para'nın Yeri: Türkiye için bir Analiz", **TÜBİTAK**, Ankara, 2008, s. 3.

¹⁷⁰ İsmail Anıl Tanaslı, “Türkiye’de Bankacılık Sistemi Zorunlu Karşılık Yönetimi”, **Uzman Yeterlilik Tezi**, Ankara, (Mayıs 2012), s. 33.

göstermektedir. Bu nedenle ARIMA modelleri, herhangi bir iktisat kuramından türetilmediklerinden ötürü, kuramsız modeller olarak adlandırılmaktadır. Ekonometrik modelin asıl amacı bankaların bir tesis döneminde fazla rezerv tutma kalıbının gün etkisini elde ederek bu kalıbın çeşitli likidite şokları (Hazine maaş ödemeleri, vergi çıkışları vb.) ve Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası (TCMB)'nin faiz kararlarına ilişkin beklentiler karşısında nasıl değişiklik gösterdiğini analiz etmektir. Modelde kullanılan veri Türkiye'de faaliyet gösteren ve zorunlu karşılık tutmakla yükümlü tüm bankaların dönem içinde tutmaları gereken rezervlerinin toplamıdır. Ekonometrik model sonuçlarına göre, Türkiye'de bankaların etkin bir zorunlu karşılık yönetimi yapmadıkları ve genellikle rezerv tesis dönemine yüksek düzeyde zorunlu karşılıkla girerek atıl, fazla rezerv pozisyonu ile dönemi tamamladıkları tespit edilmiştir.

Mutlutürk¹⁷¹, tarafından yapılan çalışmada, zorunlu karşılıkların gelişmekte olan ülkeler tarafından makro ihtiyati politika aracı olarak aktif bir şekilde kullanılması ve Türkiye uygulaması üzerine olup çalışma dönemi, zorunlu karşılık oranlarının artırılmaya başlandığı Eylül 2010 ile BDDK'nın Haziran 2011'de kredi karşılıklarında yaptığı düzenlemeye kadar olan dönemi kapsamaktadır. Çalışma sonucunda zorunlu karşılık oranlarındaki artışın, bankaların en büyük fon kaynağı olan mevduatların maliyetini arttırdığı ve bankaların mevduat dışı fonlara yönelmesine neden olduğu ortaya konulmuştur. İncelenen dönem içerisinde TCMB tarafından zorunlu karşılık oranlarında artış yapılsa da hedeflenen kredi yavaşlamasının gerçekleşmediği, zorunlu karşılıklara ilişkin ortaya çıkan maliyetin bankalar, banka müşterileri ve hissedarları arasında paylaşıldığı ve sektörde kar hacmi daralarak özkaynak karlılığının gerilediği vurgulanmıştır.

Türkiye'de 2001 yılından sonra konulan "Yeniden Yapılandırma Programı" ile bankacılık sektörünün karlılık performansında olumlu yönde gelişmelerin olduğuna dair bir analiz çalışması da 2002 ile 2009 yılları arasındaki yıllık veriler esas alınarak Hakan Sarıtaş ve Cengiz Saray tarafından yapılmıştır. Çalışma bulgularına göre, analiz döneminde genel olarak bankacılık sektörünün karlılığının

¹⁷¹ Şirin Mutlutürk, "Makro ihtiyati politika aracı olarak zorunlu karşılıkların kullanılması: Türkiye örneği ve bankacılık sektörü üzerine etkisi", **Bankacılar Dergisi** 81, 2012, s. 103.

arttığı ancak yaşanan küresel krizin etkisiyle 2008 yılında sektörün karlılığının düştüğü görülmüştür.¹⁷²

TCMB, FED ve ECB para politikalarının Türk bankacılık sektörü performansı üzerinde yapılan bir çalışmada 2002-2013 dönemi üç aylık veriler ele alınarak merkez bankalarının politika faiz oranları, bankaların aktif ve özkaynak kârlılığı Markov Rejim Değişim modeliyle analiz edilmiştir. Sonuçlar, daralma döneminde TCMB, FED ve ECB politika faiz oranlarındaki artışın bankacılık sektörü karlılığını negatif olarak etkilediğini göstermektedir. Genişleme döneminde ise TCMB para politikası bankacılık sektörü karlılığını negatif etkilerken, FED para politikası pozitif bir etkiye sahiptir.¹⁷³

Çalışmada elde edilen tahmin sonuçlarına ileride yer verilmekle birlikte sonuçların dayanağını oluşturan etkin piyasa hipotezi ile ilgili çalışmalar da incelenmiştir. Analizde içsel değişkenler olan karlılık performansı göstergelerinin Merkez Bankası politika araçlarından neredeyse hiç etkilenmemesi bankaların, “etkin piyasalar hipotezi” ne uygun olarak etkin bir piyasada çalıştığı sonucuna bizi götürmüştür. Etkin piyasalar hipotezi başlığında anlatıldığı üzere bu teori, finansal araçların fiyatlarının var olan tüm bilgiyi yansıtacağını öngörmektedir.¹⁷⁴

Parent’ın¹⁷⁵ yaptığı çalışmasında, Kanada Merkez Bankası (BoC) tarafından ilan edilen gecelik faiz oranlarındaki değişikliklerin, mükemmel şeffaflık ve simetrik bilgi paylaşımı altında, piyasalar tarafından tamamen beklenmesi ve bunun sonucunda getiri eğrisinde herhangi bir değişikliğin ortaya çıkmaması gerektiği ifade edilmektedir. Başka bir deyişle merkez bankalarının para politikalarındaki şeffaflığının temel etkisi, finans ve özel sektörün, merkez bankasının politika araçlarını doğru tahmin edebilmesi ile ölçülebilmektedir.¹⁷⁶

¹⁷² Hakan Sarıtaş ve Cengiz Saray, "Türk Bankacılık Sektörünün Karlılık Performansının Analizi", **Pamukkale Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi**, Sayı 11, 2012 s. 24.

¹⁷³ Mustafa Çayır, Deniz Erer, Elif Erer ve N. Oğuzhan Altay, "Tcmb, Fed Ve Ecb Para Politikalarının Türk Bankacılık Sektörü Performansı Üzerindeki Etkileri: Markov Switching Yaklaşımı (2002-2013)", **Maliye Finans Yazıları** - 2015 - (104), 2015, s. 10.

¹⁷⁴ Semih Erelvanlı, "Türkiye Örneğinde Piyasa Bazlı Para Politikası Şeffaflığının Ölçüsü ve Etkileri", **TCMB, Uzmanlık Tezi**, 2009, s.5.

¹⁷⁵ Nicolas Parent, "Transparency and the Response of Interest Rates to the Publication of Macroeconomic Data." **Bank of Canada Review**, 2002, s.29.

¹⁷⁶ Eric T. Swanson, "Federal Reserve Transparency and Financial Market Forecasts of Short-Term Interest Rates." **Finance and Economics Discussion Series** No. 2004-6, (Mart 2004), s.1.

Kuttner¹⁷⁷ yaptığı bir çalışmada, Fed tarafından beklenmeyen para politikası şokları karşısında tahvil faizlerinin, hızlı ve önemli bir şekilde tepki verdiği, beklenen para politikası şokları karşısında ise tahvil faizlerinin yanıt vermediği sonucuna ulaşılmıştır. Yine bilginin etkin paylaşılmasının yaratacağı sonuçla ilgili Kuttner ile Urich ve Wachtel'in¹⁷⁸ yaptığı çalışmada, FED'in piyasalarla daha fazla bilgi paylaşması durumunda, faiz oranlarının, FED kararlarına olan tepkisini azalttığı sonucuna ulaşılmıştır.

Erelvanlı'nın yaptığı araştırmada, yukarıda kısaca değinildiği gibi artan para politikası şeffaflığının, para politikasına ilişkin öngörülebilirliğini arttırdığı, bununla birlikte para politikası sürprizlerinin ikincil piyasa faizleri üzerindeki etkisinde bir değişiklik gerçekleştirmediği ve para politikasının etkinliğinin, para politikası şeffaflığından bağımsız olduğu ortaya konulmuştur.¹⁷⁹

Kaspar Zimmermann'ın¹⁸⁰ 2017 tarihinde yaptığı araştırmada merkez bankasının faiz oranlarının ticari bankaların karlılığı üzerindeki etkisini ölçmüştür. 1870- 2015 yılları arası kısa ve orta vadeli politika faiz oranlarının banka kar marjı ve performansı üzerinde etkisini ölçmüştür. Çalışma ile genel olarak politika faizi yükseldiğinde banka karlılığının da düştüğü sonucuna ulaşılmıştır. İlk olarak merkez bankasının banka karlılığı üzerindeki etkisi yüksek oranda bağımlı bir ilişki olarak bulunmuştur. Para politikasının banka karlılığı üzerindeki etkisinin derecesi, büyük ölçüde bankaların yükümlülükleri arasındaki mevduat büyüklüğü ile kredileri büyüklüğü içindeki mortgage kredi oranına bağlı olarak değişmektedir. Daha uzun vadeli ve sabitlenmiş faiz oranından kullanılan mortgage kredilerinin faiz oranlarının payı arttıkça bankalar daha çok faiz riskine maruz kalmaktadır. Diğer yandan mevduatlar ile piyasa faiz oranı arasındaki marj artarken, yüksek mevduat büyüklüğü olan bankalar, karlılığını sürdürüebilmek adına ek gelirler yaratabilmektedir. Çalışmanın sonucunda politika faizi ile kredi faizi arasında pozitif bir ilişki bulunurken, ROE ile arasında pozitif yönde ama zayıf düzeyde bir ilişki bulunmuştur.

¹⁷⁷ Kenneth N. Kuttner, "Monetary Policy Surprises and Interest Rates: Evidence From the FED Funds Futures Market", **Journal of Monetary Economics**, 47 (3), 2001, s.543.

¹⁷⁸ Thomas Urich, Paul Wachtel, "Financial Market Responses to Monetary Policy Change in the 1990s'." , **Contemporary Economic Policy**, ISSN: 1074-3529, Sayı: 19 (3), (Temmuz 2001), s.255.

¹⁷⁹ Erelvanlı, a.g.e., s. 33.

¹⁸⁰ Kaspar Zimmermann, "Breaking Banks? Monetary Policy and Bank Profitability", **University of Bonn**, (Eylül 2017), s.25.

Kaushal ve Pathak'ın¹⁸¹ Hindistan'daki bankaların 2000 ile 2010 yılları arasındaki verilerini kullanarak yaptığı bir çalışmada merkez bankası para politikalarının enflasyon ve banka faiz karlılığı üzerine olan etkisini ölçmüş ve önemli etkinin var olduğu sonucuna ulaşmıştır. Ancak sıkı para politikasının uygulandığı dönemlerde politika faizindeki yükselişe karşın ticari bankaların adapte olarak esnek davranabildikleri ve kredi ve mevduat faiz oranlarında yeniden fiyatlamaya giderek karlılık üzerinde etkiyi dar tutabildikleri görülmüştür. Nihayetinde fiyat seviyesi, kredi büyümesi, yatırımların artırılması ve yeterli likidite gibi istenilen makroekonomik sonuçlara varılmasında bankaların, para politikaları ile birbirine bağlı çalıştığı sonucuna ulaşmıştır.

Mulwa'nın,¹⁸² 2015 yılında, Kenya'daki 22 adet banka üzerinde 2010-2014 yılları arası veriler ile yaptığı çalışmada, para politikası araçlarının ticari banka mali performansı üzerinde önemli bir etkisinin olmadığı bulunmuştur.

Uluslararası Ödemeler Bankası (Bank for International Settlements - BIS) bünyesinde Borio ve arkadaşları¹⁸³, merkezleri 14 gelişmiş ülkede olan 109 uluslararası büyük bankalar üzerinde, 1995-2012 arası dönem için para politikasının banka karlılığı üzerine etkisini ölçen bir çalışma yapmışlardır. Buna göre kısa vadeli faiz oranları düzeyi ile getiri eğrisinin eğimi ve banka karlılık göstergesi olarak aktif karlılığı (ROA) arasında pozitif bir ilişki bulunmuştur. Net faiz getirisi üzerinde faiz oranı yapısı, pozitif etki, kredi kayıp karşılıkları ile faiz dışı gelir üzerinde negatif etki yaratmaktadır. Aynı zamanda faiz oranı düzeyi ne kadar düşük ve verim eğrisi eğimi ne kadar az dik olursa para politikasının etkisi o kadar güçlü olmaktadır. Verim eğrisinin yataylığı arz kaynaklı ise (sıkı para politikaları uygulandığında) net faiz marjının daralmasına neden olabilir. Sonuç olarak olağandışı düzeyde düşük faiz oranı ve olağan dışı verim eğrisindeki yataylık vade yapısı banka karlılığını erozyona uğratmaktadır.

¹⁸¹ Leena Kaushal ve Neha Pathak, "Monetary Policy and Profitability Performance in the Banking Sector - A Case of Commercial Banks in India", (Ocak 2011), https://www.researchgate.net/publication/269313029_Monetary_Policy_and_Profitability_Performance_in_the_Banking_Sector-A_case_of_commercial_Banks_in_India, (Erişim tarihi: 14 Temmuz 2018). s.18, 19.

¹⁸² Geoffrey Kithuka Mulwa, "The Effect of Monetary Policy on the Financial Performance of Commercial Banks in Kenya", D63/70878, y.y., 2014, s. 46,47.

¹⁸³ Claudio Borio, Leonardo Gambacorta ve Boris Hofmann, "The Influence of Monetary Policy on Bank Profitability", **BIS Working Papers**, No 514, (Ekim 2015), s. 1,12,13.

Tablo 12. Banka Kârlılığı ve Para Politikası Etkinliği Konularında Yapılan Çalışmalar

NO	YAZAR	YIL	ÜLKE	KULLANILAN YÖNTEM	AÇIKLANAN DEĞİŞKEN	AÇIKLAYICI DEĞİŞKENLER
1	Aslı Demirgüç-Kunt, Harry Huizinga	1998	Uluslararası (80 ülke)	Panel veri	ROA, NFM	Makroekonomik şartlar, vergileme, mevduat sigortası, finansal yapı, yasal ve kurumsal yapı göstergeleri.
2	Yasemin Türker Kaya	2002	Türkiye	Panel veri	ROA, ROE, NFM	Özkaynak, likidite, personel harcamaları, krediler, kötü aktifler, mevduat, enflasyon bütçe açığı.
3	Jiang Guorong, Nancy Tang, Eve Law, Angela Sze	2003	Hong Kong	Panel Regresyon	ROA	Makroekonomik değişkenler olan gayri safi yurt içi hâsılada reel büyüme (GSYİH) oranı, enflasyon oranı ve reel faiz oranı.
4	Jacob A. Bikker, Tobias M. Vervliet	2017	Amerika	Dinamik Panel Veri	NFM	Ortalama faiz oranı.
5	Panayiotis P. Athanasoglu, Sophocles N. Brissimis, Matthaios D. Delis	2005	Yunanistan (21 Ticari Banka)	Dinamik Panel Veri	ROA, ROE	Bankaya özel yapı (büyüklük hariç), makroekonomik göstergeler ve sektörel yapı.
6	Çağıl Sözer	2013	Türkiye	VAR modeli	Mevduatlar, para piyasasına borçlar, krediler ve repo	Zorunlu karşılık
7	Nursel Yavuzarslan	2011	Türkiye (45 Banka)	VAR modeli	Kredi ve mevduat hacmi	Zorunlu karşılık

8	Selva Demiralp	2008	Türkiye	VAR modeli	Banka borç verme kanalı ve parasal çarpan modelinin fonksiyonel olup olmadığı.	Bankalar arası gecelik faiz, tüketici fiyat endeksi (TÜFE), vadesiz mevduatlar, vadeli mevduatlar, Dolar-YTL kur oranı, diğer kurumlardan alınan krediler, banka menkul değerleri, banka kredileri (YTL), banka kredileri (yabancı para-YP) ve sanayi üretim endeksi (Bütün parasal büyüklükler logaritmik formda olup TÜFE ile bölünerek normalize edilmiştir).
9	İsmail Anıl Tanaslı	2012	Türkiye	Ardışık Bağımlı Hareketli Ortalamalar (ARIMA) yöntemi	Türkiye'deki bankaların zorunlu karşılık hesaplarının ne tür değişkenlerden etkilendiğini, bankaların tuttıkları günlük fazla rezerv verisi üzerine olan etkileri.	Çeşitli kukla değişkenlerin (gün etkisi, Kurban ve Ramazan Bayramları, Hazine maaş ödemeleri ile DİBS ihaleleri, PPK faiz kararları, resmi tatiller).
10	Şirin Mutlutürk	2012	Türkiye	Model kullanılmamıştır.	Zorunlu karşılıkların bankacılık fon kaynağındaki etkisi.	Bankaların repo işlemlerinden sağladığı fonların ve mevduatın toplam pasifler içindeki payı.

11	Hakan Sarıtaş, Cengiz Saray	2012	Türkiye	Oran Analizi Yöntemi	Özkaynak karlılık oranı (net kar/özkaynaklar), aktif karlılık oranı (net kar/aktif toplamı), kredi-karlılık ilişkisi, net faiz geliri/aktif toplamı, net faiz geliri/toplam gelirler ve şube sayısı-toplam kar.	
12	Mustafa Çayır, Deniz Erer, Elif Erer, N. Oğuzhan Altay	2015	Türkiye	Markov Rejim Değişim modeli	ROA, ROE	Para politikası aracı olarak TCMB, FED ve ECB politika faiz oranı.
13	Semih Erelvanlı	2009	Türkiye	-	İMKB Kesin Alım-Satım Pazarı'nda işlem gören DİBS'lerin işlem hacimleri üzerindeki etkileri.	TCMB'nin PPK toplantı tarihlerini önceden ilan etmesi ile artan para politikası şeffaflığının enflasyon verisi açıklamaları çerçevesinde etkisi
14	Nicolas Parent	2002	Kanada	Basit Doğrusal Regresyon Modeli	Mükemmel şeffaflık ve simetrik bilgi bağlamında, piyasa faiz oranlarının etkilenme ölçüsü (Standard & Poor's'un MMS anket sonuçlarındaki finansal piyasaların verdiği tepkilerin medyan ölçüsü).	Kanada Merkez Bankası (BoC) tarafından ilan edilen gecelik faiz oranlarındaki değişiklikler ile ilan edilen Kanada ve ABD makroekonomik verilerindeki (Tüketici fiyat endeksi-gıda, enerji ve dolaylı vergi hariç- üretici fiyat endeksi, istihdam oranı, perakende satış, dış ticaret bilançosu, GSYH, cari açık, tarım dışı istihdam, işsizlik oranı) sürprizlerin etkisi.

15	Kenneth N. Kuttner	2000	Amerika	VAR modeli	Tahvil faiz oranları ve getirisi üzerindeki etki.	Fed para politikası sürprizlerinin etkisi.
16	Thomas Ulrich ve Paul Wachtel	2001	Amerika	-	Spot ve Futures Piyasada ve Hazine Bonolarında faiz oranları.	Para politikasında şeffaflık- politika değişiklikleri (federal fonlama hedef bandı, gecelik faiz, federal fonlama oranı ve FED fonlama futures oranları).
17	Kaspar Zimmermann	2017	Amerika	Standart Regresyon Kontrol Tekniği ve Panel Regresyon	Banka Karlılığı (ROE) ve Faiz Marjı	Politika Faizi
18	Leena Ajit Kaushal, Nehha Pathak	2011	Hindistan	Regresyon Model	Ticari bankaların faiz karlılığı	Enflasyon (CPI), faiz karlılığı, zorunlu karşılık oranı, Mevduat oranı, Kredi oranı, banka ratingi, repo, ters repo, zorunlu likidite oranı, hata terimi.
19	Geoffrey Kithuka Mulwa	2014	Kenya	Statistical Package for Social Sciences (SPSS) version 16.	Net faiz marjı	Açık Piyasa İşlemleri, Politika Faizi, Zorunlu Karşılıklar.

20	Claudio Borio, Leonardo Gambacorta and Boris Hofmann	2015	G10 ülkeleri (Belçika, Kanada, Fransa, Almanya, İtalya, Japonya, Hollanda, İsveç, İsviçre, Birleşik Krallık, USA) ve Avusturya, Avusturalya, İspanya.	Dinamik Sistem-Genelleştirilmiş Momentler Metodu	ROA, Bankaların Fonlama Maliyeti	Politika faizi, uzun vadeli faiz oranları ve getiri eğrisi eğilimi. Ayrıca, GSYİH, borsa endeksi ve konut fiyatları kontrol değişkenleri ile 2008 krizi dummy değişkeni kullanılmıştır.
----	--	------	---	--	----------------------------------	---

DÖRDÜNCÜ BÖLÜM

T.C.M.B. PARA POLİTİKALARININ BANKA KARLILIK PERFORMANSLARINA ETKİSİ: EKONOMETRİK MODEL ARACILIĞIYLA İNCELENMESİ

Bu çalışmanın amacı Türk bankacılık sistemindeki halka açık bankaların karlılık performansı üzerinde TCMB'nin aldığı para politikası kararlarından zorunlu karşılık ve ağırlıklı ortalama fonlama maliyetinin etkilerinin ekonometrik model aracılığıyla ölçülmesidir.

4.1. VERİ VE METODOLOJİ

4.1.1. Veri Setinin Yapısı

Bankaların karlılık performansına ilişkin uygulanan ekonometrik modelde yer alan verilerin kaynakları ve değişken parametreleri aşağıdaki gibidir:

Uygulamada Mart 2003 – Eylül 2016 arası, üç aylık frekansta gözlenen veriler kullanılmıştır. Kullanılacak değişkenler olarak bankacılık sektörünün büyük bir kısmını oluşturan halka açık bankalara ait karlılık performans göstergeleri ele alınmıştır.

Tablo 13. Verileri Analiz Edilen Bankalar

(milyon TL)

	Banka	Toplam Aktifler/2016
1	Türkiye İş Bankası A.Ş.	311.626
2	Türkiye Garanti Bankası A.Ş.	284.155
3	Akbank T.A.Ş.	271.016
4	Yapı ve Kredi Bankası A.Ş.	252.820
5	Türkiye Halk Bankası A.Ş.	231.441
6	Türkiye Vakıflar Bankası T.A.O.	212.540
7	Denizbank A.Ş.	103.159
8	Finans Bank A.Ş.	101.503
9	Şekerbank T.A.Ş.	23.819
Toplam		1.800.297

Kaynak: TBB, İstatistiki Raporlar, Türkiye’de Bankacılık Sistemi (1958’den itibaren)

Çalışmada Türkiye’de faaliyet gösteren 9 adet halka açık bankanın finansal verileri analiz edilmiş, bu bankalara ait mali tablolardan çalışma değişkenleri olan net faiz geliri ve ayrılan zorunlu karşılık tutarlarına ulaşılmıştır. Aktif karlılığı ve özkaynak karlılığı mali tablo verilerine göre hesaplanmıştır. Her bir değişken toplamda 495 (9 banka-birim, 55 zaman boyutu) adet gözleme sahiptir. ICBC Turkey

Bank A.Ş verileri aktif büyüklük olarak görece çok küçük olduğundan çalışmaya katılmamıştır.

Veri kaynağı olarak Türkiye Bankalar Birliği (TBB), Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası (TCMB), Bankacılık Düzenleme ve Denetleme Kurumu (BDDK), Türkiye İstatistik Kurumu (TÜİK), Merkezi Kayıt Kuruluşu (MKK)'nın KAP açıklamaları, Bankalar ve Borsa İstanbul (BİST) resmi internet sayfalarından faydalanılmıştır.

Tablo 14. Analizde Kullanılan Değişkenler

İÇSEL DEĞİŞKENLER	
AKTİF KÂRLİLİĞİ (ROA)	Ortalama toplam aktifler üzerinden elde edilen getiridir. TL değerlerin oranlanması ile bulunmuştur.
ÖZKAYNAK KÂRLİLİĞİ (ROE)	Hissedarların yatırdıkları sermaye karşılığında elde ettikleri getiridir. TL değerlerin oranlanması ile bulunmuştur.
NET FAİZ GELİRİ (NFG)	Faiz geliri ile faiz gideri arasında yaratılan gelirdir. TL cinsinden tutar olarak alınmıştır.
DIŞSAL DEĞİŞKENLER	
AĞIRLIKLIL ORTALAMA FONLAMA MALİYETİ (AOFM)	Merkez Bankası'nın, gecelik borç verme faizi ile haftalık repo faizinin (politika faizi) ağırlıklı ortalamasıdır. Merkez Bankası'nın aylık repo işlemlerine 2013 yılında son vermesi ile ağırlıklı ortalama fonlama maliyetinde aylık repo faizinin hesaplamaya katılması son bulmuştur.
ZORUNLU KARŞILIK TUTARI (ZKT)	Mevduat kabul eden bankaların, bu mevduatlarından kanunen merkez bankasında tutmak zorunda oldukları tutardır. Mali tablolardan toplam TL tutarı alınmıştır.

AOFM, TCMB'nin fonlama kompozisyonuna bağı olarak değişebilmektedir. Daha önce de anlatıldığı üzere Merkez Bankası'nın görünürdeki iki tane borç verme faizi, gecelik borç verme ve haftalık repo faizi (politika faiz) olup adında faiz geçmese de bu iki faizin ağırlıklı ortalaması olan ağırlıklı ortalama fonlama maliyeti, Merkez Bankası'nın görünürdeki ve piyasayı fonlamakta olduğu ortalama faizidir. Toplam fonlamanın haftalık fonlama ve gecelik (marjinal) fonlama şeklinde iki bileşenden oluştuğu varsayımı altında, TCMB ağırlıklı ortalama fonlama maliyeti şu şekilde hesaplanabilmektedir.¹⁸⁴

$$AOFM = \frac{(\text{haftalık repo miktarı} \times \text{haftalık repo faizi} + \text{gecelik fonlama miktarı} \times \text{gecelik fonlama faizi})}{\text{Toplam fonlama miktarı}}$$

Bankaların kârlılık performansı üzerinde Merkez Bankası'nın uyguladığı para politikası araçlarının etkisini ölçmek üzere yapılan ampirik çalışmada, karlılık performansı göstergesi olarak; aktif kârlılığı (ROA), özkaynak kârlılığı (ROE) ve net faiz geliri (NFG) değişkenleri kullanılmıştır (modelde içsel değişken olarak geçmektedir). Açıklayıcı değişkenler olarak ise Merkez Bankası'nın ilan ettiği faiz oranlarından oluşan ağırlıklı ortalama fonlama maliyeti ve bankalarca yatırılan zorunlu karşılık tutarı modelde dışsal değişken olarak kullanılmıştır. Merkez Bankası politika faiz değişkeni olarak piyasada önemli bir gösterge olan TCMB ağırlıklı ortalama fonlama maliyeti tercih edilmiştir. Bankaların yükümlülük vadelerindeki farklılıklar ve ROM uygulaması kapsamında zorunlu karşılık oranlarının bankalara göre farklılaşması nedeniyle zorunlu karşılık aracı için bankalar tarafından ayrılan zorunlu karşılık tutarları ele alınmıştır. Zorunluk karşılık için alınan tutarda netleştirilmeye gidilmemiş, Merkez Bankası tarafından ödenen faiz ihmal edilmiştir.

¹⁸⁴ Binici, v.d., Faiz Koridoru ve Banka..., a.g.e., s. 12.

* Dönem, çeyrek dönemi göstermekte olup kar rakamı müstakildir.

ROA hesaplama şekli şöyledir*:

$$\frac{\text{Son Dönem Karı}}{\left(\frac{\text{Son Dönem Aktif} + \text{Önceki Dönem Aktif}}{2}\right)} \times 4$$

ROE hesaplama şekli şöyledir*:

$$\frac{\text{Son Dönem Karı}}{\left(\frac{\text{Son Dönem Özkaynak} + \text{Önceki Dönem Özkaynak}}{2}\right)} \times 4$$

Her verinin değişim oranı kullanılmıştır. Analize konu değişkenler Tablo 14’de görülmektedir.

4.1.2. Ekonometrik Yöntem

Çalışmada, panel VAR yöntemi uygulanmıştır. Verilerin analiz edilmesinde Stata istatistik programı kullanılmıştır. Panel veri kullanılan araştırmalarda genellikle üç amaç söz konusudur. Birinci amaç birimler arası değişkenliği veya her bir birimin zaman boyunca değişkenliğini tanımlamaktır. Böylece hem belli değişkenliklerin büyüklüğünü hem de bu değişkenliklerin seyrini bilmek mümkündür. İkinci amaç bu değişkenlikleri diğer bazı değişkenler bakımından açıklamaktır. Bu değişkenler cinsiyet gibi zaman boyunca sabit olabileceği gibi, ruhsal durum gibi zaman içinde değişebilen zaman boyunca sabit olmayan türden olabilir. Üçüncü amaç ise her bir birimin ilgili değişken bakımından kestirimini yapmaktır¹⁸⁵. Tüm bu nedenlerden dolayı çalışmada panel veri ile çalışılması uygun görülmüştür.

Vektör Otoregresif Modelleri (Vector Autoregression, VAR) makroekonomi ve ekonometri literatüründe çok değişkenli eşanlı denklem modellerine alternatif

¹⁸⁵ Cheng Hsiao, “Analysis of Panel Data”, Cambridge University Press, Newyork, 2003, s.89.

olarak Sims¹⁸⁶ tarafından önerilmiştir. Panel VAR yaklaşımı Sims'in önerdiği VAR yönteminin panel veri seti ile genişletilmiş halidir. Holtz-Eakin, Newey ve Rosen'nin¹⁸⁷ çalışmalarında panel veri ile genişletilen VAR yöntemi, birçok konuda uygulama alanı bulmuştur.¹⁸⁸ Panel VAR yöntemi sistemde dışsal olarak kabul edilen tüm değişkenlerin panel veri seti kullanılarak analiz edilmesine dayanmaktadır. VAR modellerinde, modelde kullanılan değişkenlerin hepsi içsel olarak kabul edilmektedir. Bunun bir sonucu olarak her bir değişkenin gecikmeli değerlerinin diğer değişkenlerin cari değerleri üzerindeki etkisini görebilmek mümkündür.¹⁸⁹

k değişkenli ve p gecikmeli panel VAR sistemi aşağıdaki doğrusal eşitlik ile ifade edilebilir:

$$Y_{it} = Y_{it-1}A_1 + Y_{it-2}A_2 + \dots + Y_{it-p+1}A_{p-1} + Y_{it-p}A_p + X_{it}B + u_{it} + e_{it}$$

$$i \in \{1, 2, \dots, N\}, t \in \{1, 2, \dots, T_i\}$$

Burada Y_{it} ($1 \times k$) bağımlı değişken vektörünü, X_{it} ($1 \times l$) dışsal değişkenler vektörünü, u_{it} ve e_{it} ($1 \times k$) bağımlı değişkene özel sabit-etki ve kendine özgü (Idiosyncratic) hataları temsil etmektedir. Tahmin edilecek parametre matrisleri ($k \times k$) boyutunda $A_1, A_2, \dots, A_{p-1}, A_p$ ve ($l \times k$) boyutundaki B matrisidir. Ayrıca hataların şu özellikleri taşıdıkları varsayılır: Tüm $t > s$ için; $E[e_{it}] = 0$, $E[e_{it}' e_{it}] = \Sigma$ ve $E[e_{it}' e_{is}] = 0$ 'dır.

Yukarıdaki parametreler, sabit etkiler ile ortaklaşa tahmin edilebilir veya alternatif olarak bazı dönüşümlerin ardından sabit etkilerden bağımsız, her bir eşitlik için en küçük kareler yöntemi (EKK) kullanılarak tahmin edilebilir ancak denklemin sağında bağımlı değişkenin gecikmeli değerlerinin bulunması durumunda, serilerin

¹⁸⁶ Christopher A. Sims, "Macroeconomics and Reality", **Econometrica**, Sayı:48 No: 1, 1980, s. 46.

¹⁸⁷ Douglas Holtz-Eakin, Whitney Newey, Harvey S Rosen, "Estimating Vector Autoregressions with Panel Data", **Econometrica**, Sayı: 56(6), 1988, s.1372.

¹⁸⁸ Michael R.M. Abrigo, Inessa Love, "Estimation of Panel Vector Autoregression in Stata: a Package of Programs", <http://paneldataconference2015.ceu.hu/Program/Michael-Abrigo.pdf>, 2015, s. 2.

¹⁸⁹ Ferdi Kesikoğlu, Ertuğrul Yıldırım, Hamza Çeştepe, "Cari Açığın Belirleyicileri: 28 OECD Ülkesi için Panel VAR Analizi", **Ekonomik ve Sosyal Araştırmalar Dergisi**, Güz 2013, Cilt:9, Yıl:9, Sayı:2, 9, 2013, s. 16.

* Dönem, çeyrek dönemi göstermekte olup kar rakamı müstakildir.

yüksek miktarda gözlem (N) içermesine rağmen parametre tahminlerinin sapmalı olduğu tespit edilmiştir.¹⁹⁰ Bu sapma, yatay kesit boyutu (T) arttıkça sıfıra yaklaşmaktadır. Judson ve Owen¹⁹¹ T=30 olması durumunda bile sapmanın hala gözlemlendiğini ifade etmişlerdir.

Özellikle sabit T ve büyük N durumunda, yukarıdaki denklemin tutarlı tahminlerini hesaplamak için “Genelleştirilmiş Momentler Yöntemine (Generalized Moment Method, GMM)” dayanan çeşitli tahmin ediciler önerilmiştir. Arellano ve Bover¹⁹², birinci farklar dönüşümünün zayıf yönlerini paylaşmayan alternatif bir dönüşüm olarak birimlere uygulanan dikey fark (orthogonal deviation) dönüşümünü ileri sürmüşlerdir. Geçmiş değerlerin farkını kullanmak yerine, seriden mevcut tüm gelecek gözlemlerin ortalamasını çıkararak veri kaybını en aza indirmektedir. Dolayısıyla, sadece son gözlemler tahminlerde kullanılmamaktadır. Her bir eşitliğin tek tek GMM tahmini, panel VAR modelinin tutarlı tahminlerini verirken, modelin bir denklem sistemi olarak tahmin edilmesi, verimlilik kazanımları ile sonuçlanabilir.¹⁹³ Birinci fark alma dönüşümü ile dikey fark alma dönüşümü bir örnek yardımı ile açıklanabilir:

m_{it} kullanılan seri olduğunda panel değişkeninin birinci fark dönüşümü şu şekildedir:

$m_{it}^* = m_{it} - m_{it-1}$. Aynı panel değişkenin dikey fark alma dönüşümü ise şu şekildedir:

$m_{it} = (m_{it} - \bar{m}_{it}) \sqrt{T_{it} / (T_{it} + 1)}$. Burada \bar{m}_{it} ilgili serinin ortalamasını, T_{it} i. Birim ve t. zaman için mümkün tüm gelecek gözlemlerin sayısıdır. Bu bağlamda, yukarıdaki panel VAR modelinin dikey fark alma dönüşümü gerçekleştirilmiş halinin kompakt gösterimi şöyledir:

$$Y_{it}^* = \bar{Y}_{it}^* A + e_{it}^*$$

Bu eşitliğin açılımı ise aşağıdaki gibi gösterilebilir:

¹⁹⁰ Stephen Nickell, "Biases in Dynamic Models with Fixed Effects", **Econometrica**, Sayı: 49(6), 1981, s. 1418.

¹⁹¹ Ruth A. Judson, Ann L. Owen, "Estimating Dynamic Panel Data Models: A Guide for Macroeconomists", **Economics Letters**, 65(1), 1999, s. 10.

¹⁹² Manuel Arellano, Olympia Bover, "Another Look at the Instrumental Variable Estimation of Error Components Model", **Journal of Econometrics**, 68(1), 1995, s. 30.

¹⁹³ Holtz-Eakin, vd., a.g.e. s.

$$\begin{aligned}
Y_{it}^* &= [y_{it}^{1*} \ y_{it}^{2*} \ \cdots \ y_{it}^{k-1*} \ y_{it}^{k*}] \\
\bar{Y}_{it}^* &= [Y_{it-1}^* \ Y_{it-2}^* \ \cdots \ Y_{it-p+1}^* \ Y_{it-p}^* \ X_{it}^*] \\
e_{it}^* &= [e_{it}^{1*} \ e_{it}^{2*} \ \cdots \ e_{it}^{k-1*} \ e_{it}^{k*}] \\
A' &= [A_1' \ A_2' \ \cdots \ A_{p-1}' \ A_p' \ B']
\end{aligned}$$

Modelin A ile ifade edilen parametre matrisinin tahmini için GMM tahmincisi aşağıdaki gibidir:

$$A = (\bar{Y}^{*'} Z \widehat{W} Z' \bar{Y}^*)^{-1} (\bar{Y}^{*'} Z \widehat{W} Z' \bar{Y}^*)$$

Burada, \widehat{W} tekil olmayan simetrik ve pozitif ağırlık matrisini, Z ise tüm X_{it} vektörlerini içeren $X_{it} \in Z_{it}$ matrisi ifade etmektedir. Ayrıca $E[Z'e] = 0$ olduğu ve $\text{rank } E[\bar{Y}^{*'} Z] = kp + l$ olduğu varsayılmaktadır.

GMM ile tahmin edilen ve denge (stability) koşulunu sağlayan parametre matrislerinden (A) yola çıkarak etki-tepki fonksiyonları aşağıdaki gibi oluşturulabilir:

$$\Phi_i = \begin{cases} I_k & i = 0 \\ \sum_{j=1}^i \Phi_{t-j} A_j & i = 1, 2, \dots \end{cases}$$

Bu eşitlikte Φ_i ilgili dönem için etki-tepki değerini göstermektedir.

Tahmin edilen panel VAR modeli yardımı ile etki-tepki fonksiyonun yanında öngörü hata varyansı ayrıştırması da hesaplanabilmektedir. Panel VAR için h adım ileri öngörü hatası şu şekilde gösterilmektedir:

$$Y_{it+h} - E[Y_{it+h}] = \sum_{i=0}^{h-1} e_{i(t+h-i)} \Phi_i$$

Y_{it+h} , $t+h$ zamanında gözlenen değerler vektörünü, $E[Y_{it+h}]$ ise t anında h dönem sonraki öngörü değerleri vektörünü temsil etmektedir. Her bir değişkenin

öngörü hata varyansına olan etkisinin izole edilmesi için şokların (hataların) bir P matrisi ile dikleştirilmesi (orthonormalized) gerekmektedir. Bu P matrisi, $P'P = \Sigma$ şeklinde yazılabilen, sistemin tanımlanması için dinamik eşitliklere getirilen kısıtları ifade eden bir matristir. Bu matrisi Sims,¹⁹⁴ Cholesky ayrıştırması yardımı ile oluşturulmasını önermiştir. Bu matris sistem içindeki değişkenlerin dizilimine oldukça hassas olduğundan değişkenlerin dışsaldan içsele doğru dizilimi sağlıklı bir VAR tahmini için elzemdir. Dikleştirilmiş şoklar ($e_{it}P^{-1}$) ile öngörü hata varyansını ayrıştıracak I_k kovaryans matrisi oluşturulur. m değişkeninin, n değişkeni h adım ileri öngörü hata varyansına katkısı aşağıdaki gibi hesaplanır:

$$\sum_{i=0}^{h-1} \theta_{mn}^2 = \sum (i_n' P \Phi_i i_m)^2$$

Bu eşitlikte i_s , I_k matrisinin s. sütununu ifade etmektedir.¹⁹⁵

4.2. AMPİRİK UYGULAMA - PANEL VAR ANALİZİNİN GERÇEKLEŞTİRİLMESİ

4.2.1. Yatay Kesit Bağımlılığın İncelenmesi

Yatay kesit bağımsızlık için değişkenler arasındaki sabit etki panel regresyon modelleri tahmin edilmelidir. Modeller iktisadi beklentilere bağlı olarak oluşturulmuştur. Buna göre ROA, ROE ve NFG değişkenlerinin her birinin bağımlı değişken olduğu AOFM ve ZKT değişkenlerinin de bağımsız değişken olarak yer aldığı incelenecek üç model aşağıdaki gibidir:

$$nfg_{it} = \beta_0 + \beta_1 zkt_{it} + \beta_2 aofm_{it} + u_{it} \quad (1)$$

$$roa_{it} = \beta_0 + \beta_1 zkt_{it} + \beta_2 aofm_{it} + v_{it} \quad (2)$$

¹⁹⁴ Sims, a.g.e., s. 47.

¹⁹⁵ Abrigo ve Love, a.g.e., s. 3.

$$roe_{it} = \beta_0 + \beta_1 zkt_{it} + \beta_2 aofm_{it} + e_{it} \quad (3)$$

Literatürde en sık kullanılan yatay kesit bağımlılık testlerinden Friedman¹⁹⁶, Frees¹⁹⁷ ve Pesaran,¹⁹⁸ yukarıda tanımlanan her bir model için hesaplanmış olup sonuçlar Tablo 15’de gösterilmiştir:

Tablo 15. Yatay Kesit Bağımlılık Testlerinin Sonuçları

	Friedman (1937)		Frees (1995)		Pesaran (2004)	
	Test ist.	p-değeri	Test ist.	p-değeri	Test ist.	p-değeri
Model 1	341.890	(0.0000)	3.900	(0.0000)	13.831	(0.0000)
Model 2	162.971	(0.0000)	0.737	(0.0000)	7.775	(0.0000)
Model 3	167.062	(0.0000)	0.777	(0.0000)	8.151	(0.0000)

Uygulanan üç yatay kesit bağımlılık testi de değişkenler arasında yatay kesit bağımlılığın olmadığını ifade eden sıfır hipotezini reddetmektedir. Değişkenler arasında yatay kesit bağımlılık olduğundan analizin bir sonraki aşamasında bu bağımlılığın dikkate alındığı birim kök testleri kullanılacaktır.

¹⁹⁶ Milton Friedman, "The Use of Ranks to Avoid the Assumption of Normality Implicit in the Analysis of Variance", **Journal of the American Statistical Association**, 32, 1937, s.676.

¹⁹⁷ Edward W Frees, "Assessing Cross-Sectional Correlation in Panel Data", **Journal of Econometrics**, vol 69 (2), 1995, s.394.

¹⁹⁸ M. Hashem Pesaran, "General Diagnostic Tests for Cross Section Dependence in Panels", University of Cambridge, Faculty of Economics, **Cambridge Working Papers in Economics** No. 0435, (Haziran 2004), s. 3, 12.

4.2.2. Durağanlık Analizi

Bir değişkenin zaman içerisinde ortalamasının ve varyansının değişmemesi olgusu, zaman serisinin durağanlığı olarak adlandırılır. Zaman serisi veya panel veri ile gerçekleştirilen ekonometrik çalışmaların hemen hemen hepsinde öncelikle serilerin durağanlığı analiz edilmektedir. Durağanlığın incelenmesi birim kök testleri ile gerçekleştirilir. Kullanılan verinin türüne göre birim kök testleri sınıflandırılabilir.

Tablo 16. Birim Kök Test Sonuçları

Değişkenler	Maddala ve Wu (1999) Testi						Pesaran (2007) Testi					
	Sabit			Sabit ve Trend			Sabit			Sabit ve Trend		
	Gecikme	Test İstatistiği	Olasılık Değeri	Gecikme	Test İstatistiği	Olasılık Değeri	Gecikme	Test İstatistiği	Olasılık Değeri	Gecikme	Test İstatistiği	Olasılık Değeri
nfg	0	534.168	0.00	0	483.968	0.00	0	-14.38	0.00	0	-14.198	0.00
	1	244.982	0.00	1	240.887	0.00	1	-13.975	0.00	1	-13.435	0.00
	2	118.318	0.00	2	111.177	0.00	2	-12.845	0.00	2	-12.195	0.00
	3	344.383	0.00	3	272.389	0.00	3	-9.531	0.00	3	-8.326	0.00
	4	359.551	0.00	4	293.948	0.00	4	-7.283	0.00	4	-5.822	0.00
zkt	0	555.775	0.00	0	483.198	0.00	0	-14.38	0.00	0	-14.176	0.00
	1	290.193	0.00	1	244.439	0.00	1	-12.618	0.00	1	-11.826	0.00
	2	240.913	0.00	2	191.057	0.00	2	-10.232	0.00	2	-8.951	0.00
	3	148.527	0.00	3	112.134	0.00	3	-7.914	0.00	3	-6.538	0.00
	4	111.175	0.00	4	82.78	0.00	4	-5.579	0.00	4	-3.989	0.00
roa	0	570.544	0.00	0	530.157	0.00	0	-14.38	0.00	0	-14.198	0.00
	1	541.313	0.00	1	461.835	0.00	1	-13.787	0.00	1	-13.474	0.00
	2	336.224	0.00	2	292.666	0.00	2	-11.518	0.00	2	-10.632	0.00
	3	178.843	0.00	3	153.938	0.00	3	-9.459	0.00	3	-8.176	0.00
	4	136.556	0.00	4	106.136	0.00	4	-8.712	0.00	4	-7.014	0.00
o	0	558.536	0.00	0	521.176	0.00	0	-14.38	0.00	0	-14.198	0.00

	1	542.447	0.00	1	458.367	0.00	1	-13.739	0.00	1	-13.504	0.00
	2	350.111	0.00	2	298.036	0.00	2	-11.459	0.00	2	-10.421	0.00
	3	185.341	0.00	3	155.716	0.00	3	-9.801	0.00	3	-8.38	0.00
	4	144.406	0.00	4	110.03	0.00	4	-8.813	0.00	4	-7.218	0.00
aofm	0	312.644	0.00	0	296.028	0.00	0	-14.358	0.00	0	-14.071	0.00
	1	116.778	0.00	1	104.748	0.00	1	-10.478	0.00	1	-9.341	0.00
	2	112.222	0.00	2	101.231	0.00	2	-8.254	0.00	2	-7.156	0.00
	3	100.117	0.00	3	84.392	0.00	3	-6.213	0.00	3	-5.291	0.00
	4	63.786	0.00	4	54.741	0.00	4	-5.454	0.00	4	-4.712	0.00

Durağanlık kavramı zaman ile ilişkili olduğundan zaman serisi verileri ve panel veriler olmak üzere iki temel dalda birim kök test literatürü ilerlemiştir. Çalışmada kullanılan veriler panel veri olduğundan panel birim kök testleri kullanılacaktır. Panel veri birim kök testleri de kendi içinde yatay kesit bağımlılığın mevcudiyetine göre ikiye ayrılmaktadır. Yatay kesit bağımlılığı dikkate almayan panel birim kök testleri “1. nesil panel birim kök testi” olarak isimlendirilirken yatay kesit bağımlılığı da test sürecine dâhil eden panel birim kök testleri “2. nesil panel birim kök testi” olarak isimlendirilmektedir. Çalışmada incelenen panel veri değişkenlerine 2. nesil birim kök testlerinden Maddala ve Wu¹⁹⁹ ve Pesaran²⁰⁰ birim kök testleri uygulanmıştır. Uygulamada 4 gecikmeye kadar test istatistikleri hesaplanmıştır. Ayrıca test istatistikleri sabit terim içeren model ve hem sabit hem de trend içeren model için bulunmuş ve raporlanmıştır. Sonuçlar Tablo 16’da gösterilmiştir.

Analize dâhil edilen tüm değişkenler için gerçekleştirilen birim kök testlerinin hesaplanan olasılık (p) değerleri, kabul edilen tüm anlamlılık düzeylerinden (%1, %5 ve %10) küçük olduğundan serilerin durağan olmadığını ifade eden yokluk hipotezi tüm değişkenler için reddedilebilir. Bir başka ifadeyle incelenen serilerin tümü durağandır.

¹⁹⁹ G. S. Maddala, Shaowen Wu, "A Comparative Study of Unit Root Tests With Panel Data and A New Simple Test", **Oxford Bulletin of Economics and Statistics**, 61(Special Issue), 1999, s. 632.

²⁰⁰ M. Hashem Pesaran, "A Simple Panel Unit Root Test in the Presence of Cross-Section Dependence", **Journal of Applied Econometrics**, 22(2), 2007, s.266.

4.2.3. Yatay Kesit Bağımlılık Altında Nedensellik Testi

VAR analizi için değişkenler modellenirken yer aldığı pozisyon oldukça önemlidir. VAR modellerinin tahmini ve bu tahminler ile gerçekleştirilen yapısal analizler (Etki-Tepki ve Varyans Ayırıştırması analizleri) değişkenlerin dizilimine oldukça hassastır. Dizilim dışsal değişkenden içsel değişkene doğru olmalıdır. Bu noktada analiz edilecek değişkenlerin dışsallık-içsellik durumunun belirlenmesi önem kazanmaktadır. Serilerin dışsallık-içsellik durumu iki yoldan incelenebilir. İlk yol, doğrudan analiz edilen iktisadi teoriden faydalanmaktır. İktisadi teori araştırmacıya hangi değişkenin içsel hangisinin dışsal olduğu konusunda yeterli bilgiyi sunar. Araştırmacı ele aldığı değişkenler arasındaki ilişkileri faydalandığı iktisadi teori yardımıyla anlamlandırır. Böylece incelenen seriler arasında diğerlerinden en çok etkilenen seri içsel, diğer serileri en çok etkileyen seri ise dışsal seridir. En dışsal ve en içsel değişken belirlendikten sonra arasında yer alacak değişkenler de aralarındaki ilişkiye göre belirlenir.

Değişkenlerin dışsal-içsel durumun belirlenmesinin bir diğer yolu ekonometri literatüründe önemli bir yere sahip olan nedensellik analizlerini kullanmaktır. Nedensellik analizleri ele alınan değişkenlerin her birinin ikişerli gruplar halinde karşılıklı nedensellik testlerini gerçekleştirir. Bu testler sonucunda değişkenlerin bir birbirinin nedeni olup olmadığı belirlenir. Bir seri ne kadar fazla değişkenin nedeni ise o değişken en dışsal değişkendir. Bu durumun tersi olarak ne kadar çok seri bir serinin nedeni ise o seri de en içsel değişkendir. Ancak burada önemle üzerinde durulması gereken bir nokta vardır. Nedenselliğin tanımı uygulanacak testten teste değişmektedir. Bu çalışmada değişkenler panel veri olduğundan ve aralarında yatay kesit bağımlılık bulunduğundan bu durumları göz önüne alan Dumitrescu-Hurlin²⁰¹ testi uygulanacaktır²⁰². Bu test, literatürdeki ilk nedensellik testi olan Granger²⁰³

²⁰¹ Elena Ivona Dumitrescu, Christophe Hurlin, "Testing for Granger Non-Causality in Heterogeneous Panels", **Economic Modelling**, 29, 2012, s. 1452.

²⁰² Elif Güneren Genç, "Üniversitelerin Ülke Sıralamaları ve İnsani Gelişme Endeksi: Panel Nedensellik Analizi", **Eurasian Econometrics, Statistics & Empirical Economics Journal**, Volume: 6, 2017, s. 95.

²⁰³ Clive William John Granger, "Investigating Causal Relations by Econometric Models and Cross-Spectral Methods", **Econometrica**, 37(3), 1969, s. 425.

testinin yatay kesit bağımlı panel verilere genişletilmiş halidir. Buna göre Dumitrescu-Hurlin²⁰⁴ testi de aslında Granger²⁰⁵ nedensellik tanımını test eder.

Tablo 17. Dumitrescu & Hurlin (2012) Granger Nedensellik Testi Sonuçları

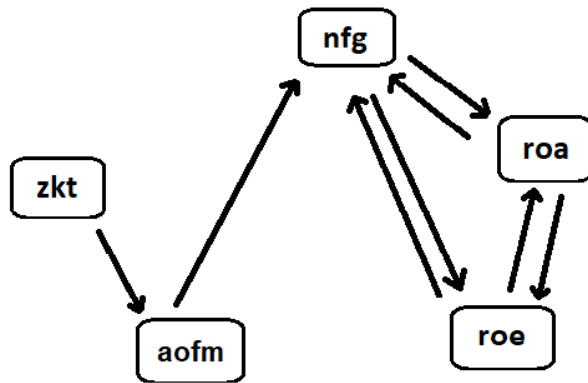
Boş Hipotez	Gecikme	Test İstatistiği	p-Değeri
zkt, nfg'nin Granger nedeni değildir.	16	0.8621	0.3886
nfg, zkt'nin Granger nedeni değildir.	16	1.3590	0.1742
roa, nfg'nin Granger nedeni değildir.	16	7.8097	0.0000
nfg, roa'nın Granger nedeni değildir.	16	4.3462	0.0000
roe, nfg'nin Granger nedeni değildir.	16	8.0780	0.0000
nfg, roe'nin Granger nedeni değildir.	16	6.7717	0.0000
aofm, nfg'nin Granger nedeni değildir.	16	4.5503	0.0000
nfg, aofm'nin Granger nedeni değildir.	16	1.1039	0.2696
roa, zkt'nin Granger nedeni değildir.	1	-1.5818	0.1137
zkt, roa'nın Granger nedeni değildir.	16	1.3082	0.1908
roe, zkt'nin Granger nedeni değildir.	1	-1.5942	0.1109
zkt, roe'nin Granger nedeni değildir.	16	0.4566	0.6480
aofm, zkt'nin Granger nedeni değildir.	1	-1.2515	0.2107

²⁰⁴ Dumitrescu, Hurlin, a.g.e., s. 1455.

²⁰⁵ Granger, a.g.e.

zkt, aofm'nin Granger nedeni değildir.	16	7.4862	0.0000
roe, roa'nın Granger nedeni değildir.	16	18.1662	0.0000
roa, roe'nin Granger nedeni değildir.	16	22.9787	0.0000
aofm, roa'nın Granger nedeni değildir.	16	-1.2198	0.2225
roa, aofm'nin Granger nedeni değildir.	1	1.5004	0.1335
aofm, roe'nin Granger nedeni değildir.	16	-1.5969	0.1103
roe, aofm'nin Granger nedeni değildir.	16	0.4408	0.6593

Bu çalışmada incelenen değişkenlere Dumitrescu-Hurlin²⁰⁶ testi uygulanmıştır. AIC'e göre optimal gecikmeler belirlenmiş ve toplamda 20 ilişki test edilmiştir. Test sonuçları Tablo 17'de özetlenmiş, test sonuçlarına göre çizilen nedensellik şeması Şekil 26'da gösterilmiştir.



Şekil 26. Nedensellik Şeması

²⁰⁶ Dumitrescu, Hurlin, a.g.e., 1456

Nedensellik testi sonuçlarına ve nedensellik şemasına göre değişkenlerin dışsaldan içsele doğru sıralamasında ZKT'in en dışsal AOFM'nin ise ikinci en dışsal değişken olacağı kesindir. Ancak NFG, ROA ve ROE değişkenlerinin sıralaması hakkında kesin bir karara varmak nedensellik testleri aracılığı ile mümkün değildir. Bu sebeple tüm olası dizilimler denenmiş en sağlıklı sonucu veren dizilim şu şekilde bulunmuştur: ZKT, AOFM, ROA, ROE ve NFG. Bu dizilim incelenen iktisadi teori ile de tutarlıdır.

4.2.4. Panel VAR Analizi

İncelenen serilerin tamamının durağan olmasının ve aralarındaki nedensellik ilişkisinin belirlenmesinin ardından Panel VAR analizi gerçekleştirilebilir. Bu noktada Panel VAR modelini tahmin etmek yerine Panel VAR analizi ifadesini kullanıyoruz çünkü VAR modellerinin tahmini tek başına değişkenler arasındaki ilişkileri anlamlandıracak sonuçlar vermemektedir. Bu sebepten ötürü VAR model tahmininden faydalanılarak varyans ayrıştırması ve etki-tepki analizlerinin gerçekleştirilmesi gerekmektedir.

Panel VAR modeli tahmini için öncelikle uygun gecikme uzunluğu belirlenmelidir. Bunun için zaman serileri literatüründe bulunan bilgi kriterlerinden faydalanılır. Benzer bilgi kriterleri birim kök analizi ve nedensellik testlerinde de kullanılmıştır. VAR modeli için hem Bayesyen Bilgi Kriteri (BIC) hem de Akaike Bilgi Kriterine* göre uygun gecikme uzunlukları Tablo 18'de raporlanmıştır.²⁰⁷ Uygun gecikme bilgi kriterlerinin en düşüğü gecikme değeri olarak belirlenir. Bu doğrultuda Akaike Bilgi Kriteri değeri, sistem için uygun gecikmenin iki olması gerektiğini işaret ederken Bayesyen Bilgi Kriteri değerine göre uygun olan gecikme uzunluğu birdir. Bu ikilik durumunda karar vermek için diğer bilgi kriterlerine de başvurularak bilgi kriterlerinin çoğunluğunun işaret ettiği gecikme değeri kullanılabilir. Bu doğrultuda analize Pan²⁰⁸ çalışmasında Akaike bilgi kriterlerine

²⁰⁷ Mustafa Sevüktekin, Mehmet Çınar, **Ekonometrik Zaman Serileri Analizi**, İstanbul: Dora Yayınları, 2017, s. 497.

²⁰⁸ Wei Pan, "Akaike's Information Criterion in Generalized Estimating Equations", **Biometrics** 57, No 1, 2001, s. 121.

alternatif olarak sunulan Quasi Bilgi Kriterine (Quasi Information Criteria, QIC) de başvurulmuş ve hesaplanan değer Tablo 18’de verilmiştir. Bulunan bilgi kriterlerinden ikisi bir gecikmeye işaret etmektedir. Bir gecikmenin doğru seçim olduğundan emin olabilmek için ayrıca iki gecikmeyi dikkate alan VAR modeli de tahmin edilmiştir. Ancak bu modelden elde edilen etki-tepki değerlerinin güven aralıkları bir gecikmeli modele göre büyük elde edildiğinden tek gecikmenin daha sağlıklı sonuçlar vereceğine kanaat getirilmiştir.

Tablo 18. Panel VAR Modeli için Bilgi Kriteri Değerleri

Gecikme	AIC	BIC	QIC
1	4.694337	-303.4992	-116.7762
2	-8.495249	-213.9576	-89.47561
3	-1.770081	-104.5013	-42.26026

Bir gecikme ile kurulacak VAR modeli aşağıdaki gibidir:

$$\begin{aligned}
 zkt_{it} &= \beta_{11}zkt_{it-1} + \beta_{12}aofm_{it-1} + \beta_{13}roa_{it-1} + \beta_{14}roe_{it-1} + \beta_{15}nfg_{it-1} + \gamma_1d2008 + \varepsilon_{1it} \\
 aoakd_{it} &= \beta_{21}zkt_{it-1} + \beta_{22}aofm_{it-1} + \beta_{23}roa_{it-1} + \beta_{24}roe_{it-1} + \beta_{25}nfg_{it-1} + \gamma_2d2008 + \varepsilon_{2it} \\
 roa_{it} &= \beta_{31}zkt_{it-1} + \beta_{32}aofm_{it-1} + \beta_{33}roa_{it-1} + \beta_{34}roe_{it-1} + \beta_{35}nfg_{it-1} + \gamma_3d2008 + \varepsilon_{3it} \quad (4) \\
 roe_{it} &= \beta_{41}zkt_{it-1} + \beta_{42}aofm_{it-1} + \beta_{43}roa_{it-1} + \beta_{44}roe_{it-1} + \beta_{45}nfg_{it-1} + \gamma_4d2008 + \varepsilon_{4it} \\
 nfg_{it} &= \beta_{51}zkt_{it-1} + \beta_{52}aofm_{it-1} + \beta_{53}roa_{it-1} + \beta_{54}roe_{it-1} + \beta_{55}nfg_{it-1} + \gamma_5d2008 + \varepsilon_{5it}
 \end{aligned}$$

Model (4) ile ifade edilen VAR modeli Abrigo ve Love²⁰⁹ yöntemi takip edilerek tahmin edilmiş sonuçlar Tablo 19’da verilmiştir.

*Akaike ve Bayesyen Bilgi Kriterleri hakkında daha detaylı bilgi için Sevüktekin ve Çınar (2017) sayfa 497-498 başvurulabilir.

²⁰⁹ Abrigo, Love, a.g.e., s. 7.

Tablo 19. Panel VAR Model Tahmin Sonuçları

Yöntem:	Genelleştirilmiş Momentler Yöntemi (GMM)				
Panel Sayısı:	9	Zaman Boyutu:	55	Gözlem Sayısı:	495
Bağımsız Değişkenler	Bağımlı Değişkenler				
	zkt_{it}	$aofm_{it}$	roa_{it}	roe_{it}	nfg_{it}
zkt_{it-1}	-0.0472862 (0.021803) [0.030]	-0.004053 (0.00915) [0.658]	-0.03981 (0.023643) [0.092]	-0.042197 (0.023551) [0.073]	-0.018336 (0.062591) [0.770]
$aofm_{it-1}$	0.3771286 (0.066123) [0.000]	0.53135 (0.030737) [0.000]	0.638135 (0.303836) [0.036]	0.655245 (0.304598) [0.031]	-0.774556 (0.128446) [0.000]
roa_{it-1}	0.9154869 (0.093405) [0.000]	-0.13355 (0.020963) [0.000]	0.539774 (0.091669) [0.000]	0.756131 (0.106728) [0.000]	3.228374 (0.326944) [0.000]
roe_{it-1}	-0.9437501 (0.098051) [0.000]	0.132407 (0.021673) [0.000]	-0.61971 (0.115979) [0.000]	-0.843521 (0.132498) [0.000]	-3.327378 (0.33357) [0.000]
nfg_{it-1}	0.0137434 (0.005505) [0.013]	0.00203 (0.000459) [0.000]	-0.022497 (0.01191) [0.061]	-0.021116 (0.011414) [0.064]	0.002394 (0.010554) [0.821]
$d2008$	6.611427 (4.341747) [0.128]	-0.53423 (0.983917) [0.587]	-22.15507 (11.31388) [0.050]	-23.28059 (11.44616) [0.042]	-62.75211 (9.674493) [0.000]

Parantez içindeki değerler standart hatalar, köşeli parantez içerisindeki değerler ise z istatistiklerinin olasılık (p) değerleridir.

VAR modellerinin parametre tahminleri yorumlanmamaktadır. Bunun yerine varyans ayrıştırması ve etki-tepki analizleri ile değişkenler arasındaki ilişkiler yorumlanır. Ancak Tablo 19’da modele dışsal olarak eklenen 2008 küresel mali krizi temsil eden $d/2008$ kukla değişkenine ait parametre tahmininin iki eşitlik hariç diğer üç eşitlik için istatistiki olarak anlamlı bulunması küresel mali krizin incelenen sistem üzerinde önemli bir etkisinin olduğunu göstermektedir.

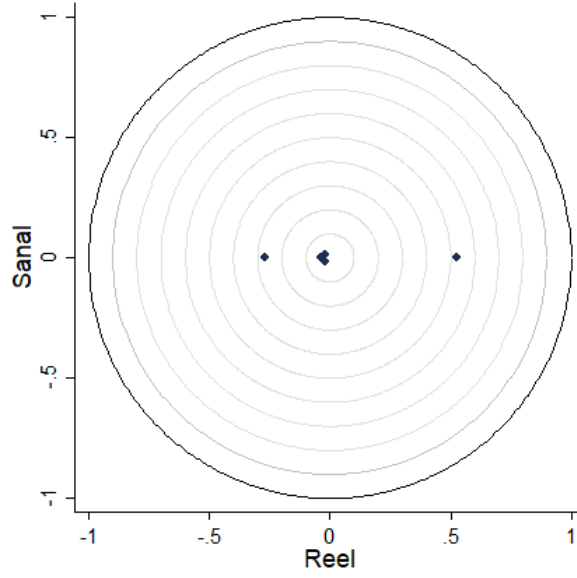
Tahmin edilen VAR modelinden yola çıkılarak yapısal analizlerin gerçekleştirilebilmesi için VAR modelinin denge (stability) koşulunu sağlayıp sağlamadığının incelenmesi gerekmektedir. Denge koşulu, panel VAR modelinin ters çevrilebilir olduğunu yani etki-tepki ve varyans ayrıştırması fonksiyonlarının hesaplanmasını mümkün kılacak sonsuz derecede bir Vektör Hareketli Ortalamalar (Vector Moving Average) süreciyle temsil edilebileceğine işaret eder. Ele alınan panel serilerin tamamının durağan olması bu koşulun sağlanacağına işaret etse de panel VAR modelinin tamamlayıcı (companion) matrisinin modülleri incelenmelidir. Lutkepohl²¹⁰ ve Hamilton²¹¹’e göre bir panel VAR modelinin tamamlayıcı matrisinin modülleri birden küçük ise o panel VAR modeli denge koşulunu sağlamaktadır. Modülü ise tamamlayıcı matrisin reel ve sanal özdeğerlerinin (modelin karakteristik denkleminin kökleri) toplamı olarak tanımlayabiliriz. Tablo 19’da tahmin sonuçları verilen panel VAR modelinin tamamlayıcı matrisinin özdeğerleri Tablo 20 ve Şekil 27’de gösterilmiştir.

²¹⁰ Helmut Lutkepohl, "New Introduction to Multiple Time Series Analysis", **Springer-Verlag Berlin Heidelberg**, 2005, s. 2.

²¹¹ James D. Hamilton, **Time Series Analysis**, Princeton University Press, New Jersey, 1994, s.291.

Tablo 20. Özdeğer Denge Koşulu

Özdeğerler		Modüller
Reel	Sanal	
0.5252804	0	0.5252804
-0.2667373	0	0.2667373
-0.0346472	0	0.0346472
-0.020592	0.014803	0.0253606
-0.020592	-0.014803	0.0253606



Şekil 27. Tamamlayıcı Matrisin Özdeğerleri

Tüm özdeğerler (karakteristik denklemin kökleri) birim çemberin içindedir, dolayısıyla tahmin edilen VAR modeli denge koşulunu sağlamaktadır. Tahmin edilen panel VAR modeli ile yapısal analizler olan varyans ayrıştırması ve etki-tepki analizleri gerçekleştirilebilir.

4.2.5. Panel Var Sonuçlarının Değerlendirilmesi

4.2.5.1. Varyans Ayrıştırması Analizi

VAR analizine giren her değişkenin belli bir dönem için öngörü hata varyansını hesaplar ve diğer değişkenlerin o öngörü hata varyansındaki paylarına bakar. Bu şekilde değişkenlerin birbirini nasıl etkilediğini anlamaya çalışır. Model (4)'de yer alan değişkenlerin tamamı için gerçekleştirilen varyans ayrıştırması sonuçları Tablo 21, Tablo 22, Tablo 23, Tablo 24 ve Tablo 25'de gösterilmiştir.

Tablo 21. zkt_{it} için Öngörü Hata Varyanslarının Ayrıştırılması

Dönem	zkt_{it}	$aofm_{it}$	roa_{it}	roe_{it}	nfg_{it}
1	1	0	0	0	0
2	0.9514882	0.0051888	0.0008031	0.0424234	0.0000966
3	0.9474751	0.0056068	0.0008478	0.0459741	0.0000963
4	0.947139	0.0058314	0.0008504	0.0460827	0.0000964
5	0.9470653	0.005878	0.0008517	0.0461087	0.0000964
6	0.9470506	0.005893	0.000852	0.046108	0.0000964

7	0.9470464	0.0058968	0.0008521	0.0461083	0.0000964
8	0.9470453	0.0058979	0.0008521	0.0461083	0.0000964
9	0.947045	0.0058982	0.0008521	0.0461083	0.0000964
10	0.9470448	0.0058983	0.0008521	0.0461083	0.0000964

zkt_{it} değişkeninin 10 dönemlik öngörü hata varyans ayrıştırması Tablo 21’de görülmektedir. Tüm dönemler incelendiğinde zkt_{it} ’deki değişimin yaklaşık %95’i değişkenin kendisinden kaynaklanmaktadır. Bu durum zkt_{it} ’nin sistem içerisinde en dışsal değişken olduğunu göstermektedir. Diğer değişkenler içinde zkt_{it} öngörü hata varyansında dikkate değer bir paya sahip olan tek değişken yaklaşık %5 ile roe_{it} değişkenidir.

Serilerin kendinden kaynaklı değişimlerinin iktisadi yorumu yapılmamaktadır. İktisadi yorum, ilgili değişkenin diğer değişkenler ile ilişkisine odaklandığından değişkenin kendisi hariç diğer değişkenlerin öngörü hata varyansındaki payları iktisadi olarak yorumlanacaktır. Diğer yandan çalışmanın çıkış noktası ZKT ve AOFM’nin ROA, ROE ve NFG üzerindeki etkisini değerlendirmek olup model çıktısı bulgulara ZKT ve AOFM üzerinde görülen içsel değişkenlerin etki düzeylerine dair yorumlara kısaca yer verilmiştir.

zkt_{it} öngörü hata varyansında %5 oranındaki roe_{it} payı sonuç beklentimizle örtüşmektedir. ZKT’ye temel olan zorunlu karşılık oranlarının belirlenmesinde bankaların özkaynak karlılığından bu nispette etkilenmesi beklenebilir çünkü bankaların özkaynak ve aktif karlılıkları yüksek büyüme dönemlerinde artmaktadır. Ülke ekonomisinin çok büyüdüğü, kredi taleplerinin yüksek olduğu dönemlerde bankalar buna hızla ayak uydurup karlılıklarını da artırabilmektedir. Böyle yüksek büyüme dönemlerinde enflasyonist baskının olmaması ve cari açığın da artmaması

için merkez bankaları sıkı para politikası uygulamalarını tercih etmektedirler. Dolayısıyla yüksek büyüme dönemlerinde kredi büyümesini baskılamak amaç olmasa da ekonomik büyümeyi belli ölçüde tutmak adına zorunlu karşılık oranı artırılabilir ya da tam tersi olarak kredi taleplerinin ve banka karlılıklarının da düştüğü dönemlerde (genellikle bu dönemlerde faiz oranları da yüksektir), merkez bankaları zorunlu karşılık oranlarını düşürebilmektedirler. Buradan yola çıkılarak bankaların karlılıklarının arttığı dönemlerde zorunlu karşılıkların artırılması, karlılıkların düştüğü dönemlerde ise zorunlu karşılıkların düşürülmesi bir yaklaşım olarak sunulabilir. Bu durum iktisadi açıdan büyüme ile ilişkilendirilse de birebir ilişki bankaların karlılıkları ile de kurulabileceği söylenebilir. Sonuç olarak zorunlu karşılıkların özkaynak karlılığı ile düşük düzeyde ilişkisinin çıkması, iktisadi açıdan uygun olarak düşünülmektedir.

Tablo 22. $aofm_{it}$ için Öngörü Hata Varyanslarının Ayırıştırılması

Dönem	zkt_{it}	$aofm_{it}$	roa_{it}	roe_{it}	nfg_{it}
1	0.0113924	0.9886076	0	0	0
2	0.0135144	0.9585115	0.0057466	0.0221741	0.0000533
3	0.0140017	0.9566168	0.0066224	0.0226903	0.0000688
4	0.0141057	0.9557422	0.0068531	0.0232265	0.0000725
5	0.0141369	0.9555628	0.0069149	0.0233118	0.0000735
6	0.0141451	0.9555059	0.0069319	0.0233432	0.0000738
7	0.0141474	0.9554914	0.0069366	0.0233507	0.0000739
8	0.014148	0.9554872	0.0069379	0.023353	0.0000739
9	0.0141482	0.9554861	0.0069383	0.0233535	0.0000739
10	0.0141482	0.9554858	0.0069384	0.0233537	0.0000739

Tablo 22’de verilen $aofm_{it}$ değişkenine ait 10 dönemlik öngörü hata varyansları incelenirse ilk dönemin ardından $aofm_{it}$ ’deki değişimin yaklaşık

%95'inin kendisinden kaynaklandığı görülebilir. Kendisi dışında $aofm_{it}$ 'nin öngörü hata varyansında en çok paya yaklaşık %2,3 ile roe_{it} ve yaklaşık %1,5 ile zkt_{it} sahiptir. İlk dönem göz ardı edilirse değişkenlerin, öngörü hata varyansı içindeki payları, dönemler arası dikkate değer bir biçimde değişmemiştir.

Ağırlıklı ortalama fonlama maliyetinin üzerinde etkisi olan iki değişken mevcut olmakla birlikte etkilerinin oldukça sınırlı olduğu görülmektedir. AOFM tıpkı ZKT gibi etkilenen değil etkileyen bir değişken olarak ortaya çıkmıştır ki zaten bu nedenle bu iki değişken en dışsal değişkenler olarak ifade edilmiştir. Bu sonuçla Merkez Bankası para politikası araçlarından olan faiz oranının oluşturduğu AOFM'nin, iktisadi beklentiye uygun olarak içsel değişken olmadığı görülmüştür.

Zorunlu karşılık tutarı (ZKT) değişkeninin ağırlık ortalama fonlama maliyeti (AOFM) üzerinde görece düşük etkisi, iktisadi beklenti ile örtüşmektedir. Zira iki değişken de dışsal olup ikisini etkileyen etmenler esasında aynıdır. Merkez Bankası'nın sıkı ya da gevşek para politika duruşuna göre benzer artış ya da azalış uygulamaları eş anlı ya da gecikmeli olarak görülebilir. Bilindiği üzere ülke ekonomilerinin yüksek büyüme gösterdiği dönemlerde merkez bankaları sıkı para politikası uygulamakta ya da tam tersi dönemlerde gevşek para politikasına geçebilmektedirler. Bunu ZKO aracında olduğu gibi miktarsal ya da faiz oranında olduğu gibi oransal olarak yapabilmektedirler. Genellikle miktarsal yapılan sıkı ya da gevşek para politikasının ardından ya da eş anlı olarak, oransal politika araçlarının kullanıldığı görülmektedir. Dolayısıyla ZKT'leri belirleyen zorunlu karşılık oranları artar ya da azalırken AOFM'lerin oluşturan faiz hadlerinin de görece gecikme ya da eşzamanlı olarak yükseltilmesi ya da düşürülmesi de beklenir.

İkinci olarak ağırlıklı ortalama fonlama maliyeti (AOFM) üzerinde görece etkisini gördüğümüz özkaynak karlılığı (ROE) değişkeninin iktisadi beklenti açısından değerlendirmesi diğer dışsal değişken olan ZKT ile ROE arasındaki etkileşim ile benzer yapılabilir ancak burada ROE'nin AOFM üzerindeki etkisi ZKT'ye göre daha da küçüktür. Yine de çıkan sonuç beklenti ile örtüşmektedir. AOFM'nin bankaların özkaynak karlılığından bu nispete etkilenmesi beklenebilir. Bilindiği gibi bankaların özkaynak ve aktif karlılıkları yüksek büyüme dönemlerinde

artmaktadır. Ülke ekonomisinin çok büyüdüğü kredi taleplerinin yüksek olduğu dönemlerde bankalar buna hızla ayak uydurup karlılıklarını da artırabilmektedir.

Böylesi yüksek büyüme dönemlerinde enflasyonist baskının oluşmaması ve cari açığın da artmaması için merkez bankaları sıkı para politikası uygulamalarını tercih etmektedirler. Dolayısıyla büyümeyi belli ölçüde baskılamak için faiz hadleri artırılabilir ya da tam tersi dönemlerde kredi taleplerinin düşük olduğu, bankaların karlılıklarının da düştüğü dönemlerde düşürülebilir. Esasen buradan yola çıkılarak ve görece etki oranının düşüklüğü de göz önüne alınarak bankaların karlılıklarının arttığı dönemlerde faizlerin de artırılması, karlılıkların düştüğü dönemlerde faizlerin düşürülmesi bir yaklaşım olabilir. Sonuç olarak AOFM'nin ROE ilişkisinin küçük düzeyde de olsa çıkması anlamlı ve beklentiye uygundur.

Bundan sonra çalışmanın odak noktası olan analiz sonuçları görülecektir. Çalışma amacını oluşturan dışsal değişkenlerin içsel değişkenlerin öngörü hata varyanslarındaki payları Tablo 23, 24 ve 25'de verilmiştir.

Tablo 23. roa_{it} için Öngörü Hata Varyanslarının Ayrıştırılması

Dönem	zkt_{it}	$aofm_{it}$	roa_{it}	roe_{it}	nfg_{it}
1	0	0.0007129	0.9992871	0	0
2	0.0005548	0.003501	0.9919122	0.0039802	0.0000519
3	0.0005542	0.0038834	0.9900783	0.0054319	0.0000521
4	0.0005603	0.0040482	0.9898654	0.0054739	0.0000522
5	0.0005609	0.0040849	0.989813	0.005489	0.0000522
6	0.0005612	0.0040962	0.9898015	0.0054889	0.0000522
7	0.0005612	0.0040992	0.9897982	0.0054892	0.0000522
8	0.0005612	0.0041	0.9897973	0.0054893	0.0000522
9	0.0005612	0.0041002	0.9897971	0.0054893	0.0000522
10	0.0005612	0.0041003	0.9897971	0.0054893	0.0000522

Tablo 23’de verilen roa_{it} öngörü hata varyans ayrıştırması sonuçlarına göre ilk dönemin ardından roa_{it} ’nin öngörü hata varyansının içinde en çok payı yaklaşık %99 ile roa_{it} ’nın kendisine ait olduğu görülmektedir. Kendisi dışında roa_{it} ’daki değişim üzerinde önemli bir etkiye sahip değişken yoktur.

Aktif karlılıktaki değişimin tamamı, kendisinden kaynaklanmaktadır. Analiz içinde yer alan dört değişkenin hiçbirinden ROA’nın etkilenmediği görülmektedir.

Tablo 24. roe_{it} için Öngörü Hata Varyanslarının Ayrıştırılması

Dönem	zkt_{it}	$aofm_{it}$	roa_{it}	roe_{it}	nfg_{it}
1	0	0.0004845	0.9888287	0.010686	0
2	0.0006432	0.0037428	0.9772393	0.0183255	0.0000492
3	0.0006418	0.0041374	0.9748482	0.0203232	0.0000494
4	0.0006488	0.0043203	0.9745954	0.020386	0.0000494
5	0.0006494	0.0043598	0.9745367	0.0204047	0.0000494
6	0.0006497	0.0043722	0.9745241	0.0204045	0.0000494
7	0.0006498	0.0043754	0.9745206	0.0204048	0.0000494
8	0.0006498	0.0043764	0.9745196	0.0204048	0.0000494
9	0.0006498	0.0043766	0.9745194	0.0204048	0.0000494
10	0.0006498	0.0043767	0.9745193	0.0204048	0.0000494

roe_{it} için elde edilen öngörü hata varyans ayrıştırması sonuçları Tablo 24’de verilmiştir. Buna göre ilk dönem roe_{it} ’de meydana gelen değişimin yaklaşık %99’u roa_{it} ’dan kaynaklanmakta iken bu oran ikinci dönemin ardından yaklaşık %97’e düşerek bu seviyede tutunmuştur. Böylece sistem içinde kendisinde meydana gelen değişimin büyük bir oranının hatta neredeyse tamamının başka bir değişkenden kaynaklanan tek seri roe_{it} serisidir. roe_{it} serisinin öngörü hata varyansında en büyük paya roa_{it} sahiptir. Dönemlerin tamamı değerlendirildiğinde ise roe_{it} ’nin kendi öngörü hata varyansı içerisindeki payı yaklaşık %2 bulunmuştur. Diğer serilerin roe_{it} üzerinde ciddi bir etkisi yoktur.

Bir önceki Tablo 23’de ROA’nın değişiminin tamamının kendisinden kaynaklanmakta olduğu diğer değişkenlerden neredeyse hiç etkilenmediği görülmüştü. Tablo 24’de ise ROE’deki değişimin neredeyse tamamını ROA belirlemektedir. Ülkemizde bankacılık sektöründe, özkaynağın, aktif büyüklük içerisinde ortalama %15 gibi bir büyüklüğe sahip olduğu düşünüldüğünde ROE ile ROA arasındaki çıkan güçlü ilişkinin beklenen bir sonuç olduğu söylenebilir.

Diğer yandan çalışma amacının temeli olan dışsal değişkenlerin içsel değişkenler üzerindeki etkisi kapsamında AOFM’nin ROE üzerinde neredeyse hiç etki payının olmaması (ROA’da da olduğu gibi) aşağıda verilen NFG değişkeninin analizi ile birlikte sonuç kısmında tartışılacaktır.

Tablo 25. nfg_{it} için Öngörü Hata Varyanslarının Ayrıştırılması

Dönem	zkt_{it}	$aofm_{it}$	roa_{it}	roe_{it}	nfg_{it}
1	0.0341508	0.0779513	0.0062775	0.0506656	0.8309547
2	0.01791	0.0492547	0.0115501	0.4858137	0.4354715
3	0.0178425	0.0559629	0.0112541	0.4920594	0.4228811
4	0.0177825	0.0570194	0.0112582	0.4927156	0.4212243
5	0.0177883	0.0574651	0.0112606	0.4924898	0.4209962
6	0.0177878	0.05757	0.0112619	0.4924465	0.4209338
7	0.017788	0.0576017	0.0112622	0.4924293	0.4209189
8	0.017788	0.0576101	0.0112623	0.492425	0.4209146
9	0.017788	0.0576124	0.0112623	0.4924238	0.4209134
10	0.017788	0.0576131	0.0112623	0.4924235	0.4209131

Son karlılık göstergesi olan net faiz geliri nfg_{it} için öngörü hata varyans ayrıştırması değerleri Tablo 25’de verilmiştir. İlk dönem nfg_{it} ’deki değişimin yaklaşık %83’ü kendisinden kaynaklanırken, ikinci dönem bu oran sert bir düşüş ile yaklaşık %44’e gerilemiş devam eden dönemlerde yaklaşık % 42 düzeyine inerek bu seviyede kalmıştır. İçsel değişken olan nfg_{it} ’deki değişim üzerinde kendisi dışında en çok etkiye sahip değişken, öngörü hata varyansı içindeki payı ile roe_{it} serisi olup ilk dönemin ardından hızlı bir artışla önce yaklaşık %48’e sonrasında yaklaşık %49’a

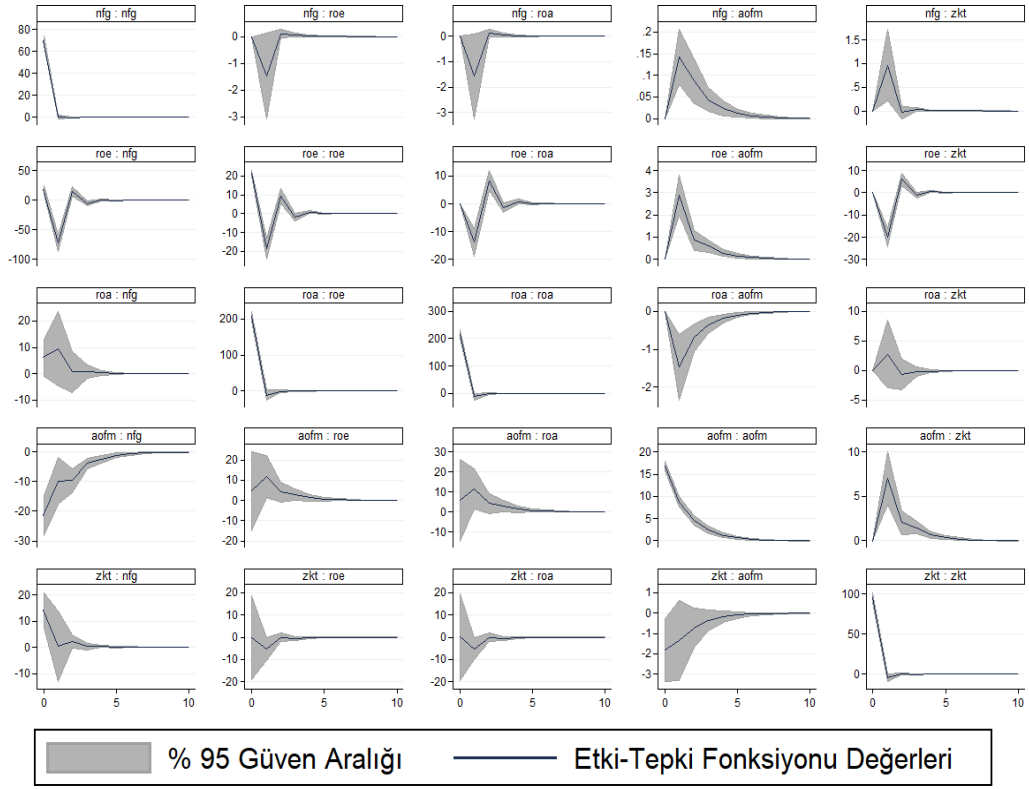
ulaşmıştır. roe_{it} 'yi yaklaşık %2 ile zkt_{it} ve yaklaşık %1 ile roa_{it} izlerken $aofm_{it}$ 'nin nfg_{it} 'deki değişim üzerinde dikkate değer bir etkisi bulunmamaktadır.

ZKT'nin NFG üzerindeki düşük etkisi ile AOFM'nin NFG üzerindeki etkisinin neredeyse hiç görülmemesi, daha önce anlatıldığı gibi ROA ve ROE üzerindeki ZKT ve AOFM dışsal değişkenlerinin etkisinin görülmemesi ile benzerdir.

4.2.5.2. Etki-Tepki Analizi Sonuçları

Etki-Tepki fonksiyonu, VAR modelindeki içsel değişkenlerin hata terimindeki rassal şoklara karşı tepkisini ölçmektedir. Etki-tepki fonksiyonunda hata terimine verilen bir standart sapmalı şok karşısında içsel değişkenin tepkisi ölçülmektedir.²¹² Bu tepkilerin dönemler içindeki seyri önemlidir. Durağan değişkenler ile gerçekleştirilmiş ve denge koşulunu sağlayan bir panel VAR tahmininden elde edilecek etki-tepki fonksiyonu değerlerinin belli bir dönem sonra etkisini yitirmesi, bir başka ifade ile sönümlenip sıfır düzeyine inmesi beklenir. Böylece sisteme giren bir şokun kalıcı olamayıp uzun dönemde etkisini yitireceği anlaşılır. Etki-tepki fonksiyonu değerlerinin kısa dönemde gözlenen hareketleri değişkenler arasındaki etkileşimi ortaya koyarak politika yapıcılara önemli bilgiler sunar.

²¹² Sevüktekin, Çınar, a.g.e.



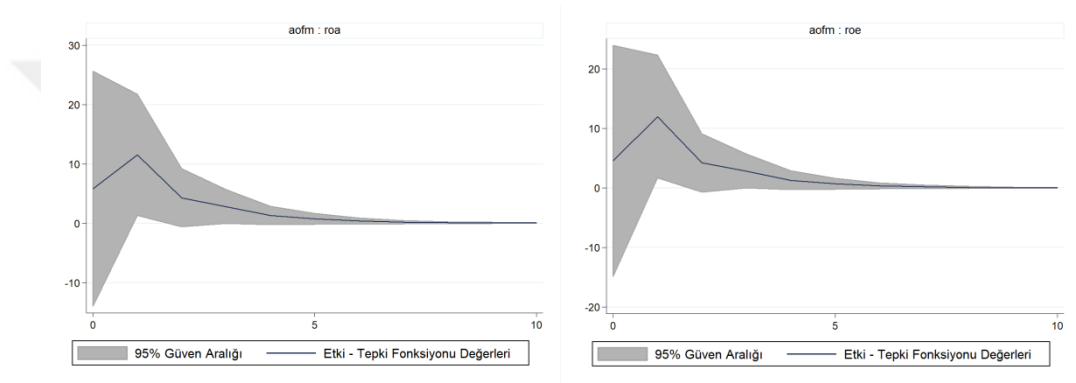
Şekil 28. Etki-Tepki Analiz Grafiği

Şekil 28’de yer alan grafiklerde, her bir değişkenin diğer değişkenlerde meydana gelen bir standart sapmalı şoka verdiği tepkileri görülmektedir. Değişkenlerin birbirlerine verdikleri tepkiler zaman içerisinde oldukça farklı seyredebilmektedir. Kimi tepki düzenli artar veya azalırken kimi tepkiler de dalgalı davranış sergilemiş olup nihayetinde etki-tepki analizi bize tüm tepkilerin sıfıra yaklaşarak sönümlendiğini göstermiştir. Bankalar takip eden dönemlerde meydana gelen şokları genel olarak beş dönem gibi bir sürede özümsemekte kendilerini yeni duruma adapte etmektedirler. Buradaki bir dönem üç aya tekabül etmektedir.

Buna göre beş değişkenli sistem için tahmin edilmiş etki-tepki değerlerinin tamamı sıfır düzeyine ulaşmakta, yani sisteme giren tüm şoklar uzun dönemde sönümlenmektedir.

Panel VAR modelinin tahmin edilmesiyle elde edilen etki-tepki fonksiyonlarından çalışma konumuz olan ve modelce de teyit edilen dışsal değişkenlerin (AOFM ve ZKT) banka karlılık performans göstergesi olan içsel değişkenler (ROA, ROE ve NFG) üzerinde yarattığı tepkilerin grafiksel sonuçları aşağıda sırasıyla verilmiştir.

4.2.5.2.1. ROA ve ROE'nin AOFM dışsal değişkenine verdiği tepkiler



Şekil 29. AOFM-ROA Etki-Tepki Grafiği

Şekil 30. AOFM-ROE Etki-Tepki Grafiği

Şekil 29 ve 30'da görüldüğü üzere AOFM'ye bir standart sapmalı artış verildiğinde görece düşük oranda da olsa hem ROA hem de ROE üzerinde benzer tepkiyi yaratarak ilk dönem (üç aylık dönem) için artış yaşatmakta, ikinci dönem bu artış azalarak üçüncü dönemde dengeye ulaşmaktadır. Bu sonuç için, bankaların fonlama maliyetinin, Merkez Bankası'nın para politikası kararlarına gecikmeli tepki vermesinden kaynaklandığını söyleyebiliriz. Zira AOFM'nin artması aynı anda bankaların fonlama maliyetini artırmayabilmektedir. Faiz oranlarındaki artış, fonlama maliyeti ve fon kullandırma faiz oranı üzerinde eşanlı tepkiler yaratmayabilmektedir. Fon kaynağı ve fon kullandırımında büyük yeri olan mevduat ve kredilerin yeniden fiyatlanması vadelerine göre farklılaşmaktadır. Bu anlamda ilk tepki olarak kısa vadeli kredilere yansıtılan faiz artışları ile ilk çeyrekte itibaren faiz marjlarında artış sağlanabilmektedir. Zira kısa vadeli ve sık yenilenen ticari kredi kullandırmalarının yeni açılan kredi hacminde yüksek paya sahip olduğu

görülmektedir.²¹³ Buna göre fonlama maliyetleri yükselmeden fon kullandırmalarında yapılan faiz artışı, gelir yaratılmasına neden olmakta, bu da ilk dönem için karlılık oranlarının artmasını sağlayabilmektedir.

Diğer yandan kredilerin genelde uzun vadeli, mevduatın ise daha kısa vadeli olması nedeniyle iki faiz arasındaki farkın büyük ölçüde orta vadeli makroekonomik beklentiler ve piyasa faizlerinin vade yapısı tarafından şekillendiği söylenebilir.²¹⁴ Faiz koridoru ve likidite politikası ise daha çok kısa vadeye yönelik tasarlanmış araçlardır. Dolayısıyla kısa vadeli ve sık yenilenen ticari kredi faizlerinin, kısa vadeli faizlere ve likidite politikasına duyarlı olması nedeniyle AOFM’de gelen artış önce kısa vadeli kredilerde daha sonra ise mevduatlarda etkisini gösterecek, ancak oluşan getiri, vadeleri gelen mevduat başta olmak üzere bankaların fonlama maliyetlerinde yaşanacak yükselişler ile faiz marjında dolayısıyla karlılıkta azalışa neden olacaktır. Örneğin 1 ay vadeli mevduatlara karşılık kullanılan gecelik faizli krediler göz önüne alındığında karlılığın ilk zamanlarda artması ancak bu artışın 1 aylık mevduatta yapılan faiz artışı ile durması ve elde edilen karlılığın da yok olması beklenebilir. Etki-tepki analiz grafiğimizde de görüleceği üzere ilk dönem yaşanan artış izleyen dönem inişe geçmiş akabinde de dengeye ulaşmıştır. Diğer yandan yarattığı tepkinin, krediler içinde belli tür kredilere sirayet ettiği göz önüne alındığında karlılıktaki artışın belli ölçüde kalması, bu yönden izah edilebilir.

Yapılan bir çalışmada, asimetrik faiz koridoru ve likidite politikasının bir arada aktif olarak kullanılmasıyla kredi ve mevduat faizlerinin farklı kanallardan etkilenebildiği görülmüştür.²¹⁵ Yine başka yapılan çalışmalarda AOFM, daha çok mevduat faizini etkilerken bankalar arası faiz oranının ve hatta daha yüksek oranda faizin, kredi faiz oranlarını belirleyebildiği görülmüştür. Bu iki faizin ayrıştığı dönemlerde bazen faiz koridoru değişmediği halde AOFM’nin değişebildiği dönemler görülmüştür. Bazen de bankalar kredilerin geri ödenmesinde bir risk görüyorsa mevduat ile kredi faiz oranı arasına daha çok marj koyabilmekte, Merkez Bankası’nın sıkılaştırma politikasında belirlediği faizden daha yüksek düzeylerdeki faizler ile kredi kullandırılabilir. Çalışma bulgumuza ışık tutacak başka bir

²¹³ Mahir Binici, Hasan Erol, Hakan Kara, Pınar Özlü ve Deren Ünalı, "Faiz Koridoru bir Makro İhtiyati Araç Olabilir mi?", **TCMB Ekonomi Notları**, No: 2013-20, 2013, s. 6.

²¹⁴ a.g.e.

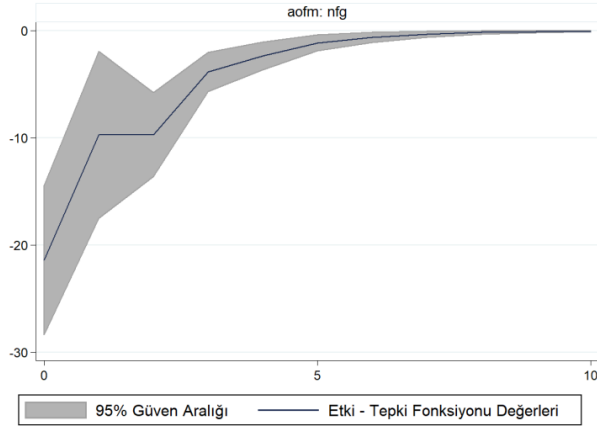
²¹⁵ a.g.e., s.1.

çalışmada da bankaların TCMB politikalarına asimetrik tepki verip vermediği hususu araştırılmış, buna göre para politikasındaki değişimler ile kredi faizleri arasındaki ilişkinin sıkılaşma dönemlerinde daha güçlü olduğu, mevduat faizi için ise TCMB politikalarına her iki yönde de (iniş ve çıkışlarda) benzer tepki vermekte olduğu görülmüştür. Diğer bir ifadeyle, TCMB faizleri arttığında bankalar mevduat ve kredi faizlerini kısa süre içinde uyarlarken, para politikası gevşediğinde mevduat faizlerini aşağı doğru ayarlayıp kredi faizlerini hemen düşürmeyerek net faiz marjlarını geçici bir süre için yükseltmektedirler.²¹⁶

Sonuç olarak çalışmada da sıkılaşma dönemi politikası olarak ağırlıklı ortalama fonlama maliyetinde (AOFM) meydana gelen bir standart sapmalık artışın bankalar tarafından kısa vadeli fon kullandırmalarına, fon maliyetlerinden önce yansıtılabildiği ve böylece karlılıkta bir dönem artış yaşandığı, faiz oranında AOFM'deki artışın fonlama maliyetlerine yansıtılmaya başlaması ile de karlılığın azalıp dengeye ulaşıldığı görülerek hem yön hem geçici olması hem de büyüklüğü açısından yapılan çalışmaların sonuçları ile paralellik arz etmektedir. Buna göre Merkez Bankasının para politikasındaki sıkılaşma ile artan faiz oranı, aktif karlılığı (ROA) ve özkaynak karlılığını (ROE) bir dönem artırmakta, takip eden dönem ise azalarak bankaların adapte olması ve dengeye ulaşması ile sonuçlanmaktadır.

²¹⁶ Binici, v.d., "Faiz Koridoru ve Banka...", a.g.e., s. 5.

4.2.5.2.2. NFG'nin AOFM dışsal değişkenine verdiği tepkiler



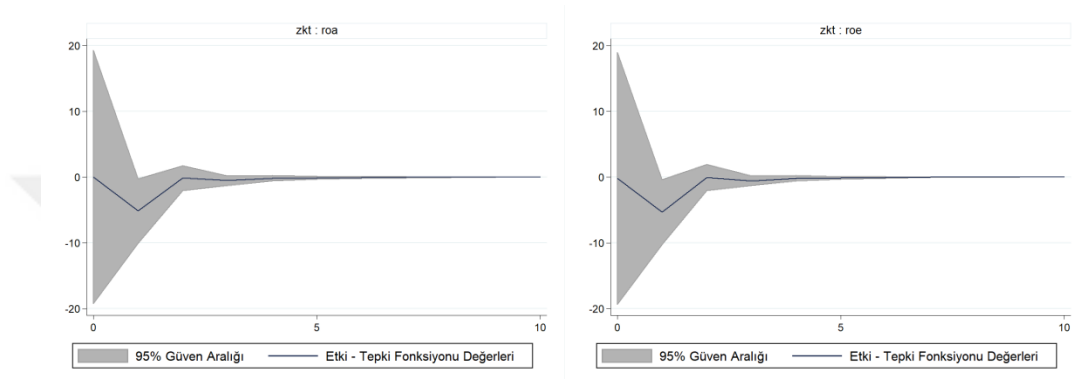
Şekil 31. AOFM-NFG Etki-Tepki Grafiği

AOFM'ye verilen bir standart sapmalılık şoka net faiz geliri ilk dönem yaklaşık 13 birimlik bir artışla tepki vermiştir. İkinci dönemden itibaren yaklaşık 6 birim artan NFG'nin AOFM'ye tepkisi kısa sürede sıfır düzeyine gelerek sönümlenmiştir. AOFM'de bir standart sapma artış NFG'de ciddi bir artış sağlamıştır. Bu sonuç ilk dönem verdiği tepki açısından beklenen ancak devam eden dönemler için beklenenin dışında gerçekleşmiştir. AOFM'nin ROA ve ROE'de yarattığı etki-tepki analizinde anlatıldığı üzere bankacılık sistemindeki vade farklarından kaynaklı artan faiz marjı nedeniyle ilk dönem NFG'de artışa neden olması beklenirken devam eden dönemlerde bu artışın marjlarda da gelecek daralma ile azalması yönündeki beklentiden farklı bir sonuç ortaya çıkmıştır. Şekil 31'de görüleceği üzere bankalar dengeye gelene kadar ağırlıklı ortalama fonlama maliyetinde gelen artış, NFG'de sürekli ancak azalan oranda artışa neden olmuştur.

Bu durum bankaların TL kredi fiyatlamalarını belirlerken ağırlıklı ortalama fonlama maliyetlerini de göz önüne alarak, Merkez Bankası faiz oranlarındaki artışa hazırlıklı olduklarını hatta yeni verilen kredilerin faizlerini daha yüksek belirleyerek, zaman içerisinde kredi portföyünün ortalama getirisinin fonlama maliyeti artsa da belli düzeyde kalmasını sağlayabildiklerini göstermektedir. Bankaların aldıkları önlem ile fonlama maliyeti ve fon kullandırım arasındaki net faiz marjlarını önce

gelir yaratıcı yönde ayarlayabildikleri daha sonra azalan oranda marjı koruyarak dört dönem kadar sonra dengeye gelebildiklerini göstermiştir.

4.2.5.2.3. ROA ve ROE'nin ZK dışsal değişkenine verdiği tepkiler



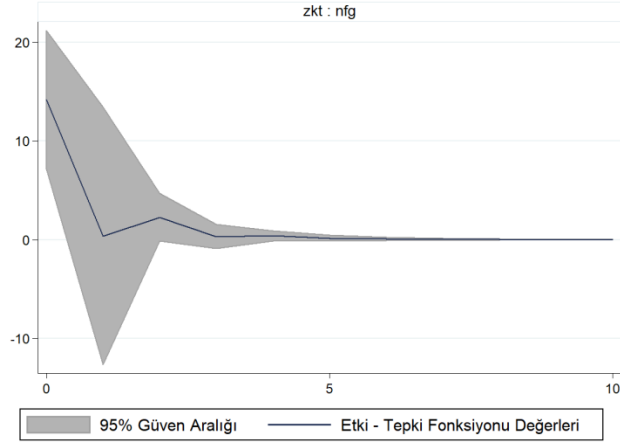
Şekil 32. ZKT-ROA Etki-Tepki Grafiği

Şekil 33. ZKT-ROE Etki-Tepki Grafiği

Zorunlu karşılıklardaki bir standart sapmalık artışın ROA ve ROE’de düşüşe neden olması bankacılık sisteminde beklenen bir tepkidir. Merkez Bankası sıkılaştırma politikası olarak zorunlu karşılıkların artması, ilk dönem azalış yönünde etkisini göstermekle birlikte bu etki, görece düşük ve bir dönem gibi kısa bir dönemi kapsamaktadır. Bankalar karlılıklarında yaratılan bu olumsuzluğu kısa sürede gidererek dengeye gelmektedirler. Yapılan bir çalışmada zorunlu karşılık oranları ile karlılığı etkileyen ticari kredi faizi arasında, küçük ve zayıf, mevduat faizi üzerinde ise oldukça güçlü bir ilişki bulunmuştur.²¹⁷ Buna göre zorunlu karşılık artışlarının bankaların fonlama maliyetlerinde (mevduat gibi) yaratacağı artış ile karlılığı ilk dönem azaltacağı sonuç bulgumuzla paraleldir ancak bu azalışın fon kullandırılmalarında yapılacak faiz artışı ile (Binici'nin çalışması göz önüne alınırsa ticari olmasa da bireysel kredilerde olabilir) kısa sürede giderileceği ve dengeye ulaşılacağı Şekil 32 ve Şekil 33’de görülmektedir.

²¹⁷ Binici, vd., Faiz Koridoru ve Banka..., a.g.e. , s. 20.

4.2.5.2.4. ZK dışsal değişkenin NFG üzerinde yarattığı tepkiler



Şekil 34. ZKT-NFG Etki-Tepki Grafiği.

Zorunlu karşılıklara bir standart sapma artış verildiğinde NFG’de yaratılan bir dönem düşümlük tepki ve akabinde hafif düzeyde görülen yükseliş ve düşüş beklenen bir sonuçtur. Düşüş sonrası dönemde bankalar denge haline gelmiştir.

Etki-tepki fonksiyonu değerleri genel olarak değerlendirildiğinde tepki değerlerinin 5 ile 8 dönem içerisinde sıfıra oldukça yaklaşım sönümlendiği gözlenmektedir. İlk dönemdeki bir standart sapmalı artışa yaklaşık 14 birimlik bir azalışla cevap veren net faiz geliri, takip eden iki dönemde yaklaşık 2 birim artmış, sonraki dönemlerde ise tepki değeri sıfır düzeyine inmiştir.

Bankaların aracılık ve finansman maliyetlerinin bir bileşeni olan zorunlu karşılıkların ticari kredi faizi üzerinde düşük ancak uzun vadeli olan tüketici kredisi faizinde ve mevduat faizinde büyük etkisinin olduğu daha önce de bahsedildiği üzere yapılan bir çalışmada görülmüştür.²¹⁸ Yapılan çalışmanın sonuçları da göz önünde bulundurulduğunda etki-tepki analiz sonucumuz için görülen tepki örtüşmektedir.

²¹⁸ Binici, vd., Faiz Koridoru ve Banka..., a.g.e. , s. 21.

Buna göre Şekil 34’de görüleceği üzere, zorunlu karşılık oranlarında yapılacak artış bankaların mevduat gibi fonlama maliyetlerinde artış yaratacağından ilk dönemde net faiz gelirlerinde azalışa neden olacaktır. Daha sonra tüketici kredileri gibi kredilerde yapılacak fiyatlama ile yükseliş sağlansa da ticari kredi koşullarında sıkılaştırma yapılana kadar kısa süreli düşüş görülecek ancak nihayetinde dengeye ulaşılacaktır.



SONUÇ

Tasarrufların yatırımlara dönüşmesine aracılık ederek iktisadi kalkınmaya katkıda bulunması beklenen bankaların kârlılığı, sadece finans sektörünü değil tüm iktisadi kesimleri yakından ilgilendirmektedir. Güçlü ve kârlı bir bankacılık sistemi, finansal istikrarın sağlanmasına öncülük ederek, makroekonomik şoklara karşı ekonominin daha dayanıklı olmasını sağlamaktadır.

Aynı zamanda birer ticari işletme olan bankalar, kar elde etme amacını gerçekleştirmek üzere kısa ya da uzun vadeli finansal stratejiler geliştirmektedirler. Bunu yaparken içsel, dışsal ve sektörel faktörlerden etkilenmektedirler. Söz konusu faktörlerden kontrol edebildiği içsel etmenlerde diğer ticari işletmelere benzerlik gösterir iken dışsal ve sektörel etmenlerin etkisi açısından ayrılmaktadırlar. Zira bankacılık sektörü, gerek devletin getirdiği sıkı düzenlemelere gerekse iktisadi değişimlere karşı son derece duyarlı olup, bu faktörlerin olduğu yapının analizi de ayrı bir öneme haizdir.

Türk bankacılık sektörünün karlılık performansının tarihsel gelişimine bakıldığında yaşanan krizlerin ve yapılan düzenlemelerin önemli bir yeri olup özellikle 2001 yılı sonrası uygulamaya konulan yeniden yapılanma programının etkisi büyük olmuştur. Bu program kapsamında alınan önlemler ve düzenlemeler ile Türk bankacılık sektörü daha dayanıklı bir yapıya kavuşmuş ve sürdürülebilir bir büyüme ortamına girmiştir.

Bu dönemdeki önemli gelişmelerden biri de para otoritesi görevini yürüten Merkez Bankası'nın, enflasyon ile mücadele kapsamında öncelikli amaç olarak fiyat istikrarını (enflasyonun önlenmesi), ikincil amaç olarak ise finansal istikrarı gözeterek para politikası araçlarını geliştirmiş olmasıdır. Diğer önemli bir husus ise Merkez Bankası'nın şeffaflığı ön plana çıkararak, bu doğrultuda iletişimi hayata geçirecek uygulamalara başlamış olmasıdır.

Dünyada olduğu gibi ülkemizde de merkez bankası para politikalarının ekonomi üzerindeki etkileri yakından takip edilmektedir. Diğer yandan bu

politikaların reel sektöre aktarılmasında önemli bir yere sahip olan bankacılık sektörünün, kendi karlılığı ya da ürün fiyatlamasında maruz kaldığı etkilere yer verilen araştırmalara da rastlanmaktadır. Literatür kısmında yer verildiği üzere para politikası ve bankaların mali performansı arasındaki ilişkiyi inceleyen çeşitli çalışmalar bulunmaktadır. Bu çalışmalardan bazıları bu ilişkinin pozitif, bazıları negatif olduğunu söylerken, bir kısmı ise bu iki değişken arasında herhangi bir ilişki bulamamışlardır.

Bu çalışmada, Merkez Bankası para politikası araçlarından faiz oranı (ağırlıklı ortalama fonlama maliyeti alınmıştır) ve zorunlu karşılıkların ülkemizdeki halka açık bankaların karlılık performansı üzerindeki etkisi incelenmiştir. Karlılık performansı ölçütü olarak, bankacılık sektöründe geçerliliğini koruyan aktif karlılığı, özkaynak karlılığı ve net faiz geliri ele alınmıştır. Çalışmada, 2003 yılının ilk çeyreği ile 2016 yılının üçüncü çeyreği arasındaki dönemi kapsayan ve 9 ticari bankanın bilgilerini içeren bir panel veri seti kullanılmıştır. Seriler arasında karşılıklı bir ilişkinin tespiti için Stata programında Panel Vektör Otoregresif Model (PVAR) modeli kullanılmıştır. İnceleme dönemimiz içinde gerek ülkemiz gerekse dünyada görülen pek çok makroekonomik dinamikler nedeniyle TCMB bazen sınırlayıcı bazen de genişleyici politikalar uygulamış olup, söz konusu politikalara paralel olarak ağırlıklı ortalama fonlama maliyeti ve zorunlu karşılıklar da değişkenlik göstermiştir.

Panel VAR modelinin sonuçlarının analiz edildiği önceki başlıkta, ayrıntılı değerlendirmelere yer verilmiş olmakla birlikte özet olarak söz konusu analiz, üç boyutta ele alınmıştır. Bunlar granger nedensellik testi, varyans ayrıştırması ve etki-tepki fonksiyonlarıdır. Değişkenlerimiz arasındaki öngörü hata varyansı değerleri ve etki-tepki fonksiyonları tahmin edilmiş, elde edilen tahmin sonuçları iktisadi olarak yorumlanmıştır.

İlk boyut olan Panel Granger nedensellik testi dinamik bir ilişkiden ziyade, nedensellik ilişkisini araştırmış olup buna göre zorunlu karşılıkların (ZKT) en dışsal, ağırlıklı ortalama fonlama maliyetinin (AOFM) ikinci en dışsal değişken olduğu sonucuna ulaşılmıştır. NFG, ROA ve ROE değişkenlerinin sıralamasında ise daha doğru bir karara varmak için nedensellik testleri aracılığı ile tüm olası dizilimler denenmiştir. Buna göre en sağlıklı sonucu veren, en dışsaldan en içsele olan dizilim

şu şekilde bulunmuştur: ZKT-AOFM-ROA-ROE-NFG. Bu dizilim incelenen iktisadi teori ile de tutarlıdır. Merkez Bankası para politikası araçlarının dışsal değişken olarak banka karlılık performans göstergelerinin ise daha içsel değişkenler olduğu beklentimizle de örtüşmüştür.

Çalışmanın ikinci yapısal analizi olan varyans ayrıştırmada, değişkenlerin her birinin öngörü hata varyansında meydana gelen değişimin yüzde kaçının kendisinden, yüzde kaçının ise diğer değişkenler tarafından açıklandığı gösterilmiştir. Bu yönü ile varyans ayrıştırması, sistemin dinamik yapısı hakkında bilgi vermiştir. Tahmin sonuçlarının ayrıntılı değerlendirmelerine önceki başlıkta yer verilmekle birlikte kısaca banka performans göstergeleri olan içsel değişkenlerin üzerinde Merkez Bankası politika araçları olan ağırlıklı ortalama fonlama maliyetinin (AOFM) ve zorunlu karşılıkların (ZK) çok düşük düzeyde etkiye sahip olduğu görülmüştür.

Analizin üçüncü boyutundaki etki-tepki analizinde ise, değişkenlerden birine bir standart sapmalık şok uygulandığında hem kendisi, hem de diğer değişkenlerin bu değişime verdiği tepkiler, dinamik bir şekilde gözlemlenmiştir. Yine ayrıntılı değerlendirmelere önceki başlıkta yer verilmiş olmakla birlikte özetle, ağırlıklı ortalama fonlama maliyetlerine ve zorunlu karşılıklara verilen bir standart sapmalık artışta, bankaların performans değişkenlerinin görece düşük ancak pozitif ya da negatif yönde tepkiler verdiği, kısa bir dönem sonra bu artışın yarattığı etkiye karşılık bankaların adapte olarak dengeye ulaştığı görülmüştür. Söz konusu tepkilerin bankacılık sistemindeki vade yapısı açısından beklenen yönde ve derecede olduğu değerlendirilmektedir.

Tüm çalışma dönemini kapsayan varyans ayrıştırma analizi tahmin sonuçlarına göre içsel değişkenler olan karlılık performansı göstergelerinin Merkez Bankası politika araçlarından neredeyse hiç etkilenmemesi bankaların, “etkin piyasalar hipotezi” ne uygun olarak etkin bir piyasada çalıştığı sonucuna bizi götürmüştür.

Etkin piyasalar teorisi, finansal araçların fiyatlarının var olan tüm bilgiyi yansıtacağını öngörmektedir. Piyasalar bilgisel olarak daima etkin ve yatırımcıları rasyoneldir. Bu teoriye göre piyasa etkin ise bankaların faiz oranları; para

politikasına ilişkin beklentileri değiştiren verilerin (faiz oranı ya da zorunlu karşılık oranları gibi) yayımlanmasından hemen sonra, yeni bilgiye tam olarak uyum sağlayacaktır. Hisseler en nihayetinde denge fiyatına ulaşacaktır. Yaşanan finansal krizler ise kısa dönemli düzeltme hareketleridir. Çalışmada da Merkez Bankası müdahaleleri sonrası bankaların kısa dönemli düzeltme hareketleri ile karlılık göstergeleri hep dengeye ulaşmıştır.

Artan para politikası Şeffaflığının, para politikasına ilişkin öngörülebilirliği arttırdığı, bununla birlikte para politikası sürprizlerinin ikincil piyasa faizleri üzerindeki etkisinde bir değişiklik gerekleştirmedeği ve de para politikasının etkinliğinin, para politikası Şeffaflığından bağımsız olduğu ortaya konulmuştur. Bu sonucun, çalışma sonuçlarını destekleyici mahiyette olduğu zira Merkez Bankası Şeffaflığının bankaların rasyonel davranış sergilemesinde etkili olabileceği ancak aynı zamanda rasyonel hareket eden bankaların para politikası değişimlerinden etkilenmeyeceği, çıkan tahmin sonuçları ile rtmştr.

Diğer yandan para otoritesi, faiz kararı almadan önce alacağı karara ilişkin sinyalleri yayınladığı rapor ve duyurularda verebilmektedir. Bu sinyal verildiği anda mali varlıkların fiyatlarını etkileyebilmektedir. Dolayısıyla faiz kararının etkili olup olmadığını bulmak için alınan kararların beklenmeyen kısmına da bakmak gerekmektedir. Elbette sinyallerin verildiği gün oluşan fiyat değişiklikleri de faiz politikasının etkisini gösterecektir ancak bunu saptamak ampirik açıdan zordur.

Tüm bu bilgiler işığında ve analiz sonucunda bankacılık piyasasının; rasyonel karar birimlerinden oluştuğu, iktisadi koşullar hakkında sahip oldukları geçmiş ve geleceğe ilişkin tüm bilgiyi en uygun biçimde değerlendirmek suretiyle öngörüler oluşturduğu ve söz konusu öngörülerin işığında iktisadi faaliyetlerini karlılık göstergeleri etkilenmeden yürüttüğü ya da çok az etkiye karşı kısa sürede adapte olarak dengeye ulaştıkları görülmüştür. Bu kapsamda bankacılık sektörünün bilgisel olarak etkin ve yatırımcı olarak rasyonel olduğu sonucuna bizi götürmüştür. Her piyasanın etkinlik seviyesi farklı olmakla birlikte bu seviyeyi belirleyen faktörler açısından bankacılık piyasasının etkinliği; piyasadaki kontrol mekanizmasının alışma Şekli, bilgi akışının ne kadar serbest olduğu ve yatırımcıların ne kadar rasyonel davrandığı ölçüleri ile değerlendirilebilmektedir. Bankalar, iktisat politikası

uygulamaları ve bu uygulamaların yaratacağı etkiler konusunda (bankaların rezervlerindeki düşüşü zorunlu karşılığa tabi olmayan fonlarla karşılamaındaki büyüklüğe göre uygulanan daraltıcı para politikası etkisinin banka kredileri üzerinde oluşmaması varsayımı bir yana) tam bir enformasyona sahiptirler. Bu kapsamda Merkez Bankası para politikalarına dair beklentilerinde rasyonel davrandığı ya da bu beklentileri değiştiren verilerin (faiz oranı ya da zorunlu karşılık oranları gibi) yayımlanmasından hemen sonra yeni bilgiye tam olarak uyum sağladığı düşünülmektedir.

Diğer yandan işletmelerin dış finansmanlarında en önemli kaynağı oluşturan bankalar, kredi alıcıları hakkında bilginin toplanması, değerlendirilmesi ve performansının gözetlenmesinde uzmanlaşmış aracı kurumlar olup diğer araçlara göre avantajlı konumdadırlar. Bu nedenle kredinin yaratılma sürecinde önemli bir etkiye sahiptirler. Bu kapsamda bankalar örneğin kredilerin ödenmesinde bir risk görmeleri halinde mevduat ile kredi arasında daha çok marj yaratabilmekte, merkez bankasının örneğin sıkılaştırma politikasında belirlediği faizden daha yüksek faizlerde kredi kullanılabilir. Daha önce de anlatıldığı gibi bankaların TCMB politikalarına asimetrik tepki verebildiği kendi beklentileri kapsamında fiyatlamalarda bulunabildiği dolayısıyla para politikasından ayrı hareket edebildiği yapılan çalışmalarda da görülmüştür.

Bu bağlamda bankacılık piyasasının etkin olduğu varsayımıyla her türlü bilginin elde edilebildiği ve bu bilginin fiyatlara yansımış olmasından dolayı merkez bankasının para politikası araçlarından; banka karlılık performansının çok düşük düzeyde etkilendiğine dair tahmin sonuçları, iktisadi yönden de izah edilebilmektedir.

Tez çalışması kapsamında Merkez Bankası para politikası araçlarının doğrudan etkisi incelendiğinden, Merkez Bankası'nın fiyat ve finansal istikrarı sağlama doğrultusunda politikalarına zemin oluşturan makroekonomik değişkenlere yer verilmemiştir. Daha önce de bahsedildiği üzere özellikle uzun vadeli tüketici kredilerinde merkez bankasının politika faizinin değişkenliği dışında diğer makro faktörlerin de belirleyici olduğu, kısa vadeli faizlerin belirlenmesinde ise Merkez Bankası'nın diğer bütün makro faktörleri dikkate aldığı göz önünde bulundurularak

Çalışma modelinde tekrar olma riskine karşı bu değişkenler dahil edilmemiştir. Diğer yandan bankaların, enflasyon oranı, dvız kuru ve para politikası faiz oranları gibi tahmin verilerini oluşturdukları ve buna göre kendi politikalarını belirledikleri de bilinmektedir. Bu süreçte Merkez Bankası yaptıklarıyla olduğu kadar açıklamalarıyla ve beklenti yönetimiyle de piyasaları yönlendirmektedir. Bu bağlamda Merkez Bankası'nın yürüttüğü Şeffaflık politikasının finans sektörü gibi ekonomik birimlerin planlama ufuklarını genişletmesinde ve beklentilerini rasyonel bir Şekilde oluşturmasında önemli bir etkiye sahip olabileceği dşnlmekle birlikte Merkez Bankası'nın para ve kur politikası varsayımları içinde beklenti ve tahmin rasyoları ile (enflasyon hedefi gibi) gerçekleşmeler arasındaki farklılığın bankaların karlılık performansı üzerine olan etkisinin ölçüleceği ilave çalışmalara yer verilebileceği düşünülmektedir. Ayrıca yine Türkiye'de bankaların, Merkez Bankası dışında ve zorunlu karşılığa tabi olmayan fonlarla sağladıkları kaynak büyüklüğüne göre politika araçlarından etkilenme düzeylerinin, çalışmada yapılan zmlmelerin de katkısıyla daha kapsamlı ölçüleceği, bundan sonraki çalışmalara zemin oluşturacağı düşünülmektedir.

KAYNAKÇA

- ABRİGO, Michael R. M. ve Inessa Love. "Estimation of Panel Vector Autoregression in Stata: a Package of Programs". <http://paneldataconference2015.ceu.hu/Program/Michael-Abrigo.pdf> adresinden ulaşılmıştır. 2015. ss. 1-29.
- AFONSO, Antonio ve Miguel St. Aubyn. "Credit Rationing and Monetary Transmission: Evidence for Portugal". **ISEG Economics Department Working Paper No. 7/98**. (Eylül 1998). ss. 1-22.
- AKBAŞ, Yusuf Ekrem, Fatma Zeren ve Halil Özekicioğlu. "Türkiye'de Parasal Aktarım Mekanizması: Yapısal Var Analizi". **C.Ü. İktisadi ve İdari Bilimler Dergisi**. Cilt 14. Sayı 2. 2013. ss. 187-197.
- AKÇELİK, Yasin, Erdem Başçı, Ergun Ermişoğlu ve Arif Oduncu. "The Turkish Approach to Capital Flow Volatility". TCMB, **Working Paper No: 13/06**. (2013, Şubat). ss. 1-20.
- AKGÜL, Başak Ataman. "İşletmelerde Yeni Performans Ölçümleme Sistemleri". **Muhasebe ve Finansman Dergisi**. No:24. 2004. ss. 73-82.
- AKTAN, Coşkun Can. "En Az Devlet, En iyi Devlet, Devletin Başarısızlığının Anatomisi". Çizgi Kitabevi. 2006. s. 4, 94.
- AKTAN, Coşkun Can. "Keynezyen İktisat", <http://www.canaktan.org/ekonomi/iktisatokullari/okullar/keynezyen.htm> , (Erişim tarihi: Haziran 2018).
- AKTAN, Coşkun Can. "Monetarizm ve Rasyonel Beklentiler Teorisi", İzmir: Anadolu Matbaacılık. 2000. http://www.canaktan.org/ekonomi/anayasal_iktisat/monetarizm/aktan-monetarizm.htm . (Erişim tarihi: Haziran, 2018).
- ALPER, Koray ve S. Tolga Tiryaki. "Zorunlu Karşılıkların Para Politikasındaki Yeri". **TCMB**, Sayı: 2011-08. (Nisan 2011).
- ALTIOK, Metin. "Keynes ve Keynesçi Kuramda Kriz ve İktisat Politikası Tartışmaları". **Tematik Yazılar, Toplum ve Demokrasi**. 3 (6-7). (Mayıs-Aralık 2009). ss. 75-102.
- ARELLANO, Manuel ve Olympia Bover. "Another Look at the Instrumental Variable Estimation of Error Components Model". **Journal of Econometrics**. 68(1). 1995. ss. 29-51.
- ARICAN, Erişah. **Gelişmekte Olan Ülkelerde İstikrar Politikaları: Türkiye**. İstanbul: Derin Yayınları: 6. 2002.

- ARICAN, Erişah ve Başak Tanınmış Yücememiş. "Para politikaları Işığında Türk Bankacılık Sektörü Genel Değerlendirmesi", yy. t.y.
- ARICAN, Erişah ve Güçlü Okay. "Ekonomik İstikrarsızlık Ortamında Merkez Bankalarının Uyguladığı Para Politikaları ve Türkiye Örneği". **İktisat Politikası Araştırmaları Dergisi** / Journal of Economic Policy Researches. Cilt/Volume:1. Sayı/Issue: 1. Yıl/Year: 2014, ss. 1-50.
- ATGÜR, Musa ve N. Oğuzhan Altay. "Parasal Aktarım Mekanizması Döviz Kuru Kanalının VAR Modeli Yöntemine Göre Analizi: Türkiye, Meksika ve Endonezya Ülke Örnekleri". **Maliye Finans Yazıları**. No:108. 2017. ss. 27-48.
- ATHANASOĞLOU, Panayiotis P., Sophocles N. Brissimis ve Matthaios D. Delis. "Bank-specific, industry-specific and macroeconomic determinants of bank profitability". Bank of Greece, **Working Paper**. No. 25. (Haziran 2005). ss. 3-33.
- BANKACILAR DERGİSİ. "Banka Performansının Ölçümüne İlişkin Yeni Yaklaşımlar". Avrupa Merkez Bankası'nın internet sitesinde (www.ecb.int) yer alan "Beyond ROE-How To Measure Bank Performance" başlıklı makalenin çevirisi. Sayı 75. 2010. ss. 1-128.
- BARAJAS, Adolfo, Giovanni Dell'Aricecia ve Andrei Levchenko. "Credit booms: the good, the bad and the ugly". Basılmamış çalışma. **IMF**: Washington DC. (November 2007). ss. 1-19.
- BAŞCI, Eşref Savaş. "Sermaye Maliyeti". **Sakarya Üniversitesi Sürekli Eğitim Uygulama ve Araştırma Merkezi**. t.y.. s. 17.
- BAŞCI, Erdem ve Hakan Kara. "Finansal istikrar ve para politikası". **İşletme, İktisat ve Finans 26**, (Ocak 2017). ss. 9-25.
- BAŞCI, Erdem ve Hakan Kara. "Finansal İstikrar ve Para Politikası". Ankara: **TCMB, Çalışma Tebliği**. 2011. No: 11/08.
- BAYRAKDAROğLU, Ali ve Ünlü Ulaş. "Performans "Değerlendirmede EVA ve MVA Ölçütleri: Bu Ölçütler Açışından İMKB ve NYSE'nin Karşılaştırmalı Analizi". **Süleyman Demirel Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi**, C.14. S.1. 2009. ss. 287-312.
- BDDK, Krizden İstikrara Türkiye Tecrübesi. Ankara: BDDK. 2010.
- BECCHETTİ, Leonardo, Melody Garcia ve Giovanni Trovato. "Credit Rationing and Credit View: Empirical Evidence from Loan Data". **Social Science Research Network Electronic Paper Collection**. CEIS Working Paper No:144. (Temmuz 2009). ss. 1-32.
- BELKE, Murat ve Harun Kaya. "Türkiye'de Para Politikalarının Kredi Kanalı Aktarımı: Var Yaklaşımı". **Finans Ekonomi ve Sosyal Araştırmalar Dergisi**, Cilt : 2 Sayı :3, ISSN : 2602-2486, 2017. s. 187.

- BENTOLİLA, Samuel "Hicks-Hansen Model". **An Eponymous Dictionary of Economics**. <ftp://ftp.cemfi.es/pdf/papers/sb/hicks-hansen%20model.pdf>. (Erişim Tarihi: 12 Temmuz 2018). 2004. s.y.
- BERNANKE, Ben. S. ve Alan Blinder. "Credit, Money and Aggregate Demand". **American Economic Review**. Vol. 78. No. 2. 1988. ss. 435-439.
- BERNANKE, Ben. S. ve Mark Gertler. "Inside The Black Box: The Credit Channel of Monetary Policy Transmission." **Journal of Economic perspectives**. 9(4). 1995. ss. 27-48.
- BERNANKE, Ben S., Thomas Laubach, Frederic S. Mishkin ve Adam S. Posen. "Inflation Targeting: Lessons from the International Experience". **Princeton Uni. Press**. 1999. s. 392.
- BİKKER, Jacob A. ve Tobias M. Vervliet. "Bank profitability and risk-taking under low interest rates". **International Journal of Finance & Economics Published by John Wiley & Sons Ltd**. Eylül 2017. ss. 1-16.
- BİNİCİ, Mahir, Hasan Erol, Hakan Kara, Pınar Özlü ve Deren Ünalmış. "Faiz Koridoru bir Makro İhtiyati Araç Olabilir mi?". **TCMB Ekonomi Notları, No: 2013-20**. 2013. ss. 1-16.
- BİNİCİ, Mahir, Hakan Kara, ve Pınar Özlü. "Faiz Koridoru ve Banka Faizleri: Parasal Aktarım Mekanizmasına Dair Bazı Bulgular". **TCMB, Çalışma Tebliği**. No: 16/08, Ankara. (Mart 2016). s. 3-39.
- BİRKAN Rehber. "Finansal Performansın Ölçülmesinde Ekonomik Katma Değer ve Bankacılık Sektöründe Piyasa Değeri ile İlişkisinin Analizi (2004-2013 Borsa İstanbul Uygulaması)". **Gazi Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü, Doktora Tezi**. (Haziran 2015). ss. 1-319.
- BORİO, Claudio, Leonardo Gambacorta ve Boris Hofmann. "The Influence of Monetary Policy on Bank Profitability". **BIS Working Papers**. No 514. (Ekim 2015). ss.1-34.
- BÜYÜKAKIN, Tahir. "Yeni Keynesyen İktisat mı, Yeni Neo-Klasik Sentez mi?". **Kocaeli Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi**. (13) 2007 / 1. ss. 22-36.
- COŞKUN, Ali. "İşletmelerde Performans Yönetimi: Bir Yönetim Muhasebesi Aracı Olarak Performans Karnesi". İstanbul Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü. 2005. ss. 1-372.
- ÇAKMAKLI, Selim. "Parasal Aktarım Mekanizmaları: Türkiye Uygulaması". Çukurova Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü. Yüksek Lisans Tezi. Adana. (Eylül 2005). ss.1-82.
- ÇAYIR, Mustafa, Deniz Erer, Elif Erer, ve N. Oğuzhan Altay. "Tcmb, Fed Ve Ecb Para Politikalarının Türk Bankacılık Sektörü Performansı Üzerindeki Etkileri: Markov Switching Yaklaşımı (2002-2013)". **Maliye Finans Yazıları - 2015 - (104)**. 2015. ss. 9-28.

- ÇEVİK, Nüket Kırcı. "Para ve maliye Politikaları Arasındaki Etkileşimin Zaman Serileri ile Analizi: Türkiye Örneği". **Dokuz Eylül Üniversitesi**. Doktora Tezi. (İzmir 2012). ss. 1-156.
- DAFT, Richard L. **Management**. Orlando: Dryden Press, Ninth Edition. 1997. ss. 1-639.
- DEMİRALP, Selva. "Parasal Aktarım Mekanizmasında Para'nın Yeri:Türkiye için bir Analiz". **TÜBİTAK**, 2008. Ankara. ss. 2-16.
- DEMİRGÜÇ - KUNT, Aslı ve Harry Huizinga. "Determinants of Commercial Bank Interest Margins and Profitability: Some International Evidence". **Dünya Bankası**. 1998. ss. 379-408.
- DOĞAN, Bahar Burtan ve Zeki Akbakay. "Enflasyon Hedeflemesi Stratejisi ile Fiyat İstikrarının Sağlanması". **ODÜ Sosyal Bilimler Araştırmaları Dergisi**. 2016. ss. 630-642.
- DORNBUSCH, Rudiger, Stanley Fisher ve Richard Startz. "Macroeconomics". 10th Edition. **McGraw-Hill Education** (Asia). 2008. ss. 1-629.
- DUMİTRESCU, Elena Ivona ve Christophe Hurlin. "Testing for Granger Non-Causality in Heterogeneous Panels". **Economic Modelling**. 29. 2012. ss. 1450-1460.
- EGERT, Balazs ve Ronald MacDonald. "Monetary Transmission Mechanism in Transition Economies: Surveying the Surveyable". **Magyar Nemzeti Bank Working Paper**, 2006(5), 2006. ss. 2-33.
- ERDOĞAN, Seyfettin. "Alternatif Para Politikası Stratejileri Üzerine Karşılaştırmalı Bir Değerlendirme". **Kocaeli Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi** (9). 2005. ss. 1-2.
- ERELVANLI, Semih. "Türkiye Örneğinde Piyasa Bazlı Para Politikası Şeffaflığının Ölçüsü ve Etkileri". **TCMB, Uzmanlık Tezi**, 2009. ss. 4 -37.
- ERKAM, Serkan. "Maliye Politikalarının Doğrusal Etkileri ve Etkinliği: Teori ve Ampirik Çalışmalar Üzerine Notlar". **H.Ü. İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi**. Cilt 29. Sayı 1. 2011. ss. 101-125
- ERMİŞOĞLU, Ergun, Arif Oduncu ve Yasin Akçelik. "Rezerv Opsiyonu Mekanizması ve Kur Oynaklığı". **TCMB, Ekonomi Notları**. Sayı: 2013-04. 2013. ss.1-8.
- ERTUĞRUL, Murat. "Değere Dayalı Performans Ölçüsü Olarak Ekonomik Katma Değerin Kuramsal Temelleri :Dünyada Ve Türkiye’de Uygulamaları". **Dumlupınar Üniversitesi, Sosyal Bilimler Dergisi**. Sayı:24. (Ağustos 2009). <http://sbe.dpu.edu.tr/index/sayfa/2686/24sayi>. ss. 207-217.
- FAMA, Eugene. "What’s Different About Banks?". **Journal of Monetary Economics**, Sayı 15. No: 1. (Ocak 1985). ss. 29-39.

- FERGUSON, R. W. "Should Financial Stability Be An Explicit Central Bank Objective?" **Challenges to Central Banking from Globalized Financial Systems Conference at the IMF**. Washington, D.C.. 2002.
- FREES, Edward W. "Assessing Cross-Sectional Correlation in Panel Data". **Journal of Econometrics**, Sayı. 69 (2), 1995. ss. 393-414.
- FRIEDMAN, Milton. "The Use of Ranks to Avoid the Assumption of Normality Implicit in the Analysis of Variance". **Journal of the American Statistical Association**. 32. 1937. ss. 675–701.
- GEDİKLİ, Ayfer. "Monetary Transmission Mechanism: An Overview Explanation". **Iğdır University Journal of Social Sciences**. Issue 13. (Ekim 2017). ss. 472-517.
- GENÇ, Elif Güneren. "Üniversitelerin Ülke Sıralamaları ve İnsani Gelişme Endeksi: Panel Nedensellik Analizi". **Eurasian Econometrics, Statistics & Empirical Economics Journal**. Volume: 6, 2017. ss. 89 - 101.
- GERTLER, Mark ve Peter Karadi. "A model of unconventional monetary policy". **Journal of Monetary Economics**. 58(1). (Ocak, 2011). ss. 17-34.
- GRANGER, Clive William John. "Investigating Causal Relations by Econometric Models and Cross-Spectral Methods". **Econometrica**. 37(3). 1969. ss. 424-438.
- GRAY, S. "Central Bank Balances and Reserve Requirements". **IMF Çalışma Tebliği**. Vol.11. No.36. 2016.
- GREUNING, Hennie Van ve Sonja Brajovic Bratanovic. "Analyzing Banking Risk : A Framework for Assessing Corporate Governance and Risk Management". **The World Bank**. Report Number 48238. Third Edition Sayı:1. (Mayıs 2010). ss. 1-442.
- GÜNCELER, Bülent. **Çöküşten Yapılanmaya, Kamu Bankalarında 2001 Kriz Sonrası Yeniden Yapılandırma Çalışmaları**. Ankara: Kitap72. 2016. ss. 1-606.
- HAMILTON, James D. "Time Series Analysis". New Jersey: **Princeton University Press**. 1994. ss.1-785.
- HOLTZ-EAKIN, Douglas, Whitney Newey ve Harvey S. Rosen. "Estimating Vector Autoregressions with Panel Data". **Econometrica**. Sayı: 56(6), 1988. ss. 1371-1395.
- HSIAO, Cheng. "Analysis of Panel Data". **Cambridge University Press**. Newyork. 2003. ss. 1-366.
- HUBBARD, R. Glenn. "Is There a "Credit Channel" for Monetary Policy?". **National Bureau of Economic Research NBER Working Papers** No: 4977. (December 1994). ss.1-45.

- ISSING, Otmar. "The role of fiscal and monetary policies in the stabilisation of the economic cycle". "Stability and Economic Growth: The Role of the Central Bank". **European Central Bank (ECB)**. Uluslararası Konferans. Mexico City. (Kasım2005).
<https://www.ecb.europa.eu/press/key/date/2005/html/sp051114.en.html> .
(Erişim tarihi: 13 Temmuz 2018).
- JIANG, Guorong, Nancy Tang, Eve Law ve Angela Sze. "The Profitability of the Banking Sector in Hong Kong". Hong Kong: **Hong Kong Monetary Authority Quarterly Bulletin**. 2003. ss.5-14.
- JOYCE, Michael David Miles, Andrew Scott ve Dimitri Vayanos. "Quantitative Easing and Unconventional Monetary Policy – an Introduction". **The Economic Journal**. 122. (Kasım 2012), ss. 271-288.
- JUDSON, Ruth A. ve Ann L. Owen. "Estimating Dynamic Panel Data Models: A Guide for Macroeconomists". **Economics Letters**. 65(1). 1999. ss. 9-15.
- KARA, A. H. "Küresel Kriz Sonrası Para Politikası". Ankara: **TCMB, Çalışma Tebliği**. No: 12/17. 2012.
- KARA, H., F. Ögünç, Ü. Özlale ve Ç. Sarıkaya. "Estimating the Output Gap in a Changing Economy". **Southern Economic Journal**. 2007. ss. 269-289.
- KARABIYIK, Lale ve Adem Anbar. "Kredi Temerrüt Swapları ve Kredi Temerrüt Swaplarının Fiyatlandırılması". **Uludağ Üniversitesi İ.İ.B.F.** 1. t.y.
- KARAN, Mehmet Baha. **Yatırım Analizi ve Portföy Yönetimi**. Ankara: Gazi Kitabevi. 2001.
- KARAOĞLU, Ömer "Rasyonel Bekleyişler Teorisi", 2013, İktisadi Düşünce Tarihi, **Sakarya Üniversitesi**, 2013, ss. 1-16.
- KASAPOĞLU, Özgür. "Parasal Aktarım Mekanizmaları: Türkiye İçin Uygulama". **TCMB Piyasalar Genel Müdürlüğü Uzmanlık Yeterlilik Tezi**. 2007.
- KAUSHAL, Leena ve Neha Pathak. "Monetary Policy and Profitability Performance in the Banking Sector - A Case of Commercial Banks in India". (Ocak 2011).
https://www.researchgate.net/publication/269313029_Monetary_Policy_and_Profitability_Performance_in_the_Banking_Sector-A_case_of_commercial_Banks_in_India, (Erişim tarihi: 14 Temmuz 2018).
ss. 1-26.
- KAYA, Yasemin Türker. "Türk Bankacılık Sektöründe Karlılığın Belirleyicileri 1997-2000". Ankara: **BDDK, MSPD Çalışma Raporları** : 2002/1. 2002.
- KESİKOĞLU, Ferdi, Ertuğrul Yıldırım ve Hamza Çeştepe. "Cari Açığın Belirleyicileri: 28 OECD Ülkesi için Panel VAR Analizi". **Ekonomik ve Sosyal Araştırmalar Dergisi**. Güz 2013. Cilt:9. Yıl:9. Sayı:2. 9. 2013. ss. 15-34.

- KULALI, İhsan. "Etkin Piyasalar Hipotezi ve Davranışsal Finans Çatışması". **Finans ve Bankacılık Çalışmaları Dergisi**. IJFBS. Cilt 5 Sayı 2. Özel Sayı. 2016. ss. 46-57.
- KUMCU, Ercan "Reeskont kredisi nedir? Ne işe yarar?", <http://www.bloomberght.com/ht-yazarlar/ercan-kumcu/1544786-reeskont-kredisi-nedir-ne-ise-yarar>, (Erişim tarihi: Haziran 2018), (Nisan 2014).
- KUTTNER, Kenneth N. "Monetary Policy Surprises and Interest Rates: Evidence From the FED Funds Futures Market". **Journal of Monetary Economics**. 47 (3). 2001. ss. 523-44.
- LEE, Seung-Hun, "Der Bank Lending Channel des Geldpolitischen Transmissionsmechanismus." **Peter Lang Europäische Verlag der Wissenschaften**. Frankfurt. 2002. ss. 1-186.
- LEESON, Robert ve Charles G. Palm. "Quantity Theory of Money by Milton Friedman". https://miltonfriedman.hoover.org/friedman.../Palgrave_198. (Erişim Tarihi: 13 Temmuz 2018). ss. 1-37.
- LUTKEPOHL, Helmut. "New Introduction to Multiple Time Series Analysis". **Springer-Verlag Berlin Heidelberg**. 2005. ss.1-711.
- KAYA, Zekayi ve Erkan Tokucu. "Son Finansal Kriz Öncesi ve Sonrası Para Politikalarında Gelişmeler ve Merkez Bankalarının Değişen Rolü". **International Conference on Eurasian Economies**. 2014. ss. 1-11.
- MADDALA, G. S. ve Shaowen Wu. "A Comparative Study of Unit Root Tests With Panel Data and A New Simple Test". **Oxford Bulletin of Economics and Statistics**. 61(Special Issue). 1999. ss. 631-652.
- MİSHKİN, Frederic S. "Symposium on the Monetary Transmission.". **Journal of Economic Perspectives**. 9(4). 1995. ss. 3-10.
- MİSHKİN, Frederic S. **Para Teorisi-Politikası**. Bilim Teknik Yayınevi. 2000.
- MİSHKİN, Frederic S. ve Adam S. Posen. "Inflation Targeting Lessons from Four Countries". **National Bureau of Economic Research** (Working Paper 6126). (Ağustos 1997). ss.1-135.
- MONTORO, C. ve R. Moreno. "The Use of Reserve Requirements as a Policy Instrument in Latin America". **BIS Quarterly Review**. <https://www.bis.org>, 2011. ss. 57-59.
- MULWA, Geoffrey Kithuka, "The Effect of Monetary Policy on the Financial Performance of Commercial Banks in Kenya". D63/70878. y.y. 2014. ss. 1-59.
- MUTLUTÜRK, Şirin. "Makro ihtiyati politika aracı olarak zorunlu karşılıkların kullanılması: Türkiye örneği ve bankacılık sektörü üzerine etkisi". **Bankacılar Dergisi** 81, 2012. ss. 102-120.

- MUTH, John F. "Rational Expectations and the Theory of Price Movements"
Econometrica. (Temmuz 1961). Vol 29. No 3. ss. 315-335.
- NEELY, Andy, Mike Gregory ve Ken Platts "Performance measurement system design". A literature review and research agenda. **International Journal of Operations & Production Management**. Vol. 25 No. 12. 2005. ss. 1228-1263.
- NICKELL, Stephen. "Biases in Dynamic Models with Fixed Effects".
Econometrica. Sayı: 49(6). 1981. ss. 1417-1426.
- ORAMAN, Yasemin. "Gıda Sektöründe Başarılı Performans Ölçüm ve Değerlendirme Sistemi Tasarımında Hangi Boyutlar Önceliğe Sahip Olmalı?". **Verimlilik Dergisi** 2004/3. 2004. ss.121-142.
- ORHAN, Osman Z. ve Seyfettin Erdoğan. **İktisada Giriş**. 2. Basım. İstanbul: Avcı Ofset. 2006, s. 1-607.
- ORHAN, Osman Z. ve Seyfettin Erdoğan. **Para Politikası**. Umuttepe Yayım. 2015. ss. 1-422.
- ÖNDER, Timur. "Para politikası: Araçları, Amaçları ve Türkiye Uygulaması".
TCMB, Uzmanlık Yeterlilik Tezi, Ankara, (Mayıs 2005). ss.1-307.
- ÖRNEK, İbrahim. "Türkiye’de Parasal Aktarım Mekanizması Kanallarının İşleyişi".
Maliye Dergisi, Sayı 156, 2009. ss. 105-106.
- ÖZATAY, Fatih. **Parasal İktisat: kuram ve politika** . Elif Yayınevi. 2011. ss.1-650.
- PADOA-SCHIOPPA, Tommaso. "Central Banks and Financial Stability: Exploring The Land in Between". **Second ECB Central Banking Conference** "The transformation of the European financial system". Frankfurt: European Central Bank. (Ekim 2002). 1-46.
- PAN, Wei. "Akaike's Information Criterion in Generalized Estimating Equations".
Biometrics 57. No 1. 2001. ss. 120-125.
- PARENT, Nicolas. "Transparency and the Response of Interest Rates to the Publication of Macroeconomic Data". **Bank of Canada Review**. 2002. ss. 22-34.
- PEERSMAN, Gert. "The Effectiveness of Unconventional Monetary Policies",
Financieel Forum / bank- en Financiewezen, 2014/1, ss. 62-72.
- PERERA, R. A. Anil. "Monetary Policy in Turbulent Times: Impact of Unconventional Monetary Policies". (Ağustos 2010). y.y. ss. 1-67.
- PESARAN, M. Hashem. "General Diagnostic Tests for Cross Section Dependence in Panels". University of Cambridge, Faculty of Economics, **Cambridge Working Papers in Economics**. No. 0435. 2004. ss. 1-39.

- PESARAN, M. Hashem. "A Simple Panel Unit Root Test in the Presence of Cross-Section Dependence". **Journal of Applied Econometrics**. 22(2). 2007. ss. 265-312.
- Princeton University Press. "The Classical Economic Stage".
webmaster@press.princeton.edu.
assets.press.princeton.edu/chapters/s7829.pdf. (Erişim Tarihi: 12 Temmuz 2018). t.y. ss.1-25.
- REİS, Şükriye Gül, Yunus Kılıç ve Mehmet Fatih Buğan. "Banka Karlılığını Etkileyen Faktörler: Türkiye Örneği". **Muhasebe ve Finansman Dergisi**. (Ekim 2016). ss. 21-36.
- ROJAS, Raúl. "The Keynesian Model in the General Theory: A Tutorial". **Freie Universität Berlin**. (Ocak 2012). ss.1-8.
- SARITAŞ, Hakan ve Sinem G. Uyar Kangallı. "Banka Karlılığı ile Finansal Oranlar ve Makroekonomik Değişkenler Arasındaki İlişkilerin Sistem Dinamik Panel Veri Modeli ile Analizi: Türkiye Araştırması". **Eskişehir Osmangazi Üniversitesi İİBF Dergisi**, 11(1). (Nisan 2016). ss. 87-108.
- SARITAŞ, Hakan ve Cengiz Saray. "Türk Bankacılık Sektörünün Karlılık Performansının Analizi". **Pamukkale Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi**, Sayı 11. 2012. ss. 23-37.
- SAYILGAN, Güven ve Kadir Gürdal. "Yatırım ve Yönetim Kararları Açısından Kar Kavramındaki Değişim". **H.Ü. İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi**. Cilt 22. Sayı 1. 2004. s. 115-135.
- SCHINASI, G. J. Responsibility of Central Banks for Stability in Financial Markets. **IMF Working Paper** WP/03/121. (Haziran 2003). ss.1-19.
- SEVÜKTEKİN, Mustafa ve Mehmet Çınar. *Ekonometrik Zaman Serileri Analizi*. İstanbul: **Dora Yayınları**. 2017. ss. 1-667.
- SHEEDY, Kevin D. "Conventional and Unconventional Monetary Policy Rules ". **London School of Economics**. (Ağustos 2016). ss.1-31.
- SİLBER, William L. "Fiscal Policy in IS-LM Analysis: A Correction", **Journal of Money, Credit and Banking**. 2(4). 1970. ss. 461-472.
- SIMS, Christopher A. "Macroeconomics and Reality". **Econometrica**. Sayı:48 No: 1. 1980. ss. 1-48.
- SNOWDON, Brian ve Howard R. Vane. "Modern Macroeconomics". Edward Elgar Publishing Limited. UK. 2005. ss. 1-803.
- SÖZER, Çağrı. "Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası Para Politikalarının Banka Bilançolarına Etkisi". Ankara: **TC Başkent Üniversitesi**. 2013. ss. 1-104.
- SVENSSON, Lars. E. O. "Monetary Policy and Real Stabilization". F. R. City (Dü.). Rethinking Stabilization Policy. Cambridge: **NBER Working**. (Şubat 2003). Paper No. 9486. ss.1-41.

- SWANSON, Eric T. "Federal Reserve Transparency and Financial Market Forecasts of Short-Term Interest Rates". **Finance and Economics Discussion**. Series No. 2004-6, (Mart 2004). ss.1-37.
- TAKIM, A.. "Türkiye'de Para Politikası Stratejilerinin Fiyat İstikrarına Etkisi: Enflasyon Hedeflemesi Örneği". **ZKÜ Sosyal Bilimler Dergisi**. Cilt 7. Sayı 13. 2011. ss. 15–35.
- TANASLI, İsmail Anıl. "Türkiye'de Bankacılık Sistemi Zorunlu Karşılık Yönetimi". Uzman Yeterlilik Tezi. Ankara: **Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası Piyasalar Genel Müdürlüğü**. (Mayıs 2012). ss. 1-81.
- TAŞ, Seyhan, İbrahim Örnek ve Selen Utlu. "Banka Kredi Kanalı ve Türkiye Uygulaması". **Ç.Ü. Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi**. Cilt 21. Sayı 1. 2012. ss. 53-74.
- TAYLOR, John B. "The Monetary Transmission Mechanism: An Empirical Framework.". **Journal of Economic Perspectives**, 9(4), 1995. ss. 11-26.
- TBB. 2001 Yılında Türk Bankacılık Sistemi. İstanbul: TBB. 2001.
- TBB. Bankalarımız 2012. (Mayıs 2013).Yayın No: 294. 1-274.
- TBB. Bankalarımız 2013. (Mayıs 2014). Yayın No: 304. 1-274.
- TBB. Bankalarımız 2014. (Mayıs 2015). Yayın No: 311. 1-282.
- TBB. Bankalarımız 2015. (Mayıs 2016). Yayın No: 314. 1-282.
- TBB. Bankalarımız 2016. (Mayıs 2017). Yayın No: 321. 1-282.
- TBB. Borsa İstanbul'da (BIST) İşlem Gören Mevduat Bankaları. (Aralık 2016). s.i.
- TBB. Temel Ekonomi ve Bankacılık Göstergeleri Türkiye–AB ülkeleri. (Ağustos 2017). İstanbul. ss. 1-47.
- TCMB. Zorunlu Karşılıklara İlişkin Basın Duyurusu. 2010.
- TCMB. "Zorunlu Karşılıklar Hakkında Tebliğ". (Sayı: 2013/15). R.Gazete No.28862. R.G. Tarihi: 25.12.2013.
- TCMB. "Zorunlu Karşılıklar Hakkında Tebliğ (Sayı: 2005/1)'de Değişiklik Yapılmasına Dair Tebliğ". Sayı: 2011/10. Ankara. 2011.
- TCMB. Dünden Bugüne Türkiye Cumhuriyeti Merkez Bankası. Ankara: TCMB. 2011.
- TCMB. TCMB Para Arzı Tanımı. 2011.
- TCMB. "Zorunlu Karşılıklara İlişkin Basın Duyurusu". 2011.
- TCMB. "Parasal Aktarım Mekanizması". 2013. ss. 9-17.
- TCMB. Finansal İstikrar Raporu. Mayıs. Ankara: TCMB. 2013.

- TCMB. "Para Politikası, Piyasa İşlemleri, Açık Piyasa İşlemleri".
<http://www.tcmb.gov.tr/wps/wcm/connect/TR/TCMB+TR/Main+Menu/Temel+Faaliyetler/Piyasalar/Acik+Piyasa+Islemleri/>(Erişim Tarihi: 3 Nisan 2018).
- TCMB. Zorunlu Karşılıklara İlişkin Basın Duyurusu. TCMB 2013/71.
www.tcmb.gov.tr.
- TUFAN, Cenk, ve Reyhan Sarıçiçek. "Davranışsal Finans Modelleri, Etkin Piyasa Hipotezi ve Anomalilerine İlişkin Bir Değerlendirme". **Trakya Üniversitesi Sosyal Bilimler Dergisi**. Cilt 15. Sayı 2. 2013. ss. 159-182.
- TUNAY, K. Batu. "Türk Ticari Bankacılık Sektöründe Performansa Dayalı Risk Modellemesi ve Tahmini: Alternatif Bir Model Önerisi". 2010. ss. 1-40.
- TUNAY, K. Batu ve A. Murat Silpar. "Türk Ticari Bankacılık Sektöründe Karlılığa Dayalı Performans Analizi - I". **TBB Araştırma Tebliğleri Serisi Sayı: 2006 - 01**. (Nisan 2006). ss. 1-43.
- TURNA, Fatma. "Geçmişten Günümüze Merkez Bankaları ve Modern Merkez Bankacılığının bir Örneği: Avrupa Merkez Bankası". **Journal of Life Economics**. 2014. ss.1-56.
- UĞUR, Ahmet, Canan Sancar ve Melike Polat Atay. "Türkiye'de Parasal Aktarım Mekanizması Kanallarının İşleyişine İlişkin Ampirik Bulgular: (1998-2015)". **Ijoess**. Year: 7. Vol:7. Issue: 22. 2016. ss. 1-23.
- URICH, Thomas ve Paul Wachtel. "Financial Market Responses to Monetary Policy Change in the 1990s". **Contemporary Economic Policy**. ISSN: 1074-3529. Sayı: 19 (3). (Temmuz 2001). ss. 254-267.
- UYGUR, Ercan. "Neoklasik Makroiktisat ve Fiyat Bekleyişleri Kuram ve Türkiye Ekonomisine Uygulama". **Ankara Üniversitesi Siyasal Bilgiler Fakültesi Yayınları**. Sayı:532. Ankara. 1983. ss.1-134.
- VURAL, Umut. "Geleneksel Olmayan Para Politikalarının Yükselişi". **TCMB. Uzmanlık Yeterlilik Tezi Türkiye**. Ankara. (Mart 2013). ss.1-89.
- WEN, Yi "The Quantity Theory of Money", FED of St. Louis, **Economic SYNOPSES**, No.25, 2006, s.y.
- YALTA, A. Yasemin. "Para teorisi ve politikası ders notları"
<http://www.acikders.org.tr> (Erişim tarihi: 5 Mayıs 2018). **Hacettepe Üniversitesi**. (Ekim 2011). ss. 89-100.
- YALTA, A. Yasemin. "Rasyonel Beklentiler Teorisi". <http://www.acikders.org.tr> (Erişim tarihi: 5 Haziran 2018). **Hacettepe Üniversitesi**. 2011. ss. 164-171.
- YAVUZARSLAN, Nursel. "Finansal İstikrar ve Zorunlu Karşılıklar". Uzmanlık Yeterlilik Tezi. Ankara: **T.C. Merkez Bankası Piyasalar Genel Müdürlüğü**. 2011. ss. 1-130.

YİĞİTBAŞ, Şehnaz Bakır. Parasal Aktarım Mekanizması: Türkiye’de Banka Kredi Kanalı. **Bankacılar Dergisi**. Sayı 85. 2013. ss. 71-72.

YOUNG, Warren ve William Darity Jr. “IS-LM-BP: An inquest”. **History of Political Economy**. <https://www.researchgate.net/publication/31438225>. (Ocak 2004). ss.128-164.

YÜCEMEMİŞ, Başak Tanınmış. "Finansal İstikrarda Para Politikalarının Rolü". İstanbul: **Derin Yayınları**. 2011. ss. 1-142.

YÜCEMEMİŞ, B. T., U. Alkan, ve C. Dağdır. "Yeni Bir Para Politikası Aracı Olarak Faiz Koridoru: Türkiye’de Para Politikası Kurulu Faiz Kararlarının Enflasyon Üzerindeki Etkisi". **Finansal Araştırmalar ve Çalışmalar Dergisi**. Cilt 7. Sayı 13. ISSN 1309-1123. (Temmuz 2015). ss. 449-478.

ZİMMERMANN, Kaspar. “Breaking Banks? Monetary Policy and Bank Profitability”. (Eylül 2017). **University of Bonn**. ss. 1-36.