

**KARADENİZ TEKNİK ÜNİVERSİTESİ \* SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ**

**İŞLETME ANABİLİM DALI**

**FİNANS PROGRAMI**

**KÜRESEL FİNANSAL KRİZ DÖNEMİNDE TÜRKİYE CUMHURİYET MERKEZ  
BANKASININ BAŞVURDUĞU YENİ PARA POLİTİKASI UYGULAMALARININ  
ETKİNLİĞİNİN ANALİZİ**

**YÜKSEK LİSANS TEZİ**

**Zekeriyya AYDIN**

**HAZİRAN-2015**

**TRABZON**

**KARADENİZ TEKNİK ÜNİVERSİTESİ \* SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ**

**İŞLETME ANABİLİM DALI**

**FİNANS PROGRAMI**

**KÜRESEL FİNANSAL KRİZ DÖNEMİNDE TÜRKİYE CUMHURİYET MERKEZ  
BANKASININ BAŞVURDUĞU YENİ PARA POLİTİKASI UYGULAMALARININ  
ETKİNLİĞİNİN ANALİZİ**

**YÜKSEK LİSANS TEZİ**

**Zekeriyya AYDIN**

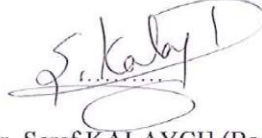
**Tez Danışmanı : Prof. Dr. Şeref KALAYCI**

**HAZİRAN-2015**

**TRABZON**

## ONAY

Zekeriyya AYDIN tarafından hazırlanan Küresel Finansal Kriz Döneminde Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankasının Başvurduğu Yeni Para Politikası Uygulamalarının Etkinliğinin Analizi adlı bu çalışma 18 / 06 /2015 tarihinde yapılan savunma sınavı sonucunda (oybirliği /oyçokluğu) ile başarılı bulunarak jürimiz tarafından İşletme Anabilim dalında yüksek lisans tezi olarak kabul edilmiştir.



Prof. Dr. Şeref KALAYCI (Başkan)



Doç. Dr. Bünyamin Er (Üye)



Yrd. Doç. Dr. Aykut KARAKAYA (Üye)

Yukarıdaki imzaların, adı geçen öğretim üyelerine ait olduklarını onaylarım. ... / ... / .....

Prof. Dr. Ahmet ULUSOY

Enstitü Müdürü

## **BİLDİRİM**

Tez içindeki bütün bilgilerin etik davranış ve akademik kurallar çerçevesinde elde edilerek sunulduğunu, ayrıca tez yazım kurallarına uygun olarak hazırlanan bu çalışmada orijinal olmayan her türlü kaynağa eksiksiz atıf yapıldığını, aksinin ortaya çıkması durumunda her tür yasal sonucu kabul ettiğimi beyan ediyorum.

**Zekeriyya AYDIN**

**15 Temmuz 2015**

## ÖNSÖZ

Küresel finansal kriz döneminde Merkez Bankalarının fonksiyon ve işlevlerinde önemli değişimler meydana gelmiştir. Krizin etkilerini hafifletmeyi ve piyasaların istikrarlı çalışmasını hedefleyen önlemlerin alındığı kriz sonrasında yeni para politikası araçları kullanılmaya başlanmıştır. Biz de çalışmamızda yeni para politikası araçlarının Türkiye’deki kullanımını ve sonuçlarını incelemeyi amaçladık. Bu çalışmanın daha sonraki araştırmalara yön verebilmesi en büyük arzumuzdur.

Çalışanlarının kendilerini geliştirmesine büyük önem veren, bu konuda her zaman teşvikte bulunan ve mensubu olmaktan onur duyduğum Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası’na bana yüksek lisans yapabilme olanağı tanıdığı için şükranlarımı sunarım.

Yönlendirme ve tavsiyeleriyle çalışmanın bu noktaya gelmesinde en önemli katkının sahibi kıymetli Hocam Prof. Dr. Şeref KALAYCI’ya, kaynak temininde yardımcı olan ağabeyim Muhammet AYDIN’a, çalışma süresince destek veren eşim Elif Büşra AYDIN ve her zaman yanımda olan aileme çok teşekkür ederim.

Haziran 2015

Zekeriyya AYDIN

## İÇİNDEKİLER

ÖNSÖZ.....	IV
İÇİNDEKİLER.....	V
ÖZET.....	IX
ABSTRACT.....	X
TABLolar LİSTESİ.....	XI
ŞEKİLLER LİSTESİ.....	XII
GRAFİKLER LİSTESİ.....	XIII
KISALTMALAR LİSTESİ.....	XIV
GİRİŞ.....	1-2

## BİRİNCİ BÖLÜM

<b>1. PARA POLİTİKASI KAVRAMI VE AMAÇLARI.....</b>	<b>3-13</b>
1.1. Para Politikası Kavramını Açıklayan Teorik Yaklaşımlar.....	3
1.1.1. Klasik Teori.....	4
1.1.2. Keynesyen Teori.....	5
1.1.3. Monetarist(Parasalıcı) Teori.....	6
1.2. Para Politikasının Amaçları.....	7
1.2.1. Fiyat İstikrarı.....	8
1.2.2. Tam İstihdam.....	8
1.2.3. İktisadi Büyüme.....	9
1.2.4. Ödemeler Bilançosu Dengesi.....	9
1.2.5. Faiz Oranlarının İstikrarı.....	10
1.2.6. Finansal Piyasaların İstikrarı.....	10
1.2.7. Döviz Piyasaların İstikrarı.....	11
1.3. Para Politikası Amaçları Arasındaki İlişkiler.....	11
1.3.1. Çatışan Amaçlar.....	12
1.3.2. Tamamlayıcı Amaçlar.....	12
1.3.3. Destekleyici Amaçlar.....	12

## İKİNCİ BÖLÜM

### 2. KÜRESEL FİNANSAL KRİZ VE YENİ PARA POLİTİKASI

<b>İHTİYACI.....</b>	<b>14-34</b>
2.1. Küresel Kriz.....	14
2.2 Yeni Politika İhtiyacı.....	23
2.3. TCMB Uygulamaları.....	28

## ÜÇÜNCÜ BÖLÜM

### 3. GELENEKSEL ve YENİ PARA POLİTİKASI ARAÇLARI.....35-47

3.1. Geleneksel Para Politikası Araçları.....	35
3.1.1. Dolaysız (Doğrudan) Para Politikası Araçları.....	36
3.1.1.1. Faiz Oranı Kontrolleri.....	36
3.1.1.2. Kredi Tavanı Uygulaması.....	36
3.1.1.3. Farklılaştırılmış Reeskont Kotaları.....	37
3.1.1.4. Disponibilite Uygulaması.....	37
3.1.2. Dolaylı Para Politikası Araçları.....	38
3.1.2.1. Açık Piyasa İşlemleri.....	38
3.1.2.2. Zorunlu Karşılıklar.....	39
3.1.2.3. Reeskont İşlemleri .....	40
3.2. Yeni Para Politikası Araçları.....	41
3.2.1 Miktersal Genişleme.....	42
3.2.2 Kredi Genişlemesi.....	43
3.2.3 Zorunlu Karşılık Uygulaması.....	44
3.2.4. Faiz Koridoru.....	45
3.2.5. Faiz Taahhüdü.....	47

## DÖRDÜNCÜ BÖLÜM

### 4. PARASAL AKTARIM MEKANİZMASI.....48-54

4.1. Parasal Aktarım Mekanizmasına İlişkin Görüşler.....	49
4.2. Parasal Aktarım Mekanizmasının İşleyişi.....	49

4.3. Parasal Aktarım Mekanizmasının Kanalları.....	51
4.3.1. Faiz Oranı Kanalı.....	51
4.3.2. Kredi Kanalı .....	51
4.3.3. Döviz Kuru Kanalı.....	52
4.3.4. Varlık Fiyatları Kanalı.....	53
4.3.5. Beklentiler Kanalı.....	53

## BEŞİNCİ BÖLÜM

<b>5. ARAŞTIRMA DİZAYNI.....</b>	<b>55-84</b>
5.1. Araştırmanın Amacı.....	55
5.2. Araştırmanın Veri Seti ve Kısıtları.....	56
5.3. Araştırma Değişkenleri.....	57
5.4. Araştırma Yöntemi.....	61
5.4.1. Vektör Oto Regresyon (VAR) Yöntemi.....	61
5.4.2. Durağanlık.....	63
5.4.3. Nedensellik.....	64
5.4.4. Etki-Tepki Analizi.....	65
5.4.5. Varyans Ayrıştırması.....	65
5.5. Araştırmanın Literatürü .....	66
5.6. Verilerin Analizi ve Araştırma Bulguları.....	69
3.5.1. Enflasyon - Politika Faizi İlişkisinin Analizi .....	70
3.5.1.1. Durağanlık Test Sonuçları.....	70
3.5.1.2. Eşbütünleşme Test Sonuçları.....	71
3.5.1.3. VAR Analizi Sonuçları.....	72
3.5.1.4. Nedensellik Testi Sonuçları.....	73
3.5.1.5. Etki-Tepki Analizi Sonuçları.....	74
3.5.1.6. Varyans Ayrıştırması Sonuçları.....	75
3.5.2. Finansal İstikrara Yönelik Yeni Para Politikası Araçlarının Analizi.....	76
3.5.2.1. Durağanlık Test Sonuçları .....	76
3.5.2.2. VAR Analizi Sonuçları .....	78
3.5.2.3. Nedensellik Testi Sonuçları .....	80



3.5.2.4. Etki-Tepki Analizi Sonuçları .....	82
3.5.2.5. Varyans Ayırıştırması Sonuçları .....	84
<b>GENEL DEĞERLENDİRME VE SONUÇ.....</b>	<b>86</b>
<b>YARARLANILAN KAYNAKLAR.....</b>	<b>89</b>
<b>ÖZGEÇMİŞ.....</b>	<b>96</b>

## ÖZET

Bu çalışmanın amacı küresel finansal kriz sonrasında Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası'nın (TCMB) uygulamaya koyduğu yeni para politikası araçlarının etkinliğini araştırmaktır.

Sermaye hareketlerinin serbestliği ile birlikte bir bölgede oluşan dengesizlik bütün dünyaya sirayet etmektedir. 2008 yılında önce ABD'de başlayan finansal kriz de ardından bütün ekonomileri etkilemiştir. Türkiye de krizden belli ölçüde etkilenmiştir. Finansal piyasalarda oluşan belirsizlik ortamında daha önce örneğine rastlanmayan yeni para politikası araçları uygulamaya koyulmuştur. Bu bağlamda bu çalışmanın amacı, uygulamaya konulan bu yeni para politikası araçlarının etkinliğini analiz etmektir.

Araştırmamızda para politikasına kavramsal genel bir giriş yapıldıktan sonra küresel finansal krizin oluşum süreci irdelenmiştir. Daha sonra kriz dönemi sonrasında TCMB uygulamaları ampirik bir analizle incelenmiştir.

Araştırma TCMB'nin 05:2010 ile 12:2013 döneminde uyguladığı para politikası araçlarının belirlenen amaçlar doğrultusunda işlerliğini analiz etmeyi hedeflemektedir. Araştırma verilerimiz para politikası hakkında yapılan çalışmalarda sıklıkla kullanılan Vektör Otoregresyon modeli ile analize tabi tutulmuştur.

TCMB'nin yeni para politikası çerçevesinde fiyat istikrarı yanında finansal istikrarın da amaç setine dahil edilmesi nedeniyle analizde iki boyutlu bir inceleme yapılmıştır. Birinci boyutta fiyat istikrarı amacı için politika faizinin etkisi analiz edilmiştir. İkinci boyutta ise yeni para politikası araçlarının finansal istikrara dönük başarısı incelenmiştir. Araştırmamızın birinci boyutunun sonucunda Tüketici Fiyat Endeksinden (TÜFE) politika faizine doğru nedensellik bulgusuna ulaşılmıştır. Finansal istikrara dönük analiz sonucunda ise kurdaki değişim ile borç alma faiz oranının kredi büyümesi üzerinde etkili olduğu sonucuna varılmıştır.

**Anahtar Sözcükler:** TCMB, Küresel finansal kriz, para politikası, VAR modeli, yeni para politikası araçları

## **ABSTRACT**

The aim of this study is to search the efficiency of new monetary policy instruments which are performed by the Central Bank of the Republic of Turkey (CBRT) after the global financial crisis.

With the free circulation of the capital, imbalance on anywhere spreads all over the world. Firstly occurred in the USA the financial crisis in 2008 then affected to all the economies. Turkey has been affected partially by the crisis. In uncertainty conditions in the financial markets the new monetary policy instruments were performed which it has never happen example before. In this context the aim of the study is to analyse the effectiveness of the new monetary policy instruments.

In our research after the general conceptual entry of the monetary policy, formation process of financial crisis is studied. Then applications of CBRT are investigated by empirical analysis after the crisis period.

This research aims to analyse the functionality of monetary policy instruments which are determined the direction to objectives in 05:2010 to 12:2013 CBRT performance. Our research data is subjected to analyse with Vector Auto Regressive model which used generally in the monetary policy works.

Two-dimensional thesis is done in the analysis because of including financial stability to CBRT's new monetary policy instruments frame additon to price stability. In the first dimension the effect of political interest rate is analysed to price stability. In the second dimension the performance of the the new monetary policy instruments is examined to financial stability. In the end of the first dimension of our research we found that there is a causality from the Consumer Price Index to the political interest rate. As a result of the analysis of the financial stability the change of exchange rate and the borrowing rate of interest have effect on the credit growth.

**Key Words:** CBRT, Global financial crisis, monetary policy, VAR model, new monetary policy instruments

## TABLolar LİSTESİ

<u>Tablo No</u>	<u>Tablonun Adı</u>	<u>Sayfa No</u>
1	2009 İtibariyle Kurtarma Paketlerinin Maliyetleri.....	20
2	Kriz dönemi Türkiye'nin makroekonomik göstergeleri.....	23
3	Ülke gruplarına göre tüketici enflasyonu.....	24
4	Kriz Dönemi Gelişmeleri.....	34
5	Değişkenler ve sembolleri.....	57
6	Düzye değerlerinde değişkenlerin (ADF) Birim Kök Testi Sonuçları.....	70
7	ADF Testi Kritik Değerler.....	70
8	1. fark değerlerinde değişkenlerin (ADF) Birim Kök Testi Sonuçları.....	71
9	Engle-Granger Eşbütünleşme Testinde Kalıntıların ADF Sonuçları.....	71
10	Gecikme Uzunluğu Test İstatistiği Sonuçları.....	72
11	VAR denklemindeki katsayılar.....	73
12	Granger Nedensellik Testi Sonuçları.....	73
13	TUFE'nin varyans ayrıştırması.....	75
14	REPO'nun varyans ayrıştırması.....	76
15	Düzye değerlerinde değişkenlerin (ADF) Birim Kök Testi Sonuçları.....	77
16	1. fark değerlerinde değişkenlerin (ADF) Birim Kök Testi Sonuçları.....	77
17	2. fark değerlerinde değişkenlerin (ADF) Birim Kök Testi Sonuçları.....	78
18	Gecikme Uzunluğu Test İstatistiği Sonuçları.....	78
19	VAR denklemindeki katsayılar.....	79
20	VAR denklemindeki katsayılar.....	80
21	Granger Nedensellik Testi Sonuçları.....	81
22	KREDI Varyans Ayrıştırması Sonuçları.....	84
23	KUR Varyans Ayrıştırması Sonuçları.....	85

## ŞEKİLLER LİSTESİ

<u>Şekil No</u>	<u>Şekil Adı</u>	<u>Sayfa No</u>
1	Para Politikası Hedefleri.....	13
2	TCMB'nin Eski ve Yeni Para Politikası Görünümü.....	30
3	TCMB'nin Yeni Para Politikası Çerçevesi.....	30
4	Basitleştirilmiş Parasal Aktarım Mekanizması.....	50

## GRAFİKLER LİSTESİ

<u>Grafik No</u>	<u>Grafiğin Adı</u>	<u>Sayfa No</u>
1	Dünya GSYİH Büyümesi.....	17
2	2007-2013 Türkiye'nin ihracat verileri.....	22
3	Küresel Risk İştahındaki Oynaklık.....	25
4	Politika Faiz Oranları.....	26
5	2000 yılı sonrası TÜFE .....	28
6	Gelişmekte olan Ülkelere Sermaye Akımları.....	31
7	Faiz Koridoru.....	32
8	Döviz Rezerv Opsiyon Katsayıları (ROK).....	33
9	FED Bilançosunun Varlık Dağılımı.....	44
10	Koridor sistemi.....	46
11	TUFE.....	58
12	Faiz koridoru.....	58
13	Zorunlu karşılıklar ve ROK.....	59
14	Kredi büyümesi.....	60
15	Kur sepeti.....	60
16	d(TUFE) nin d(REPO) ya Tepkisi.....	74
17	d(REPO) nun d(TUFE) ye Tepkisi.....	75
18	d(KREDİ) nin d(KUR) a Tepkisi.....	82
19	d(KREDİ) nin d(FAIZALT) a Tepkisi.....	83
20	d(FAIZUST) un d(KUR) a Tepkisi.....	83

## KISALTMALAR LİSTESİ

AB	:	Avrupa Birliği
ABD	:	Amerika Birleşik Devletleri
ADF	:	Augmented-Dickey Fuller Test
BDDK	:	Bankacılık Düzenleme ve Denetleme Kurumu
BOE	:	The Bank of England - İngiltere Merkez Bankası
ECB	:	European Central Bank - Avrupa Merkez Bankası
FED	:	Federal Reserve – Amerika Birleşik Devletleri Merkez Bankası
GSYİH	:	Gayri Safi Yurt İçi Hasıla
IMF	:	International Monetary Fund – Uluslararası Para Fonu
ROM	:	Rezerv Opsiyon Mekanizması
ROK	:	Rezerv Opsiyon Katsayısı
TCMB	:	Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası
TEPAV	:	Türkiye Ekonomi Politikaları Araştırma Vakfı
TL	:	Türk Lirası
TÜFE	:	Tüketici Fiyat Endeksi
VAR	:	Vektör Otoregresyon
VECM	:	Vector Error Correction Model - Vektör Hata Düzeltme Modeli
YP	:	Yabancı Para
ZKO	:	Zorunlu Karşılık Oranı

## GİRİŞ

Son dönemlerde ulusal ve uluslar arası piyasaların gözü hep Amerikan Merkez Bankası FED'in (Federal Reserve) toplantılarında ve sonunda açıklanacak tutanaklarda olmaktadır. Uzun süredir faizleri sıfır düzeyinde tutan FED'den gelen açıklamalar da faiz artışının ekonomik iyileşmenin devam etmesi halinde gelecek aylarda yapılacağı yönündedir. Bu gelişmeler 2008 küresel krizinin etkilerinin halen devam ettiğinin bir göstergesi olarak kabul edilebilir. Küresel büyümenin halen arzu edilen noktalara gelememesi uluslar arası düzlemde tedirginliğin sürdüğünü göstermektedir. Bugün, ülkeler ve ekonomiler arası entegrasyon öylesine ileri düzeylere varmıştır ki bir ülkede meydana gelen iktisadi sorunlar hızlıca diğer bölge ve ülkelere sirayet etmekte ve etkileri uzun süre giderilememektedir.

ABD'de konut piyasasında başlayıp bütün dünyaya yayılan küresel kriz hem başlangıcı hem de krizin etkilerinden kurtulmak amacıyla alınan tedbirler açısından daha çok araştırılacak boyutları barındırmaktadır. Özellikle para piyasaları ve bunlar üzerinden reel ekonomiler üzerindeki hasarı giderebilmek için merkez bankaları daha önce uygulanmamış yeni para politikası araçları uygulamaya koymuşlardır. Örneğin miktar genişlemesi ve kredi genişlemesi gibi yeni araçlar kullanılmıştır. Bu aşamada ülke uygulamalarını ikiye ayırmak mümkündür. Gelişmiş ülke merkez bankaları ile gelişmekte olan ülke merkez bankaları para politikası uygulamalarında farklı amaçlar gütmüşlerdir. Gelişmiş ülkelerde büyük parasal genişlemeler ve kurtarma paketleri ile bozulan bankacılık yapısı düzeltilmeye çalışılırken, gelişmekte olan ülkelere daha çok gelişmiş piyasalarda bollaşan likiditenin ülke ekonomilerini istikrarsızlığa sürüklemesini önlemeye yönelik adımlar atılmıştır. Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası (TCMB)'nin uygulamaya koyduğu yeni politika bileşimi de bu bağlamda ele alınmaktadır.

Küresel krizin üzerinden kısa bir zaman geçtiği ve etkileri halen devam ettiği için uygulanan para politikaları hakkında literatürde henüz yeter sayıda çalışmanın varlığından bahsedilemez. Özellikle Türkiye'de yeni para politikası uygulamaları konusunda TCMB'nin kendi yaptığı çalışmalar önemli bir yer tutmaktadır. Bunda Bankanın iletişim kanallarını etkin kullanmaya çalışmasının önemi bulunmaktadır. Bazı politika



uygulamalarının geçmişte hiç görülmemiş olması kamuoyuna ve piyasalara daha fazla bilgi verilmesini gerektirmektedir.

Araştırmamızın amacı TCMB'nin yeni para politikası çerçevesinde de belirtildiği gibi fiyat istikrarı ve finansal istikrar amaçlarına dönük uygulamaların bu amaçlarla ilişkisinin analiz edilmesidir. Ampirik incelemenin yapıldığı bölümünde TCMB'nin yeni politika karması bütüncül bir bakış açısıyla ele alınmaya çalışılmıştır. Kısaca, TCMB'nin hedefleri doğrultusunda uygulamaya konulan para politikasının etkinliği belirlenen amaçlarla ilişkilendirilmeye çalışılmıştır. Bu yönüyle bakıldığında çalışmamız kendinden önceki çalışmalardan farklı ve özgün bir nitelik taşımaktadır.

Çalışmamızın birinci bölümünde para politikası kavramı ile temel amaçlardan bahsedilmiştir. Bununla birlikte para politikasının tarihsel süreçte ne gibi teorilerle temellendirildiği açıklanmıştır.

İkinci bölümde şimdiden iktisat tarihinin yaşadığı en büyük krizlerden biri olarak gösterilen 2008 küresel krizi incelenmiştir. Bu bağlamda öncelikle kriz kavramından ne anlaşıldığı hakkında genel bir tanım yapıldıktan sonra ABD'de krizin ilk aşamalarında gerçekleşen olaylar hakkında bilgi verilmiştir. Bu noktadan sonra asıl amacımız olan krizin para politikalarında nasıl bir değişime neden olduğu ve neden yeni bir para politikasına ihtiyaç duyulduğuna dair açıklamalar yapılmıştır.

Üçüncü bölümde öncelikle geleneksel para politikası araçları hakkında bilgi verilmiştir. Daha sonra kriz döneminde uygulamaya konulan yeni para politikası araçları ve işlevleri konusu işlenmiştir.

Para politikasının reel ekonomiyi nasıl ve hangi yollardan etkilediğini anlayabilmek için geliştirilen parasal aktarım mekanizması ve işleyişi hakkında açıklamalar çalışmamızın dördüncü bölümünü oluşturmuştur.

Araştırma dizaynı adını verdiğimiz beşinci bölümde ele alınan değişkenler ve veri seti VAR modeli kullanılarak analiz edilmiştir. Son olarak fiyat istikrarı ve finansal istikrar amaçları doğrultusunda iki boyutlu analiz yapılmıştır. Çalışmamız genel değerlendirme ve sonuç bölümü ile tamamlanmaktadır.

## **BİRİNCİ BÖLÜM**

### **1. PARA POLİTİKASI KAVRAMI, AMAÇ VE HEDEFLERİ**

Ekonomi politikaları maliye ve para politikalarından oluşmaktadır. Hükümetlerin temel makro ekonomik hedeflerin gerçekleşmesi amacıyla vergi toplama ve harcama yapma yöntemleri maliye politikalarını oluştururken, para politikaları ise daha çok para otoritesi olan merkez bankaları aracılığıyla fiyat istikrarı ve büyüme gibi amaçlara ulaşabilmek için alınan kararları ve yapılan uygulamaları içermektedir.

Serin (1998: 1) para politikasını; belirlenen iktisadi hedefler doğrultusunda toplam talebi azaltan veya artıran bir politika olarak para ve kredi şartlarının istenilen düzeyde ayarlanması şeklinde tanımlamıştır.

Eroğlu (2004: 140) dar anlamda para politikasını; Merkez Bankası tarafından hükümetlerin belirlediği makroekonomik hedeflere ulaşılabilmesi amacıyla açık piyasa işlemleri ve zorunlu karşılık oranları gibi uygulamalarla piyasanın likiditesinin yani nakit ihtiyacının düzenlenmesi şeklinde tanımlamıştır.

Önder (2005: 4) ise para politikasını ”paranın miktarını, maliyetini ve firmalar ile hane halklarının bekleyişlerini etkileyerek temel amaçlara ulaşmaya yönelik olarak oluşturulan stratejiler bütünü” ya da “paranın elde edilebilirliğini ve maliyetini etkilemeye yönelik alınan kararlar” olarak ifade etmektedir.

#### **1.1. Para Politikası Kavramını Açıklayan Teorik Yaklaşımlar**

Toplumsal ve siyasi gelişmeler, ekonomik değişimleri de beraberinde getirmiş ve ekonomik kurum ve kavramların zaman içerisinde farklılaşmasına neden olmuştur. Tarihi süreçte hem para politikalarında hem de merkez bankalarının hedef ve uygulamalarında büyük değişimler yaşanmıştır. Para politikaları temelde üç temel iktisadi teoriye (kurama) dayalı olarak şekillenmiştir. Bunlar Klasik teori, Keynesyen görüş ve Monetarist (parasalcı) bakış açıları olarak sınıflandırılabilir.

### 1.1.1. Klasik Teori

1930'lu yıllara kadar hakim görüş olan Klasik iktisadi görüş Miktar Teorisi ve Say Kanunu'nu temel almaktadır. "Her arz kendi talebini yaratır" şeklinde formüle edilen Say Kanunu'na göre ekonomide hiçbir zaman işsizlik problemi veya düşük tüketim sorunu olmayacaktır. Üretilen mal ve hizmetlerin tamamı için talep oluşacağından ekonomi tam istihdam düzeyinde olacaktır. Adam Smith'in "Görünmeyen El" olarak ifade ettiği piyasa güçleri piyasada oluşabilecek dengesizlikleri ücret ve fiyatların esnekliğine bağlı olarak ortadan kaldıracaktır (Akçay, 1997: 4).

Klasik iktisatçıların ikinci temel prensibi olan Miktar Teorisinde paranın değerini etkileyen tek faktör paranın miktarıdır. Diğer bir ifadeyle de para miktarındaki değişimler haricindeki hiçbir faktör, paranın değerini etkilemeyeceği gibi para miktarının etkilerini de gideremeyecektir (Üstünel, 1990: 106).

Miktar Teorisi şu şekilde formüle edilmektedir:

$$M \times V = P \times Y$$

Miktar denkleminde M para stoğunu, V paranın dolaşım hızını, P fiyat düzeyini ve Y reel geliri simgelemektedir. Ekonominin tam istihdamda olması nedeniyle (Y) reel gelirin sabit olduğu ve (V) paranın dolaşım hızının da değişmediği varsayımı altında (P) fiyat düzeyinin para stoğu ile orantılı olduğu kabul edilir. Bu nedenle, klasik miktar teorisi bir fiyat düzeyi ve enflasyon kuramıdır (Dornbusch ve Fischer, 1998: 390).

Miktar teorisine göre paranın dolaşım hızı ve reel gelir, ekonomik diğer etkenlerce belirlendiğinden dolayı para miktarındaki değişimler miktar denkleminde kalan tek öge olan fiyat düzeyini aynı oranda değiştirecektir. Örnek olarak % 10'luk para arzındaki artış fiyatların da % 10 düzeyinde artmasına neden olacaktır. Böylece para sadece mübadeleleri kolaylaştıran bir araç işlevi görecektir (Aren, 2009: 76-77).

Sonuç olarak klasik düşüncede para politikasının etkisiz olduğu, ancak aktif bir para politikasının tam istihdamın sağlanmasında ücret-fiyat mekanizmasının yükünü hafifleterek ekonomi üzerinde az da olsa etkide bulunacağı kabul edilmiştir (Akçay, 1997:7).

### 1.1.2. Keynesyen Teori

J.M.Keynes'in 1936 yılında yayınladığı "İstihdam, Faiz ve Paranın Genel Teorisi (General Theory of Employment, Interest and Money)" adlı eserden sonra birçok iktisatçı istihdam teorisi ve para ile milli gelir arasındaki ilişkiler üzerinde çalışmaya başlamışlardır. Keynes'in de bu eseri yazma nedeni 1929 Büyük Buhranı ve yarattığı ağır tahribattı.

Keynes öncesi dönemde ekonomide tam istihdam olduğu varsayımıyla hareket ediliyordu. Böylece ne aşırı tüketim ne de noksan tüketimden bahsedilebilirdi. Üretim faktörleri her zaman tam çalışma halindeydi. Ancak Keynes bu klasik varsayımın gerçeklere uymadığını ve atıl kalan üretim faktörlerinin bulunabileceğini bu şekilde talep noksanının toplam geliri azaltarak buhranın büyümesine neden olacağını ileri sürmüştür (Üstünel, 1990: 134-135).

Klasik analizde fiyatlar genel para düzeyince belirlenirken Keynes'e göre fiyatlar toplam talep ve toplam arzca belirlenmektedir. Toplam talepte meydana gelecek artış toplam arzca karşılanmazsa fiyatlar genel düzeyi yükselecektir. Keynesyen analizinde para arzındaki değişiklik fiyatları değil, sermayenin marjinal etkinliğini, faiz ve tüketim fonksiyonunu etkileyici değişimlere neden olacaktır (Çolak, 2007: 183).

Keynesyen görüşe göre fiyatlardaki artış öncelikle milli geliri ve hemen ardından işlem güdüsü ile para talebini artırır. Eğer para talebindeki bu artış para arzınca karşılanmazsa ilk önce fiyatlar artacak ve bu artış da yatırım fonksiyonu dolayısıyla yatırımları azaltacaktır. Fiyatlardaki artış emek piyasasında da değişikliklere neden olacaktır. Fiyatlardaki artış reel ücretleri düşürüp emek talebini ve istihdam düzeyini artıracaktır. İstihdam düzeyindeki artış hem reel milli geliri hem de toplam arzı artıracaktır (Çolak, 2007: 184).

Keynesyen görüş, faiz oranlarının para arz ve talebi tarafından belirlendiğini ileri sürerek klasik görüşten farklılaşmaktadır. Klasik görüşte para arz ve talebi sadece fiyat düzeyini belirlerken Keynesyen görüşte para arzındaki bir değişimin faiz oranlarını değiştirdiği, para talebinin de mübadele, ihtiyat ve spekülasyon güdülere nedeniyle olduğundan faiz oranlarına karşı duyarlı hale geldiği savunulmuştur. Bu çerçevede para politikası yardımıyla reel ekonominin etkilenebileceği öngörülmüştür (Arıcan ve Okay, 2014: 7).

Keynesyen teoride, klasik teoriye benzer şekilde para politikasının etkisizliği vurgulanırken, asıl olarak ekonomide maliye politikasının önemli olduğu belirtilmektedir. Keynesyenler eksik istihdamda da ekonomik dengenin var olabileceğini iddia ederek klasik teoriden farklılaşmaktadır (Arıcan ve Okay, 2014: 8).

### **1.1.3. Monetarist (Parasalcı) Teori**

Milton Friedman önderliğinde monetarist (parasalcı) olarak bilinen bir grup iktisatçı Keynesçilerin maliye politikalarına fazla önem verip paranın rolünü ikinci plana atmalarına karşı çıkmıştır. Para politikasının 1930’larda yetersiz olduğu görüşüne, Friedman ve Schwartz 1963 yılında yazdıkları “Para Tarihi (Monetary History)” eseriyle eleştiri getirmiştir (Dornbusch ve Fischer, 1998: 447).

Bir üretim, istihdam ve fiyat teorisi olmayıp para teorisi olan Monetarist Teoride amaç parasal istikrarı sağlamak, kullanılan araç ise para arzıdır. Bu teoride enflasyon para arzındaki artıştan kaynaklanmaktadır. Serbest piyasa ekonomisinin gereği olarak fiyatlar serbest bırakılıp, döviz kurunda dalgalı kur sistemine geçilmelidir. Merkez bankaları da piyasaya müdahaleleri en aza indirmelidir (Çolak, 2007: 182).

Parasalcıların para politikası hakkındaki temel görüşlerini başlıklar halinde şu şekilde sıralayabiliriz (Dornbusch ve Fischer, 1998: 546-547);

- Para politikasının ihtiyari olmasına kıyasla para arzının sabit bir oranda artması şeklinde belli bir kurala bağlı olarak daha iyi yönetilir.
- Para politikası faiz oranı hedefleri belirleyerek değil, parasal hedefler belirleyerek daha iyi yönetilir.
- Para politikası ekonomiyi uzun ve değişken gecikmelerle etkiler.
- Özel sektör doğası gereği istikrarlıdır ve ekonomideki dengesizlikler genellikle yanlış hükümet politikalarından kaynaklanır. Kamu sektörü de doğası gereği büyüme eğilimindedir ancak kamu sektörünün küçük olması büyük olmasından daha iyidir.

Bu görüşe göre ekonomik denge doğal olarak oluşana kadar devlet müdahalesinin olmaması gerektiği, aksi takdirde bizzat müdahalenin enflasyona sebep olacağı belirtilmektedir. Örneğin ekonomide tam istihdama yönelinirken devletin işsizliği azaltmak amacıyla yapacağı para arzı artışı fiyat artışlarını beraberinde getirerek olumsuz sonuçların

doğmasına sebep olabilir, bu yüzden kamunun ekonomi üzerindeki müdahaleleri gereksiz ve zararlıdır (Arıcan ve Okay, 2014: 8).

## **1.2. Para Politikasının Amaçları**

Zaman içerisinde büyük değişiklikler gösteren para politikası uygulamaları I. Dünya Savaşı öncesinde paranın değerini korumayı temel amaç edinmiştir. Sonraki dönemde enflasyonun sebep olduğu ekonomik tahribatlar ülke içinde fiyat istikrarının temel amaç edinilmesini zorunlu kılmıştır (Eroğlu, 2004: 148).

Tarihi süreçte para politikası ve amaçları konularında, 1929 yılında gerçekleşen Büyük Buhran ve oluşan kitlesel işsizlik, bu dönemin şartlarında krizden çıkış yolları arayan iktisatçı Keynes'in ileri sürdüğü fikirler ve II. Dünya Savaşı'nın ortaya çıkışı ile birlikte değişim başlamış oldu. Öncelikle fiyat istikrarı geleneksel amacına istihdam da eklendi. Savaş sonrası Avrupa ve Japonya'nın kalkınma sürecinde hedeflenen iktisadi büyüme üçüncü bir amaç haline gelmiş oldu. 1950'lerin sonu ile birlikte ödemeler dengesinin sağlanması da amaç setine ilave edilmiştir (Serin, 1998: 2).

Bu amaçlarla birlikte faiz istikrarı, finansal piyasaların istikrarı ve döviz piyasalarının istikrarı zaman içerisinde fiyat istikrarı temel amacına eklenmiş oldu. Bugün ülkeden ülkeye uygulamada farklılıklar gösteren ve içinde bulunulan ekonomik konjonktürün gereği Merkez Bankaları için belirlenen amaçları aşağıdaki gibi sıralayabiliriz:

- Fiyat istikrarı
- Tam istihdam
- İktisadi büyüme
- Ödemeler bilançosu dengesi
- Faiz oranlarının istikrarı
- Finansal piyasaların istikrarı
- Döviz piyasalarının istikrarı

Yukarıda sıralanan para politikası amaçları ayrıntılı bir şekilde açıklanmaktadır.

### **1.2.1. Fiyat İstikrarı**

Mal ve hizmet fiyatlarının genel seviyesinde yaşanan sürekli artışı ifade eden enflasyon, kişilerin ellerindeki para ile daha az mal ve hizmet alabilmesine neden olmaktadır. Fiyat istikrarı ise, insanların yatırım, tüketim ve tasarrufa yönelik kararlarında dikkate almaya gerek duymadıkları ölçüde düşük bir enflasyon oranını ifade eder (TCMB, 2013: 2).

Enflasyonun sosyal ve ekonomik maliyetlerinden dolayı fiyat istikrarı para politikasının en önemli amacı olarak görülmektedir. Enflasyonun ekonomide meydana getirdiği belirsizlik ile birlikte tüketici ve yatırımcıların fiyatlama davranışları bozulur, bu da sonuçta büyümeye olumsuz etkide bulunur. Arjantin, Brezilya ve Rusya gibi ülkelerde görülen hiperenflasyonun bu ülkelerdeki büyümenin yavaş oluşundaki etkisi açıktır. Ayrıca enflasyon, geleceğe dönük planlamayı da güçleştirdiğinden sosyal uyumun da bozulmasına neden olur (Mishkin, 2000: 85).

Özyurt (2006: 228) fiyat istikrarının ekonomiye sağladığı yararları aşağıdaki gibi sıralamıştır:

- Nisbi fiyatların izlenebilmesi kolaylaştığından ekonomik büyüme potansiyeli artar.
- Kaynakların verimli alanlara yatırılması ve harcanması sağlanır.
- Paranın ikamesi azalır.
- Tasarruf sahipleri ve yatırımcılar enflasyon kaynaklı risk primi talep etmezler.
- Gelir dağılımının bozulması önlenir.

### **1.2.2. Tam İstihdam**

Bir ekonomide konjonktürel işsizliğin, yani ekonomik dalgalanmalar sonucu ortaya çıkan işsizliğin bulunmadığı, sadece doğal işsizliğin bulunduğu duruma tam istihdam denilir. Makroekonomik modellerle tam istihdam düzeyinde üretimden bahsedilirken bir miktar friksiyonel (geçici) ve yapısal işsizliğin bulunduğu bir üretim kastedilir (Ertek, 2004: 109).

1929 Dünya ekonomik krizi ile birlikte tam istihdam ekonomi politikalarında amaç olarak belirlenmeye başlamıştır. Tüm üretim faktörleri içinde asıl amaç olan emek

faktörünün tam istihdamı ile diğer üretim faktörleri istihdam düzeyi için de temel oluşturur. Gelişmiş ülkelerde konjonktürel işsizliğin önlenmesi, yapısal ve mevsimlik işsizliğin ortadan kaldırılmasını amaçlayan para politikaları açısından % 3 oranındaki işsizlik kabul edilebilir bir düzeyken, gelişmekte olan ekonomiler için işsizlik oranının % 5 olması normal görülebilir (Parasız, 2003: 1).

### **1.2.3. İktisadi Büyüme**

Ülkelerin milli gelirlerindeki artışı ifade eden iktisadi büyüme ekonomik refah artışının önemli bir göstergesidir. İstikrarlı bir büyüme ülkelerin önde gelen ekonomik hedeflerinden biridir. İstikrarlı bir ekonomik büyüme için gerekli finansman kaynaklarının ve kredi imkanlarının sağlanması için parasal genişleme ılımlı düzeyde gerçekleştirilmelidir. İktisadi büyümenin enflasyonla finanse edildiği bazı gelişmekte olan ekonomilerde kısa dönemli bir büyüme sağlansa bile uzun dönemde istikrarlı büyüme sürdürülemez (Eroğlu, 2004: 153).

Keynesyen iktisatçılara göre para politikası aracılığıyla faiz oranlarını etkileyerek yatırım düzeyi sınırlı bir şekilde değiştirilebilirken, monetarist ve yeni klasik iktisatçılara göre para politikasının iktisadi büyüme amaçlı kullanımı yanlıştır. Enflasyonu parasal bir olay olarak gören monetaristler, ılımlı bir parasal büyümenin istikrarlı bir iktisadi büyüme için gerekli olduğunu ve bununla beraber uzun vadede enflasyonu önleyici bir para politikasının iktisadi büyümeye daha fazla katkı sağlayacağını kabul etmektedirler (Eroğlu, 2004: 154).

### **1.2.4. Ödemeler Bilançosu Dengesi**

Mutlu (2006: 35) ödemeler dengesini “yurt içinde yerleşik kişilerin (Merkezi hükümet, parasal otorite, bankalar, gerçek ve tüzel kişiler), yurt dışında yerleşik kişiler ile belli bir dönem içinde yapmış oldukları ekonomik işlemlerin sistematik olarak kaydedildiği istatistiksel bir rapor” şeklinde tanımlamaktadır.

Global sermaye hareketlerinin yoğunlaşması ve dünyada dış ticaret hacminin artışı ile birlikte ödemeler bilançosu dengesinin sağlanması para politikası açısından önemli hale gelmiştir. Ödemeler bilançosunun dengesinden bu bilançonun iyileştirilmesi kastedilmektedir. Politika uygulamaları ödemeler bilançosunu doğrudan veya dolaylı olarak etkilemektedir. Özellikle faiz oranlarındaki değişiklikler sermaye hareketlerini



etkileyerek ödemeler dengesinde belirleyici rol oynamaktadır. Bununla beraber döviz kuru sistemi ve işleyişi ödemeler bilançosunun dengelenmesi açısından kritik öneme sahiptir (Eroğlu, 2004; 154).

Merkez bankaları ödemelerde oluşacak dengesizlikleri para politikası araçlarıyla daraltıcı veya genişletici para politikası uygulamalarına başvurarak dengeleyebilir. Dış açığın söz konusu olması durumunda daraltıcı para politikası araçları devreye koyulur. Örneğin zorunlu karşılıkların artırılması ile kredi hacminde oluşan daralma sonucu faiz oranları yükselir. Bu durumda yatırım ve harcamalardaki azalma ile birlikte milli gelirin düşmesi ithalatı düşürüp dış ticaret açığının kapanmasına neden olur. Dış ödeme fazlası durumunda ise para politikası araçları tam tersi yönde uygulanır (Seyidoğlu, 2003: 471) .

### **1.2.5. Faiz Oranlarının İstikrarı**

Faiz oranlarındaki büyük değişimler ekonomilerde belirsizlik oluşturacağından her türlü planlama yapılmasını zorlaştırmaktadır. Örneğin, faiz oranlarındaki öngörülemeyen değişimler hem bireysel tüketicilerin konut talebini hem de konut inşaatı yapan firmaların karar süreçlerini olumsuz etkilemektedir (Mishkin, 2000: 85).

Günümüzde modern ekonomik yaşamın önemli bir olgusu olan borçlu-alacaklı ilişkilerinin düzenli ve sağlıklı olması için faiz oranlarındaki dalgalanmaların mutlaka önlenmesi ve faiz oranlarında istikrarın sağlanması gereklidir. Ekonomik hayatta önemli bir maliyet unsuru olan faiz oranlarındaki dalgalanmalar ileriye dönük yatırımları da zorlaştırmaktadır. Faizlerdeki büyük değişimler iktisadi bazı birimlerin büyük zarar etmesine bazılarının da spekülatif büyük kazanç sağlamalarına neden olabilmektedir. Bu açıdan para politikası uygulayıcıları genel iktisadi istikrar için faiz düzeyindeki aşırı oynaklığa karşı duyarlı olmalıdır (Eroğlu, 2004; 155-156).

### **1.2.6. Finansal Piyasaların İstikrarı**

Yavuzarslan (2011: 10) finansal istikrarı “finansal sistemin, finansal aracılık sürecinde tasarrufların ve karlı yatırım fırsatlarının paylaşımını önemli ölçüde bozacak kadar ciddi şoklara ve finansal dengesizliklerin doğurduğu çözümlere karşı direnebileceği bir durum” olarak ifade etmiştir.

Finansal istikrar merkez bankalarının önemli bir amacıdır. Çünkü finansal krizlerin yaşandığı bir ortamda fonlar verimli kullanılmadığından ekonomide ciddi daralma

meydana gelir. ABD’de 1907’de yaşanan banka paniği nedeniyle Federal Rezerv Sistemi’nin kurulması finansal istikrarı oluşturmak için önemli bir adımdı (Mishkin, 2000: 86).

Finansal piyasalar doğaları gereği genelde istikrarsızlık yaratma ve piyasa başarısızlıkları sonucu da krize girme eğilimindedirler. Bu nedenle kamusal alan her zaman finansal sistem ve piyasaların istikrarına yönelik sorumluluk taşımaktadır. Finansal istikrarsızlıklara ve krizlere karşı tedbir almak ve bu gibi durumlarla karşılaşmamak için Merkez Bankalarının etkin rol üstlenmeleri gerekir (Sezgin ve Darıcı, 2009: 18).

### **1.2.7. Döviz Piyasalarının İstikrarı**

Mishkin (2000: 86) döviz piyasalarının istikrarının önemini ABD ekonomisi açısından şöyle ifade etmiştir:

Doların değerinin yükselmesi Amerikan sanayiinin dışarıya göre rekabet gücünü azaltır, değerinin düşmesi ise ABD’de enflasyonu körükler. Buna ek olarak, doların değerinde büyük değişikliklerin önlenmesi dışarıya mal satan veya dışarıdan mal alan firmaların ve kişilerin ileriye dönük plan yapmasını kolaylaştırır. Dolayısıyla döviz piyasalarında doların değerinin aşırı hareket etmesinin önlenmesi para politikasının önemli amaçlarından biri olarak görülmektedir. Dış ticarete daha da fazla bağlı olan öteki ülkelerde, döviz piyasalarının istikrarı daha da büyük önem taşımaktadır.

Döviz piyasalarının temel fonksiyonu uluslararası ticaret ve sermaye akımlarının gerçekleştirilmesidir. Günümüzde dünyanın en büyük mali piyasaları döviz piyasalarıdır. Döviz piyasalarında yapılan işlemler dünyadaki toplam işlem hacminin 50 katından fazladır. Türkiye’de de döviz piyasalarının olması gereken duruma gelebilmesi için devletin etkin politikasının yanında Merkez Bankasının da bu piyasaların gelişimine katkı sağlaması gerekmektedir (Çufadar, 2010: 179).

### **1.3. Para Politikası Amaçları Arasındaki İlişkiler**

Para politikası amaçları ülke ekonomileri için ideal hedeflerdir ve bu amaçların hepsinin bir arada gerçekleşmesi istenir. Ancak ekonomilerin kendi koşulları bu amaçların bazı durumlarda birbirleriyle çatışmasına neden olur. Bu açıdan farklı ekonomik durumlarda farklı amaç bileşimleri gerçekleştirilmesi gerekir. Bu amaçların ya birbirini desteklemesi ya da aynı anda uygulandığında çatışmayan amaçlar olmaları gerekir (Parasız, 2003: 3).

Amaçlar arasındaki ilişkileri birbirleriyle çatışan, tamamlayıcı ve destekleyici amaçlar olarak sınıflandırılabilir.

### **1.3.1. Çatışan Amaçlar**

Para politikası amaçları bazı durumlarda birbirleriyle çatışan nitelikte olabilirler. Büyüme ile fiyat istikrarı, fiyat istikrarı ile tam istihdam amaçları çatışan amaçlara örnek verilebilir.

Parasız (2003: 4) iktisadi büyüme ile fiyat istikrarı politik amaçlarının çatışmasını şu şekilde değerlendirmiştir ” Hızlı ekonomik büyümenin sağlanması için mutlaka fiyat istikrarının zorunluluğu yönünde çok az kanıt vardır. Birçok araştırma ılımlı bir enflasyonun ekonomik büyümeye zarar değil yarar sağladığını göstermiştir.”

Gelişmekte olan ekonomilerde ılımlı fiyat artışları ile sağlanan büyüme ithal mallarına olan talebi arttıracığından bu durumda ödemeler bilançosu dengesinin sağlanmasında güçlükler yaşanacaktır.

Fiyat istikrarı ile tam istihdam amaçları arasındaki ilişkiye bakıldığında, hangi amaca öncelik verilirse kısa dönemde diğer amaç ile çatıştığı sonucuna varılır. Ancak uzun dönemde bu ilişkinin olumlu olduğu düşünülmektedir (Parasız, 2003: 4).

### **1.3.2. Tamamlayıcı Amaçlar**

Enflasyonun ödemeler bilançosunu olumsuz etkileyeceği düşünüldüğünde, fiyat istikrarı ile ödemeler bilançosu dengesi amaçlarının birbirlerini tamamlayıcı nitelikte amaçlar olduğu söylenebilir. Ancak ödemeler bilançosu dengesinin yabancı ülkelerdeki enflasyon ile yurt içi mallarına olan yurt dışı talebe de bağlı olduğu göz önünde bulundurulduğunda fiyat istikrarı ile olan ilişkisi sorgulanabilir (Parasız, 2003: 5).

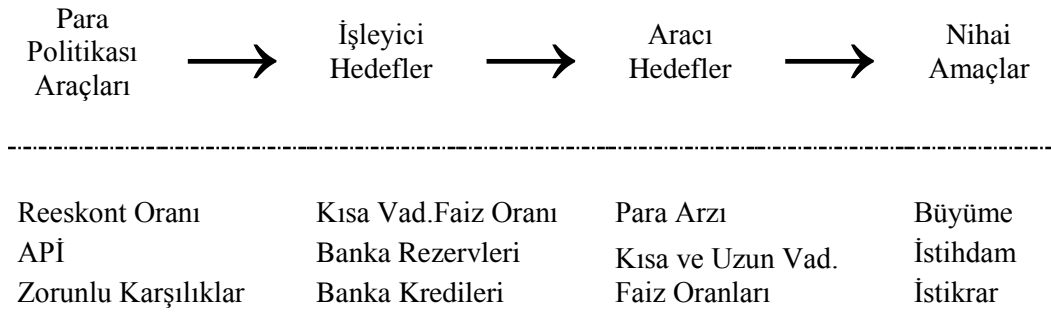
### **1.3.3. Destekleyici Amaçlar**

Ekonomik büyüme ile istihdam artışı amaçları birbirlerini desteklemektedirler, ayrıca fiyat istikrarını bozmayacak ölçüde ılımlı fiyat artışı da girişimcilere güven vererek ekonomik büyüme ve dolayısıyla istihdam artışına katkıda bulunacaktır (Özyurt, 2006: 234).

Para politikasının fiyat istikrarı, iktisadi büyüme ve tam istihdam gibi amaçları, para politikası uygulamaları ile doğrudan etkilenemediğinden dolayı hedef kavramı ortaya çıkmaktadır. Bu yüzden politika belirleyicileri nihai amaç yerine hedef değişkeni esas alıp bu değişken ile nihai amaca ulaşabilmeyi öncelerler.

Bu noktada aracı hedef ve işleyici hedef kavramları ortaya çıkmaktadır. Para politikası yetkililerince doğrudan kontrol edilebilen ve para politikası araçları ile aracı hedefler arasında yer alan işleyici hedeflere (operating targets) temel para, kısa vadeli faiz oranı, banka rezervleri, ödünç alınmayan banka rezervleri, bankaların serbest likidite oranları ve yurtiçi kredi genişlemesi örnek verilebilir.

### Şekil 1 : Para Politikası Hedefleri



**Kaynak:** Akdiş, 2006: 291

İşleyici hedefler ile nihai politika amaçları arasında yer alan değişkenler aracı hedefler (intermediate targets) olarak adlandırılmakta olup banka kredileri, para arzı, kısa vadeli piyasa faiz oranı ve uzun vadeli piyasa faiz oranı bu hedefler arasında sayılabilir. Para otoriteleri işleyici ve aracı hedefler vasıtasıyla nihai amaçlara ulaşmayı hedeflerler. Nihai politika amacının sağlanması, para politikası araçlarının işleyici ve aracı hedefler üzerindeki etkinliğine bağlıdır (Akdiş, 2006: 290).

## İKİNCİ BÖLÜM

### 2. KÜRESEL FİNANSAL KRİZ VE YENİ PARA POLİTİKASI İHTİYACI

Dünyada merkez bankalarının çoğu 2008 yılına kadar fiyat istikrarını temel amaç edinerek doğrudan ve dolaylı para politikası araçları ile bu amaca yönelik para politikaları uygulamaktaydı. Ancak 2007 yılının sonunda ABD'nin finansal piyasalarında başlayıp daha sonra küresel bir ekonomik krize dönüşen sorunlar, başta merkez bankaları olmak üzere bütün ekonomi otoritelerini yeni politika arayışlarına itmiştir.

#### 2.1. Küresel Finansal Kriz

Ekonomik krizden neyin anlaşılması gerektiği konusunda görüş birliği olmamakla birlikte durgunluk, resesyon, enflasyon ve deflasyon kavramları ekonomik krizi açıklamakta kullanılmaktadır. Genel itibariyle ekonomik kriz, tüketici talebinde ve firmaların yatırımlarındaki büyük düşüş, yüksek oranlı işsizlik ve yaşam standartlarının düşmesi biçiminde meydana gelmektedir. Bununla beraber finansal piyasalardaki belirsizlikler ve hisse senedi fiyatlarındaki düşüşler ile yerli paranın yabancı paralara göre değer kayıpları da ekonomik krizlerde görülen finansal değişimlerdir. Krizler reel sektörde başlayıp diğer alanlara sirayet edebileceği gibi finansal kesimde de başlayıp daha büyük boyutlara ulaşabilir (Eğilmez, 2010: 48).

Ekonomik krizler ulusal ve bölgesel nitelikte olduğu gibi küresel düzeyde de oluşabilmektedir. Sermaye hareketlerinin serbestleşmesi ile birlikte özellikle büyük ekonomilerde çıkan ekonomik krizler küresel alana kolaylıkla ve hızla yayılır olmuştur. Dünyanın büyük kısmının piyasa ekonomisi içerisinde yer alması nedeniyle krizlerin yayılma olasılığı da artmıştır. 2007 yılında ABD'de mortgage kredilerinden kaynaklanan kriz, önce İngiltere'ye sıçramış ve 2008 yılının ikinci çeyreği itibariyle küresel boyuta ulaşmıştır. Başlangıçta krizin Çin, Hindistan, Rusya ve Brezilya gibi gelişmekte olan ülkeleri etkilemeyeceği düşünülürken bütün ülkeler krizden etkilenmiştir (Eğilmez, 2010: 53).

Finansal serbestleşme süreci ile birlikte 1990'lar boyunca birçok finansal kriz yaşanmıştır. 1994'te Meksika, 1997'de Güney Doğu Asya, 1998'de Rusya, 1999'da Brezilya ile 2000-2001'de Türkiye ve Arjantin krizleri birbirini izlemiştir. Finansal serbestleşme ile reel ekonomilerden çok finansal sektörler gelişmiş ve finansal araçlarda çeşitlilik artmıştır (Ertuğrul ve diğerleri, 2010: 60).

Ekonomide mal ve hizmetlerin alınıp satıldığı piyasa reel piyasa, bu mal ve hizmetleri temsil eden kağıtların (para, hisse senedi, tahvil, bono) alınıp satıldığı piyasa ise sanal piyasa olarak adlandırılmaktadır. Sanal piyasadaki kağıtların çeşitli nedenlerle reel piyasadan daha yüksek değer göstermesi olağan bir durumdur. Ancak değer farkının artması ile sorunlar ortaya çıkmaya başlar. Reel ekonomide şişkinlikler fazlaca bir sorun ortaya çıkmadan fiyat mekanizmasıyla çözülebilmektedir. Talep düşüklüğü sonucu fiyatlardaki bir miktar gerilemeyle çöküntü olmadan dengeye varılabilirken, sanal ekonomideki şişkinlikler kolayca çözülememekte ve sermaye hareketleri nedeniyle küresel sisteme yayılabilmektedir. 2008 krizi de reel ekonomi ile sanal ekonomi arasındaki değer farklarından kaynaklanmıştır. Reel ekonomide yer alan varlıklar yüksek borçlarla yapılmamışsa bunların sanal ekonomideki balonların patlamasıyla ortaya çıkan inişlerden fazla etkilenmemeleri gerekir. Sadece piyasa değerleri düşer. Konjonktür değişip yükseliş dönemine geçildiğinde yeniden piyasa değeri artar. Ancak gayrimenkul alımı gibi büyük borçlara girilmiş ise sanal ekonomideki düzeltmeler reel ekonomide iflaslara neden olabilmektedir (Eğilmez,2010: 93-102).

ABD'deki ipotekli konut finansmanı piyasasının çökmesiyle başlayan kriz 2008 Eylül itibariyle küresel boyutta etkili olmaya başlamıştır. Uluslararası finansal piyasalara olan güvenin sarsılması sonucu ABD ve Avrupa'da yaşanan iflas ve devlet müdahaleleri dünyanın diğer bölgelerine de sıçramış ve dünya ekonomisinde büyük dalgalanmalar yaşanmıştır (Buluş ve Kabaklarlı, 2010: 5).

Krizin oluşmasında gözetim ve denetim eksikliğinin olduğu genel kabul gören en önemli faktörlerden biridir. Yüksek büyüme ve düşük faiz ortamı aşırı iyimserliğe ve risk alımına neden olmuş, bununla birlikte piyasa disiplini, finansal düzenleme ve küresel gözetim alanlarında da aksaklıklar meydana gelmiştir. Konut sektöründe oluşan fiyat balonlarıyla emtia fiyatlarında da ciddi artışlar olmuş, dış dengesizlikler birikmiş ve böylece bankacılık sisteminde büyük bir kaldıraç ve risk birikimi ortaya çıkmıştır. Finansal yenilikler sonucu oluşan riskler ise piyasa düzenleyicileri tarafından görülememiştir.

Neticede finansal krizin 2009 yılında beklenenin ötesinde etkileri olmuştur (Hayaloğlu ve Artan, 2011: 138).

Krizin başlangıcını oluşturan ipotekli konut kredileri her dönemde ABD bankalarının portföyünde önemli yer tutmakta olup, özellikle düşük gelir grubuna verilen kredilerde büyük artış olmuştur. FED'in faiz indirimi kredi genişlemesinden düşük gelir grubunun da yararlanmasını sağlamış, söz konusu kredilerin toplam kredilere oranı 2003 yılında % 8,5 iken 2006 yılında % 20,1'e çıkmıştır. Oluşan bu riskli durum bir de kredi geri ödemelerinde yaşanan sorunlarla birlikte banka sermayelerinde önemli kayıplara neden olmuştur (TEPAV, 2008: 2).

2008 yılı Eylül ayından önce ABD'de patlayan ve daha sonra bütün dünyaya yayılan küresel krizin temelinde tarihin en büyük gayrimenkul ve kredi balonu vardı. Yaklaşık 10 trilyon dolarlık büyüklüğe ulaşan ABD'deki mortgage piyasası dünyanın en büyük piyasası olmuştu. Başlangıçta yüksek kalitede müşterilere verilen kredilerden oluşan piyasada zaman içinde subprime mortgage kredileri denen daha düşük düzeyde müşterilere kredi vermeye başlandı. 2008 ortalarında subprime mortgage kredileri hacmi 1,5 trilyon dolara yükseldi. FED'in faizleri artırması ve konut fiyatlarındaki artış, değişken faizli kredi kullanan düşük gelir grubundakilerin kredi geri ödemelerinde sorun yaşamalarına neden oldu (Eğilmez: 2010, 66-67).

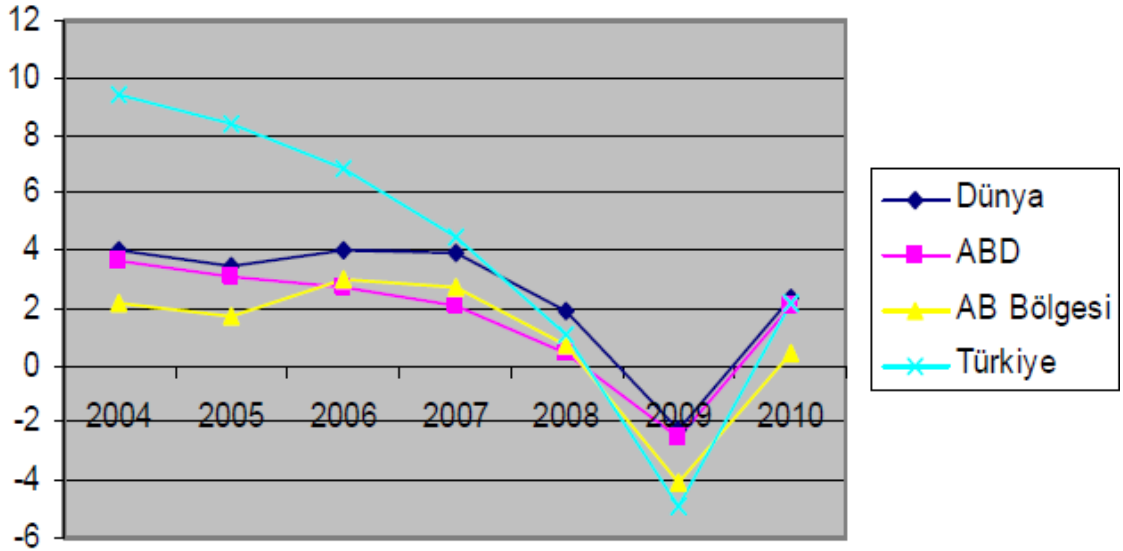
Küresel kriz küresel finans sisteminin üzerinden silindir gibi geçmiş, çok sayıda finansal kurum iflas etmiş ve kalanlar da büyük zararlarla karşılaşmıştır. Bunun sonucunda yükselen piyasalara 2007 yılında 888 milyar dolar net sermaye girişi olurken, 2008 yılında 392 milyar dolar olmuştur. Türkiye'nin de içinde bulunduğu yükselen piyasalarda banka ve şirketlerin dış kaynak kullanımını azalınca yatırımların da azalması kaçınılmaz oluyor. Türkiye'de 2007 yılında 31,5 milyar dolar net dış borçlanma gerçekleşmişken, 2008 Kasım-2009 Haziran döneminde -13,5 milyar dolarlık net dış borçlanma olmuş. Vadesi gelen kredi ödemeleri ile yeni kredi miktarı arasındaki farkı gösteren net dış borçlanmadaki negatif tutar, yeni kredi alımından daha fazla kredi ödemesi yapılması anlamına geliyor. Dış kredideki azalma yurtiçindeki bankaların şirketler ve tüketicilere açılan kredi miktarını düşürmüştür. Bu durumun nedenleri olarak da belirsizlik ortamında nakit kalınmak istenmesi, kriz nedeniyle şirketlerin riskinin artması ve bankaların yurtdışından alabilecekleri kredinin maliyetinin artması sayılabilir. Böylece şirketlerin küçülmeleri,

daha az üretim yapmaları ve istihdam düşüşü gerçekleşmiş oluyor (Özatay, 2013: 146-147).

Kısa sürede tüm dünyaya yayılan kriz yıkıcı etkilere yol açmış, mali kesimde alınan kapsamlı tedbirler etkili olmadığı gibi reel kesimde oluşan durgunluk artarak devam etmiştir. Ülkelerin ekonomik göstergelerinde de kriz nedeniyle bozulmalar meydana gelmiştir. IMF'nin 2009 yılı için % 1,3'lük dünya ekonomik büyüme tahmini II. Dünya Savaşı sonrası görülen en düşük büyüme rakamı olarak tarihteki yerini almıştır. Gelişmiş ekonomilerin % 3,8 küçüleceği öngörülürken, gelişmekte olan ekonomiler için % 1,6'luk büyüme tahmini yapılmıştır (Hayaloğlu ve Artan, 2011: 139).

En önemli ekonomik göstergelerden biri olan ekonomik büyüme rakamlarının kriz dönemi gerçekleştirmelerinde de büyük düşüşler görülmüştür. Tabloda görüleceği gibi ABD'de başlayan kriz AB bölgesini ve dolayısıyla Türkiye'yi de etkileyerek bütün dünya ekonomisinin küçülmesine neden olmuştur.

**Grafik 1 : Dünya GSYİH Büyümesi**



**Kaynak:** Buluş ve Kabaklarlı, 2010: 12

Gelişmiş ülkelerde başlayan finansal kriz 2008 yılı Kasım ayı itibariyle gelişmekte olan ülkeleri de etkilemeye başlamış, borsalarda büyük düşüşler olmuş, ülke paraları değer kaybetmiş, bu ülkelere olan yabancı sermaye akımları ve banka borçlanmalarında önemli düşüşler gerçekleşmiştir. Merkez bankaları ve düzenleyici kurumlar yüksek kredi artış hızı ve varlık fiyatlarındaki balonlardan kaynaklanan riskleri öngörememiş ve gerekli tedbirleri



alamamışlardır. Finansal piyasalarda kaybolan güvenin tesis edilebilmesi için gelişmiş ülkelerde trilyon dolarlık kurtarma paketleri açıklanmıştır.

Erdönmez'e (2009: 86) göre küresel krize giden süreç Temmuz 2007- Eylül 2008 dönemi ve Eylül 2008 sonrası olmak üzere iki dönemde değerlendirilebilir. Birinci dönemde ABD'de konut kredileri ve hane halkı borçlanmaları ile başlayan sorunlar finansal piyasaların çalkalanmasına neden olmuştur. Hane halkının kredi borçlarının harcanabilir gelirlerine oranı ABD'de 2000-2007 arasında % 98'den % 136'ya, İngiltere'de % 120'den % 180'e, Euro bölgesinde ise % 71'den % 91'e çıkmıştır. 2006 sonrası ucuz kredi döneminin kapanmasıyla ve ev fiyatlarındaki düşüşle birlikte özellikle değişken faizli kredi geri ödemelerinde yaşanan sorunlar küresel krizin tetikleyicisi olmuştur. IMF raporlarına göre o dönemde ABD'de kredi kaynaklı 1,4 trilyon dolarlık zarar tahmin edilmiş olup bu zarar II. Dünya Savaşı sonrası ulaşılan en büyük zarardır.

İkinci süreç ise ABD'nin en büyük yatırım bankası Lehman Brothers'ın iflasıyla 2008 yılı Eylülünde başlamıştır. Bu iflasın ardından iki gün içerisinde 150 milyar dolarlık fonun piyasadan çekilmesi ve FED'in dünya tarihinin en büyük parasal müdahalesi olan piyasalara yapılan 2,5 trilyon dolarlık likidite desteği gerçekleşmiştir. Bu gelişmeler ABD'de yatırım bankacılığının sonu olmuştur. Avrupa bankacılık sistemi de bu dönemde ciddi şekilde etkilenmiştir. ABD ve Avrupa'da hızlı bir kredi daralması yaşanmış ve dünyada birçok finansal merkezde tahvil ve kredi piyasası çökmüştür. Sonuçta global düzeyde finans kurumları iflas etmiş ve finansal kurumlara olan güven çok ciddi darbe almıştır (Erdönmez, 2009: 86).

2008 krizi çıktığında dönemin FED Başkanı Alan Greenspan'e yöneltilen en önemli suçlama faizleri düşürerek mortgage kredi balonunun şişmesine destek vermesiydi. 2008 krizine kadar küresel büyüme ve refah artışının mimarı olarak görülen Greenspan daha sonra krizle birlikte ortaya çıkan sonucu baştan tahmin edemediklerini ve bankaların giriştikleri faaliyetleri tam algılayamadıklarını itiraf etmiştir. Diğer bağımsız kurumlar da aynı çerçevede değerlendiriliyordu. Bankaların denetiminden sorumlu bağımsız kurumlar sadece bankaların durumuyla ilgilenip kriz oluşturabilecek verileri görmezden gelirken, reyting kuruluşları da derin analiz yapmak yerine üstünkörü inceleme yapıyorlardı. Nitekim 2008 krizine yol açan toksik kağıt birikimini tam olarak algılayamamışlardır (Eğilmez, 2010: 91-92).

Bankacılık Düzenleme ve Denetleme Kurumu'nun (BDDK) yayınladığı alışma Tebliğinde ABD konut piyasasında yaşanan krizin sebepleri şu şekilde değerlendirilmiştir: (2008: 45)

1. D şuk faiz döneminde artan risk iştahıyla d şuk gelir grubuna verilen kredilerde özensiz davranılması ve konut kredi yapısının bozulması

2. Değerken faizli konut kredisindeki artış sonucu faizlerin artmasıyla geri ödeme tutarlarında görülen artış

3. Konut fiyatlarında oluşan balon artışların gayrimenkul piyasasındaki durgunlukla birlikte d şuşu ve bu durumun teminat niteliğindeki konut değerlerinin d şuşuyle yüksek zararlar oluşturması

4. Alt gelir grubuna verilen mortgage kredilerinin menkul kıymetleştirilmesi ile sermaye piyasalarının mevcut işleyişinin temelden bozulması

5. Kredi sağlayan kurumların alacaklarını teminat göstererek piyasaya sürdükleri trilyon dolarlık konut tahvili benzeri türev ürünlerin finansal sistem üzerine y k getirmesi

6. Kredi derecelendirme kuruluşlarının piyasa ve yatırımcıları yanlış yönlendirmesi.

1929 büyük dünya krizi uzun yıllar bütün batı dünyasına hakim olan ok şun yaratıcısı olmuştu. Krizden ıkış başladığı sırada II. Dünya Savaşı patlak vermiş ve özellikle Avrupa  lkeleri tam bir yıkıma uğramıştı. Her iki yıkımdan da ıkış Keynes modeliyle gerçekleşmiştir. Ekonomide devletin harcama ve talebe müdahale etmesi gerektiğini, ekonominin arz bölümünün ise piyasa g lerine bırakılmasını  ne s rm ştir. Sonuçta karma bir ekonomik modelle her iki yıkımdan da çıkış yakalanmıştır. Büyük Buhran sonrasında dünyada oluşan krizler sonucunda ekonomiler Keynesyen politikalara sarılmışlardır. Kapitalist sistemde işler iyi giderken piyasa yanlısı tavır alınıp devlet ekonomi dışında tutulmaya çalışılırken, işler bozulunca devletin müdahale etmesi beklenmektedir. 2007 yılında piyasa ekonomisi küresel sistemde tahta oturmuş, maliye politikaları nötr hale gelmiş ve para politikaları da yalnızca fiyat istikrarına odaklanılmıştı. Ancak 2008 krizi ile birlikte gelişmiş ülkelerde piyasalara yönelik devlet müdahaleleri gerçekleşmiştir (Eğilmez, 2010: 103-105).

Olağandışı bir dönemden geçildiği için gelişmiş ülkeler başta olmak üzere çoğu ülke olağandışı tepkiler vermekteydi. Özellikle gelişmiş ülkelerde ekonomik birimler normal zamanlarda mümkün olmayacak adımlar atmaktaydı. Merkez bankaları tıkanan kredi piyasalarını çalıştırmaya çalışırken sisteme büyük miktarda para aktarıyordu. Finansal kurumların bir kısmına devlet eliyle sermaye desteği veriliyor, özel bankaların bir kısmı da devletleştiriliyordu. Devlet harcamaları artırılıp, vergi indirimlerine gidilerek maliye politikalarında önemli bir gevşeme gerçekleştiriliyordu. IMF bile alışlagelen tavrı dışına çıkararak krize karşı talebi arttırıcı maliye politikalarının yanında yer almaktaydı. 2 Nisan 2009'da G-20 ülkeleri IMF'nin kredi imkanının üç katına yani 750 milyar dolara çıkarılmasına karar vermiştir (Özatay, 2013: 156-157).

Kriz sonrası müdahalelerde banka bilançolarının yapılandırılması esas alınmıştır. Bankalara kaynak temininde sıkıntı yaşamamaları için mevduat ve bankalar arası borçlanmalara garanti verilmiştir. Merkez bankaları da dünya genelinde faiz indirimlerine gitmişlerdir. Ayrıca denetleyici ve düzenleyici uygulamaların gözden geçirilmesi de Eylül 2009'da düzenlenen G-20 zirvesinde gündeme gelmiştir. Krizin dünya geneline yayılmasına sebep olan ABD, Almanya, İngiltere, Japonya gibi ülkeler ise yüksek miktarlarda kurtarma paketleri yayınlamışlardır (Buluş ve Kabaklarlı, 2010: 15).

**Tablo 1 : 2009 İtibariyle Kurtarma Paketlerinin Maliyetleri**

Ülkeler	Sermaye Enjeksiyonu	Garantiler	Toplam Önerilen paket Tutarı	GSYİH'nın Yüzdesi
<b>ABD</b>	250 milyar dolar		700 milyar dolar+ 787 milyar dolar	10,1
<b>Almanya</b>	70 milyar euro	412 milyar euro	492 milyar euro	19,8
<b>Fransa</b>	40 milyar euro	320 milyar euro	360 milyar euro	19,0
<b>İtalya</b>			40 milyar euro	2,6
<b>İngiltere</b>	50 milyar euro	250 bin sterlin	400 milyar sterlin	28,6

**Kaynak:** Buluş ve Kabaklarlı, 2010: 15

Küresel krizde Türkiye en çok etkilenen ülkeler arasında yer almıştır. Türkiye ekonomisinde 2009 ilk çeyreğinde % 14,3 'lük küçülme gerçekleşmiş, işsizlik oranları da

2008 Mayıs ile 2009 Mayıs arasında % 4,4 artmıştır. Tüm bu olumsuz gelişmeler Türkiye'nin 1994, 1998 ve 2001'e kıyasla çok daha az kırılğan olmasına karşın gerçekleşmiştir. 2008 yılına gelindiğinde Türkiye'de faizler ve enflasyon çok daha düşük seviyelerde, kamu borcu hem daha uzun vadeli hem de TL cinsinden, bankacılık sektöründe de sermaye güçlendirilmiş ve denetim sıkılaştırılmıştı. Bütün olarak bakıldığında ithal edilen enerji fiyatlarından kaynaklanan cari açık dışında ekonomisi kırılğan olmayan Türkiye'de hem daha önceki krizlere oranla küçülme ve işsizlik oranlarında artış yaşanmıştır (Özatay, 2013: 138-139).

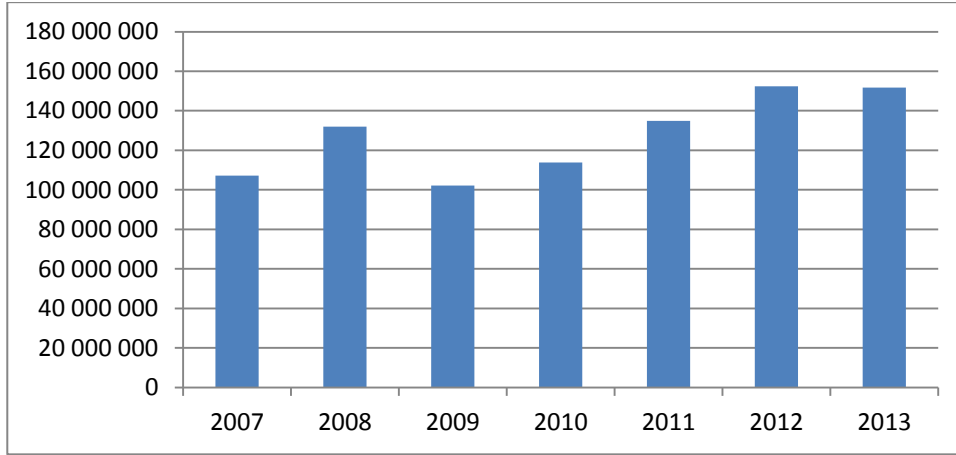
Türkiye'nin 2001 yılında yaşadığı büyük ekonomik kriz ile 2008 küresel krizi resmi rezervler, gösterge faiz ve döviz kuru gibi bazı göstergeler üzerinden ele alındığında şu verilere ulaşılmaktadır:

- 2001 krizinde merkez bankası rezervinde %43'lük azalma yaşanırken, 2008-2009 arasında % 20'lik rezerv kaybı yaşanıyor.
- Hazine tahvillerinin ikinci el piyasasındaki gösterge faiz Mart 2001 yılında % 181,6 iken Ekim 2008'de %26,2 düzeyinde seyrediyor.
- Dolar ile Eurodan oluşan kur sepetinde 2001 yılında sekiz aylık süreçte % 138,8 artış gerçekleşirken, 2008 başından Mart 2009 kadar olan aralıkta % 41,7 artış olmuştur.

Dolayısıyla 2008 krizinde Türkiye'de faiz ve kurdaki yükselme ile merkez bankasının rezervlerindeki azalma 2001 krizine oranla çok daha ılımlı olmuştur. Öyleyse 2008 krizinin etkileri başka nedenlerle açıklanmalıdır (Özatay, 2013: 140-142).

Türkiye Ekonomi Politikaları Araştırma Vakfı'nın (TEPAV) küresel krizin Türkiye'ye olası etkilerinin incelendiği çalışmasında Türkiye'de yakın geçmişte bankacılık sisteminde yapılan yasal düzenlemeler sayesinde kriz döneminin daha sağlam bir yapı ile karşılandığı belirtilmiştir. Türkiye'de yaşanan 2001 krizi ve sonrası alınan önlemler, küresel kriz döneminde yapısal sorun gözlenmemesine yardımcı olmuştur (2008: 4).

**Grafik 2: 2007-2013 Türkiye'nin ihracat verileri**



**Kaynak:** TÜİK

Türkiye'nin küresel krizden etkilenme kanallarından biri ihraç edilen mallara olan dış talebin büyük oranda düşüşü olmuştur. Küresel düzeyde ekonomilerin küçülmesiyle gelir düzeyinin düşmesi talebi düşürmüştür ve bu da özellikle yatırım malları ve dayanıklı tüketim mallarına olan talebi daha çok etkilemiştir. Böylece ihracata dayalı sektörlerde üretim düşmüş ve işçi çıkarmalar olmuştur. Yıllık ihracatımız Eylül 2008'de 132,5 milyar dolar iken, Temmuz 2009'da 101 milyar dolara düşmüştür (Özatay, 2013: 144-145).

Özatay (161) eski krizlere oranla Türkiye'nin küresel krizden daha fazla etkilenmesini birkaç nedenle açıklamaktadır. Birincisi ihracatın Türkiye ekonomisi için artan önemidir. Verili yıllardaki ihracatın milli gelire oranına bakıldığında ihracatın artan önemi belli olmaktadır. 1993'te %6,6 , 1998'de %10,1 , 2000'de 10,4 , ve 2007'de % 16,6 düzeyinde ihracat gerçekleşmiştir. Bu durumda dış talepte küresel kriz nedeniyle oluşan daralma milli geliri eskiye kıyasla daha olumsuz etkilemiştir. İkinci neden ise yapısal bir sorun olan yurtiçi tasarruf oranının düşük olmasıdır. Daha fazla yatırım yapılabilmesi için böyle bir durumda başkalarının tasarruflarına ihtiyaç duyulmaktadır. Küresel finans sisteminin neredeyse iflasıyla yurtdışından aktarılabilecek kaynak kalmamıştır (2013: 161-162).

Tablo-2'de kriz döneminde (2008-2010/1) Türkiye'nin makroekonomik göstergeleri sunulmuştur.

**Tablo 2: Kriz dönemi Türkiye'nin makroekonomik göstergeleri**

Dönem	Reel GDP Büyüme Oranı (%)	Kapasite Kul. Oranı (%)	Sanayi Üretim Endeksi	İmalat Sanayi Üretim Endeksi	Reel Kesim Güven Endeksi	Tüketici Güven Endeksi	İşsizlik Oranı (%)	İhracat (Milyon \$)	İthalat (Milyon \$)	Enflasyon Oranı (%)
2008-1	-6,2	80,3	115,1	113,9	104,6	87,2	11,5	35183	-47320	2,8
2008-2	3,2	82,1	121,7	121,7	100,7	75,5	9,5	37671	-54418	3,7
2008-3	11,0	78,7	115,5	112,4	92,0	79,2	10,3	38990	-55171	0,8
2008-4	-13,5	71,4	104,8	102,9	58,7	71,0	12,6	28956	-36912	3,3
2009-1	-13,7	64,1	89,8	85,9	63,3	73,4	15,8	26130	-27396	0,4
2009-2	11,3	70,0	102,9	101,0	93,8	83,1	13,8	25293	-32102	1,1
2009-3	16,8	70,7	106,2	102,2	98,8	81,9	13,2	27220	-36645	0,5
2009-4	-5,5	70,7	114,4	112,8	92,5	79,2	13,2	31017	-38411	3,6
2010-1	-	-	99,6	96,5	106,0	81,9	14,5	28080	-36524	3,8

**Kaynak:** Ertuğrul ve diğ.,2009: 63

## 2.2. Yeni Politika İhtiyacı

Küresel kriz döneminde uygulanan para politikalarının iki açıdan değerlendirilmesi mümkündür. Birincisi krizin ortaya çıktığı ülkelerdeki iflasları ve bilanço bozukluklarını önleme amaçlı para ve maliye politikaları, ikincisi ise bu politikalar nedeniyle oluşan likidite genişlemesinin gelişmekte olan ülkelere önlenmeye çalışıldığı para politikalarıdır.

Smaghi'ye (2009: 2) göre anormal dönemlerde geleneksel para politikalarının işlevsel olmamasının iki sebebi bulunmaktadır. Birincisi politika faiz oranının sıfır düzeylerinde olmasından dolayı bu aracın kullanılmasının mümkün olmamasıdır. İkincisi ise geleneksel olmayan para politikalarının parasal aktarım mekanizmaları ciddi boyutta zarar görse bile faiz oranları sıfıra düşmesi durumunda kullanılabilir olmasıdır.

Trichet'e (2013: 230) göre merkez bankalarınca geleneksel olmayan para politikalarının bir standartı bulunmamakta olup her bir ülkenin ekonomik yapısına göre değişmektedir. Kredi desteği, kredi genişlemesi, miktar genişlemesi, döviz kuru ve menkul kıymet piyasalarına müdahale gibi araçlar kullanılmaktadır. Bu araçlar finans sektörünü

desteklemek ve finansal kriz nedeniyle reel ekonomiye zararlarını önlemek için kullanılmaktadır.

Özatay'a (2012: 2) göre finansal kriz fiyat istikrarına rağmen oluştu. 1990'ların sonlarından itibaren gelişmiş ve gelişmekte olan birçok ülkede enflasyon çok düşük düzeylere indi. Ancak finansal kriz dünyada fiyat istikrarı sağlanmışken meydana geldi ve fiyat istikrarının finansal istikrarı otomatik olarak sağlamadığı ortaya çıktı. Böylece kriz öncesi fiyat istikrarına dayalı para politikasının finansal istikrarı da gözetecek şekilde oluşturulması gerekliliği meydana geldi.

Aşağıda Tablo-3'te ülke gruplarına göre enflasyon rakamları sunulmuştur.

**Tablo 3 : Ülke gruplarına göre tüketici enflasyonu**

	1980-84	1985-89	90-94	95-99	2000-2007
Dünya	15.4	17.1	28.4	8.1	3.9
Gelişmiş ülkeler	8.8	3.9	3.8	2.0	2.1
Euro Bölgesi*			3.2	1.6	2.2
G7 ülkeleri	7.8	3.2	3.4	1.8	2.0
Yeni sanayileşen Asya ülkeleri	9.8	3.4	6.2	3.4	1.8
G7 ve Euro Bölgesi dışında kalan gelişmiş ülkeler	14.6	7.9	5.0	3.0	2.0
Avrupa Birliği	11.3	6.8	13.3	4.9	2.5
Yükselen ve gelişen ülkeler	32.4	54.2	94.2	19.8	6.7

**Kaynak:** Özatay, 2012: 2

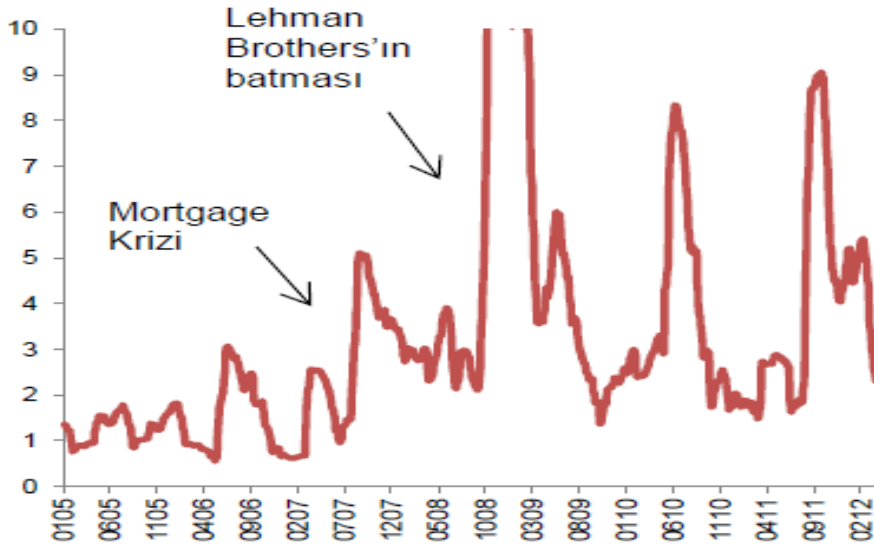
Vural'a (2013: 21) göre krizin ilk döneminde geleneksel politikaların çalıştığı düşünülerek merkez bankaları piyasaya likidite enjekte etmiştir. Ancak krizin derinleşmesi ile piyasadaki likiditenin tümü çekilmiş ve güven kaybı oluşmuştur. Böylece faiz oranlarını düşürerek gevşek para politikası uygulamasının parasal aktarım mekanizmasının ciddi hasar gördüğü dönemlerde etkili olmadığı görülmüştür. Bu olağan dışı durum, geleneksel olmayan para politikalarını zorunlu hale getirmiştir.

Kara'ya göre merkez bankalarının fiyat istikrarına odaklanırken finansal sistemde biriken riskleri ve varlık fiyatlarındaki şişkinlikleri göz ardı etmesi krizden çıkarılması gereken önemli derslerden biridir. G-20 gibi uluslararası platformlarda merkez bankalarının finansal istikrara daha fazla önem vermeleri gerektiği görüşü genel kabul

görmeye başlamıştır. Finansal krizlerin önlenmesi için de makro politikaların kullanılmasına önem verilmesi konusu ağırlık kazanmıştır (2012: 2).

Gelişmiş ülkelerde kamu ve bankacılık sistemi bilançolarındaki iyileşmenin tam olarak sağlanamamasının merkez bankacılığının sınırlarını zorladığı ifade edilmiştir. Ayrıca gelişmiş ülkelerdeki niceliksel genişleme sonucu oluşan kısa vadeli likidite bolluğunun finansal sistemde kırılganlıklar oluşturduğu ve sermaye akımlarında ciddi oynaklıklara neden olduğu belirtilmiştir. Küresel risk iştahı göstergelerindeki oynaklıklardan da görüleceği gibi (Grafik-3) mortgage krizi ve Lehman Brothers'ın batışı belirsizlikte ciddi artışlara neden olmuştur. Sermaye akımlarındaki belirsizlik ve oynaklık geliştirmekte olan ülkelerin geleneksel politikalarla finansal istikrarı sağlamakta yeterli olmadığı ve küresel şoklara hızlı tepki verebilecek daha esnek politikaların gündeme gelmesine sebep olmuştur (Kara, 2012: 2).

**Grafik 3 : Küresel Risk İştahındaki Oynaklık**

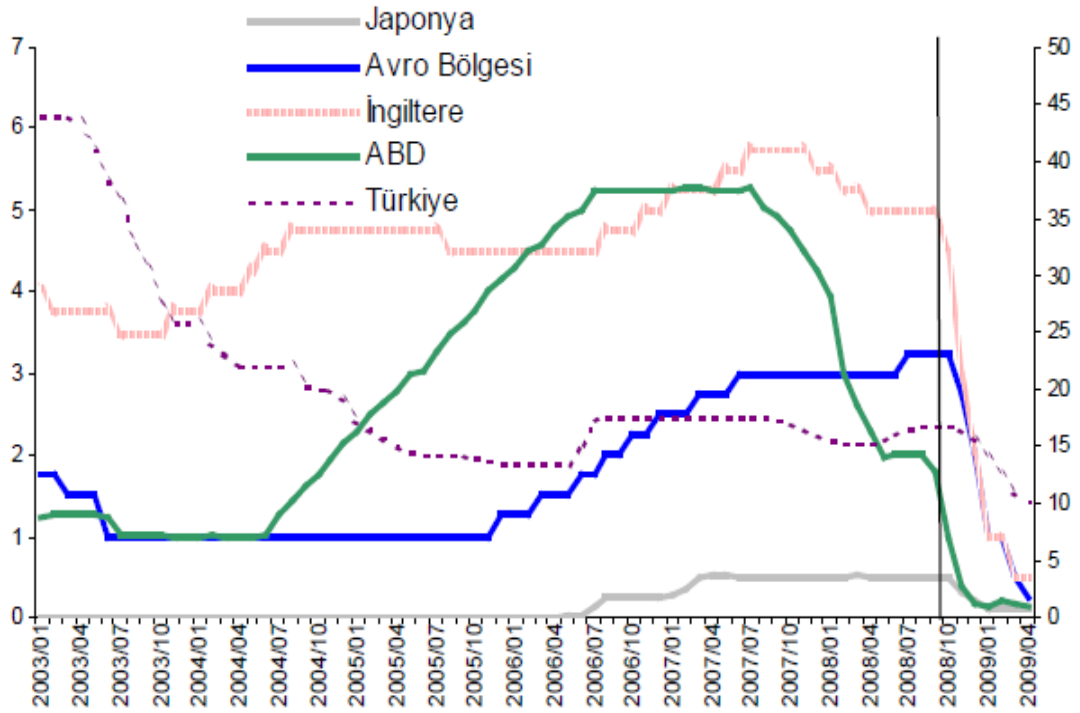


**Kaynak:** Kara, 2012: 3

Özdemir'e göre kriz sonrası gelişmiş ülkelerin para otoriteleri faiz oranlarını düşürebilecekleri en alt sınıra kadar düşürmüşlerdir. (Bakınız:Grafik-4) Bu nedenle faiz oranları artık bir politika aracı olmaktan çıkmıştır. Ancak faiz oranlarındaki bu düşük seviye bile ekonomilerin canlanması için yeterli olmamıştır (2009: 29).



**Grafik 4 : Politika Faiz Oranları**



**Kaynak:** Özdemir, 2009: 30

Geleneksel olmayan para politikası yöntemleri aslında faiz oranlarının etkinliğini kaybettiği durumlarda gündeme gelmektedir. Bu yöntemlerin temelinde para otoritelerinin menkul kıymet karşılığında piyasalara yüklü miktarda para vermesi bulunmaktadır. Geleneksel olarak açık piyasa işlemlerinde kullanılan menkul kıymetlerin haricinde ticari bonolar, uzun vadeli devlet kağıtları, hisse senetleri gibi daha riskli varlıklar da geleneksel olmayan politikalarda kullanılabilir. Burada amaç güvensizliğin arttığı dönemlerde para ve kredi piyasalarında oluşan istikrarsızlığın para arzı ile önlenmeye çalışılmasıdır (Özdemir, 2009: 29).

Birçok merkez bankası finansal piyasalarda yaşanan aksaklıkların ardından uygulanacak para politikaları konusunda ikilem yaşamıştır. Finansal piyasalarda kredi koşullarının iyileştirilmesi için faiz oranlarının düşürülmesi gerekirken, enflasyonla mücadele için faiz oranlarının yükseltilmesi gerekmiştir. Bu nedenle merkez bankaları kriz döneminde müdahale etmede gecikmişlerdir. Bu gecikmenin yanında yüksek düzeyde faiz indirimleri de belli bir noktadan sonra etkili olmamaya başlamış ve açık piyasa işlemleri gibi araçlarla para politikasının yönetimi çözüm getirememiştir. Sonuçta merkez bankaları

standart uygulamaların dışına çıkarak finansal piyasaları fonlamaya başlamışlardır (Tokucu, 2010: 40-41).

Başçı ve Kara'ya (2011: 11-12) göre finansal istikrarın göz ardı edilmesinin orta ve uzun vadede makroekonomik istikrarı ve fiyat istikrarını tehdit edebileceği hususu, krizden çıkarılabilecek önemli derslerden biridir. Fiyat istikrarı ile finansal istikrarı dengede tutacak faiz oranı her zaman aynı olmayacağından merkez bankalarının tek bir araçla birden fazla değişkeni kontrol etmesi mümkün olmamaktadır. Hızlı büyüme döneminde enflasyonun kontrol altında tutulabilmesi için düşük faiz oranlarının yeterli olmasına rağmen bu dönemde finansal risklerin birikmesinin engellenememesi bu olguya örnek teşkil etmektedir. Fiyat istikrarı ile finansal istikrarın gerektirdiği faiz oranı farklılığı gelişmekte olan ülkelerde daha yüksek olabilmektedir. Bunun nedeni olarak da küresel büyüme dönemlerinde risk iştahındaki artışla birlikte gelişmekte olan ülkelere yönelik sermaye akımlarının finansal istikrarı bozabilecek riskleri barındırması görülebilir. Sermaye akımının yavaşlatılması için kısa vadeli faiz oranlarının düşük tutulması gerekmekte olup, bununla birlikte faiz oranlarının uzun süre düşük düzeylerde seyretmesi büyümeyi hızlandırıp iç talep vasıtasıyla fiyat istikrarını tehdit edebilmektedir. Bu yüzden dış dengeyi sağlayan faiz oranı ile iç dengeyi sağlayan faiz oranı belirgin ölçüde farklılaşıp birden fazla politika aracının devrede olduğu yeni bir politika oluşturulmaktadır.

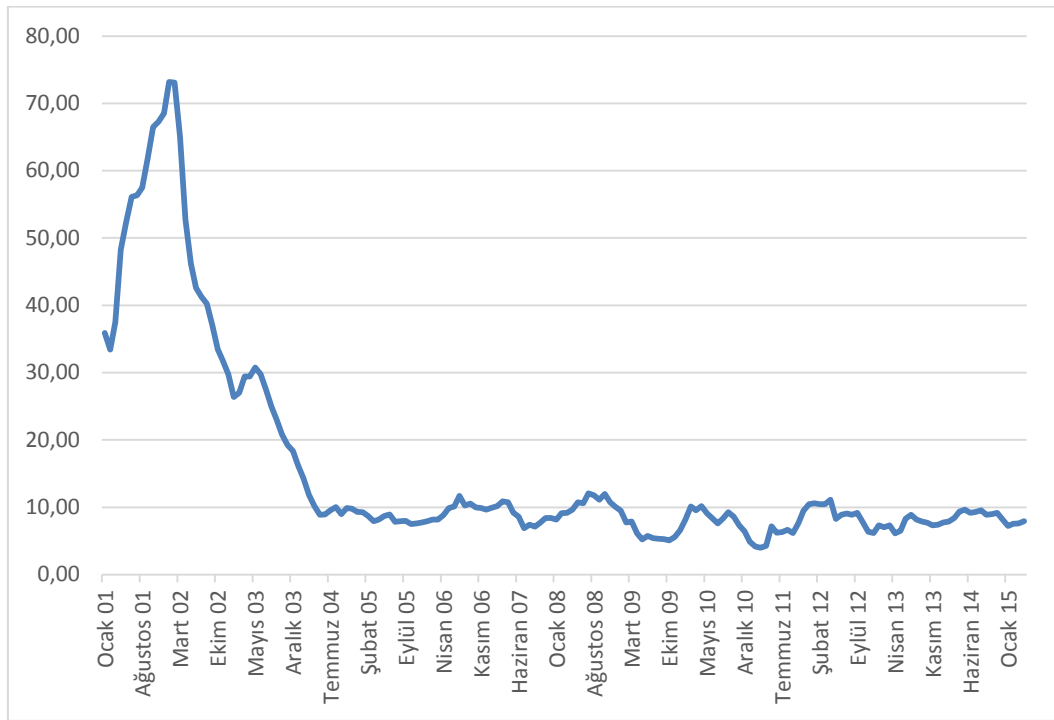
Gelişmiş ülke merkez bankalarının parasal genişlemeye gitmeleri ve bunu 2011 ve 2012'de de arttırarak sürdürmesi, Türkiye gibi yüksek getiri sağlayan ülkelere bol miktarda para gelmesine neden oldu. Ancak gelen paranın kısa vadeli oluşu başka sorunlara yol açmaktaydı. Kısa vadeli yabancı fon girişi hızlı kredi genişlemesine neden olmaktaydı. Ancak çok hızlı kredi genişlemesi küresel krizin oluşmasındaki önemli nedenlerden biriydi. Ülkeye bol döviz girişi ile birlikte lira reel olarak değerlendiriliyor. Döviz kuru enflasyondan daha az artıyor ve cari işlemler açığı da yükseliyor. Bunun nedeni liranın reel olarak değerlendirilmesiyle yurtdışına satılan malların yabancılar açısından daha pahalı hale gelmesi, tersine yurtdışından alınan malların da ucuzlaması ve dolayısıyla ihracatın azalıp ithalatın artmasıdır. Ayrıca Türkiye'de özellikle şirketlerin döviz cinsinden borcu döviz cinsinden alacağından yüksek olması açık döviz pozisyonuna neden olmaktadır. Böylece önemli bir risk oluşmaktadır. Kısa vadeli sermayenin aniden geri dönüşü ile döviz kurunda artış ve ekonomide küçülme yaşanabilmektedir. Böylece 2010 yılı itibariyle hızlı kredi

genişlemesini frenlemeyi amaçlayan yeni politika uygulanmaya başlandı (Özatay, 2013: 197-198).

### 2.3. TCMB Uygulamaları

Ana hedefi fiyat istikrarı olarak belirlenen TCMB'nin, özellikle Türkiye'de yaşanan 2001 krizi sonrası kanun değişikliği ve enflasyon hedeflemesi rejimi ile birlikte 1990'lı yıllarda yaşanan yüksek enflasyon sürecinin sonlanmasında başarılı olduğu görülmektedir. Grafik-5'te de görüldüğü gibi 2000'li yılların başında % 70'lerde seyreden enflasyon, sonraki yıllarda tek haneli rakamlara gerilemiştir. Ancak bu düşüşten sonra enflasyonda 2006-2013 dönemi içerisinde 2009 ve 2010 yılları haricinde belirlenen hedeflere ulaşamamış, hatta bazı yıllarda tekrar çift hanelere yükselerek fiyat istikrarı açısından belli bir düzeyin altına inilemediği görülmektedir.

**Grafik 5: 2000 Yılı Sonrası TÜFE**



**Kaynak:** TCMB

2008 yılında ABD'de başlayan küresel kriz sürecinde merkez bankalarının fiyat istikrarının yanında finansal kırılganlıkları önleyecek şekilde finansal istikrarı da kapsayacak ölçüde gerekli tedbirleri almaları gündeme gelmiştir. TCMB kriz süreci ve

sonrasında aldığı önlemler ve modern diye adlandırdığımız para politikası araçlar ile etkisi halen devam etmekte olan uygulamaları yürürlüğe koymuştur.

TCMB kriz döneminde küresel belirsizliğin giderilmesine dönük olarak ana hatlarıyla döviz piyasaları ve bankacılık sistemi döviz likiditesine yönelik ve Türk Lirası piyasalarına yönelik tedbirler almıştır.

2010 yılı itibariyle küresel ekonomideki toparlanma ile beraber kriz sırasında alınan likidite önlemlerinin geri alındığı çıkış stratejileri gündeme gelmiştir. TCMB bu kapsamda piyasadaki likiditenin kademeli olarak azaltılmasına dönük hamleler yapmıştır. 2010 yılında yayımlanan Para Politikası Çıkış Stratejisi ile hem döviz piyasasında hem de Türk Lirası piyasasında kriz dönemine özgü tedbirler para politikasının normalleştirilmesi amacıyla tedricen geri alınmıştır.

Fiyat istikrarının nispeten yakalandığı 2009-2012 döneminde ülkemizde krizin etkilerinden söz ederken finansal istikrar kavramı ön plana geçmiştir. Küresel düzeyde de kriz sonrası araştırmalarda fiyat istikrarına rağmen finansal piyasalarda ve kurumlarda yıkıcı etkinin yaşanmasıyla birlikte merkez bankalarının amaçları ve uygulamaları tartışılmalıdır.

Fiyat istikrarı kadar açık tanımı yapılamayan ancak finansal kaousun yaşanmadığı bir ortam olarak ifade edilebilecek finansal istikrar ile gelişmiş ve gelişmekte olan ülkeler açısından farklı yaklaşımlar getirilebilir. Daha çok krizin oluşturduğu tahribatın ortadan kaldırılması ve ekonomik canlanmanın sağlanmasının hedeflendiği gelişmiş ülkelerde miktarsal ve kredi genişlemeleri gibi piyasadaki likiditeyi arttırıcı önlemler alınmıştır.

Gelişmekte olan ekonomilerde ise ekonomik büyümenin yanı sıra kısa vadeli sermaye akımları ve kredi büyümelerindeki hızlı artış tedbir alınması gereken alanlar olarak görülmüştür. Bu açıdan TCMB tarafından da finansal istikrar amacına yönelik politik adımlar atılmıştır.

Fiyat istikrarından taviz verilmeden finansal istikrarın sağlanabilmesi amacına yönelik olarak politika faizine ek olarak likidite yönetimi, faiz koridoru, zorunlu karşılıklar ve rezerv opsiyon mekanizması araçları kullanılarak yeni politika karması oluşturulmuştur.

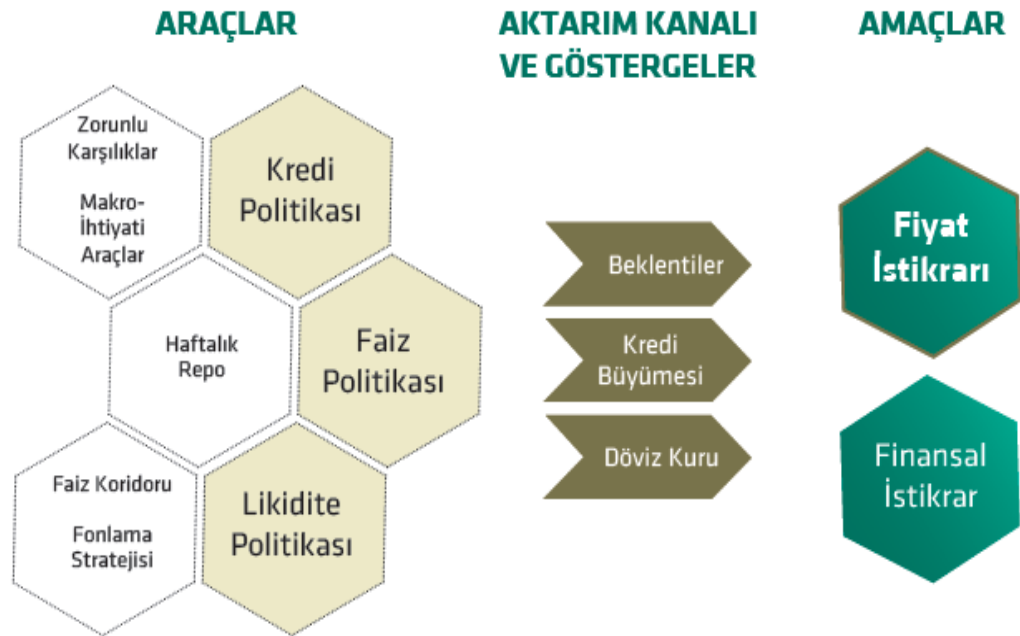
Şekil 2 : TCMB'nin Eski ve Yeni Para Politikası Görünümü

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

**Kaynak:** TCMB, 2013: 12

TCMB'nin politika karmasında en dikkat çekici araçlar faiz koridoru ve rezerv opsiyon mekanizması uygulamalarıdır. TCMB'nin resmi yayın ve çalışma tebliğlerinde bu yeni uygulamaların kendine özgü yapısının olduğu sıklıkla vurgulanmıştır.

Şekil 2 : TCMB'nin Yeni Para Politikası Çerçevesi



**Kaynak:** TCMB, 2012: 3

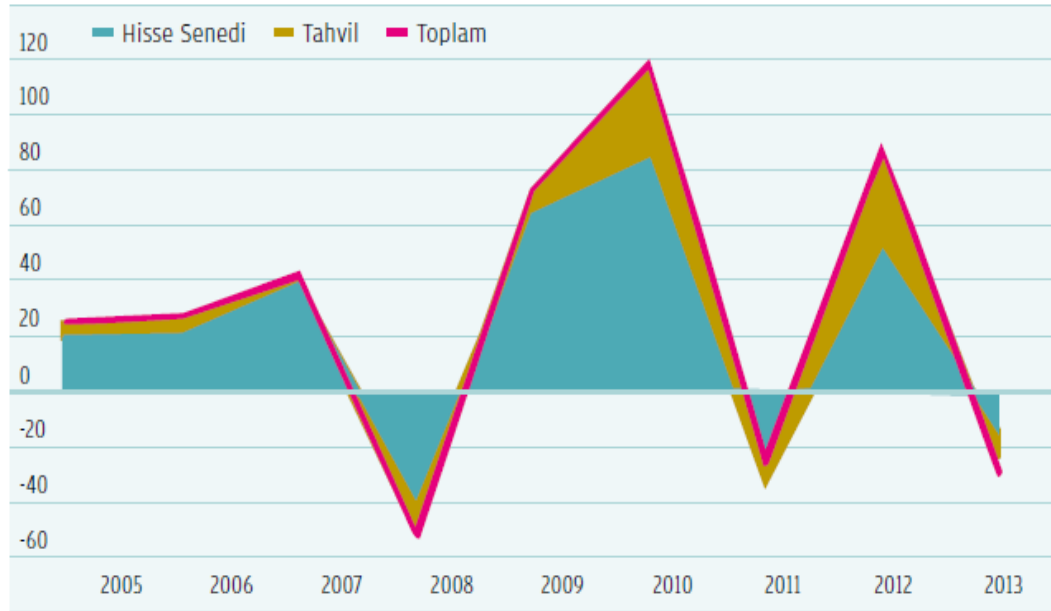
Yeni para politikası kapsamında Şekil-2'de görüldüğü üzere belirlenen amaçlara hangi araçlar ve aktarım kanalları ile ulaşılabileceği hususunda kamuoyu da bilgilendirilmiştir. Buradaki kritik nokta finansal istikrardan kastedilenin kredi büyümesi ve döviz kurundaki gelişmeler

olduğudur. Geleneksel para politikası araçlarının yanında yürürlüğe konulan modern para politikası araçları ile kredi büyümesi ve döviz kurundaki istenmeyen oynaklıklar giderilmeye çalışılmaktadır.

Başçı ve Kara'ya göre 2010 yılının son çeyreği ile birlikte güçlü sermaye girişleri hem cari dengede hem de kredi genişlemede önlem alma gereğini artırmıştır. Bu aşamada TCMB bir yandan kısa vadeli faizleri düşük tutarak sermaye girişlerini caydırmayı hedeflemiş, bir yandan da zorunlu karşılık oranlarını artırarak kredi büyüme hızını yavaşlatmayı amaçlamıştır. (2011: 13)

**Grafik 6: Gelişmekte olan Ükelere Sermaye Akımları**

(Milyar,\$)



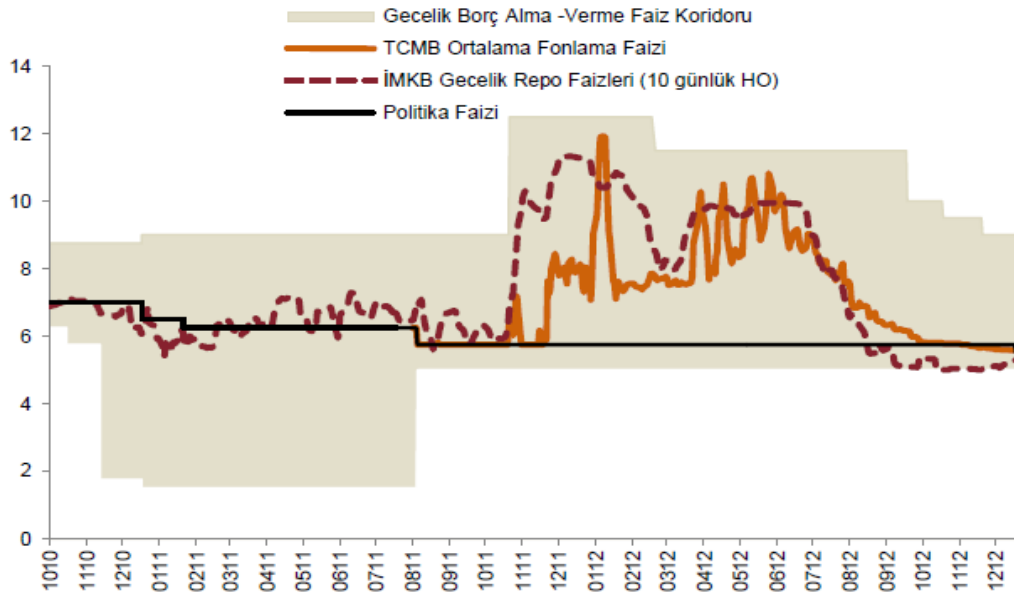
**Kaynak:** TCMB, 2014: 4

Grafik-6'da görüldüğü gibi, küresel krizin en derin olduğu dönemde ABD Merkez Bankası (FED) tarafından uygulamaya konan 1. Miktersal Genişleme Programı ile gelişmekte olan ülkelere 40 milyar doların üzerinde sermaye çıkışı olurken, finans piyasalarının kriz dönemine nispeten sağlıklı işlediği süreçte uygulanan 2. ve 3. Miktersal Genişleme Programları ile gelişmekte olan ülkelere büyük çoğunluğu hisse senedi alımı olmak üzere 100 milyar doların üzerinde sermaye akımı olmuştur (TCMB, 2014: 3).

Sonuçta gelişmiş ülkelerde faiz oranlarının sıfır düzeylerine düşmesi nedeniyle küresel sermayenin daha yüksek faizli gelişmekte olan ülkelere yönelmesi bu ülkelerin para birimlerinin değerlenmesine yol açmıştır.

TCMB 2013 yılı Para ve Kur Politikası metninde faiz koridorunun geleneksel enflasyon hedeflemesi uygulayan birçok merkez bankası tarafından kullanıldığı ancak kendi başına bir araç olmaktan ziyade piyasa faizlerinin politika faizinden belirgin şekilde sapmasının engellenmesi amacıyla kullanıldığı ifade edilmiştir. TCMB ise faiz koridorunu aktif bir araç olarak kullanmıştır. Genelde politika faizinin etrafında simetrik ve dar bir bant olarak tanımlanan faiz koridorunu TCMB asimetrik bir şekilde oluşturmuştur. Böylece hem kısa vadeli sermaye hareketlerindeki oynaklığa karşı daha hızlı ve esnek tepki verilebilmesini sağlamak hem de kredi büyümesi üzerinde etkili bir araç olarak kullanılmak istenmiştir (2012: 4-5).

**Grafik 7 : Faiz Koridoru**



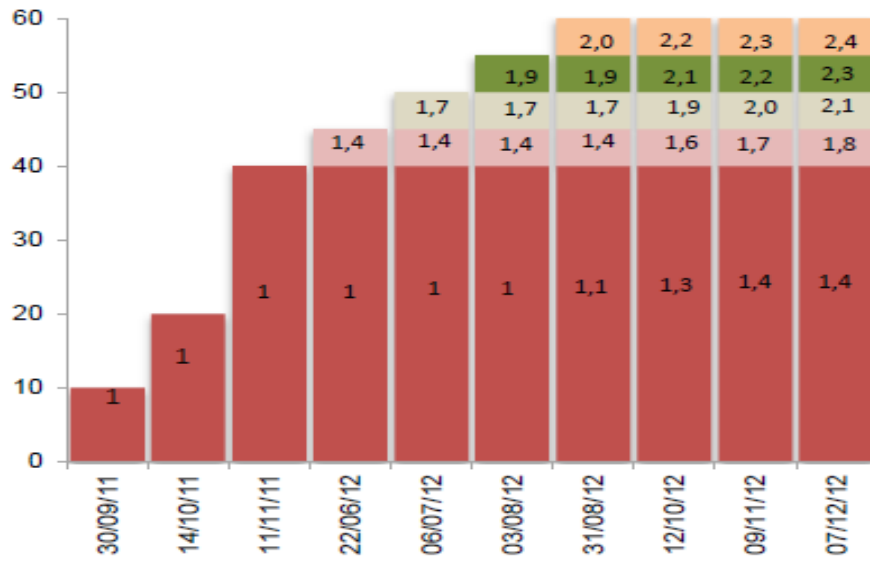
**Kaynak:** TCMB, 2012: 6

TCMB Grafik-7'de görüleceği gibi politika faiz oranını 2010 yılından beri kademeli olarak % 7'den % 5,75'e düşürmüş, ayrıca Kasım 2010'da borç alma faizi % 5,75'ten % 1,75'e indirilerek faiz koridorunu da aşağı yönlü genişletmiştir. Bu şekilde kısa vadeli faizlerin oynak seyretmesine izin verilerek Türk Lirasındaki aşırı değerlenmenin giderilmesi hedeflenmiştir.

TCMB'nin zorunlu karşılıklar kapsamında geliştirmiş olduğu yeni bir araç olan rezerv opsiyon mekanizması bankaların Türk Lirası zorunlu karşılıklarının bir kısmını altın ve yabancı para cinsinden tesis edebilmelerine imkan tanıyan bir uygulamadır.

Alper ve diğerleri ROM'un "sermaye akımlarındaki değişimlere bağlı olarak döviz arz ve talebi arasında oluşabilecek dengesizliklerin azaltılmasını ve bu yolla sermaye akımlarındaki aşırı oynaklığın yurt içi piyasalar üzerinde oluşturduğu olumsuz etkilerin giderilmesini" amaçladığını ifade etmiştir. (2012: 7)

**Grafik 8: Döviz Rezerv Opsiyon Katsayıları (ROK)**



**Kaynak:** TCMB, 2012: 13

Birim TL zorunlu karşılık başına tesis edilebilecek döviz veya altını belirleyen katsayılar olan ROK (Rezerv Opsiyonu Katsayısı)'un değiştirilmesi TL ve döviz likiditesini etkilemektedir. Grafik-8'de görüldüğü gibi Eylül 2011'de %10 olarak belirlenen oran kademeli olarak Ağustos 2012'de %60'a çıkarılmış ve yüzdeler dilimlere farklı ROK uygulanmıştır.

Son olarak ABD'de krizin başlangıcı ve alınan önlemler ile Türkiye'deki uygulamaları kronolojik sırayla gösteren Tablo-4 ile kriz döneminde ABD ve dünyadaki gelişmeler ile Türkiye'deki gelişmeler özet halinde sunulmuştur.



**Tablo 4: Kriz Dönemi Gelişmeleri**

<b>Tarih</b>	<b>Kriz Döneminde ABD ve Dünya'daki Gelişmeler</b>	<b>Kriz Döneminde Türkiye'deki Gelişmeler</b>
07.09.2008	Fannie Mae and Freddie Mac'in ABD hükümeti tarafından kurtarılması	
15.09.2008	Lehman Brothers'ın iflası	
02.10.2008	Kurtarma paketinin ABD Senatosu tarafından onaylanması	
25.11.2008	FED 1. Miktersal Genişleme Programı	
14.04.2010		TCMB'nin Para Politikası Çıkış Stratejisini uygulamaya başlaması
18.05.2010		Bir hafta vadeli repo oranının politika faizi oranı olmasına karar verilmesi
03.11.2010	FED 2. Miktersal Genişleme Programı	
01.12.2010		Faiz koridoru uygulamasına başlanması
17.12.2010		TL zorunlu karşılıkların vade yapısına göre farklılaştırılması
05.01.2011	Avrupa Finansal İstikrar Mekanizmasının kurulması	
12.09.2011		Rezerv Opsiyon Mekanizmasının kullanılmaya başlanması
13.09.2012	FED 3. Miktersal Genişleme Programı	

**Kaynak:** Vural (2013) 'ın çalışmasından derlenmiştir

## ÜÇÜNCÜ BÖLÜM

### 3. GELENEKSEL VE YENİ PARA POLİTİKASI ARAÇLARI

#### 3.1. Geleneksel Para Politikası Araçları

Ekonomik gelişmeler ile para politikalarındaki teorik düzeydeki değişimler para politikasının amaçlarında olduğu gibi bu amaçlara yönelik kullanılan araçlarda da önemli değişiklikler yaşanmasına neden olmuştur. İşsizliğin temel sorun olarak ele alındığı dönemlerde daha çok genişletici para politikaları uygulanırken, 1960 ve 1970’li yıllar itibariyle enflasyonun sorun olarak ortaya çıkmasıyla parasal büyüklüklerin kontrolü sağlanmaya çalışılmış, finansal entegrasyondaki gelişmelere bağlı olarak da faiz oranlarının istikrarı önem kazanmaya başlamıştır. Bu gelişmelere gelişmişlik düzeylerine bakılmaksızın dünya ülkelerinin büyük çoğunluğunda olduğu gibi Türkiye’de de ayak uydurulmaya çalışılmıştır (Akçay, 1997: 10-11).

Para politikalarını uygulamakla yükümlü olan merkez bankaları para arzını para politikası hedefleriyle tutarlı bir düzeyde tutabilmek için kendi bilançolarını ya da parasal çarpanı kontrol etmek durumundadır. Ancak merkez bankaları para arzını ya da paranın maliyeti olan faiz oranlarını kendi bilançolarıyla kontrol etmenin yanında doğrudan kredi verilebilir kaynakların miktarını veya bu kaynakların maliyetini de kontrol etmeye yönelmişlerdir (Önder, 2005:55).

Merkez bankalarının para politikaları uygulamalarında doğrudan ve dolaylı araçlar kullanılarak para piyasaları üzerindeki düzenleyici ve kontrol edici yetkilerini kullandıkları görülmüştür. 1970’li yılların sonlarından itibaren gelişmiş ülkeler kredi kontrolleri, faiz oranları tavanı gibi doğrudan araçların kullanımından vazgeçerek açık piyasa işlemleri ve zorunlu karşılık oranları gibi dolaylı araçlara yönelmişlerdir. Gelişmekte olan ülkelerin de 1990’lı yıllardan sonra dolaylı para politikası araçlarına yöneldikleri görülmüştür (Taner, 2008: 17).

Para politikası araçlarını dolaylı para politikası araçları ve dolaysız para politikası araçları olarak iki başlık altında incelemek mümkündür.

### **3.1.1. Dolaysız (Doğrudan) Para Politikası Araçları**

Akçay (1997; 13) dolaysız para politikası araçlarını, merkez bankasının para politikası uygulamalarını piyasaların inisiyatifi yerine yasal düzenlemeler yoluyla gerçekleştirilmesi olarak tanımlamaktadır.

Önder (2005: 60)' e göre dolaysız para politikası araçları, finansal piyasaların yeterince gelişmediği veya merkez bankasının dolaylı para politikası araçlarını kullanmada teknik açıdan yetersiz olduğu durumlarda oldukça etkin ve yararlı biçimde kullanılabilir. Bununla beraber dolaysız para politikası araçlarının selektif kredi kontrolü gibi durumlarda hem rekabeti bozucu hem de kredi dağıtımı ve maliyetini keyfi etkileyebilecek olumsuz yönleri de bulunmaktadır.

Literatürde merkez bankalarınca kullanılan birçok dolaysız para politikası aracından bahsedilmekle birlikte en çok üzerinde durulan araçlar faiz oranı kontrolleri, kredi tavanı uygulaması, farklılaştırılmış reeskont kotaları, disponibilite uygulamasıdır.

#### **3.1.1.1. Faiz Oranı Kontrolleri**

Faiz oranı kontrolleri mevduat ve kredi faizlerine tavan veya taban kısıtlaması getirilmesidir. 1980'li yılların sonlarına kadar endüstrileşmiş ülkelerde de kullanılan bu araç, piyasa ve finansal araçların gelişmesiyle etkinliğini kaybetmiştir. Faiz oranı kontrolüyle hedeflenen faiz oranlarına piyasa koşullarında ulaşamadığında başvurulmaktadır. En önemli dezavantajlarından birisi mali kaynakların tahsisinin fiyat mekanizmasına dayanmamasıdır (Taner, 2008: 18).

Farklı sektörler için de farklı faiz oranları uygulanarak teşvik edilmek istenen sektörler için kredi faiz oranları düşük tutulabilmekte ve kaynakların istenilen sektörlerle aktarılması sağlanabilmektedir (Koçyiğit, 2009: 11).

#### **3.1.1.2. Kredi Tavanı Uygulaması**

Özellikle gelişmekte olan ülkelerde başvurulan bir yöntem olan kredi tavanı uygulamasında bankalarca açılacak azami kredi miktarları belirlenerek para stoğunun kontrol altında tutulması amaçlanmaktadır. Bütün banka kredileri sınırlandırılabilirdiği gibi sadece belli kredi türleri için de uygulanabilmektedir. Kredi tavanı ile bankaların açabilecekleri kredi hacmi ve kaydi para yaratma mekanizmaları daraltılmaktadır.

Özellikle tüketici kredilerine yönelik tavan uygulaması ile piyasadaki likidite ve talep hacminde daralma sağlanabilmektedir (Akdiş, 2006: 274).

### **3.1.1.3. Farklılaştırılmış Reeskont Kotaları**

Merkez bankası bankaların getireceği kıymetlere uygulayacağı reeskont kotasını bankaların amaçlarına, risk durumuna ve likidite ihtiyacına göre belirleyebilmektedir. Bazı sektörlerin desteklenmesi ve bazı sektörlerin de gelişimini kısıtlamak amacıyla bankaların reeskont uygulamasından daha fazla yararlanması sağlanabilmektedir. Turizm sektörüne yönelik bir kaynak aktarımı için turizmi destekleme kredisi veren bankaların reeskont kotalarının yükseltilmesi bu uygulamaya örnek verilebilir (Koçyiğit, 2009: 13).

### **3.1.1.4. Disponibilite Uygulaması**

Disponibilite satılabilir varlık, disponibl değer ise nakit veya kolaylıkla nakde çevrilebilir değer anlamına gelmektedir. Disponibilite uygulaması ile mevduat bankalarının taahhütlerine karşılık belli bir oranda likit değer ayırmaları sağlanmaktadır. Mevduat bankalarının aktif yapısını düzenleme amacı güden bir araç olan disponibilite uygulaması ayrılan karşılıkların banka nezdinde tutulması ile zorunlu karşılık uygulamasından ayrılmaktadır. Disponibilite oranının hesaplanmasında kullanılan formül şu şekildedir (Özyurt, 2006: 266):

$$\text{Disponibilite Oranı} = (\text{Disponibl Değerler} / \text{Taahhütler}) \times 100$$

Piyasadaki likidite miktarını artırmak isteyen Merkez Bankaları, disponibilite oranını düşürerek bankaların kredi vermeye hazır fonlarının azalmasını engelleyip bu yolla kaydi para yaratma imkanlarının artmasını sağlarlar. Aksine, para stoğu daraltılmak istendiğinde de disponibilite oranı artırılarak bankaların kredi verme imkanları kısıtlanır (Akdiş, 2006: 274).

Bu araçlar haricinde finansal araçların portföylerinin yeniden düzenlenmesi, hisse senedi ve tahvil alımına yönelik kredilerin kontrolü, merkez bankasının moral takviyesi, reklam ve resmi olmayan öğütler gibi çeşitli doğrudan para politikası araçları kullanımı da görülmektedir.

### 3.1.2. Dolaylı Para Politikası Araçları

Merkez bankalarının piyasalara bir aracı gibi girerek işlem yapmasını sağlayan ve inisiyatifi piyasalara bırakan araçlar olarak değerlendirilen dolaylı para politikası araçlarının başlıcaları açık piyasa işlemleri, zorunlu karşılıklar ve reeskont işlemleridir

Dolaylı para politikası araçlarının doğrudan para politikası araçlarına nazaran üstünlükleri bulunmaktadır. Bu üstünlükleri şu şekilde sıralayabiliriz (Koçyiğit, 2009 ;19):

- Finansal şoklar gibi gerektiği durumlarda ani değişikliğe gidilebilmesi nedeniyle dolaylı araçlar para politikası uygulaması anlamında daha geniş esneklik imkanı sağlamaktadır.
- Dolaylı para politikası araçları piyasa katılımcılarına dayalı olduğundan kredi tahsisini gibi siyasi etkilerin oluşumunu ortadan kaldırır.
- Kredi tahsisinde etkin ve rekabete uygun dağılımı sağlaması ve finansal serbestleşmeyle birlikte hem tasarruf hem de yatırım etkinliğini arttırmasından dolayı dolaylı para politikası araçları finansal piyasaların gelişmesine ve derinleşmesine katkıda bulunur.

#### 3.1.2.1. Açık Piyasa İşlemleri

Açık piyasa işlemleri para otoritelerinin piyasadaki para miktarını ekonominin ihtiyacına göre ayarlamak için kamu veya özel kesime ait kıymetli kağıtları alıp satmasıdır. Toplam talepte bir azalma olması durumunda merkez bankaları tahvil, altın ve döviz satın alarak piyasaya para aktarırlar. Tersine bir durumda da tahvil, altın ve döviz satılarak piyasadaki para miktarı artırılarak talep fazlalığı önlenmeye çalışılır (Serin, 1998; 10).

Mishkin (2000: 71)'e göre açık piyasa işlemlerinin diğer para politikası araçlarına kıyasla üstünlükleri şunlardır:

- Açık piyasa işlemleri merkez bankasının (FED) inisiyatifi ile yapılır, işlem hacmi üzerinde merkez bankasının tam kontrolü vardır.
- Açık piyasa işlemleri esnek ve kesindir, istendiği ölçüde kullanılabilir.
- Açık piyasa işlemleri kolaylıkla tersine çevrilebilir. Fazla açık piyasa alımı yapıldığına karar verilirse, açık piyasa satımı yapılarak hemen düzeltilebilir.
- Açık piyasa işlemleri çabuk tamamlanabilir, idari gecikmeleri yoktur.

Açık piyasa işlemleri gelişmiş ülkelerdeki en temel parasal kontrol aracıdır. Ancak merkez bankası para politikasının yürütülmesinde gerekli kredibiliteye sahip değilse, ekonomide finansal istikrarın sağlanması çok zor bir duruma dönüşmektedir. Bu nedenle, merkez bankası portföyünün oldukça likit ve risksiz bir bileşime sahip olması çok önemlidir (Önder, 2005: 72-73).

Birinci Dünya Savaşı sonrası kullanılmaya başlanan açık piyasa işlemleri, ABD ve İngiltere'nin savaş nedeniyle artan devlet harcamalarını finanse etmek için devlet tahvili ve hazine bonusu çıkararak piyasada satışı sonrası bu işlemlerin para arzı üzerindeki etkinliği fark edilince para politikasının ekonomik şartlara en iyi uyum sağlayan aracı haline gelmiştir. Açık piyasa işlemleri gelişmiş sermaye ve para piyasalarında etkin ve yoğun bir şekilde kullanılmaktadır. Menkul kıymet borsaları ile açık piyasa işlemleri birbirlerinin gelişmelerine yardımcı olmaktadır. Açık piyasa işlemlerinden repo ve ters reponun etkin ve yaygın biçimde kullanılabilmesi için menkul kıymetlere ve dolayısıyla borsalara ihtiyaç duyulmakta, borsaların gelişmesi için de menkul kıymet talebinin artması gerekmektedir (Özyurt, 2006: 259).

Repo işlemleriyle merkez bankası piyasadaki likidite sıkışıklığını gidermek için bankacılık sistemine likidite sağlamaktadır. Bankalar, merkez bankasına Devlet İç Borçlanma Senedi (DİBS) satarak fon sağlarken, vade sonunda aynı kıymetleri daha önce belirlenen fiyattan geri alma yükümlülüğü altına girerler. Ters repo işlemlerinde ise merkez bankası piyasadaki fazla likiditeyi geçici bir süre piyasadan çekmektedir. Merkez bankası bankalara menkul kıymetleri satmakta ve vade sonunda aynı kıymetleri geri satın almayı taahhüt etmektedir. Doğrudan alım işlemleriyle merkez bankası bankacılık sistemine kalıcı fon sağlarken bunun tersine doğrudan satım işlemleriyle de piyasadan kalıcı olarak likidite çekilmektedir (Taner, 2008: 23).

Finansal piyasaların derinliği, merkez bankasına açık piyasa işlemlerini geniş ölçüde kullanılabilme olanağı sağlamaktadır.

### **3.1.2.2. Zorunlu Karşılıklar**

Ticari bankaların mevduatlarının kanunen saptanan bir oranda merkez bankasında tutmaları gereken tutara zorunlu karşılıklar denir. Zorunlu karşılık oranının değişimi ile bankaların sağladıkları kredi miktarlarında değişiklik yaşanmaktadır. Örneğin zorunlu karşılık oranı düşürülünce, bankalarca kullanılabilir bir rezerv oluşacağından bankaların

kredi olanakları artmış olacaktır. Türkiye’de diğer para politikası araçları ile beraber kullanılmakla birlikte, 1980’li yılların ikinci yarısına kadar zorunlu karşılıklar en sık kullanılan araçlardan biri olmuştur. Hükümetler bu aracı sadece para arzını düzenleme amacı için değil, aynı zamanda kamuya fon aktarımı ve sektörel kredi dağılımı etkilemek için de kullanmışlardır (Keyder, 2000: 48).

Zorunlu karşılıklardaki artışın bankacılık kesimine üç şekilde risk yüklemesi söz konusudur. Birincisi, yeni mevduat bulmaksızın yeni borç verme olanağı kısıtlanan bankaların para yaratma yetenekleri azalır. İkincisi merkez bankasında tutulan faiz kazancı olmayan zorunlu karşılıklardan dolayı bankaların karlılığı düşer. Son olarak da zorunlu karşılık artışı ile bankacılık kesiminin likiditesi azalacağından kısa vadeli fonların maliyeti artacaktır (Barışık ve Çetintaş, 2008: 118).

Zorunlu karşılıkların oranları ve kapsadıkları yükümlülükler ülkeden ülkeye değişiklik gösterebilmektedir. Gelişmekte olan ülkelerde zorunlu karşılıklar genelde gelişmiş ülkelere göre daha yüksektir. Zorunlu karşılıkların yükseltilmesi bankacılık kesimine konulan bir vergi gibi değerlendirilmektedir. Bu şekilde bankalardaki mevduat ve kredi faizleri arasındaki açıklığın artmasına neden olarak bankacılık sisteminin aracılık işlevi sekteye uğrayabilmektedir. Diğer taraftan, finansal aracılığın zarar görmesi finansal aktivitelerin bankacılık sisteminin dışına çıkması ve merkez bankasının parasal kontrolünün zayıflamasına yol açabilmektedir. Bu nedenler merkez bankalarını zorunlu karşılık oranlarını düşürmeye yöneltmektedir (Taner, 2008: 21).

Zorunlu karşılık oranı değişimi para piyasasında kısa sürede büyük etkilere neden olmaktadır. Bu yüzden merkez bankaları ekonomide yaratılan parasal genişleme veya daralmaları açık piyasa işlemleri ile nötralize etmeye çalışırlar. Parasal genişlemenin sterilize edilememesi durumunda artan para arzı kısa dönem faiz oranlarını değiştirecektir. Zorunlu karşılık oranı düşüşü ile genişleyen para arzı karşısında merkez bankaları açık piyasa işlemleri yoluyla tahvil, hazine bonusu ve özel sektöre ait hisse senedi satışı ile genişleyen para arzını daraltma yoluna giderler (Barışık ve Çetintaş, 2008: 118).

### **3.1.2.3. Reeskont İşlemleri**

Bankaların ellerindeki ticari senetleri, vadeleri dolmadan belirli bir faiz oranı üzerinden merkez bankasına iskonto ettirerek fon sağlamaları şeklinde uygulanan para politikası aracına reeskont işlemleri denir. Genelde piyasaların gelişmediği ülkelerde

yaygın kullanılan reeskont işlemleri API ve zorunlu karşılıklara nazaran daha eski bir politika aracıdır (Koçyiğit, 2009: 32).

Önder'e (2005: 80-81) göre reeskont işlemlerinin gerçekleştirilmesinde üç temel amaç güdülmektedir:

- Mali açıdan güç durumdaki bankalara yardım etmek
- Para ve kredi koşullarını kontrol etmek
- Selektif kredi politikalarını etkilemek

Merkez bankası ödünç para veren son mercidir. Bu anlamda bankaların bankası olarak kabul edilen merkez bankası, bankaların mevduatlarını kabul edip onlara ödünç para verir. Merkez Bankasının bankalar ödünç para verirken uyguladığı faize reeskont oranı denir. Genişletici para politikası uygulanması için reeskont oranının düşürülmesi gerekir. Bu durumda bankalar merkez bankasından daha çok borçlanarak ucuz kredi imkanı sağlarlar. Dolayısıyla reeskont oranının düşürülmesi ile para arzı üzerinde genişletici etki yaratılmış olur. Reeskont oranı yükseltilmesi durumunda ise daraltıcı para politikası uygulanmış olur (Keyder, 2000: 76-77).

Reeskont uygulaması para ve menkul kıymet piyasalarının gelişmediği 1980'ler öncesinde en önemli dolaylı para politikası araçlarından biriydi. Merkez bankalarının bankalar aracılığı ile reel sektör firmalarına da kredi kullandırması söz konusu olduğundan, bu uygulama ekonomik büyümenin önemli bir amaç olduğu eski merkez bankacılığı anlayışını yansıtır. Ancak piyasaların gelişmesi sonucu açık piyasa işlemlerinin etkinleşmesi ve modern merkez bankacılığı anlayışının yerleşmesi ile reeskont işlemleri artık aktif olarak kullanılan bir araç değildir (Önder, 2005: 80).

### **3.2. Yeni Para Politikası Araçları**

Küresel kriz merkez bankalarının genel kabul gören fiyat istikrarı temel hedefine yönelik uyguladığı geleneksel para politikası araçlarının yetersiz kalmasına yol açmış ve yeni politika araçlarının uygulanması gündeme gelmiştir.

Merkez bankaları kısa vadeli faiz oranlarında yaptıkları değişikliklerle parasal aktarım mekanizması aracılığıyla piyasa faiz oranlarını ve reel ekonomiyi etkilemeye çalışırlar. Ancak küresel kriz döneminde meydana gelen gelişmeler merkez bankalarının reel ekonomiyi bu politik araçlarla etkileyemediğini ortaya koymuştur.



Geleneksel olmayan para politikası araçları temelde beş başlık altında incelenebilir:

- Miktarsal Genişleme
- Kredi Genişlemesi
- Zorunlu Karşılık Uygulaması
- Faiz Koridoru Uygulaması
- Faiz Taahhüdü

Bu araçlar dışında Teminat Çeşitlendirmesi, Vade Uzatımı ve Katılımcı Banka Sayısı olarak sınıflandırılabilir diğer araçlar da kriz döneminde uygulanan geleneksel olmayan para politikası araçlarıdır.

### **3.2.1 Miktarsal Genişleme**

Miktarsal genişleme ile merkez bankaları piyasalara büyük miktarlarda likidite enjekte etmişlerdir. Piyasadaki para arzı artışı ile ekonomik aktivitenin ve dolayısıyla toplam harcamanın artması hedeflenmiştir. Özel sektörün çıkardığı bono ve tahvillerinin alımı ise hem kriz ortamında sarsılan güvenin tesis edilebilmesi hem de bozulan kredi piyasasının tekrar işleyebilmesi açısından önemlidir.

Arıcan'a göre krizin ardından merkez bankalarının faiz oranlarını sıfır düzeylerine düşürmelerine rağmen likidite sıkışıklıkları giderilememiştir. Bu yüzden faiz oranı yerine paranın miktarına dönük hamleler yapılmıştır (2014: 13).

Perrera'ya göre kriz öncesi dönemde merkez bankalarının operasyonel hedef olarak parasal büyüklükler yerine faiz oranlarını tercihlerinin sebebi faiz oranlarının gözlem ve kontrolünün daha kolay olmasıdır. Ancak olağandışı durumlarda merkez bankaları finansal koşulların geliştirilmesi için bilançolarının büyüklük ve kompozisyonlarını değiştirmeleri gerekmektedir (2010: 15).

Piyasada oluşan riskin ve likiditenin yayılması hedeflenen miktarsal genişleme ile, normal dönemlerde kısa vadeli menkul kıymet alımı yapan merkez bankaları uzun vadeli tahvil alımına yönelerek likidite ve kredi koşullarının iyileştirilmesi amacıyla bilançonun büyüklük ve kompozisyon açısından değişimini sağlarlar (Blinder, 2010: 1-4).

Varlık alımına dayanan miktarsal genişlemede hazine bonolarının yanı sıra özel sektör tarafından çıkarılan bono ve tahviller de yer almaktadır (Joyce ve diğerleri, 2012: 276).

Küresel kriz süresince gelişmiş ülke merkez bankalarının piyasaya sundukları likidite sonucu merkez bankası bilançolarında büyük çaplı büyüme meydana gelmiştir. 2006-2012 arası dönemde ABD’de FED %230, Avrupa Merkez Bankası (ECB) %170, İngiltere’de (BOE) % 300 oranında büyüme oranları kaydetmiştir. Bu büyüme oranlarının içeriğine bakıldığında FED hazine tahvili gibi risksiz varlık alımına yoğunlaşırken, bankalara az miktarda kaynak ayırmış; ECB ise riskli olarak tanımlanabilecek varlık alımları yapmış ve zayıf bankalara yüksek miktarda borç vermiştir (Kartal, 2013: 196).

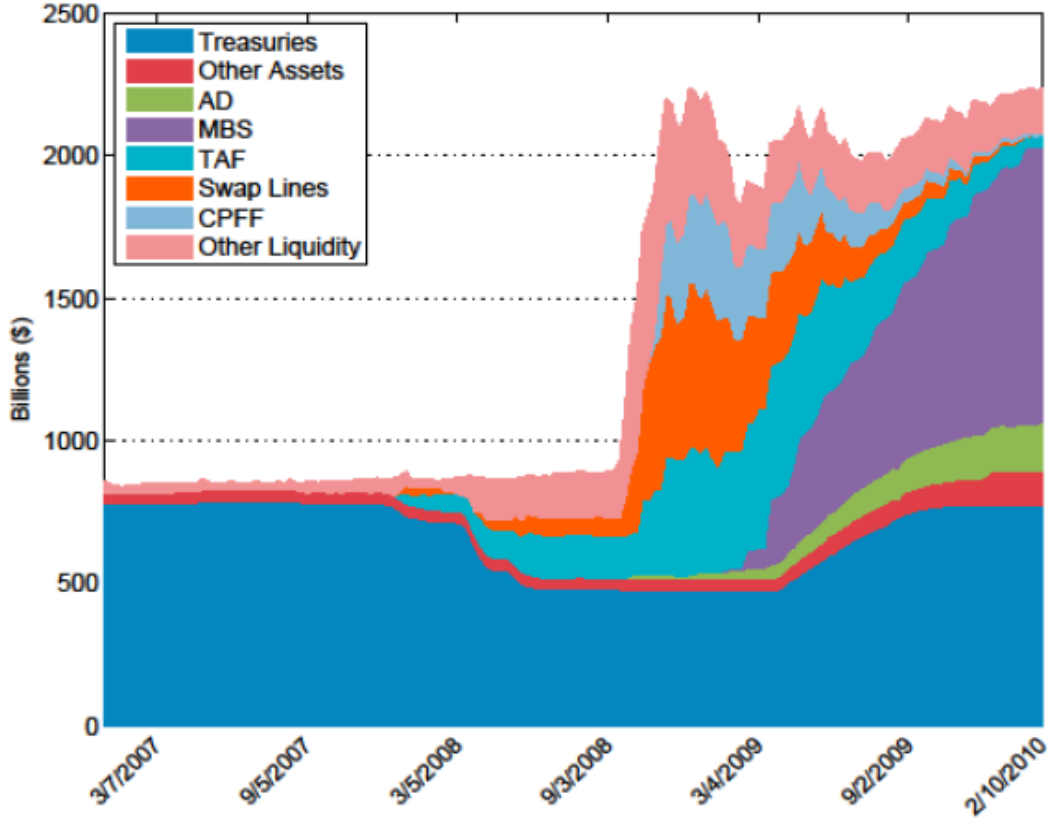
### **3.2.2 Kredi Genişlemesi**

Kredi genişlemesi likidite sıkışıklıklarının giderilmesi amacıyla ticari senetler, şirket bonoları ve varlığa dayalı menkul kıymetlerin belirli piyasalarda satın alınmasını içerir. Bankacılık krizlerinde uygun bir strateji olan kredi genişlemesi özel sektör menkul kıymet alımı vasıtasıyla merkez bankaları ile özel sektör arasında etkileşim meydana gelir. Temelde özel menkul kıymet alımının hazine bonusu alımıyla para arzı açısından farkı olmamakla birlikte merkez bankası bilançosu açısından risk profilini etkilemektedir (Perrera, 2010: 19).

Kredi genişlemesi merkez bankası bilançosunun riskini etkilediğinden dolayı dikkatli ele alınması gereken bir para politikası uygulaması olmalıdır. Varlık alımı yapılırken endüstri, firma ve bölge bakımından tahsis bozulmalarının önlenmesi gerekir. Bununla beraber büyük firmalardan yapılacak varlık alımı küçük ve orta ölçekli şirketlerden yapılacak varlık alımına göre nispeten daha kolaydır. Bu nedenlerden dolayı bu tür varlık alımları birçok ekonominin tahvil alım piyasasının derinliği sınırlı olduğundan politika yapıcılar için zor bir süreçtir (Smaghi, 2009: 7).

Miktarsal genişlemede doğrudan para yaratılıp merkez bankasının bilançosu büyütülürken, kredi genişlemesinde merkez bankası bilançosunun kompozisyonu değişmiş olur. Ticari menkul kıymetleri satın alan merkez bankası risksiz menkul kıymetleri piyasaya sürerek piyasadaki likiditeyi arttırmayı hedefler. Fonksiyonelliğini kaybeden piyasaların yeniden faaliyete geçirilmesi ve risk priminin azaltılması temel amaçlar arasında yer alır (Vural, 2013: 24).

**Grafik 9: FED Bilançosunun Varlık Dağılımı**



**Kaynak:** Blinder, 2010: 6

Grafik-9'da görüldüğü gibi kriz öncesi dönemde FED varlıklarının büyük kısmı riski düşük hazine bonolarından oluşurken, 2010 yılı sonuna doğru ipoteğe dayalı menkul kıymetler (Mortgage Backed Securities) ile hazine bonolarının ağırlığı aynı seviyelere yükselmiştir.

### 3.2.3 Zorunlu Karşılık Uygulaması

Geleneksel para politikası araçları içinde de yer alan zorunlu karşılık uygulaması küresel kriz döneminde farklı amaç ve işlevler nedeniyle uygulanmıştır. Zorunlu karşılıklar banka ve finansal kuruluşların mevduatlar üzerinden belirli bir oranının merkez bankasında tutulan kısmı olarak tanımlanabilir.

Alper ve Tiryaki'ye göre zorunlu karşılık uygulaması ihtiyat, likidite yönetimi ve parasal kontrol olmak üzere üç temel amaç için kullanılmaktadır. Finansal piyasalarda gerçekleşebilecek olağanüstü likidite çekilişlerinde zorunlu karşılıklar ihtiyati bir rezerv işlevi görebilir. Para piyasasındaki likidite fazlalığı veya eksikliklerinde de zorunlu karşılık

oranlarındaki değişikliklerle likidite dengesizliklerini önleme amaçlanmaktadır. Özellikle kriz sonrası dönemde kullanım amacı olarak görülen parasal kontrol ise makroekonomik istikrarı sağlamaya yöneliktir (2011: 2).

Yavuzarslan'a göre sistemde dolaşan para miktarını kontrol, zorunlu karşılık uygulamasının esas kullanım amacıdır. Fiyat istikrarıyla birlikte hedeflenen finansal istikrar için kredi piyasasındaki hareketliliğin yakından takip edilmesi gereklidir. Kredi genişlemesi veya kredi daralmasına dönük merkez bankasının alacağı önlemlerde zorunlu karşılıklar önem kazanmıştır (2011: 60).

Zorunlu karşılıkların makroekonomi üzerindeki etkisi maliyet ve likidite kanalları üzerinden çalışmaktadır. Zorunlu karşılıklar bankaların kredi ve mevduat faizi arasındaki farkı etkilemesi yoluyla maliyet kanalı üzerinden etkili olurken, bankaların kısa vadeli merkez bankası kaynaklarına olan ihtiyaçların değiştirilmesi ile de likidite kanalı üzerinden etkili olmaktadır (Alper ve Tiryaki, 2011: 3-4).

Demirhan'a göre zorunlu karşılık uygulaması ile bankaların kredi arzı üzerinde etkili olunması amaçlanmıştır. Kredi büyümesindeki hızlı artışın finansal istikrarı tehdit edeceği düşünülerek zorunlu karşılık oranındaki artış ile bankaların kredilendirilebilir fonlarına sınırlama getirilmek istenmiştir. Bununla birlikte bankaların varlık ve yükümlülükleri arasındaki vade uyumsuzluğu da bu uygulama ile azaltılmaya çalışılmıştır. Bankaların kaynakları içerisindeki en büyük kalem olan mevduatların kısa vadeli, kredilerin ise uzun vadeli olması vade uyumsuzluğunu ve beraberinde likidite ve faiz riskini getirmektedir. Uzun vadeli yükümlülükler lehine daha düşük zorunlu karşılık uygulaması ile vade uyumsuzluğu giderici tedbir alınmış olmaktadır (Demirhan, 2013: 580-581).

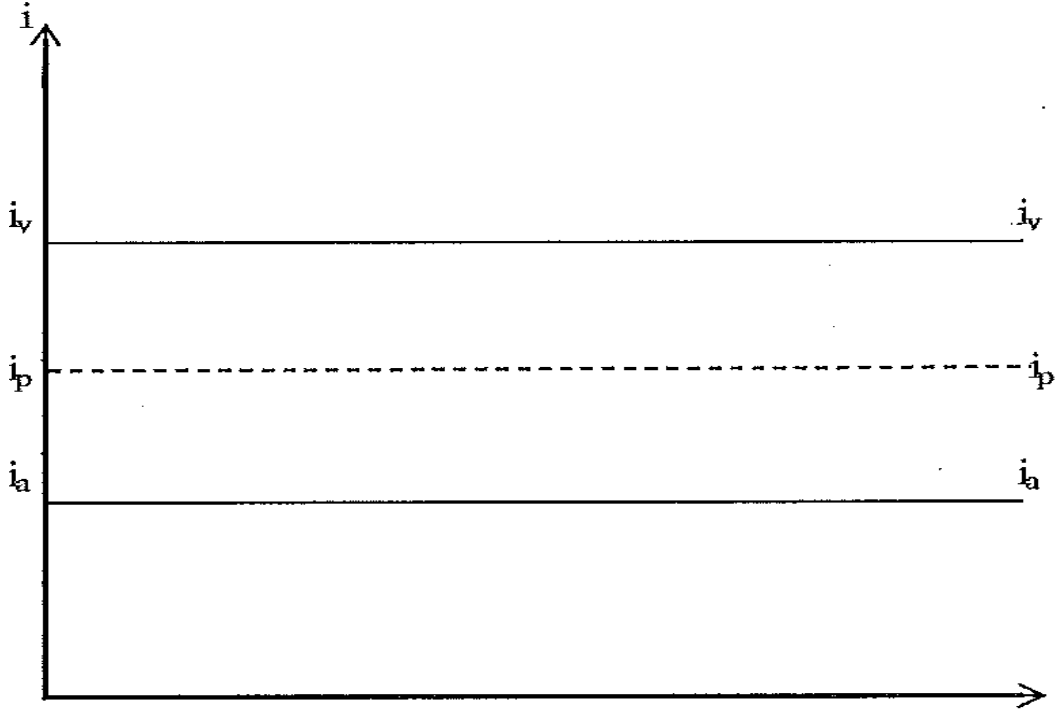
#### **3.2.4. Faiz Koridoru**

Merkez bankaları son kredi merci olarak bankaların likidite sıkışıklığına düşmesi durumunda bankalara borç verme faizi üzerinden borç verirler. Tersisi durumda ise likidite fazlalığı borç alma faizi ile merkez bankasına verilebilir. Borç alma ile borç verme faizi arasındaki koridor faiz koridoru olarak adlandırılır.

Faiz koridoru sistemi ile açık piyasa işlemlerine gerek kalmadan ve politika faizine müdahale etmeden sadece koridorda yapılacak daraltma veya genişletme ile para

piyasalarında oluşan gecelik faiz oranının hedeflenen orana yakın tutulması sağlanmaya çalışılır (Vural, 2013: 31).

**Grafik 10: Koridor sistemi**



**Kaynak:** (Özatay, 2011: 9)

Grafik-10'da  $i_p$  = politika faiz oranı,  $i_v$  = borç verme faiz oranı ve  $i_a$  = borç alma faiz oranını göstermektedir.

Ekonomilerde bankacılık kesiminde genelde Türkiye'de olduğu gibi likidite açığı bulunur. Oluşan likidite ihtiyacının merkez bankalarınınca hedeflenen faiz düzeyine yakın seyretmesi için de repo ihaleleri düzenlenir. Böylece faiz oranları  $i_a \leq i_p \leq i_v$  şeklinde oluşur (Bakınız Grafik-10) (Özatay, 2011: 9).

Whitesell'e göre borç alma faizinin taban, borç verme faizinin de tavan olduğu faiz koridor sisteminde merkez bankasının politika faizinin de orta noktada olması gerekmektedir (2006: 3).

Ancak Türkiye özelinde de görüleceği gibi özellikle gelişmekte olan ülkelere olan sermaye akımlarının oluşturacağı belirsizliğe karşı hem esnek davranabilmek hem de hızlı tepki verebilmek için asimetrik yapıda faiz koridoru politikaları da uygulanmıştır.

### 3.2.5. Faiz Taahhüdü

Vural'a göre faiz taahhüdü politikası merkez bankalarının politika faiz oranını belirli bir süre düşük düzeyde sabit tutacağını açıklaması olarak tanımlanmaktadır. Bu açıklama merkez bankasının iletişim politikasına göre açık ya da üstü kapalı bir şekilde yapılabilir. Merkez bankaları bu politika ile kısa vadeli faiz oranları aracılığıyla hem uzun vadeli faizlerin seyrini etkilemeye hem de kriz döneminde beklentiler kanalıyla ekonomik canlanmayı sağlamaya çalışmaktadır (2013: 27).

Arıcan'a göre de faiz taahhüdü politikasının yumuşak karnı olarak enflasyon oranları görülmektedir. Düşük düzeyde tutulacağı sözü verilen politika faiz oranları ile istenen ekonomik canlanma belli bir süre sonra enflasyonist bir baskı oluşturabilir. Bu sefer de merkez bankaları artan enflasyonu önlemek için faiz oranlarını arttırmak durumunda kalabilirler. Bu şekilde daha önce açıklanan faiz taahhüdünü yerine getirememiş olurlar. Merkez bankasının kredibilitesine zarar verecek bu duruma düşülmemesi için bu politikanın uygulamasında çok dikkatli davranılmalıdır (2014: 14).

FED'in faiz oranlarını 0-0,25 arasında tutacağını açıklaması faiz taahhüdü politikasına örnek gösterilebilir (Erdönmez, 2009: 95).

## DÖRDÜNCÜ BÖLÜM

### 4. PARASAL AKTARIM MEKANİZMASI

Parasal aktarım mekanizması hem teori hem de uygulamada karmaşık bir süreç olarak ifade edilebilir. Mekanizmayı tam ve net olarak anlamanın mümkün olmaması nedeniyle görüş birliğine çok az rastlanan bir makroekonomi dalı olduğu söylenebilir (Çiçek, 2005: 83).

Son yıllarda iktisat literatüründe parasal aktarım mekanizmasına yönelik çalışmalarda önemli bir artış olmuştur. FED eski başkanı Bernanke bir çalışmasında parasal aktarım mekanizmasını kara kutu (black box) olarak nitelendirmiş, bunun nedeni olarak da para politikasının ekonominin bütününe yönelik etkisinin tam olarak bilinmemesi olarak belirtmiştir (Altunöz, 2013: 4).

Gür (2003: 1) parasal aktarım mekanizmasını “ parasal değişimlerden dolayı talep ve gelirden meydana gelen değişimleri, yani para ve gelir arasındaki bağlantıyı gösteren para politikası kanalları” veya “para miktarındaki değişimleri reel sektöre aktaran, yansıtan mekanizma” olarak tanımlamıştır.

Parasal aktarım mekanizması bilgisi para politikasının etkili yönetimine destek olmaktadır. Ayrıca mekanizma hakkında bilgi sahibi olmak sadece uygun para politikası araçları setinin seçiminde değil, bu araçların zamanında ve yerinde uygulanmasına da yardımcı olmaktadır. Para politikasının ekonomi üzerindeki etkileri ve bu etkilerin zamanlamasını parasal aktarım mekanizması yoluyla anlayabilmek, izlenen para politikasında yapılacak bir değişimin üretim ve fiyatlar üzerindeki etkilerini kavramakta önemli olacaktır, bu durum başarılı bir para politikası için önemli bir ihtiyaçtır (Çiçek, 2005: 84).

#### **4.1. Parasal Aktarım Mekanizmasına İlişkin Görüşler**

Para politikası kuramlarında farklı dönemlerdeki iktisatçıların öne sürdükleri fikirler parasal aktarım mekanizması ve işleyişi konularında da görülmüştür. Aralarında kesin sınırlar çizilemese de Keynesyen ve Monetarist görüşler aktarım mekanizmasına farklı yaklaşımlar getirmişlerdir.

Keynesyen iktisatçılar parasal aktarım mekanizmasının işleyişinin şu şekilde oluştuğunu ifade etmişlerdir. Para arzındaki değişimler faiz oranını, faiz oranındaki değişim yatırım harcamalarını ve sonuçta da yatırım harcamaları da toplam üretimi etkilemektedir (Kasapoğlu, 2005: 5).

Keynesyen yaklaşıma göre para politikasının başarısı para talebinin faiz esnekliğinin düşük, yatırım talebinin faiz esnekliğinin ise yüksek olmasına bağlıdır. Ters durumda para politikasının reel sektör üzerinde sınırlı etkisi olacaktır. Sonuç olarak bu görüşte faiz oranı ile yatırım ilişkisine vurgu yapılmaktadır (Altunöz, 2013: 3).

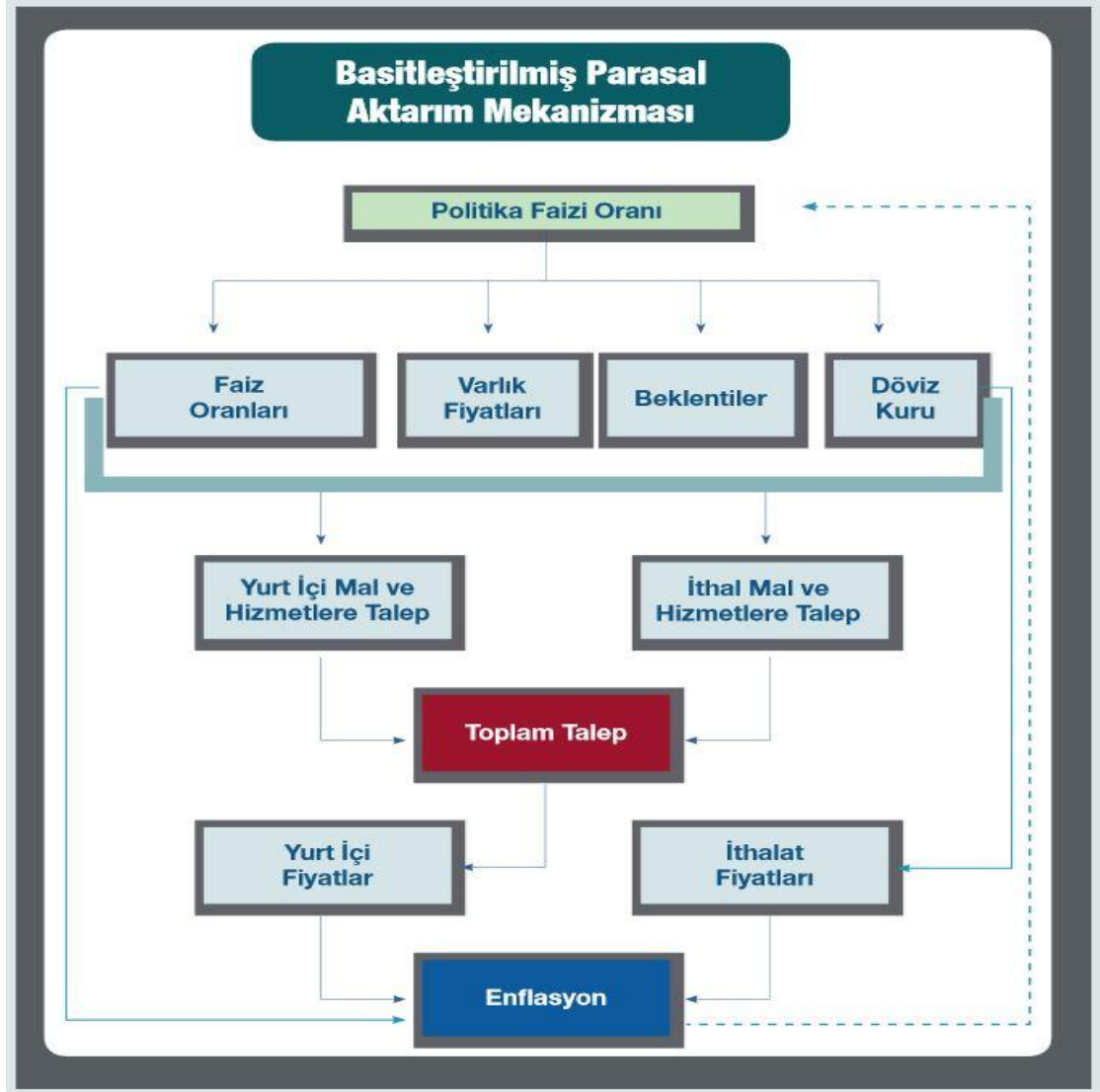
Monetaristler ise para politikasının toplam talebe olan etkilerinin yalnız faiz oranı ve yatırım harcamaları aracılığıyla değil birçok kanalla oluştuğunu öne sürmüşlerdir. Ayrıca nominal faiz oranları ile yatırım harcamaları arasında zayıf bir ilişki olduğu ve borçlanma ve yatırım kararlarında daha çok reel faiz oranlarının etkili olduğu savını getirmişlerdir. Bununla beraber para stoğundaki değişimler faiz oranları yanında yerli ve yabancı varlıkların cari ve gelecek dönemde beklenen fiyatlarını etkileyerek ekonomi üzerinde belirleyici olmaktadır. Dolayısıyla Monetaristler, parasal aktarım mekanizmasını Keynesyen IS-LM modeliyle açıklamanın çok sınırlayıcı ve mekanik olduğunu düşünmüşlerdir (Kasapoğlu, 2005: 5-6).

#### **4.2. Parasal Aktarım Mekanizmasının İşleyişi**

Ülkeler arasında parasal aktarım mekanizması farklılıklar göstermekle beraber gelişmekte olan ekonomilerde daha çok belirsizlikler görülmektedir. Bu belirsizlikler yüksek kur geçişkenliği, varlık ve yükümlülük dolarizasyonu, banka ve şirket bilançolarındaki vade ve kur uyumsuzluğu, dış finansman kısıtları ve mali baskınlık gibi temel sorunlardan kaynaklanmaktadır (TCMB, 2013: 4).



Şekil 3: Basitleştirilmiş Parasal Aktarım Mekanizması



**Kaynak:** TCMB, 2013: 6

Cengiz (2009: 228) aktarım mekanizmasının işleyişinin analitik olarak üç aşamada gösterilebileceğini ifade etmiştir:

- Para politikasındaki yapılacak değişimler faizler, varlık fiyatları, döviz kuru, likidite ve kredi koşullarına yansımak suretiyle finansal piyasaları etkilemekte ve buna bağlı olarak finansman maliyetlerinde değişimler meydana gelmektedir.

- Finansman maliyetindeki değişimler hane halkı ve firmaların harcamalarını etkilemektedir.

- Hane halkı ve firmaların harcamalarındaki değişimler de fiyat ve üretim seviyesinde değişimleri oluşturmaktadır.

### **4.3. Parasal Aktarım Mekanizmasının Kanalları**

Parasal aktarım mekanizmasının ekonomiyi temelde etkileme aşamaları yukarıdaki kaba ayırım dahilinde olmakla birlikte, bu ayırım parasal aktarımı açık bir biçimde ortaya koyamamaktadır. Bundan dolayı para politikasının ekonomiyi etkilediği çeşitli kanallar üzerinde durmak gerekir. Literatürde parasal aktarım kanalları faiz kanalı, varlık fiyatları kanalı, döviz kuru kanalı, kredi kanalı ve beklenti kanalında oluşmaktadır (Cengiz, 2009: 228).

#### **4.3.1. Faiz Oranı Kanalı**

En geleneksel aktarım kanalı standart Keynesyen parasal aktarım kanalı olarak da bilinen faiz oranı kanalıdır. Bu kanal ile borç paranın marjinal maliyeti değiştirilerek ekonomik birimlerin nakit akımı ve tüketim tercihleri, üreticilerin ise yatırım ve tasarruf kararları etkilenmektedir. Reel faiz oranlarındaki düşme sermayenin maliyetini düşürerek yatırım harcamalarını arttırmakta böylece toplam talebin artışıyla çıktının yükselmesi sağlanmaktadır. Tüketiciler ve firmalar kararlarını nominal faiz oranlarından ziyade reel faiz oranlarına bağlı olarak vermektedirler. Yani uzun dönem reel faizler harcamalar üzerindeki en büyük etkiye sahiptir. Merkez bankasının kısa dönem nominal faiz oranlarını değiştirmesiyle nominal fiyat düzeyinin yapışkan olması nedeniyle kısa ve uzun dönem reel faiz oranları da değişecektir. Genişletici bir para politikası sonucu nominal faiz oranlarının giderek düşmesi sonucu kısa dönem reel faiz oranları da düşecek, bu düşüşle yatırımlar artacak ve bunun sonucunda toplam üretim artışı gerçekleşecektir (Örnek, 2009: 106).

#### **4.3.2. Kredi Kanalı**

Kredi kanalı banka kredisi kanalı ve bilanço kanalı olmak üzere iki ana mekanizma üzerinden işlemektedir. Banka kredisi kanalı genişletici veya daraltıcı para politikalarının sonucunda bankacılık sisteminin firmalar kesimine toplam kredi verme yeteneğinin artması veya azalması olarak ifade edilebilir. Bilanço kanalı ise bankalardan kredi alan firmaların uygulanan para politikası sonucu bilançolarının değişiminden dolayı kredi alma yeteneklerinin değişmesi şeklinde işlemektedir. Örneğin faiz oranlarındaki bir yükselmenin

hisse senetlerinin değerini dūřürmesi sonucunda hem firmanın net değeri hem de alınan kredi karşılığı hisse senedi teminat gösterilmiş ise teminatlarının değeri dūřecektir. Böylece firmanın alabileceği kredi miktarı azalacaktır (İnan, 2001: 4).

Temelde kredi kanalı ile, para politikası uygulamalarının bankaların kredi hacmini etkileyerek toplam talebi ve hasılayı etkileme süreci ifade edilmektedir. Bankalar, fon ihtiyacı olanlar ile fon fazlası olanlar arasındaki temel aracılık fonksiyonu haricinde, merkez bankalarının politika kararlarının firmalar ve hane halklarının harcama kararlarına etkisinde özel rol oynamaktadırlar (Altunöz, 2013: 7).

### **4.3.3. Döviz Kuru Kanalı**

Döviz kuru kanalı merkez bankasının para politikası uygulamaları ile döviz kurunda meydana getirdiği değişikliklerin milli gelir ve enflasyon üzerindeki etkileri olarak tanımlanabilir. Merkez bankasının döviz kurlarını operasyonel hedef olarak esas alıp değişiklik yapması durumunda önce dış talep, daha sonra da toplam harcamalar ve enflasyon etkilenmektedir. Para politikası döviz kuru aracılığıyla hem yerli hem de yabancı yatırım kararları üzerinde etkili olabilmektedir (Büyükakın ve diğerleri, 2008: 4).

Uluslar arası sermaye hareketlerinin hızla liberalleşmesi sonucu para politikaları faiz oranı üzerinden döviz kurunda güçlü etkiler meydana getirebilmektedir. Merkez bankasının genişletici bir para politikası izlemesi durumunda reel faiz oranları dūřecektir. Yurtiçi reel faiz oranlarındaki dūřüşle birlikte sermaye hareketlerinde değişiklik olacaktır. Bunun nedeni de yabancı para bazlı mevduatların yerli para bazlı mevduatlara göre daha cazip hale gelmesi olacaktır. Sonuçta ulusal para değer kaybederken, döviz kuru değer kazanacaktır. Ulusal paranın değer kaybetmesi yurtiçi malları ucuz, yurtdışı malları pahalı hale getirip net ihracatın artmasına neden olacaktır. Net ihracatın artması firmaların yeni yatırım kararları almaları ile toplam talebin ve reel çıktının artmasına yol açacaktır (Büyükakın ve diğerleri, 2008: 4).

Ekonominin açıklık derecesi, ithalat payı ve ekonominin yapısal karakterine bağlı olarak döviz kuru kanalının önemi değişmektedir. Bir ülkenin ticari ve finansal açıklık derecesi ne kadar büyükse parasal aktarım mekanizmasında döviz kuru kanalının etkinliği o kadar fazla olmaktadır. Ayrıca bir ülkede ithalatın payı arttıkça döviz kuru kanalının aktarım düzeyi artarken, ekonominin resesyonda olması durumunda aktarım düzeyi azalmaktadır (Yapraklı, 2011: 18).

#### **4.3.4. Varlık Fiyatları Kanalı**

Parasal aktarım mekanizmasında iki önemli varlık fiyat kanalı vardır. Bunlar; Tobin'in Q Teoremi ve Tüketim üzerindeki Servet Etkisidir. Teoremde firmaların piyasa değerlerinin sermaye maliyetine oranı olarak tanımlanan Q yüksek ise, firma piyasa değerinin sermaye maliyetine göre yüksek olduğu anlamı taşımaktadır. Böyle bir durumda firmalar hisse senedi ihraç ederek elde ettikleri gelirle demirbaş ve donanım maliyetlerinin üzerinde yüksek fiyat belirleyebilirler. Daha az hisse senedi ihracı ile daha fazla yatırım yapılabilecektir. Merkez bankasının faiz oranlarını düşürmesi durumunda tahvil getirileri azalacağından hisse senetlerine olan talep artacak ve fiyatları yükselecektir. Firmaların piyasa değeri maliyetlerine oranla artacağından yatırım ve üretim artacaktır (Örnek, 2009: 106).

Varlık fiyatları açısından ikinci bir kanal da hisse senedi fiyatlarının servet düzeyini etkilemesi nedeniyle tüketim harcamalarındaki değişimden kaynaklanmaktadır. Modigliani tüketicilerin tüketim harcamalarını hayat boyu gelire bağlı olarak gerçekleştirdiklerini öne sürmüştür. Borsadaki yatırımlar finansal servetin önemli bir bölümü olarak gösterilerek, borsa faaliyetlerindeki artışla finansal servetin artacağı ve böylece tüketicilerin hayat boyu gelirinin artacağı ifade edilmiştir. Gelir artışı ile birlikte de tüketim harcamaları yükselerek yatırım harcamalarının artmasına neden olacaktır (Örnek, 2009: 107).

#### **4.3.5. Beklentiler Kanalı**

Para politikası toplam talep ve döviz kurunun yanında beklentiler kanalı ile de ekonomi ve fiyatları etkileyebilmektedir. Yüksek güvenilirliğe sahip bir merkez bankasının gelecek dönem enflasyonunu esas alarak faizlerde değişiklik yapması beklentiler kanalı üzerinden mevcut dönemdeki enflasyona da etkide bulunabilmektedir. Ancak bu etki, fiyatlama davranışlarının ne ölçüde ileriye yönelik şekillendiğine bağlıdır (Kadıoğlu, 2006: 25).

Para politikasının iktisadi ajanların beklentileri üzerinde ve beklentilerin de uygulanan para politikalarının etkinliği üzerinde önemli rolü bulunmaktadır. Para politikası beklentiler üzerinde etkili olarak beklentileri değiştirebilmektedir. Uygulanacak politikanın önceden bildirilmesi de beklentiler üzerinde etkili olabilir. Para politikasının beklentileri istenen doğrultuda etkilemesi para politikasının etkinliğini de artırmaktadır. Para politikası

ile ilgili beklentiler ve bu politikaya olan güven, para politikasının etkinliğinin değerlendirilmesindeki önemli esaslardan biridir (Cengiz, 2009: 237).

## BEŞİNCİ BÖLÜM

### 5. ARAŞTIRMA DİZAYNI

#### 5.1. Araştırmanın Amacı

Bu araştırmada, 2008 yılında ABD’de başlayıp tüm dünyayı etkisi altına alan küresel kriz dönemi ve sonrasında TCMB’nin uygulamaya koyduğu geleneksel olmayan para politikası araçlarının, hedeflenen amaçlar doğrultusunda etkileri incelenmeye çalışılacaktır. Diğer bir ifade ile, TCMB’nin fiyat istikrarı ile finansal istikrarı sağlayabilmek için uyguladığı yeni para politikası araçlarının etkinliği araştırılacaktır.

Araştırmamızda merkez bankasının kriz dönemi sonrasında değiştirmiş olduğu amaç ve araç seti esas alınmıştır. Yeni politika bileşiminde fiyat ve finansal istikrar amaçları ve bu amaçlara yönelik yeni para politikası araçları belirlenmiştir.

Araştırmamız iki boyutlu bir incelemedir. Birinci boyutta enflasyon oranı ile politika faizi arasındaki ilişki ele alınırken, ikinci boyutta ise döviz kuru ve kredi büyümesi ile faiz koridoru, zorunlu karşılıklar ve rezerv opsiyon katsayısı etkileşimi incelenecektir.

1211 sayılı TCMB Kanunu’nun 4. maddesi gereğince bankanın temel amacı fiyat istikrarını sağlamaktır. Bu kapsamda merkez bankası hükümet ile birlikte, Tüketici Fiyat Endeksinin (TÜFE) 12 aylık değişimiyle hesaplanan yıl sonu enflasyon oranlarını hedef değişken olarak belirlemektedir. Bu temel amaç doğrultusunda politika faizinde yapılacak değişimler ile TÜFE hedefi yakalanmaya çalışılmaktadır. Araştırmamızın ilk kısmında TÜFE ile politika faiz oranı kabul edilen haftalık repo faiz oranı arasındaki ilişki analiz edilmeye çalışılacaktır.

2008 küresel krizi ile birlikte fiyat istikrarının yanında finansal istikrara yönelik araçların geliştirilmesi ile bu araçların başarısı ve işlerliğini sorgulama söz konusu olmuştur. TCMB’nin politik metinlerinde finansal istikrar kavramı ile döviz kuru ve kredi büyümesinin kastedildiği anlaşılmaktadır. TCMB Bülteninde (2012: 4) kurdaki aşırı değerlenmeyi önlemek ve yurtiçi kredilerin kontrollü büyümesini sağlamak şeklinde ifade edilen finansal istikrara yönelik hedefler değerlendirmeye alınmıştır.

Bu amaç doğrultusunda kullanılan araçlar faiz koridoru, zorunlu karşılıklar ve rezerv opsiyon mekanizması olmuştur. Araştırmamızın ikinci kısmında döviz kuru ve kredi büyümesi amaçları ile faiz koridoru, zorunlu karşılıklar ve rezerv opsiyon katsayısı değişkenleri arasındaki ilişki ele alınacaktır. Faiz koridorunu oluşturan borç verme faiz oranı ve borç alma faiz oranının yanı sıra zorunlu karşılıklar ve rezerv opsiyon katsayısının döviz kuru sepeti ile kredi büyüme oranını ne şekilde ve hangi boyutta etkilediği araştırılacaktır.

## **5.2. Araştırmanın Veri Seti ve Kısıtları**

TCMB 14 Nisan 2010 yılında açıkladığı Çıkış Strateji ile haftalık repo faiz oranını politika faiz oranı olarak belirlemiştir. Bu yüzden araştırmamızda kullanılan değişkenlerin Mayıs 2010 dönemi verileri ile başlanmıştır. 28 Ocak 2014 tarihinde olağanüstü toplanan TCMB Para Politikası Kurulu iç ve dış piyasalardaki olumsuz gelişmeler nedeniyle güçlü bir parasal sıkılaştırmaya ve operasyonel çerçeveyi sadeleştirmeye karar vermiştir. Kurul alınan kararlarla faiz oranlarında büyük bir artışa gitmiş ve asimetrik faiz koridoru uygulamasını da bitirmiştir. Bu açıdan değişkenlerimizi bu olağanüstü toplantı dönemi öncesine kadar olacak şekilde Aralık 2013 dönemi ile sonlandırdık. Ayrıca araştırmamızda değişkenlerin aylık verileri kullanılmıştır.

TÜFE değişkenine ait verilerde enflasyon verilerinin ay sonları itibariyle yıllık değerleri analize dahil edilmiştir. Politika faiz oranı ise TCMB'nin aylık Para Politikası Kurulu toplantılarında belirlendiğinden bu değişkene ait veriler de aylık olarak değerlendirilmiştir.

Araştırmamızın ikinci boyutunda ele alınacak değişkenler de aylık değerleri itibariyle analiz edilmiştir. Kredi büyümesi değişkeni için aylık yurtiçi kredi büyüme oranı, faiz koridoru için de koridorun alt ve üst bandını oluşturan TCMB borç alma ve borç verme oranları değerlendirmeye alınacaktır.

Zorunlu karşılıklar ve rezerv opsiyon katsayısı verileri için ağırlıklandırma yapılarak veri setine dahil edilmeleri mümkün olmuştur. Zorunlu karşılıklar için vade farklılaştırması yapıldığından, farklı vadelerin toplam mevduat içerisindeki pay oranı nispetinde ağırlıklandırma yapılmıştır.

Rezerv opsiyon mekanizması, TCMB'nin zorunlu karşılıklar kapsamında geliştirmiş olduğu yeni bir araçtır. Bu açıdan TCMB bünyesinde bu yeni aracın kullanımına yönelik muhtelif çalışmalar yapılmıştır. Araştırmamızda, Alper ve diğerlerinin (2012: 3) çalışmasında yer alan formül esas alınarak analize dahil edilmiştir.

Aşağıda yer alan formülde rezerv opsiyonu imkanının tamamen kullanılması halinde rezerv opsiyonu mekanizması aracılığıyla çekilen dövizin TL karşılığı bulunabilmektedir:

$$[ZK'ya\ tabi\ Toplam\ TL\ Yükümlülük] * [0,4 * 1,4 + 0,05 * 1,7 + 0,05 * 2,0 + 0,05 * 2,2 + 0,05 * 2,3]$$

Burada formülün ikinci kısmı TCMB'nin muhtelif kararları ile rezerv opsiyon katsayısında yaptığı değişikliklerle belirlenmektedir. Analizimizde bu katsayıdaki değişimin etkisi incelenmeye çalışılacaktır.

ROM'un Eylül 2011 döneminde uygulamaya konulması nedeniyle Mayıs 2010-Eylül 2011 dönemindeki ROK değerleri sıfır olarak değerlendirmeye alınmıştır.

### 5.3. Aratırma Değişkenleri

Araştırmamızda incelenecek değişkenler, sembolleri ve içerikleri aşağıda Tablo-1'de verilmiştir.

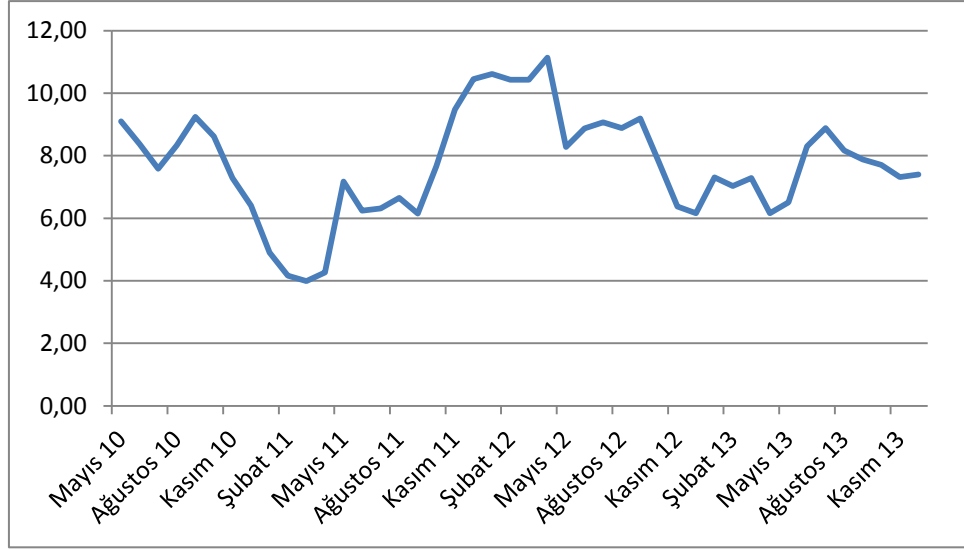
**Tablo 5: Değişkenler ve sembolleri**

Değişkenler	Semboller	Değişkenlerin İçeriği
Enflasyon	TUFE	Tüketici fiyatlarındaki yıllık değişim
Politika Faizi	REPO	TCMB haftalık repo faiz oranı
Döviz Kuru	KUR	Euro ve Dolardan oluşan kur sepeti
Kredi Büyümesi	KREDI	Yurtiçi kredilerdeki aylık büyüme oranı
Faiz Koridoru Alt Limiti	FAIZALT	TCMB Borç alma faiz oranı
Faiz Koridoru Üst Limiti	FAIZUST	TCMB Borç verme faiz oranı
Zorunlu Karşılıklar	ZORKAR	Vadelere göre ağırlıklandırılmış zorunlu karşılık oranı
Rezerv Opsiyon Katsayısı	ROK	Ağırlıklandırılmış Rezerv Opsiyon Katsayısı



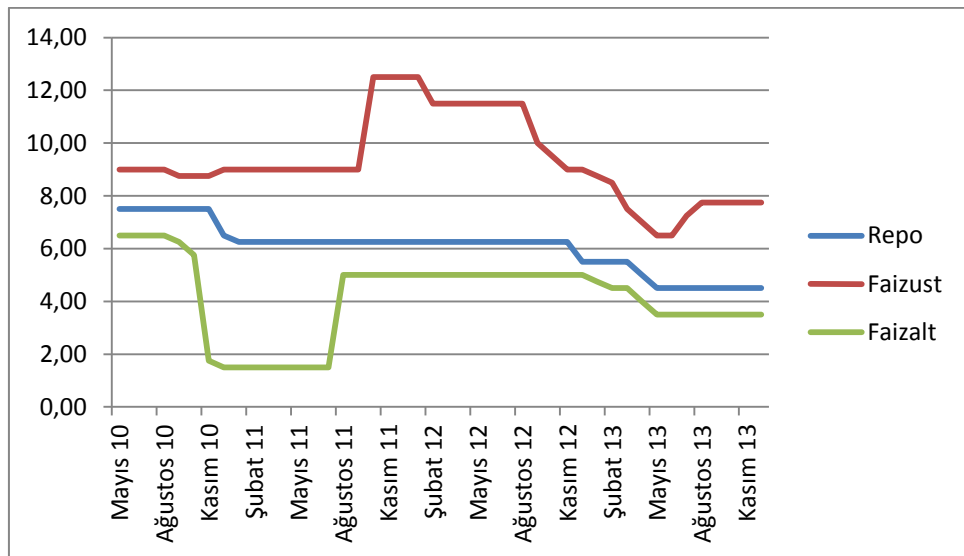
Araştırmamızda kullandığımız değişkenlerin analiz dönemi içerisindeki hareketlerinin ne yönde geliştiğini ve trendlerini görmek amacıyla Mayıs 2010- Aralık 2013 dönemindeki grafikleri aşağıda sunulmuştur.

**Grafik 11: TUFİ**



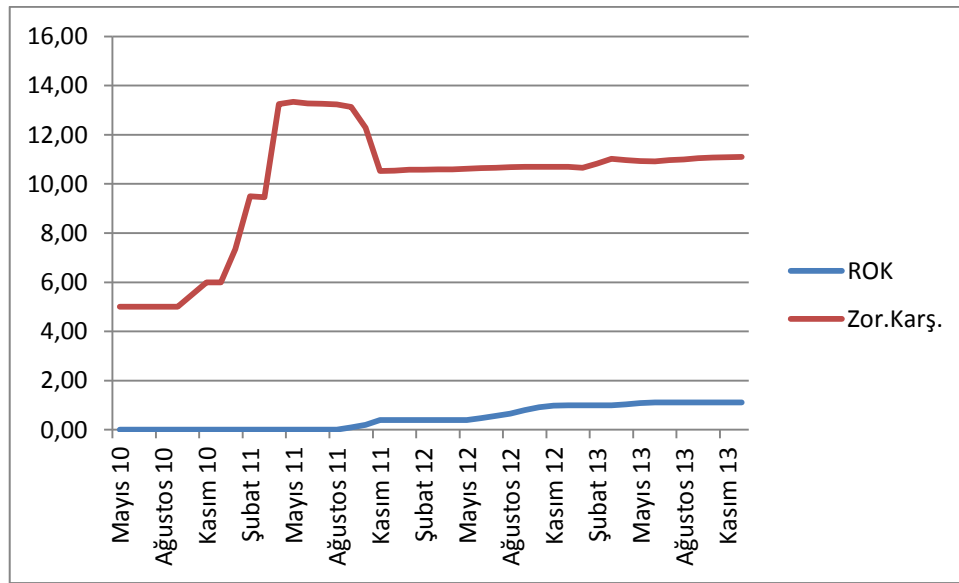
Tüketici fiyatlarının (Grafik-11) dönem boyunca dalgalı bir seyir izlediği görülmektedir. 2010 yılının sonu itibariyle hedeflenen düzeyin bile altına inen enflasyon oranı, 2011 sonu ve 2012 başında çift hanelere çıkmış, daha sonra tekrar iniş trendine girmiştir.

**Grafik 12: Faiz koridoru**



Faiz koridorunda (Grafik-12) dönem boyunca asimetrik yapının mevcudiyeti çok açıktır. İlk dönemde kısmen simetrik bir yapı söz konusuyken, Kasım 2010'da artan sermaye girişlerinin hızlı kredi genişlemesine ve cari dengede bozulmaya yol açması nedeniyle borç alma faizleri 400 baz puan indirilerek faiz koridoru aşağı yönde genişletilmiştir. Ağustos 2011'de ise Avrupa ülkelerindeki kamu borcu sorunu ve küresel büyümeye ilişkin endişeler sebebiyle kısa vadeli faizlerde aşağı yönlü oynaklığı azaltmak amacıyla borçlanma faizleri yükselttiler faiz koridoru aşağı yönlü daraltılmıştır. TL'deki değer kaybı ve gıda fiyatlarındaki artışın enflasyon görünümünde bozulmaya sebep olması nedeniyle Ekim 2011'de borç verme faizleri arttırılarak faiz koridoru yukarı yönlü genişletilmiştir. Dolayısıyla faiz koridorunda 2010-2013 döneminde birçok etkenin belirleyici olduğu görülmektedir.

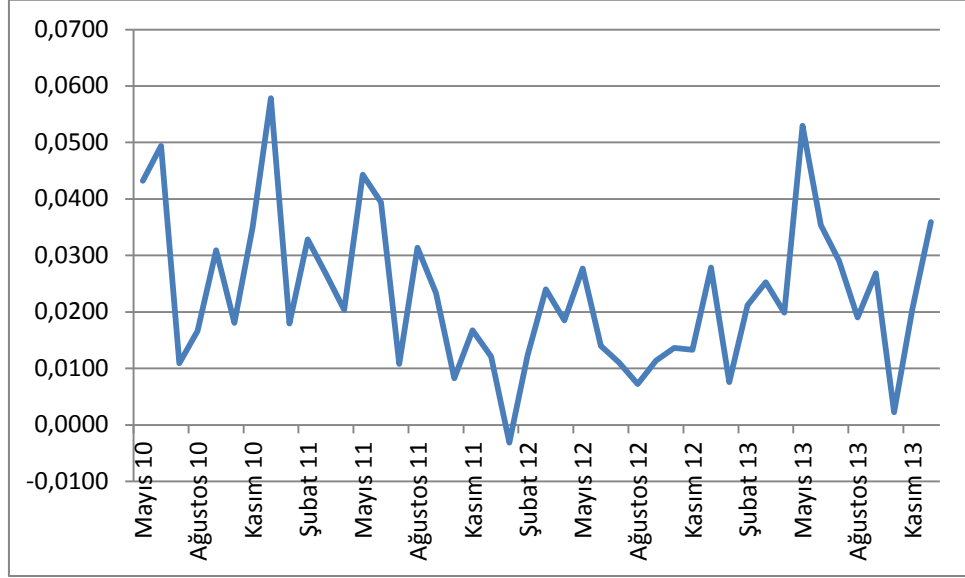
**Grafik 13: Zorunlu karşılıklar ve ROK**



Zorunlu karşılıklarda (Grafik-13) Eylül-2011 dönemine kadar belirgin bir artış gerçekleşmiş, bu dönemden sonraki anlık düşüşten sonra durağan bir seyir görülmektedir. Özellikle Mart ve Nisan 2011 döneminde krediler ve iç talepteki artışın finansal istikrarı bozmasını önleme amaçlı sıkı para politikası hedefi nedeniyle zorunlu karşılıklarda önemli artışlar yapılmıştır.

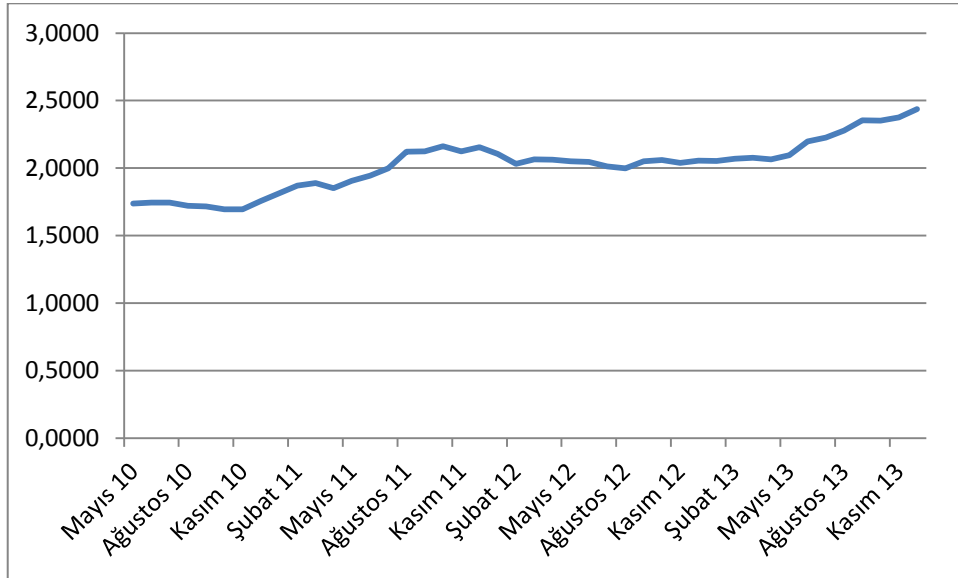
Eylül-2011 tarihi itibariyle uygulamaya konulan rezerv opsiyon katsayısının artış trendinde olduğu gözlenmektedir.

**Grafik 14: Kredi büyümesi**



Yurtiçi kredilerin aylık değişim oranlarına bakıldığında (Grafik-14) sadece 2012 yılının başında çok düşük bir azalmanın olduğu bu dönem haricinde ise % 1 ile % 5 arasında dalgalı bir seyir gerçekleşmiştir.

**Grafik 15: Kur sepeti**



Dolar ile Eurodan oluşan kur sepetinde (Grafik-15) yükselen bir trend söz konusu olup, kur sepetinde Aralık-2013 dönemi ile Mayıs 2010 dönemi kıyaslandığında % 40'lık bir artış gerçekleşmiştir. Başka bir ifade ile TL % 40 değer kaybetmiştir.

Araştırmamızda kullandığımız değişkenlere ait veriler TCMB'nın Elektronik Veri Dağıtım Sisteminden elde edilmiştir. Analizlerimiz için Eviews 7.0 paket programı kullanılmıştır.

#### **5.4. Araştırma Yöntemi**

Araştırmamızda, geleneksel ve modern para politikası araçlarının küresel kriz sonrası dönem uygulamalarının etkinliği keşfedilmeye çalışılmaktadır. Bu amaçla özellikle para politikası uygulamalarında sıklıkla başvurulan Vektör Oto Regresyon (VAR) yöntemi kullanılacaktır.

İktisadi ilişkilerin karmaşık yapısı nedeniyle iktisadi olaylar incelenirken tek denklem yerine eşanlı denklem modelleri kullanılmaktadır. Eşanlı denklem modellerinde de içsel ve dışsal değişkenlerin belirlenmesi gerekir. Ancak makroekonomik değişkenlerin birbirlerini karşılıklı olarak etkilemeleri nedeniyle içsel veya dışsal değişkenlerin sınıflandırılması zor olmaktadır. Ortaya çıkan içsel ve dışsal değişken ayrımı sorununu çözmek için VAR modelleri öne sürülmüştür. (Çakıroğlu, 2007: 22)

##### **5.4.1. Vektör Oto Regresyon (VAR) Yöntemi**

VAR modeli, Sims (1980) tarafından geliştirilmiştir. Bu modelde denklem sistemi içerisindeki her değişkenin kendi gecikmeli değeri ve sistemdeki diğer değişkenlerin geçmişteki değerleri arasındaki ilişkileri içeren dinamik bir yapı mevcuttur. Parasal aktarım mekanizması kanallarının işleyişinin incelenmesinde sıklıkla kullanılan bir yöntemdir. (Yavuzarslan, 2011: 126)

VAR modelinde katı bir iktisadi teorinin varlığı kabul edilmeyip, seçilen bütün değişkenler bir sistem bütünlüğü içinde ele alınır. Değişkenler arası ilişkilerde herhangi bir kısıtlama getirilmediğinden model kurma aşamasında yapılması zorunlu kabul edilen ön varsayımların olumsuz etkileri ortadan kalkmış olur. (Çakıroğlu, 2007: 22)

İki değişkenli VAR modelinin standart şekli aşığıdaki gibidir:

$$y_t = a_1 + \sum_{i=1}^P b_{1i} y_{t-i} + \sum_{i=1}^P b_{2i} x_{t-i} + v_{1t}$$

$$x_t = c_1 + \sum_{i=1}^P d_{1i} y_{t-i} + \sum_{i=1}^P d_{2i} x_{t-i} + v_{2t}$$

Modele göre; (p) gecikmelerin uzunluğu, (v) ortalaması sıfır, kendi gecikmeli değerleriyle olan kovaryansları sıfır ve varyansları sabit, normal dağılıma sahip rassal hata terimlerini göstermektedir. VAR modelinde hataların kendi gecikmeli değerleriyle ilişiksiz olması varsayımı nedeniyle modele herhangi bir kısıt gelmemektedir. Değişkenlerin gecikme uzunluğunun artırılmasıyla otokorelasyon sorunu aşılmaktadır. (Özgen ve Güloğlu, 2004: 5)

Sevüktekin ve Çınar'a (2014: 530-531) göre VAR modelinin sağladığı avantajlar şunlardır:

- VAR modeli kurulurken hangi değişkenin içsel hangi değişkenin dışsal olduğu önemli değildir. Tüm değişkenler içsel kabul edilir.
- Modelde dışsal değişkenler de kullanılabilir.
- Model kurulurken teoriye bakmaya gerek yoktur.
- Kurulumu ve tahmini basittir.
- Her bir denklem ayrı ayrı tahmin edilebilir. Hatta her bir modelin gecikme sayısı farklı alınabilir.
- VAR modelleri ile yapılan önraporlamalar eşanlı denklem modelleri gibi diğer modellere göre daha başarılıdır.

Sıralanan avantajların yanında VAR modellerinin bazı dezavantajları ve bu modele yöneltilen eleştiriler de bulunmaktadır. Tarı'ya (2011: 456) göre dezavantajlar şunlardır:

- Tüm değişkenler durağan olmalıdır. Durağanlık şartı sağlanmadığında verilerin dönüştürülmesi gerekir. Bu durumda sonuçlar tartışılabilir.
- VAR modeli oluşturulurken değişkenlerin seçimi önemlidir.
- VAR modelinde eşanlı denklem modellerine göre daha az önsel bilgi kullanılır.

- Uygulamalar VAR modellerinin ileriye dönük tahminlerinin daha iyi olduğunu ortaya koymakla birlikte, modellerde yapılacak küçük değişiklikler bile tahminlerde önemli değişikliklere sebep olabilir.
- Gecikme uzunluğu çeşitli kriterlere göre belirlenebilse de uygulamada gecikme uzunluğunun belirlenmesi sorun çıkarabilmektedir.

VAR modelleri kısıtlanmış ve kısıtlanmamış olmak üzere iki şekilde uygulanabilmektedir. VAR modelleri ile sonuç alınabilmesi için üç aşama takip edilmektedir: Granger nedensellik testi, etki-tepki analizi ve varyans analizi. (Özgen ve Güloğlu, 2004: 5)

VAR modelleri VARX modelleri, VARMA modelleri ve Vektör Hata Düzeltme Modeli (VECM) şeklinde sınıflandırılabilir. Değişkenler arasında zamana göre yukarı ya da aşağıya doğru sabit bir trend olduğunda, ortaya çıkan sahte korelasyon sorununu çözmek için VECM uzun dönemli öngörülerde kullanılabilir. (Çakıroğlu, 2007: 26)

#### **5.4.2. Durağanlık**

Araştırmamızda zaman serisi analizi yapılacağından, anlamlı sonuçlar elde edebilmek için serilerin durağanlık koşulunu sağlaması gerekir. Bu açıdan durağanlık konusunun derinlemesine incelenmesi gerekir.

Durağanlık kavramı, zaman serileri analizinde büyük önem taşımaktadır. Değişkenler arasında anlamlı ilişkiler kurulabilmesi için, serilerin durağan olması veya aynı mertebeden homojen olmaları gerekmektedir. Durağanlık, bir zaman serisinin ortalaması ile varyansının sabit olması ve seriye ait iki değer arasındaki kovaryansın incelenen zamana değil, yalnızca iki zaman değeri arasındaki farka bağlı olması şeklinde ifade edilmektedir. (Aktaş, 2009: 37)

Zaman serilerinin bir çoğu durağanlık koşulunu sağlamamaktadır. Bu durumda serilerin analizinde sahte regresyonlar ortaya çıkabilmektedir. Bu sahte regresyonlarda yüksek bir  $R^2$  ve anlamlı bir t istatistiği olsa bile, parametre tahmin sonuçları ekonomik yorum bakımından anlamsız çıkabilmektedir. (Kocacıyık, 2013: 88)

Durağanlık, zaman serisi analizlerinde oldukça önemlidir. Bu yüzden zaman serisi analizlerinden önce serilerin durağanlığının test edilmesi gerekmektedir. Birim kök testleri,

serilerin durağanlığının test edilmesinde sık kullanılan yöntemlerden biridir. Serilerin birim kök içermesi durağan olmadıklarını göstermektedir. Birim kök testi neticesinde durağan olmama durumunda serilerin farklarının alınması yoluna gidilebilmektedir. (Kocabıyık, 2013: 88-89)

Durağanlık sınamasında genel olarak Dickey ve Fuller (1979, 1981) tarafından geliştirilen testler kullanılmaktadır. Dickey-Fuller testi, otokorelasyon olması halinde EKK tahminlerinin sağlıklı olması için geliştirilerek Genişletilmiş Dickey-Fuller (ADF) birim kök testi olarak adlandırılmıştır. (Aktaş, 2009: 38)

### **5.4.3. Nedensellik**

Araştırmamızda değişkenler arasındaki ilişkileri ve bu ilişkilerin yönünü açıklayabilmek için nedensellik testlerine yer verilecektir.

İki değişken arasında sebep-sonuç ilişkisinin olup olmadığı, var olması durumunda da ilişkinin yönünü test etmek amacıyla nedensellik testi uygulanmaktadır. Granger nedensellik testi kolay uygulanabilmesi nedeniyle en çok tercih edilen nedensellik testidir. Bununla beraber 1980'lerin sonunda ortaya çıkan eş-bütünleşme analizi, nedensellik testlerine yeni bir gelişme sağlamıştır. İki değişkenin durağan ve eş-bütünleşik olması durumunda, nedensellik testleri VECM'e göre oluşturulabilmektedir. (Arslan ve Yapraklı, 2008: 94)

Eşbütünleşme analizi değişkenlere ait seriler durağan olmasalar bile bu serilerin durağan bir doğrusal kombinasyonunun olabileceğini ve bunun da ekonometrik açıdan belirlenebileceğini öne sürmektedir. Durağan olmayan iki zaman serisi aynı dereceden entegre iseler, bu durumda iki seri arasında eşbütünleşme olabilir ve aralarındaki regresyon yanıtıcı olmaz. İki serinin aynı dereceden entegre olması, ikisindeki trendin birbirini götürmesini ve böylece trendden arınmış bir ilişkinin bulunmasını sağlar. (Tarı, 2011: 415)

Durağan olmayan ve uzun dönemli denge ilişkisini gösteren eş-bütünleşme ilişkisi bulunmayan değişkenler arasındaki nedensellik ilişkilerinin tespiti için VAR modeli, durağan olmayan ve eş bütünleşme olan değişkenler arasındaki nedensellik ilişkileri ise VEC modeli kullanılabilmektedir. (Kocabıyık, 2013: 94)

#### **5.4.4. Etki-Tepki Analizi**

VAR modellerinde denklem sistemine verilecek şoklar karşısında değişkenlerin vereceği tepkilerin ölçüldüğü etki-tepki analizinin yorumuna yer verilir. Etki-tepki analizi ile sistem içindeki her bir değişkene sıra ile verilecek şoklar karşısında hem ilgili değişkenin hem de diğer değişkenlerin ölçümü yapılır. Bu şekilde gelecekte meydana çıkabilecek şoklar neticesinde diğer değişkenlerin nasıl bir tepki verecekleri bilinmeye çalışılır. Modeldeki değişkenler durağan bir yapıda olmalarından dolayı, başlangıçta verilecek bir şokun etkisi bir süre sonra sona erecektir. Bu nedenle değişkenlerin durağan olmaları gerekmektedir. Eğer değişkenler durağan değilse, verilecek şokun etkisi sürekli devam edecek ve şoka verilecek tepki sağlıklı ölçülemeyecektir. (Bozkurt, 2007: 94)

Etki-tepki analizi yapısal şoklar üzerinde değerlendirme yapılan bir teknik olması nedeniyle değişkenler arasında Granger nedenselliğinin olması gerekir. Örneğin, bir X değişkeni bir Y değişkeninin nedeni değilse, X üzerine verilecek bir birimlik şok Y üzerinde bir etki doğurmayacaktır. Bu yüzden değişkenler arasında önce nedensellik ilişkisinin tespit edilip, değişkenlerin içsel-dışsal tespitine göre hareket edilir. (Bozkurt, 2007: 94-95)

VAR modeliyle incelenen değişkenler arasındaki dinamik etkileşimi belirlemede, etki-tepki fonksiyonlarının önemi büyüktür. Bir makroekonomik büyüklüğün üzerinde etkili değişkenin hangisi olduğu varyans ayrıştırması ile, etkili bulunan değişkenin politika aracı olarak kullanılabilir olup olmadığı ise etki-tepki fonksiyonlarıyla belirlenmektedir. (Özgen ve Güloğlu, 2004: 8)

#### **5.4.5. Varyans Ayrıştırması**

Sistemdeki değişkenlerin her birinin varyansında meydana gelen değişimin % kaçının kendi gecikmeleriyle, % kaçının ise diğer değişkenler tarafından açıklandığı varyans ayrıştırması ile tespit edilmektedir. (Gündoğan, 2013: 99)

Varyans ayrıştırması tekniği ile istatistikî şokların değişkenler üzerindeki sayısal etkileri görülebilmektedir. Bir değişkene ilişkin öngörü hata varyansının diğer değişkenler tarafından açıklanma oranını veren varyans ayrıştırmasında, eğer bir şok bir değişkenin ileriye dönük tahmin hata varyansını açıklayabiliyor ise o değişken içsel olarak kabul edilir. (Bozkurt, 2007: 99)



## 5.5. Araştırmanın Literatürü

2008 küresel krizinin etkileri halen devam etmektedir. Merkez Bankaları da son yıllarda yeni para politika araçları kullanarak krizin ekonomiler üzerindeki olumsuz etkilerini hafifletmeye çalışmaktadırlar. Bu bağlamda Merkez Bankalarının uyguladığı yeni para politikası bileşenleri ile ilgili literatür çok yeni ve sayıca çok azdır. Bu çalışma da bu literatürü nicelik ve nitelik olarak artırmayı hedeflemektedir.

Gambacorta, Hofmann ve Peersman (2012)'ın geleneksel olmayan para politikasının etkilerini inceledikleri çalışmada ABD, Büyük Britanya, Japonya, Euro bölgesi, Kanada, Norveç, İsviçre ve İsveç ekonomileri ele alınmıştır. Ocak 2008 ile Haziran 2011 döneminde ekonomilerin milli gelirleri, tüketici fiyat endeksleri, merkez bankası varlıkları ve borsa endekslerinin oynaklık seviyeleri panel VAR modeli ile incelenmiştir. Araştırmada elde edilen sonuçlara göre merkez bankalarının varlıklarındaki artış ekonomik aktivite ve fiyat düzeylerinde geçici artışlara neden olmuştur. Ancak çalışmada ayrıca, sağlanan bu geçici ekonomik fayda dolayısıyla merkez bankalarının varlık artışının her zaman pozitif etki edeceği anlamına gelmemesi gerektiği de ifade edilmiştir.

Perera (2010) geleneksel olmayan para politikalarını incelediği çalışmasında, AB bölgesi ile ABD, İngiltere ve Japonya için fiyat seviyesi, çıktı düzeyi, parasal büyüklükler ve merkez bankası politika faiz oranı değişkenlerini analiz etmiştir. Kriz döneminde parasal aktarım mekanizmasındaki değişimlerin ele alındığı çalışmada Ocak 2000- Haziran 2010 dönemi incelenmiştir. Araştırmada eşbütünleşme analizi ile Vektör Hata Düzeltme Modeli (VECM) kullanılmıştır. Araştırma sonuçlarına göre, kriz dönemlerinde tipik parasal aktarım mekanizması fonksiyonunu yerine getirememekte, finansal kurumlar ekonomiye büyük miktarda likidite geldiğinde faiz oranlarına beklenen tepkiyi vermemektedir.

Göçer (2012) krizin, krizden en çok etkilendiği düşünülen 7 ülke (Yunanistan, İtalya, Portekiz, İspanya, Türkiye, İngiltere ve ABD) ve dünya geneline dönük yaptığı çalışmada, 1980-2010 döneminde ülkelerin yıllık gayrisafi yurtiçi hasıla, özel tüketim, özel yatırımlar, kamu harcamaları, ihracat ve ithalat verileri incelenmiştir. Çalışmada Keynesyen milli gelir fonksiyonu temel alınarak, değişkenlerin ekonomik büyüme üzerindeki etkileri araştırılmıştır. Krizin kukla değişkenle temsil edildiği analizde her bir

ülkenin durumunu detaylı inceleyebilmek için ayrı ayrı regresyonlar yapılmıştır. Ülke ekonomileri üzerine gelen şokların etkisinin zamanla ortadan kalkıp kalkmadığını görebilmek için de Engle-Granger eş bütünleşme analiz yöntemi uygulanmıştır. Analiz sonucunda krizin bütün ülke ekonomilerine negatif etkisinin olduğu ve krizden en çok ABD, İtalya ve Yunanistan'ın etkilendiği bulgularına ulaşılmıştır. Ancak araştırmada ülke ekonomilerini olumsuz etkileyen krizin endişe edilecek boyutlarda etkisinin olmadığı bunda da krizin kısmen kısa sürmesi ve büyük çaplı önlemler alınmasının bu duruma neden olabileceği belirtilmiştir.

Berberoğlu (2011) krizin Türkiye ve Avrupa Birliği ülkelerine olan etkisini kümeleme analiz yöntemi ile incelemiştir. Türkiye ile birlikte AB üyesi 27 ülkenin dahil edildiği analizde kamu açığı, kamu sabit yatırımı, genel kamu dengesi, kamu brüt borcu, gayri safi yurtiçi hasıla, tüketim harcamaları ve sabit sermaye oluşumundan oluşan yedi değişkenin 2006-2008 yılları arasında kümelemedeki etkileri ile 2008 küresel kriz etkileri ölçülmeye çalışılmıştır. Değerlendirmeye alınan üç yıl için de üç farklı grup oluşturularak aynı grup içerisindeki ülkelerin krizden yaklaşık olarak eşit düzeyde etkilenmiş olduğu kanaatine varılmıştır. Grup değişimine uğrayan ülkelerin ise küresel krizden daha farklı düzeyde etkilendiği sonucuna varılmıştır. 2006 yılı ile 2007 yıllarında ülke gruplarında farklılık yokken, 2008 yılında İngiltere ve Hollanda'nın bir alt gruba düşmesi ile bu ülkelerin krizden nispeten daha fazla etkilendikleri belirtilmiştir. Türkiye'nin durumuna bakıldığında, ele alınan üç yıl boyunca AB içerisinde ekonomik durumu iyi olmayan ülkelerle birlikte aynı grupta yer alması bu ülkelerle küresel kriz döneminde eşit düzeyde etkilendiğini ifade etmektedir. Bu açıdan bakıldığında Türkiye'nin üyesi olmaya çalıştığı AB üyesi ülkelere ekonomik açıdan çok da farklı olmadığı tespitine de yer verilmiştir.

Binici ve diğerleri (2013) TCMB'nin 2010 yılının son çeyreğinden itibaren kullanmaya başladığı asimetrik faiz koridoru ve zorunlu karşılık uygulamaları sonucunda yeniden şekillenen para politikasının, kredi ve mevduat faizlerine olan aktarımda değişikliğe sebep olup olmadığını VAR modelinden elde edilen etki-tepki fonksiyonlarını kullanarak analiz etmişlerdir. Çalışmada Ocak 2005-Mayıs 2010 ile Kasım 2010-Aralık 2012 dönemini kapsayan iki dönem incelenmiştir. Mayıs 2010 öncesinde politika faizi değişiminin ticari kredi-mevduat faizi farkını belirgin şekilde etkilemesinin mümkün görünmediği, yeni politika sonrası dönemde ise politika faizinin mevduat faizi üzerinde

anlamli etkide bulunurken ticari kredi faizine politika faizi yerine faiz koridorunun üst bandının güçlü ve anlamlı etki yaptığı sonucuna varılmıştır.

Binici ve diğerlerinin çalışmasında ayrıca Kasım 2010-Aralık 2012 dönemi için bankacılık sektöründe önemli ağırlığa sahip 13 mevduat bankasının verileri esas alınarak ticari kredi faizi, mevduat faizi ve her iki faiz arasındaki farkın para politikası araçlarına olan tepkisi panel veri ile analiz edilmiştir. Gerek faiz koridorunun gerekse de zorunlu karşılıkların ticari kredi ve mevduat faiz farkı üzerinde etkili olduğu sonucuna ulaşılmıştır. Bu sonuç doğrultusunda faiz koridorunun krediler ve toplam talep üzerinde etkili bir araç olabileceği yargısına varılmıştır.

Yavuzarslan (2011) Türkiye’de zorunlu karşılık uygulamasının analizine dönük araştırmasında, zorunlu karşılık oranlarının (ZKO) banka kredileri ve mevduat hacmi üzerindeki etkilerini incelemiştir. Küresel krizden sonra zorunlu karşılık uygulamasında değişikliklerin yapıldığı Kasım 2008- Aralık 2010 dönemi boyunca zorunlu karşılık oranında, tabanında veya zorunlu karşılıklara faiz ödenmesi uygulamasında değişiklik yapıldığı veya yapılacağının duyurulduğu günlerde kredi ve mevduat hacmindeki değişimler analiz edilmiştir. Dövize uygulanan ZKO’nun mevduatı azaltıcı, TL’ye uygulanan ZKO’nun ise duyuru günü ve sonrasında anlamlı ve artırıcı etkide bulunduğu; kredi hacmi üzerinde de TL ZKO artırımı duyuru anında ve TL ZKO indirimi azaltıcı yönde, döviz ZKO artırımı tesis günü sonrasında ve YP ZKO indirimi duyuru anında pozitif etkisinin olduğu belirtilmiştir. Ayrıca hem krediler hem de mevduat üzerinde TL zorunlu karşılıklara faiz ödenmesinin pozitif, YP zorunlu karşılıklara faiz ödenmesinin ise negatif yönde anlamlı etki doğurduğu ifade edilmiştir.

Aslaner ve diğerleri (2014) rezerv opsiyon mekanizmasının (ROM) sermaye akımlarındaki oynaklıkları dengeleyici özelliğini araştırdıkları bir çalışma yapmışlardır. ROM Eylül 2011 itibariyle uygulamaya başlasa bile rezerv opsiyon katsayısının (ROK) Haziran 2012 dönemine kadar sabit ve 1 değerini alması nedeniyle çalışmada ROK’un 1’den farklı değer aldığı Haziran 2012- Haziran 2014 dönemi boyunca zorunlu karşılıklar açısından bankacılık sektörünün % 91’lik kısmını oluşturan 17 bankanın verileri değerlendirmeye alınmıştır.Yapılan regresyon analizleri sonucunda ROM kullanımında bankalar, TL fonlama maliyeti olarak TCMB ortalama fonlama maliyeti ile gecelik para

piyasa faiz oranlarını esas aldıkları belirtilmiştir. Ayrıca TCMB tarafından belirlenip TL fonlama ile döviz maliyeti arasındaki ilişkiye bağlı olan ROK katsayısının da ROM kullanım düzeyini belirleyen temel değişken olduğu ifade edilmiştir.

Koçyiğit ve diğerleri (2014) yaptıkları çalışmada panel veri analizi kullanarak, Merkez Bankası likidite durumu, kısa vadeli faiz beklentileri, Hazine kaynaklı likidite hareketleri, tatil arifeleri, bilanço dönemi, ek parasal sıkılaştırma uygulanan dönemler ve rezerv opsiyon mekanizması kullanım oranının bankacılık kesimi rezerv tutma eğilimleri üzerindeki etkilerini incelemişlerdir. Eylül 2010- Nisan 2014 arasında yer alan 94 zorunlu karşılık tesis dönemi örneklem olarak ele alınmıştır. Panel modeline ilişkin tahmin sonuçlarına göre, Merkez Bankasının likidite duruşunu yansıtan likidite duruş endeksi rezerv oranı üzerinden tesis döneminin ilk ve son haftası için sırasıyla negatif ve pozitif yönde istatistiksel olarak anlamlı bulunmuştur. Örneklem döneminde Merkez Bankasının likidite duruşunda dalgalı seyir izlemesi bankalar açısından faiz belirsizliğine sebep olmaktadır. Ayrıca ROM imkanının göstergesi olarak modele dahil edilen ROM kullanım oranı değişkeninin istatistiksel olarak anlamlı ve pozitif yönde rezerv oranını etkilediği sonucuna ulaşılmıştır.

## **5.6. Verilerin Analizi ve Araştırma Bulguları**

Araştırmamız iki temel analizden oluşmaktadır. İlk analizde fiyat istikrarı kapsamında enflasyon oranı ile politika faizi arasındaki ilişki incelenmektedir. İkinci analizde ise finansal istikrar bağlamında döviz kuru sepeti ve yurt içi kredi büyümesi ile yeni geliştirilen politika araçları olan fazi koridorunun alt ve üst oranları, zorunlu karşılık oranları ve rezerv opsiyon katsayısı arasındaki ilişki ele alınmıştır. Araştırmamızda kullanılan yöntemler aşağıdaki sıralamada ele alınmıştır:

- Durağanlık sınaması
- Durağanlık şartının sağlanması durumunda eşbütünleşme analizi
- Eşbütünleşme şartının sağlanması durumunda VECM analizi
- Eşbütünleşme şartının sağlanmaması halinde VAR analizi
- VAR modeli kapsamında Granger nedensellik analizi
- VAR modeli kapsamında etki-tepki analizi
- VAR modeli kapsamında varyans ayrıştırması

### 3.5.1. Enflasyon - Politika Faizi İlişkisinin Analizi

TCMB fiyat istikrarı temel hedefi için politika faiz oranını para politikası aracı olarak kullanmaktadır. Bu nedenle, fiyat istikrarı çerçevesinde politika faizi ile tüketici fiyatları değişimi arasındaki ilişki analiz edilmiştir.

#### 3.5.1.1. Durağanlık Test Sonuçları

Zaman serisi analizlerinin ilk adımı durağanlıkların test edilmesidir. Araştırmamızda değişkenlerin ADF sınaması yapılarak durağanlıkları test edilmiştir. Durağanlık testlerine ait değerler ile ADF testi kritik değerleri Tablo-6 ve Tablo-7’de verilmiştir:

**Tablo 6 : Düzey değerlerinde değişkenlerin (ADF) Birim Kök Testi Sonuçları**

Değişkenler	Trendsiz & Sabitsiz		Sabitli		Trendli & Sabitli	
	t-İstatistik Değeri	Olasılık Değeri	t-İstatistik Değeri	Olasılık Değeri	t-İstatistik Değeri	Olasılık Değeri
<b>TUFE</b>	-0,6843	0,4147	-2,1012	0,2452	-2,1282	0,5160
<b>REPO</b>	-2,2246	0,0267	-0,6575	0,8465	-1,7595	0,7067

**Tablo 7: ADF Testi Kritik Değerler**

Hata Payı	Trendsiz & Sabitsiz	Sabitli	Trendli & Sabitli
<b>% 1</b>	-2,62	-3,58	-4,15
<b>% 5</b>	-1,95	-2,93	-3,50
<b>% 10</b>	-1,61	-2,60	-3,18

**Kaynak:** Bozkurt, 2007: 37

Değişkenlerin düzey değerleri için yapılan ADF sınamasında t-istatistik değerlerinin mutlak değerleri trendsiz ve sabitsiz, sabitli, trendli ve sabitli kritik değerlerinden küçük olduğundan serilerin durağan olmadığı görülmektedir. Olasılık değerleri de sırasıyla % 1, % 5 ve % 10 hata paylarında anlamlılık değerlerinde değişkenlerin düzey değerlerinde durağan olmadığını göstermektedir.

Zaman serisi analizlerinde değişkenler düzey değerlerinde durağan değilse farkları alınarak durağan hale getirilebilmektedir. Bu yüzden değişkenlerin 1. farkları alınarak durağanlık sınaması yapılmıştır. Değişkenlerin 1. fark değerlerine ait ADF sınaması verileri aşağıda sunulmuştur.

**Tablo 8: 1. fark değerlerinde değişkenlerin (ADF) Birim Kök Testi Sonuçları**

Değişkenler	Trendsiz ve Sabitsiz		Sabitli		Trendli & Sabitli	
	t-İstatistik Değeri	Olasılık Değeri	t-İstatistik Değeri	Olasılık Değeri	t-İstatistik Değeri	Olasılık Değeri
<b>d(TUFE)</b>	-5,7938	0,0000	-5,72	0,0000	-5,65	0,0002
<b>d(REPO)</b>	-5,0379	0,0000	-5,44	0,0000	-5,37	0,0004

TUFE ve REPO değişkenlerinin 1. farkları alındığında hem t-istatistik değerleri, hem de olasılık değerleri açısından serilerin durağan olduğu görülmektedir.

### 3.5.1.2. Eşbütünleşme Test Sonuçları

Zaman serilerinin durağanlık analizi sonrasında durağanlık mertebelerine göre değerlendirme yapılmaktadır. Aynı mertebeden durağan olan serilerde eşbütünleşme analizi yapılabilir. İki değişkenin uzun dönemde dengeye ulaşabilmesi olarak tanımlayabileceğimiz eşbütünleşme analizlerinde Engle-Granger Eşbütünleşme Testi'ne başvurulabilmektedir. Testin sonuçlarına göre iki serinin uzun dönemli ilişkileri hakkında değerlendirme yapılabilir. Engle-Granger testinde değişkenlerin düzey değerleriyle kurulan regresyon denkleminde oluşan kalıntılarının düzey değerinde durağanlığına bakılarak eşbütünleşme olup olmadığı belirlenmektedir.

**Tablo 9: Engle-Granger Eşbütünleşme Testinde Kalıntıların ADF Sonuçları**

Değişken	Trendsiz ve Sabitsiz		Sabitli		Trendli & Sabitli	
	t-İstatistik Değeri	Olasılık Değeri	t-İstatistik Değeri	Olasılık Değeri	t-İstatistik Değeri	Olasılık Değeri
<b>KALINTILAR</b>	-2,0895	0,0365	-2,0652	0,2592	-2,1786	0,4889

Değişkenlerin Engle-Granger test sonuçlarında kalıntıları düzey değerlerinde durağan değildir. Dolayısıyla TUFRE-REPO serilerinin eşbütünleşik olmadığı sonucuna ulaşılmıştır. TUFRE-REPO serileri uzun dönemde dengeye ulaşmamaktadır. Değişkenler arasında eşbütünleşme olmadığı için VECM analizi yapılmamıştır.

### 3.5.1.3. VAR Analizi Sonuçları

Eşbütünleşme olmayan değişkenler arasındaki ilişki VAR modeli ile incelenecektir. VAR modeli ile analizde Granger nedensellik testi, etki-tepki analizi ve varyans ayrıştırması yöntemleriyle değişkenler arasındaki ilişki ortaya koyulmaya çalışılmıştır. VAR modeli için gerekli olan gecikme uzunluğu Tablo-10'dan görüleceği gibi 1 olarak belirlenmiştir.

**Tablo 10 : Gecikme Uzunluğu Test İstatistiği Sonuçları**

Gecikme Uzunluğu	LR (Olasılık Oranı)	FPE (Son Öngörü Hatası)	AIC (Akaike Bilgi Kriteri)	SIC (Schwarz Bilgi Kriteri)	HQ (Hannan-Quinn Bilgi Kriteri)
0	NA	2.219106	6.472836	6.558147	6.503445
1	140.0614*	0.055700*	2.787369*	3.043302*	2.879195*
2	3.695806	0.061475	2.883797	3.310351	3.036841
3	2.170744	0.070877	3.021090	3.618265	3.235351
4	1.985880	0.082183	3.160022	3.927819	3.435501
5	2.654325	0.093110	3.270353	4.208772	3.607049

VAR modelinde REPO ve TUFRE serilerinin 1 gecikmeli değerleri ile aşağıdaki denklemler oluşturulmuştur.

$$d(\text{REPO}) = C(1)*d(\text{REPO} (-1)) + C(2)*d(\text{TUFRE} (-1)) + C(3)$$

$$d(\text{TUFRE}) = C(4)*d(\text{REPO} (-1)) + C(5)*d(\text{TUFRE} (-1)) + C(6)$$

Birinci denklemde d(REPO) bağımlı değişken, d(REPO) ile d(TUFRE)'nin 1 gecikmeli değeri bağımsız değişkeni oluştururken, ikinci denklemde d(TUFRE) bağımlı değişken, d(REPO) ile d(TUFRE)'nin 1 gecikmeli değeri bağımsız değişkeni oluşturmaktadır. Denklemdeki katsayılar ve olasılık değerleri Tablo-11'de sunulmuştur.

**Tablo 11: VAR denklemindeki katsayılar**

	Katsayı	Standart Hata	t-İstatistiği	Olasılık
C(1)	0,095017	0,153655	0,61838	0,5381
C(2)	0,061805	0,031625	1,954298	0,0542
C(3)	-0,062022	0,033994	-1,824497	0,0719
C(4)	-0,275134	0,781370	-0,352117	0,7257
C(5)	0,115060	0,160821	0,715454	0,4765
C(6)	-0,037871	0,172868	-0,219077	0,8272

Tablodan da görüldüğü gibi % 10'luk önem seviyesinde C(2) ve C(3) katsayıları reddedilemez. Buna göre TUFEE değişkeninin 1 gecikmeli değeri ile REPO değişkeni arasında pozitif bir ilişkinin bulunduğu görülmektedir. Böylece TUFEE'de meydana gelen bir değişiklik bir dönem sonraki REPO verisini aynı yönde etkilemektedir. TUFEE verisindeki 1 birimlik değişim 1 dönem sonra REPO'da 0,062 etkide bulunmaktadır.

#### 3.5.1.4. Nedensellik Testi Sonuçları

Değişkenler arasındaki nedensellik ilişkisi Granger nedensellik analizi ile test edilmiş olup, sonuçlar Tablo-12'de sunulmuştur.

**Tablo 12: Granger Nedensellik Testi Sonuçları**

<b>H<sub>0</sub> Hipotezleri</b>	<b>Olasılık Değerleri</b>
d(REPO) d(TUFEE)'nin Granger nedeni değildir	0,7266
d(TUFEE) d(REPO)'nun Granger nedeni değildir	0,0579

Tablodan da görüleceği gibi “REPO, TUFEE'nin Granger nedeni değildir” H<sub>0</sub> hipotezi kabul edilir. Buna karşın “TUFEE, REPO'nun Granger nedeni değildir” H<sub>0</sub> hipotezi ise % 5 anlamlılık düzeyinde kabul edilirken, % 10 önem seviyesinde reddedilir. TUFEE'den REPO'ya doğru tek yönlü nedensellikten bahsedilebilmektedir. Böylece REPO'nun TUFEE'yi etkilemediği, ancak TUFEE'nin REPO'yu etkilediği sonucuna varılabilir.



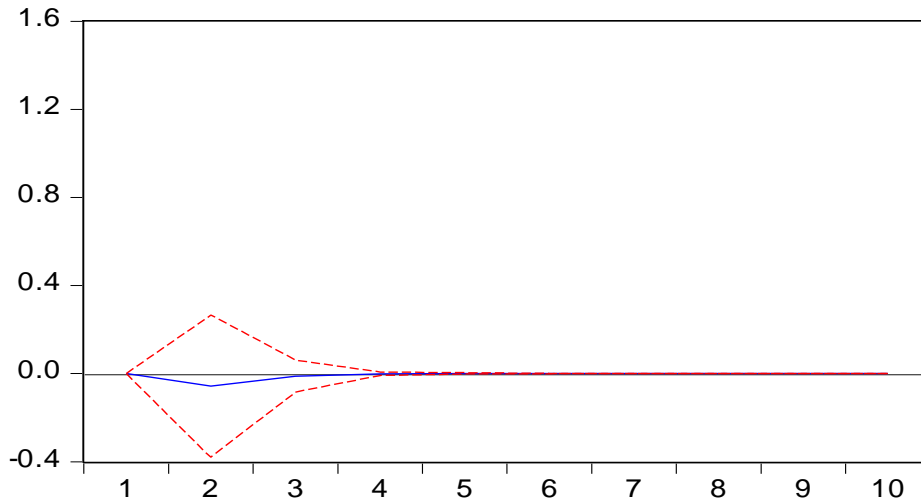
Halbuki, teoride politika faiz oranı olarak kullanılan REPO'da yapılan değişikliklerin TUFÉ üzerinde belirleyici olması beklenirken, araştırmamız bulgularına göre TUFÉ değerlerinin REPO kararları üzerinde etkili olduğu görülmektedir.

TUFÉ → REPO

### 3.5.1.5. Etki-Tepki Analizi Sonuçları

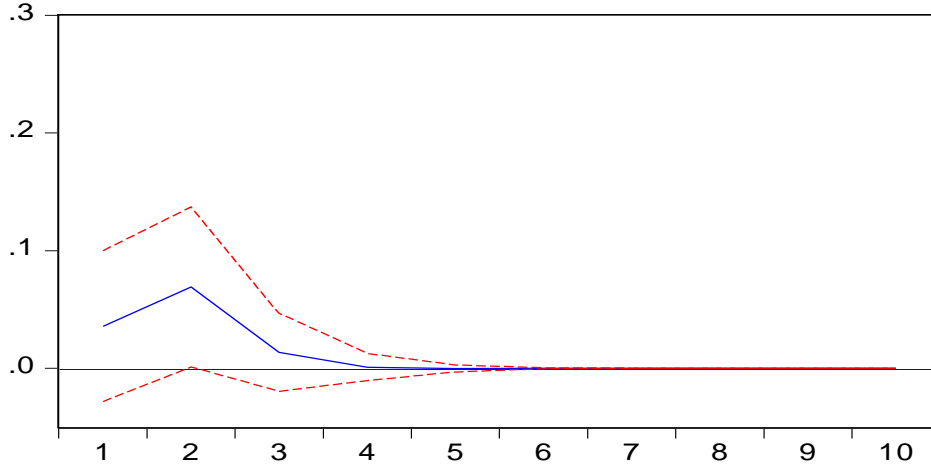
TUFÉ-REPO değişkenlerinde oluşacak bir birimlik şoka verilecek tepkilerin ölçüldüğü etki-tepki fonksiyonlarını gösterir grafikler aşağıda verilmiştir:

**Grafik 16 : d(TUFÉ) nin d(REPO) ya Tepkisi**



REPO'da meydana gelen bir standart hatalık şok karşısında TUFÉ küçük ölçüde negatif tepkide bulunurken bu tepki 3. dönem itibariyle kaybolmaktadır. REPO'nun TUFÉ üzerindeki etkisinin çok sınırlı ve düşük miktarda olduğu görülmektedir.

**Grafik 17 : d(REPO) nun d(TUFE) ye Tepkisi**



TUFE’de meydana gelen bir standart hatalık şok karşısında ise REPO tepkisi 2. döneme kadar daha büyük ölçekte artıp 4. döneme kadar etkisi devam etmektedir. Bu sonuç Granger nedensellik testi ile örtüşen bir sonuçtur. Yani TUFE’de meydana gelen değişimler REPO ‘da değişimlere yol açmaktadır.

### 3.5.1.6. Varyans Ayrıştırması Sonuçları

TUFE ve REPO değişkenlerinin varyans ayrıştırması sonuçları Tablo-13 ve Tablo-14’te sunulmuştur.

**Tablo 13: TUFE’nin varyans ayrıştırması**

Dönem	S.E.	d(TUFE)	d(REPO)
1	1,062129	100,0000	0,0000
2	1,069556	99,7198	0,2802
3	1,069639	99,7075	0,2925
4	1,069648	99,7074	0,2926
5	1,069649	99,7074	0,2926
6	1,069649	99,7074	0,2926
7	1,069649	99,7074	0,2926
8	1,069649	99,7074	0,2926
9	1,069649	99,7074	0,2926
10	1,069649	99,7074	0,2926

TUFE'nin 1. dönem varyans değişiminin tamamı kendinden kaynaklanırken, 10. dönem sonunda sadece % 0,29'u REPO tarafından açıklanmaktadır. TUFE üzerinde REPO'nun hemen hemen hiç etkisi bulunmamaktadır.

**Tablo 14: REPO'nun varyans ayrıştırması**

Dönem	S.E.	d(TUFE)	d(REPO)
1	0.208866	2,9367	97,0633
2	0.220850	12,4008	87,5992
3	0.221268	12,7264	87,2736
4	0.221272	12,7277	87,2723
5	0.221272	12,7277	87,2723
6	0.221272	12,7278	87,2723
7	0.221272	12,7278	87,2723
8	0.221272	12,7278	87,2723
9	0.221272	12,7278	87,2723
10	0.221272	12,7278	87,2723

REPO'nun varyans ayrıştırması yöntemiyle analizi sonucunda 1. dönem sonunda % 97,05'si REPO'dan, % 2,93'ü TUFE'den kaynaklanmakta iken; 10. dönem sonunda % 87,27'si REPO ve % 12,72'si TUFE'den kaynaklanmaktadır. Özellikle ilk iki dönemde TUFE'nin REPO üzerinde daha fazla etkili olduğu daha sonraki dönemlerde ise bu etkinin sabit kaldığı görülmektedir. Bu sonuç hem Granger nedensellik testi hem de etki-tepki analizleriyle benzerlik göstermektedir.

### **3.5.2. Finansal İstikrara Yönelik Yeni Para Politikası Araçlarının Analizi**

Finansal istikrara dönük TCMB'nin politik araçları ile hedeflerinin değerlendirilmesi amacıyla faiz koridorunun alt ve üst limiti, zorunlu karşılık oranlarının ağırlıklı ortalaması ve rezerv opsiyon katsayısının ağırlıklı ortalama değerleri ile yurtiçi kredi miktarı ve döviz kur sepeti verileri analiz edilmiştir.

#### **3.5.2.1. Durağanlık Test Sonuçları**

Değerlendirmeye alınan serilerin öncelikle durağanlık sınamaları yapılmak üzere ADF testi uygulanmış olup, test verileri aşağıdaki tabloda belirtilmiştir. Bütün değişkenlerin durağan olmadıkları görülmektedir. Bu yüzden değişkenlerin birinci farkları alınarak tekrar ADF testi uygulanmıştır.

**Tablo 15: Düzey değerlerinde değişkenlerin (ADF) Birim Kök Testi Sonuçları**

Değişkenler	Trendsiz ve Sabitsiz		Sabitli		Trendli & Sabitli	
	t-İstatistik Değeri	Olasılık Değeri	t-İstatistik Değeri	Olasılık Değeri	t-İstatistik Değeri	Olasılık Değeri
KUR	2,6900	0,9978	0,2895	0,9751	-0,9809	0,9361
KREDI	-0,9412	0,3032	-5,1107	0,0001	-5,0772	0,0009
FAIZALT	-1,2381	0,1948	-2,0701	0,2573	-2,0347	0,5662
FAIZUST	-0,4771	0,5032	-1,1237	0,6979	-1,3694	0,8559
ROK	0,5220	0,8245	-0,6117	0,8571	-2,6543	0,2598
ZORKAR	0,7032	0,8636	-3,2921	0,0219	-3,1173	0,1162

Tablo-15'den de görüldüğü gibi KUR, KREDI, FAIZALT ve FAIZUST değişkenleri birinci farkları düzeyinde durağan özellik göstermiş, ancak ROK ve ZORKAR değişkenleri birinci fark düzeyinde durağan çıkmamıştır.

**Tablo 16: 1. fark değerlerinde değişkenlerin (ADF) Birim Kök Testi Sonuçları**

Değişkenler	Trendsiz ve Sabitsiz		Sabitli		Trendli & Sabitli	
	t-İstatistik Değeri	Olasılık Değeri	t-İstatistik Değeri	Olasılık Değeri	t-İstatistik Değeri	Olasılık Değeri
D(KUR)	-4,3147	0,0001	-4,8648	0,0003	-4,8822	0,0016
D(KREDI)	-8,5881	0,0000	-8,4485	0,0000	-8,3573	0,0000
D(FAIZALT)	-5,6900	0,0000	-5,6574	0,0000	-5,6300	0,0002
D(FAIZUST)	-5,6108	0,0000	-5,5518	0,0000	-5,5573	0,0002
D(ROK)	-2,6988	0,0082	-3,1320	0,0317	-3,0739	0,1256
D(ZORKAR)	-2,8588	0,0053	-2,9318	0,0503	-3,1260	0,1140

Durağanlık sınaması sonucu ele aldığımız altı değişkenin farklı düzeylerde durağan olmaları sebebiyle oluşturacağımız modelde eşbütünleşme ve dolayısıyla VECM model tahmini mümkün olmamaktadır. Bu nedenle altı değişkenimiz VAR modeli çerçevesinde Granger nedensellik testi ile daha sonra da etki-tepki analizi ve varyans ayrıştırması yöntemleriyle analiz edilmiştir.

**Tablo 17: 2. fark değerlerinde değişkenlerin (ADF) Birim Kök Testi Sonuçları**

Değişkenler	Trendsiz ve Sabitsiz		Sabitli		Trendli & Sabitli	
	t-İstatistik Değeri	Olasılık Değeri	t-İstatistik Değeri	Olasılık Değeri	t-İstatistik Değeri	Olasılık Değeri
<b>D(ROK,2)</b>	-7,5860	0,0000	-7,4906	0,0000	-7,4197	0,0000
<b>D(ZORKAR,2)</b>	-12,4862	0,0000	-12,3291	0,0000	-8,9237	0,0000

### 3.5.2.2. VAR Analizi Sonuçları

VAR modeli analizinde öncelikle gecikme uzunluğunun belirlenmesi gerekmektedir. Tablo-18'den de görüleceği gibi uygun gecikme uzunluğu 2 olarak belirlenmiştir.

**Tablo 18 : Gecikme Uzunluğu Test İstatistiği Sonuçları**

Gecikme Uzunluğu	LR (Olasılık Oranı)	FPE (Son Öngörü Hatası)	AIC (Akaike Bilgi Kriteri)	SIC (Schwarz Bilgi Kriteri)	HQ (Hannan-Quinn Bilgi Kriteri)
0	NA	2.52e-06	4.135793	4.389125	4.227390
1	425.9607	3.86e-11	-6.972108	-5.198785*	-6.330930
2	72.26539*	1.82e-11	-7.848604	-4.555289	-6.657845*
3	47.55525	1.63e-11*	-8.313140	-3.499833	-6.572800
4	35.69704	2.03e-11	-8.892942*	-2.559644	-6.603022

d(KUR)'un bağımlı değişken, hem d(KUR) hem de d(KREDİ), d(FAIZALT), d(FAIZUST), d(ROK,2) ve d(ZORKAR,2)'in 2 gecikmeli değerlerinin bağımlı değişkeni oluşturduğu denklem aşağıda görülmektedir.

$$d(KUR) = C(1)*d(KUR(-1)) + C(2)*d(KUR(-2)) + C(3)*d(ROK(-1),2) + C(4)*d(ROK(-2),2) + C(5)*d(KREDI(-1)) + C(6)*d(KREDI(-2)) + C(7)*d(FAIZUST(-1)) + C(8)*d(FAIZUST(-2)) + C(9)*d(FAIZALT(-1)) + C(10)*d(FAIZALT(-2)) + C(11)*d(ZOR_KAR__(-1),2) + C(12)*d(ZOR_KAR__(-2),2) + C(13)$$

**Tablo 19: VAR denklemindeki katsayılar**

	Katsayı	Standart Hata	t-İstatistiği	Olasılık
C(1)	0,458471	0,200592	2,285588	0,0236
C(2)	0,041465	0,211436	0,196110	0,8448
C(3)	0,255459	0,171891	1,486167	0,1392
C(4)	0,011500	0,170859	0,067305	0,9464
C(5)	-0,313457	0,598791	-0,523483	0,6014
C(6)	-0,647209	0,535413	-1,208803	0,2285
C(7)	-0,014314	0,010738	-1,333102	0,1844
C(8)	0,001433	0,010704	0,133920	0,8936
C(9)	-0,017825	0,008193	-2,175588	0,0310
C(10)	-0,004851	0,008603	-0,563868	0,5736
C(11)	-0,001508	0,009333	-0,161544	0,8719
C(12)	-0,013087	0,009367	-1,397247	0,1643
C(13)	0,007279	0,007405	0,983003	0,3271

Tablo-19’da görüldüğü gibi denklemden yer alan katsayılarından C(1) ve C(9) % 5 önem seviyesinde anlamlıdır. KUR’un 1 gecikmeli değeri KUR’u pozitif etkilerken, FAIZALT’ın 1 gecikmeli değeri KUR’u negatif etkilemektedir.

$$d(KREDI) = C(14)*d(KUR(-1)) + C(15)*d(KUR(-2)) + C(16)*d(ROK(-1),2) + C(17)*d(ROK(-2),2) + C(18)*d(KREDI(-1)) + C(19)*d(KREDI(-2)) + C(20)*d(FAIZUST(-1)) + C(21)*d(FAIZUST(-2)) + C(22)*d(FAIZALT(-1)) + C(23)*d(FAIZALT(-2)) + C(24)*d(ZOR_KAR__(-1),2) + C(25)*d(ZOR_KAR__(-2),2) + C(26)$$

**Tablo 20: VAR denklemindeki katsayılar**

	Katsayı	Standart Hata	t-İstatistiği	Olasılık
C(14)	-0,056595	0,057835	-0,978564	0,3293
C(15)	-0,105841	0,060961	-1,736190	0,0844
C(16)	0,059186	0,049560	1,194226	0,2341
C(17)	-0,005164	0,049262	-0,104825	0,9166
C(18)	-0,858957	0,172644	-4,975313	0,0000
C(19)	-0,556492	0,154371	-3,604906	0,0004
C(20)	-0,003556	0,003096	-1,14856	0,2524
C(21)	-0,004889	0,003086	-1,584350	0,1151
C(22)	0,003403	0,002362	-1,440502	0,1517
C(23)	0,000255	0,002480	0,102891	0,9182
C(24)	0,000810	0,002691	0,300978	0,7638
C(25)	0,001733	0,002701	0,641685	0,5220
C(26)	0,002028	0,002135	0,949952	0,3436

d(KREDI)'nin bağımlı değişken olarak belirlendiği modelde diğer değişkenlerin 2 gecikmeli değerleri ile denklem oluşturulduğunda elde edilen katsayıların olasılık değerleri Tablo-20'de gösterilmiştir. Buna göre % 10 önem seviyesinde C(15), C(18) ve C(19) katsayıları, % 5 önem seviyesinde ise C(18) ve C(19) katsayıları anlamlıdır. KUR'un 2 gecikmeli değeri ile KREDI'nin 1 ve 2 gecikmeli değerleri KREDI üzerinde anlamlı etkilerde bulunmaktadır. KUR'da meydana gelecek 1 birimlik değişim 2 dönem sonra KREDI'de -0,10'luk negatif etki meydana getirecektir.

### **3.5.2.3. Nedensellik Testi Sonuçları**

Değişkenler arasındaki nedensellik ilişkisini açıklayabilmek için yapılan Granger nedensellik testi sonuçları Tablo-21'de gösterilmiştir.

Tablo 21: Granger Nedensellik Testi Sonuçları

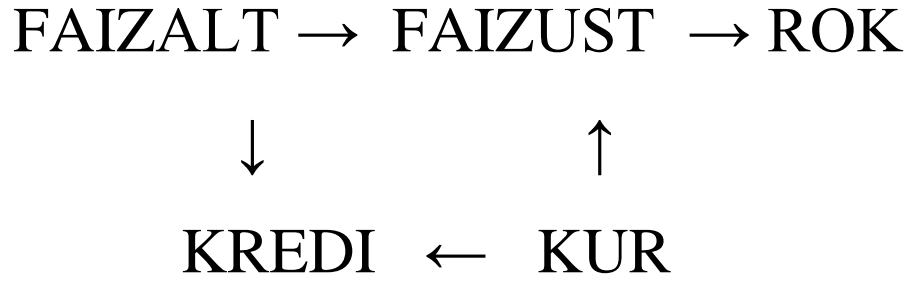
H <sub>0</sub> Hipotezleri	Olasılık Değerleri
d(KUR) d(KREDI)'nin Granger nedeni değildir	0,0110
d(KREDI) d(KUR)'un Granger nedeni değildir	0,7153
d(FAIZALT) d(KREDI)'nin Granger nedeni değildir	0,0614
d(KREDI) d(FAIZALT)'ın Granger nedeni değildir	0,3805
d(FAIZUST) d(KREDI)'nin Granger nedeni değildir	0,1075
d(KREDI) d(FAIZUST)'un Granger nedeni değildir	0,1952
d(ROK,2) d(KREDI)'nin Granger nedeni değildir	0,7131
d(KREDI) d(ROK,2)'un Granger nedeni değildir	0,7391
d(ZORKAR,2) d(KREDI)'nin Granger nedeni değildir	0,2764
d(KREDI) d(ZORKAR,2)'ın Granger nedeni değildir	0,2403
d(FAIZALT) d(KUR)'un Granger nedeni değildir	0,1448
d(KUR) d(FAIZALT)'ın Granger nedeni değildir	0,3304
d(FAIZUST) d(KUR)'un Granger nedeni değildir	0,3649
d(KUR) d(FAIZUST)'un Granger nedeni değildir	0,0174
d(ROK,2) d(KUR)'un Granger nedeni değildir	0,3085
d(KUR) d(ROK,2)'un Granger nedeni değildir	0,3735
d(ZORKAR,2) d(KUR)'un Granger nedeni değildir	0,4086
d(KUR) d(ZORKAR,2)'ın Granger nedeni değildir	0,9208
d(FAIZUST) d(FAIZALT)'ın Granger nedeni değildir	0,9096
d(FAIZALT) d(FAIZUST)'un Granger nedeni değildir	0,0024
d(ROK,2) d(FAIZALT)'ın Granger nedeni değildir	0,9948
d(FAIZALT) d(ROK,2)'un Granger nedeni değildir	0,3522
d(ZORKAR,2) d(FAIZALT)'ın Granger nedeni değildir	0,8995
d(FAIZALT) d(ZORKAR,2)'ın Granger nedeni değildir	0,2502
d(ROK,2) d(FAIZUST)'un Granger nedeni değildir	0,1603
d(FAIZUST) d(ROK,2)'un Granger nedeni değildir	0,0002
d(ZORKAR,2) d(FAIZUST)'un Granger nedeni değildir	0,9220
d(FAIZUST) d(ZORKAR,2)'ın Granger nedeni değildir	0,1787
d(ZORKAR,2) d(ROK,2)'un Granger nedeni değildir	0,5657
d(ROK,2) d(ZORKAR,2)'ın Granger nedeni değildir	0,3029

Nedensellik testine % 10 önm seviyesinde bakıldığında şu sonuçlara ulaşılmıştır:



- KUR ve FAIZALT, KREDI'nin nedenidir.
- KUR, FAIZUST'un nedenidir.
- FAIZALT, FAIZUST'un nedenidir.
- FAIZUST ROK'un nedenidir.

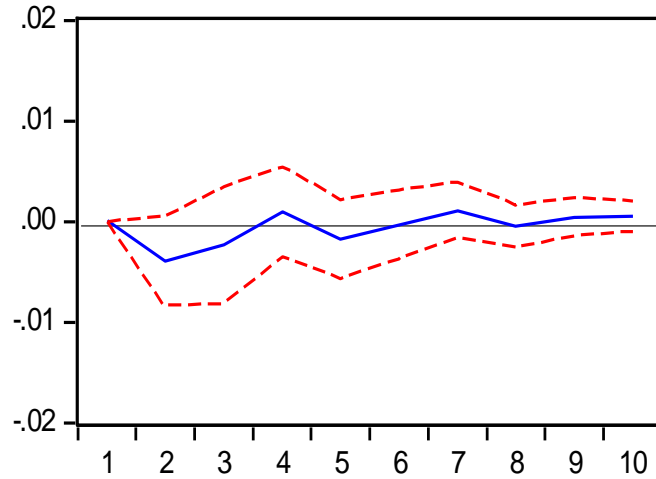
Sonuçları bir model şeklinde ifade edilecek olursa:



#### 3.5.2.4. Etki-Tepki Analizi Sonuçları

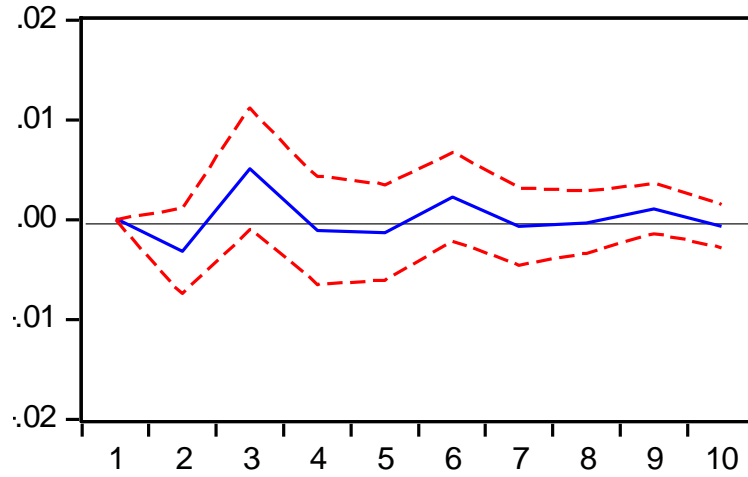
Modeldeki değişkenlerin değerlendirilmesinde etki-tepki analizi kullanılmıştır. Bu analiz kapsamında KUR-KREDI , FAIZALT-KREDI ve KUR-FAIZUST değişkenleri arasındaki etki-tepki fonksiyonları incelenmiştir.

**Grafik 18 : d(KREDI) nin d(KUR) a Tepkisi**



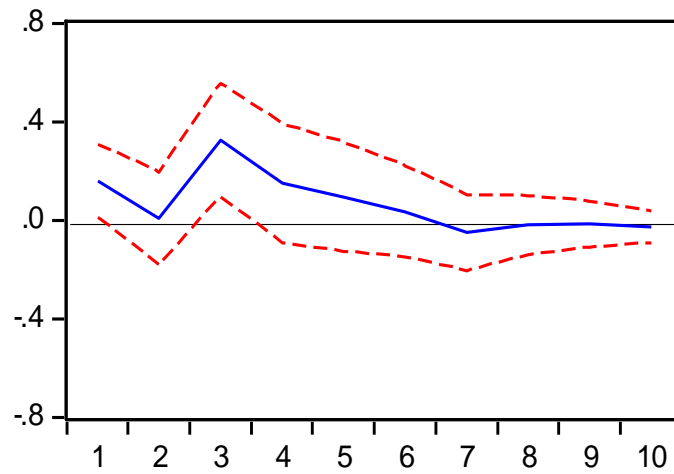
KUR değişkenindeki Şoka KREDI değişkeni negatif ve 4. döneme kadar süren tepki vermektedir. 10 dönem boyunca dalgalı bir seyir izlenen grafikte genel itibariyle KREDI'nin negatif tepki verdiği gözlenmektedir.

**Grafik 19 : d(KREDI) nin d(FAIZALT) a Tepkisi**



FAIZALT değişkenindeki Şok karşısında KREDI değişkeninin verdiği tepkiler KUR değişkenine karşı verilen tepkiler ile benzer dalgalanmalar göstermektedir. Ancak FAIZALT değişkeninde oluşan Şok karşısında 2. dönem itibariyle KREDI daha büyük ölçekli pozitif tepki vermektedir. Böylece KREDI'nin KUR'dan ziyade FAIZALT'a duyarlı olduğu sonucu çıkarılabilir.

**Grafik 20 : d(FAIZUST) un d(KUR) a Tepkisi**



FAIZUST değişkenindeki Şoka karşı KUR 6nce 1 d6nemlik azalan bir tepki verdikten sonra 2 d6nem artan ve 6. d6neme kadar pozitif tepki vermiştir. Daha sonraki d6nemlerde kısmen negatif bir tepki ile son bulmaktadır.

### 3.5.2.5. Varyans Ayrıştırması SonuÇları

VAR modelindeki değişkenlerin varyans ayrıştırması y6ntemi ile analizi yapılmıŐ olup analizin sonuÇları Tablo-22 ve Tablo-23'te sunulmuştur:

**Tablo 22: KREDI Varyans Ayrıştırması SonuÇları**

D6nem	S.E.	d(KREDI)	d(KUR)	d(FAIZALT)	d(FAIZUST)	d(ROK,2)	d(ZORKAR,2)
1	0,011380	100.0000	0,000000	0,000000	0,000000	0,000000	0,000000
2	0,016278	87,54110	5,940334	3,811333	0,862077	1,724101	0,121052
3	0,017420	76,44464	7,000671	11,78150	0,752841	3,825567	0,194785
4	0,018071	75,91922	6,782563	11,34223	0,740346	4,047982	1,167661
5	0,018707	74,79150	7,237757	11,13554	0,772644	4,012392	2,050168
6	0,018902	73,38934	7,124431	12,29919	0,764945	4,316156	2,105939
7	0,019064	73,32593	7,324605	12,24737	0,784193	4,247534	2,070363
8	0,019206	73,42457	7,289574	12,09930	0,773190	4,288304	2,125059
9	0,019260	73,14886	7,294986	12,32546	0,769250	4,306113	2,155324
10	0,019291	73,02694	7,326012	12,42799	0,766822	4,302792	2,149443

KREDI değişkeninin 1. d6nem sonunda varyans değişiminin % 100'6 kendisinden kaynaklanırken, 10. d6nem sonunda varyans değişiminin % 73,02'si kendisi, % 12,42'si FAIZALT, % 7,32'si KUR, % 4,30'u ROK tarafından açıklanabilmektedir. Bu veriler Granger nedensellik analizi sonucu FAIZALT ve KUR, KREDI'nin nedenidir hipotezini destekler nitelikte olduğu g6r6lmektedir. Ayrıca etki tepki analizinde de g6r6ld6ęu gibi KREDI 6zerinde FAIZALT'ın daha fazla etkili olduğu g6r6lmektedir.

**Tablo 23: KUR Varyans Ayrıştırması Sonuçları**

Dönem	S.E.	d(KREDI)	d(KUR)	d(FAIZALT)	d(FAIZUST)	d(ROK,2)	d(ZORKAR,2)
1	0.039471	8.789612	91.21039	0.000000	0.000000	0.000000	0.000000
2	0.045401	7.367590	73.29384	13.11529	1.950721	4.218623	0.053928
3	0.047197	7.275183	69.67239	13.71952	1.864172	4.969550	2.499185
4	0.048569	8.707299	66.29871	15.14695	1.763762	4.839157	3.244121
5	0.048851	8.808082	65.65235	15.35161	2.119779	4.822997	3.245182
6	0.048952	9.021037	65.49141	15.28986	2.144459	4.820735	3.232500
7	0.049080	8.991555	65.42656	15.21345	2.163181	4.930763	3.274499
8	0.049125	9.045456	65.35220	15.18593	2.181576	4.951518	3.283326
9	0.049155	9.067599	65.34515	15.16877	2.180660	4.948808	3.289015
10	0.049169	9.065193	65.30596	15.20420	2.185717	4.950802	3.288126

KUR değişkeninin varyans değişiminde 1. dönem sonunda %91,21'i kendisi ve % 8,78'i KREDI'den kaynaklanmakta iken; 10. dönem sonunda % 65,30'u kendisi, %15,20'si FAIZALT ve % 9,06'sı KREDI tarafından açıklanmaktadır. Tablo-23'ten de görüleceği gibi KREDI'nin etkisi dönem sayısı arttıkça azalırken, FAIZALT'ın etkisi artmaktadır.

FAIZUST ve ROK değişkenlerinin varyans ayrıştırması sonuçları ile Granger nedensellik analizi sonuçları birbirleri ile tutarlı sonuçlar vermemektedir. ZORKAR değişkeni için ise model içerisindeki herhangi bir değişkenle ilişki bulunamadığından etki-tepki ve varyans ayrıştırması analizi yapılmamıştır.

## GENEL DEĞERLENDİRME VE SONUÇ

Türkiye'nin 2001 yılında geçirmiş olduğu acı tecrübe nedeniyle sağlam bir yapıya kavuşan bankacılık sektörü, küresel kriz ertesinde sektörel sorunların yaşanmamasını sağlamıştır. Ancak küresel likidite bolluğu sonucu ileride oluşabilecek risklere karşı yeni önlemler alınması gündeme gelmiştir. TCMB oluşan riskleri döviz kuru oynaklığı ve kredi büyümesi olarak nitelendirerek bu değişkenlerin esas alındığı finansal istikrar kavramı ile fiyat istikrarı temel amaç seti haline getirilmiştir. Bu amaçlara yönelik de zorunlu karşılık oranları, faiz koridoru ve rezerv opsiyon mekanizması gibi yeni politika araçları kullanılmaya başlanmış ayrıca haftalık repo faizi de politika faizi olarak belirlenmiştir.

TCMB uygulamalarının temel mantığı; bir amaç için bir araç kullanılabilirken, birden çok amaç için birden çok araç kullanılmalı şeklinde olmuştur. Kimi çevrelerden yoğun eleştiri alan, kimi çevrelerden de destek gören yeni politika bileşiminin üç yıllık uygulama sonuçları bu çalışmanın konusunu oluşturmuştur. Uygulamamızın temel mantığı ise hedeflenen amaç ile kullanılan araçlar arasındaki ilişkinin ekonometrik olarak değerlendirilmesi olmuştur. Fiyat istikrarı ile kast edilen enflasyon oranı ve politika faiz oranı arasındaki ilişki ile, finansal istikrar ile kast edilen döviz kuru ve kredi büyümesi ile faiz koridoru, zorunlu karşılıklar ve rezerv opsiyon katsayısı arasındaki ilişkinin analizine çalışılmıştır.

Çalışmamızda TCMB'nin Mayıs 2010- Aralık 2013 döneminde fiyat istikrarı ve finansal istikrar amaçlarına dönük kullanılan para politikası araçlarının etkinliği incelenmiştir. Araştırmamızda analiz yöntemi olarak VAR yöntemi kullanılmıştır. Uygulama iki boyutu içermiştir. TÜFE ile politika faizinin değişken olarak kullanıldığı birinci boyutun analizi sonucunda değişkenler arasında TUFEDEN REPO'ya doğru tek yönlü nedensellik bulgusuna ulaşılmıştır. Etki tepki analizi ve varyans ayrıştırması analizlerinde de Granger nedensellik analizleri ile örtüşen sonuçlar elde edilmiştir. Bu sonuçlara göre analiz dönemi içerisinde TUFEDEN REPO faiz kararlarını etkilemektedir. VAR modelindeki denklemde de aynı şekilde TUFEDEN REPO faiz kararlarını etkilemektedir. VAR modelindeki denklemde de aynı şekilde TUFEDEN REPO faiz kararlarını etkilemektedir. VAR modelindeki denklemde de aynı şekilde TUFEDEN REPO faiz kararlarını etkilemektedir.

Merkez bankalarının para politikası kararlarının temel amacı orta vadeli enflasyon beklentilerinin belirlenen hedefler doğrultusunda yönlendirilmesidir. Bu yüzden alınan para politikası kararlarının ileriye dönük enflasyonu etkilemesi beklenmektedir. Ancak araştırmamızda bu durumun tam tersi bir durum söz konusudur. Politika faizinin daha önce açıklanan enflasyondan etkilendiği sonucuna ulaşmaktayız. Bu durum hem orta vadeli enflasyon beklentilerinin hedeflere yönelik oluşturulmasında hem de merkez bankasının politika yapıcı olarak kredibilitésini olumsuz yönde etkileyebilecektir.

Finansal istikrar kavramının incelendiği uygulamamızın ikinci boyutunda analiz sonucunda altı değişkenimiz arasında sınırlı nedensellik bulgularına ulaşılmıştır. Özellikle zorunlu karşılıklar ve rezerv opsiyon katsayıları ile kur ve kredi değişkenleri arasında anlamlı ilişki bulunamamıştır. Kredi değişimine kur ile faiz koridorunun alt sınırını oluşturan borç alma faiz oranının anlamlı etkisi bulunmuştur. Bununla beraber faiz koridorunun alt sınırındaki faiz oranının kredi büyümesi üzerindeki etkisinin, döviz kurunun kredi büyümesi üzerindeki etkisinden daha büyük olduğu sonucuna ulaşılmıştır. Dolar ve Eurodan oluşan kur sepetini simgeleyen KUR değişkeni üzerinde ise faiz koridorunun alt bandı olan borç alma faizinin etkisi olduğu sonucuna varılmıştır.

Zorunlu karşılık uygulamasının farklı bir versiyonu olarak görülebilecek ROM ile ilgili çalışmamızda anlamlı bir ilişki bulunamamıştır. Uygulamaya konulması üzerinden çok süre geçmediğinden etkilerinin önümüzdeki dönemde daha belirgin olacağı muhakkaktır. Bu açıdan ROM üzerinde yapılacak yeni çalışmaların hem literatüre hem de merkez bankası uygulamalarına önemli katkılar sunacağı görüşündeyiz.

TCMB'nin özellikle son birkaç yıldır temel amacı olan fiyat istikrarında belirlenen hedeflerin yakalanamadığı görülmektedir. Bunun neticesinde hedeflerin güncellenmesi gerekmektedir. TCMB yayınladığı 2015 yılının 1. Enflasyon Raporu'nda 2015 yılı enflasyon tahminini % 5,5 olarak açıklamışken, 2015 yılının 2. Enflasyon Raporu'nda tahmin % 6,8'e çıkmıştır. Bu değişimde küresel piyasalardaki dalgalanmalar, kurdaki hareketlilik ve gıda fiyatlarındaki yüksekliğin etkisi göz ardı edilemez. Nitekim son dönemde enflasyonda geçen yılki kuraklığa bağlı olarak gıda fiyatlarındaki önemli artış konusunda yetkililerin açıklamaları mevcuttur. Böyle bir dönemde hem fiyat istikrarının hem de bununla birlikte finansal istikrarın sağlanmasına yönelik adımların atılması kolay gözükmemektedir.

Kanaatimizce merkez bankalarının diğer düzenleyici kurumlarla birlikte farklı makroekonomik hedeflere yönelik ortak çalışmaları olmalıdır. Küresel kriz sadece fiyat istikrarının yakalanmasının finansal piyasalar ve reel ekonomiler için yeterli güven ortamını sağlamadığını ortaya koymuştur. Fiyat istikrarı ekonomik karar alıcılar ve piyasalar için temel gösterge niteliğini kaybetmemiştir. Ancak finansal istikrarın da göz ardı edilemeyecek kadar önemli olduğu kriz sonrası dönemde çok açık bir şekilde ortaya çıkmıştır.

## **YARARLANILAN KAYNAKLAR**

Akçay, Memduh Aslan (1997), “Para Politikası Araçları - Türkiye ve Çeşitli Ülkelerdeki Uygulamalar”, **DPT Uzmanlık Tezi**.

Akdiş, Muhammet (2006), **Para Teorisi ve Politikası**, Ankara: Gazi Kitabevi.

Aktaş, Cengiz (2009), “Türkiye’nin İhracat, İthalat ve Ekonomik Büyüme Arasındaki Nedensellik Analizi”, **Kocaeli Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi**, (18), 35-47.

Alper, Koray ve Tiryaki, S.Tolga (2011), “Zorunlu Karşılıkların Para Politikasındaki Yeri”, **TCMB Ekonomi Notları**, (2011-08).

Alper, Koray ve diğerleri (2012), “Rezerv Opsiyonu Mekanizması”, **TCMB Ekonomi Notları**, (2012-28).

Altunöz, Utku (2013), “Türkiye’de Banka Kredi Kanalının Etkinliği Üzerine Ampirik Bir Çalışma: Kredi Tayinlaması”, **Akademik Bakış Dergisi**, (37), 1-20.

Aren, Sadun (2009), **100 Soruda Para ve Para Politikası**, 2. Baskı, Ankara: İmge Kitabevi.

Arıcan, Erişah ve Okay, Güçlü (2014), “Ekonomik İstikrarsızlık Ortamında Merkez Bankalarının Uyguladığı Para Politikaları ve Türkiye Örneği”, **İktisat Politikası Araştırmaları Dergisi**, 1(1), 1-50.

Arslan, İbrahim ve Yapraklı, Sevda (2008), “Banka Kredileri ve Enflasyon Arasındaki İlişki: Türkiye Üzerine Ekonometrik Bir Analiz (1983-2007)”, **İstanbul Üniversitesi İktisat Fakültesi Ekonometri ve İstatistik Dergisi**, (7), 88-103.

Aslaner, Oğuz ve diğerleri (2014), “Reserve Option Mechanism: Does it Work as an Automatic Stabilizer?”, **TCMB Working Paper**, (14/38).



- Bankacılık Düzenleme ve Denetleme Kurumu (2008), "ABD Mortgage Krizi", **Çalışma Tebliği**, (3).
- Barışık, Salih ve Çetintaş, Hakan (2008), "Para Politikası Araçlarının Etkinliği Perspektifinden Türkiye’de Zorunlu Karşılıkların GSYİH ve Yatırımlar Üzerindeki Etkileri: 1987-2004 Dönemine İlişkin Ekonometrik Analiz", **Akdeniz İ.İ.B.F. Dergisi** (16), 116-138.
- Başçı, Erdem ve Kara, Hakan (2011), "Finansal İstikrar ve Para Politikası", **İktisat İşletme ve Finans**, (26), 9-25.
- Berberoğlu, Bahar (2011), "2008 Global Krizinin Türkiye ve Avrupa Birliği’ndeki Etkilerinin Kümeleme Analizi İle İncelenmesi", **Anadolu Üniversitesi Sosyal Bilimler Dergisi**, 11(1), 105-130.
- Binici, Mahir ve diğerleri (2013), "Faiz Koridoru Bir Makro İhtiyati Araç Olabilir mi?", **TCMB Ekonomi Notları**, (2013-20).
- Blinder, Alan S. (2010), "Quantitative Easing: Entrance and Exit Strategies", **Center for Economic Policy Studies Working Paper**, (204), <https://research.stlouisfed.org/publications/review/10/11/Blinder.pdf> (12.02.2015).
- Buluş, Abdulkadir ve Kabaklarlı, Esra (2010), "1929 Ekonomik Buhranı ile Son Dönem Global Krizin Karşılaştırılması", **SÜ İİBF Sosyal ve Ekonomik Araştırmalar Dergisi**, (19), 1-22.
- Bozkurt, Hilal (2007), **Zaman Serileri Analizi**, Kocaeli: Ekin Kitabevi.
- Büyükakın, Figen ve diğerleri (2008), "Türkiye’de Para Politikası Aktarım Mekanizması: Döviz Kuru Kanalı Üzerine Bir Değerlendirme", **2. Ulusal İktisat Kongresi**, (20-22 Şubat 2008), DEÜ İİBF İktisat Bölümü.
- Cengiz, Vedat (2009), "Parasal Aktarım Mekanizması İşleyişi ve Ampirik Bulgular", **Erciyes Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi**, (33), 225-247.
- Çakıroğlu, Emine (2007), **Eşanlı Denklem Modeli ile VAR Modelinin Öngörü Başarısı Açısından Karşılaştırılması: Türkiye Örneği**, Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi, Dokuz Eylül Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü.

- Çiçek, Macide (2005), “Türkiye’de Parasal Aktarım Mekanizması: VAR (Vektör Otoregresyon) Yaklaşımıyla Bir Analiz”, **İktisat İşletme ve Finans**, 20(233), 82-105.
- Çolak, Ömer Faruk (2007), **Finansal Piyasalar ve Para Politikası**, 5. Baskı, Ankara: Gazi Kitabevi.
- Çufadar, Ümit (2010), **Türkiye’deki Döviz Piyasasının Katılımcıları ve Katılımcıların Piyasadan Beklentileri**, Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi, Atılım Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü.
- Demirhan, Banu (2013), “Türkiye’de Yeni Yaklaşım Çerçevesinde Para Politikalarının Finansal İstikrarı Sağlama Yönünde Uygulanması”, **Afyon Kocatepe Üniversitesi İİBF Dergisi**, XV(II), 567-589.
- Dornbusch, Rudiger ve Fischer, Stanley (1998), **Makroekonomi**, (Çev: Salih Ak, Mahir Fisunoğlu, Erhan Yıldırım, Refia Yıldırım), Birinci Baskı, Ankara: Akademi Yayını.
- Eğilmez, Mahfi (2010), **Küresel Finans Krizi**, 6. Baskı, İstanbul: Remzi Kitabevi.
- Erdönmez, Pelin Ataman (2009), “Küresel Kriz ve Ülkeler Tarafından Alınan Önlemler Kronolojisi”, **Bankacılar Dergisi**, (68), 85-101.
- Eroğlu, Ömer (2004), **Para Teorisi ve Politikası Ders Notları**, Isparta: Süleyman Demirel Üniversitesi Basımevi.
- Ertek, Tümay (2004), **Makroekonomiye Giriş**, İstanbul: Beta Basım Yayım
- Ertuğrul, Cemil ve diğerleri (2010), “Küresel Mali Krizin Türkiye Ekonomisine Etkileri”, **Akademik Fener**, (13), 59-72.
- Gambacorta, Leonardo ve diğerleri (2012), “The Effectiveness of Unconventional Monetary Policy at the Zero Lower Bound: A Cross-Country Analysis”, **Bank for International Settlements Working Papers**, No:384, <http://www.bis.org/publ/work384.pdf> (12.01.2015).

- Göçer, İsmail (2012), “2008 Küresel Ekonomik Krizin Nedenleri ve Seçilmiş Ülke Ekonomilerine Etkileri: Ekonometrik Bir Analiz”, **Yönetim ve Ekonomi Araştırmaları Dergisi**, (17), 18-37.
- Gündoğan, Hilal (2013), **Enflasyon Hedeflemesi: Fiyat İstikrarından Finansal İstikrara**, Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi, Uludağ Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü.
- Gür, Ekin Toksöz (2003), “Kredi Kanalının Etkin Çalışması ve Türkiye Uygulaması”, **TCMB Uzmanlık Yeterlilik Tezi**.
- Hayaloğlu, Pınar ve Artan, Seyfettin (2011), “Küresel Ekonomik Krizle Mücadelede IMF’nin Değişen Rolü”, **International Journal of Economic and Administrative Studies**, 3 (6), 133-158.
- İnan, Emre Alper (2001), “Parasal Aktarım Mekanizmasının Kredi Kanalı ve Türkiye”, **Bankacılar Dergisi**, (39), 3-19.
- Joyce, Michael ve diğerleri (2012), “Quantitative Easing and Unconventional Monetary Policy – An Introduction”, **The Economic Journal**, (122), 271-288.
- Kadioğlu, Ferya (2006), “Parasal Aktarım Mekanizması: Türkiye Örneğinin Yapısal Model Çerçevesinde Analizi”, **TCMB Uzmanlık Yeterlilik Tezi**.
- Kara, A.Hakan (2012), “Küresel Kriz Sonrası Para Politikası”, **TCMB Çalışma Tebliği** No:12/17.
- Kartal, Fikret (2013), “Merkez Bankası Bilançosu ve Parasal Büyüklüklerin Gelişimi”, **Atatürk Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Dergisi**, 27(3), 185-204.
- Kasapoğlu, Özgür (2007), “Parasal Aktarım Mekanizmaları: Türkiye İçin Uygulama”, **TCMB Uzmanlık Yeterlilik Tezi**.
- Keyder, Nur (2000), **Para- Teori, Politika, Uygulama**, 7. Baskı, Ankara: Bizim Büro Basımevi.
- Kocabıyık, Turan (2013), **Borsalar Arasında Etkileşim: G-8 Ülkeleri ve Türkiye Üzerine Ampirik Bir Araştırma**, Yayınlanmamış Doktora Tezi, Süleyman Demirel Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü.

- Koçyiğit, Dilek (2009), “Olağan ve Olağan Dışı Durumlarda Kullanılan Para Politikası Araçları ve Likidite Yönetim Stratejileri”, **TCMB Uzmanlık Yeterlilik Tezi**.
- Koçyiğit, Dilek ve diğerleri (2014), “Banka Rezerv Tutma Eğilimleri ve Sistemin Günlük Fonlama İhtiyacı”, **TCMB Ekonomi Notları**, (2014-10).
- Mishkin, Frederic S. (2000), **Para Politikası ve Teorisi**, (Çev: İlyas Şıklar, Ahmet Çakmak, Suat Yavuz), Ankara: Bilim Teknik Yayınevi.
- Mutlu, Osman Çağatay (2006), “Türkiye’de Dış Borç İstatistiklerinin Derlenmesi ve Dış Borç İşlemlerinin Ödemeler Dengesi İstatistiklerine Yansıtılması”, **TCMB Uzmanlık Yeterlilik Tezi**.
- Önder, Timur (2005), “Para Politikası: Araçları, Amaçları ve Türkiye Uygulaması”, **TCMB Uzmanlık Yeterlilik Tezi**.
- Örnek, İbrahim (2009), “Türkiye’de Parasal Aktarım Mekanizması Kanallarının İşleyişi”, **Maliye Dergisi**, (156), 104-125.
- Özatay, Fatih (2011), “Merkez Bankasının Yeni Para Politikası: İki Hedef- Üç Ara Hedef- Üç Araç”, **İktisat İşletme ve Finans**, (26), 27-43
- Özatay, Fatih (2012), “Para Politikasında Yeni Arayışlar ve TCMB”, **Türkiye Ekonomi Politikaları Araştırma Vakfı**.
- \_\_\_\_\_ (2013), **Finansal Krizler ve Türkiye**, 4. Baskı, İstanbul: Doğan Egmont Yayınları.
- Özdemir, K.Azım (2009), “Para Politikası, Parasal Büyüklükler ve Küresel Mali Kriz Sonrası Gelişmeler”, **Central Bank Review**,(2), 23-48.
- Özgen, Ferhat Başkan ve Güloğlu, Bülent (2004), “Türkiye’de İç Borçların İktisadi Etkilerinin VAR Tekniğiyle Analizi”, **ODTÜ Gelişme Dergisi**, (31), 93-114.
- Özyurt, Hasan (2006), **Para Teorisi ve Politikası**, 2. Baskı, Trabzon: Derya Kitabevi.
- Parasız, İlker (2003), **Para Politikası-Türkiye Uygulamaları**, 6. Baskı, Bursa: Ezgi Kitabevi Yayınları.

- Perera, R.A.Anil (2010), “Monetary Policy in Turbulent Times: Impact of Unconventional Monetary Policies”, **Central Bank of Sri Lanka International Research Conference**.
- Pınar, Abuzer ve Erdal, Bahar (2007), **Para-Banka-Kredi ve Para Politikası**, 3. Baskı, Ankara: Turhan Kitabevi.
- Serin, Vildan (1998), **İktisat Politikası**, 1. Baskı, İstanbul: Alfa Basım Yayın.
- Sevüktekin, Mustafa ve Çınar, Mehmet (2014), **Ekonometrik Zaman Serileri Analizi**, 4. Baskı, Bursa: Dora Yayınları
- Seyidoğlu, Halil (2003), **Uluslar arası İktisat Teori, Politika ve Uygulama**, 15. Baskı, İstanbul: Kurtiş Matbaası.
- Sezgin, Orhan ve Darıcı, Burak (2009), “Para Politikasının Finansal İstikrarı Sağlama-Sürdürme Sorumluluğu: Finansal İstkraraYönelik Geleneksel – Spesifik Para Politikası Uygulamaları”, **Akademik Fener**, (11), 15-28.
- Smaghi, Lorenzo Bini (2009), “Conventional and Unconventional Monetary Policy”, **BIS Review**, (52), 1-14.
- Taner, Esra (2008), “Globalleşen Dünyada Merkez Bankalarının Fazla Likidite Yönetimi ve Türkiye Örneği”, **TCMB Uzmanlık Yeterlilik Tezi**.
- Tarı, Recep (2011), **Ekonometri**, 7. Baskı, Kocaeli: Umuttepe Yayınları.
- Tokucu, Erkan (2010), Kriz ve Para Politikaları: Para Politikalarının Başarısızlığı Üzerine, **Ekonomik Yaklaşım**, 21 (76), 31-54.
- Trichet, Jean-Claude (2013), “Unconventional Monetary Policy Measures: Principles-Conditions-Raison d’etre”, **International Journal of Central Banking**, (9), 229-250.
- TCMB Kanunu (1970), 1211, 14.01.1970.
- TCMB (2010), Para Politikası Çıkış Stratejisi, Ankara: TCMB Yayınları.
- TCMB, (2012), 2013 Yılı Para ve Kur Politikası, Ankara: TCMB Yayınları.

TCMB Bülten, (27), Eylül 2012, Ankara: TCMB Yayınları.

TCMB Bülten, (33), Mart 2014, Ankara: TCMB Yayınları.

TCMB (2013), “Enflasyon ve Fiyat İstikrarı”, Ankara: TCMB Yayınları.

TCMB (2013), “Parasal Aktarım Mekanizması”, Ankara: TCMB Yayınları.

Türkiye Ekonomi Politikaları Araştırma Vakfı (2008), “2007- 08 Küresel Finans Krizi ve Türkiye: Eykiler ve Öneriler”.

Üstünel, Besim (1990), **Makroekonomi**, 5. Baskı, İstanbul: Mısırlı Matbaacılık.

Vural, Umut (2013), “Geleneksel Olmayan Para Politikalarının Yükselişi”, **TCMB Uzmanlık Yeterlilik Tezi**.

Whitesell, William (2006), “Monetary Policy Implementation Without Averaging or Rate Corridors”, **Finance and Economics Discussion Series Divisions of Research & Statistics and Monetary Affairs Federal Reserve Board**, (22), 1-27.

Yapraklı, Sevda (2011), “Açık Enflasyon Hedeflemesi Döneminde Parasal Aktarım Mekanizmasının Döviz Kuru Kanalı: Türkiye Üzerine Ekonometrik Bir Analiz”, **İstanbul Üniversitesi İktisat Fakültesi Ekonometri ve İstatistik Dergisi**, (15), 15-37.

Yavuzarslan, Nursel (2011), “Finansal İstikrar ve Zorunlu Karşılıklar”, **TCMB Uzmanlık Yeterlilik Tezi**.

## ÖZGEÇMİŞ

12.07.1983 tarihinde Trabzon'da dünyaya gelen Zekeriyya AYDIN, ilköğrenimini Trabzon Kurtuluş İlkokulu'nda, orta öğrenimini Trabzon Anadolu İmam Hatip Lisesi'nde ve liseyi Trabzon Yomra Fen Lisesi'nde tamamlamıştır. 2001 yılında İstanbul Teknik Üniversitesi İşletme Mühendisliği Bölümü'nü kazanmıştır. Bu bölümden 2006 yılında mezun olmuştur. Mezuniyetin ardından 1 yıl İstanbul Büyükşehir Belediyesi Finansman Müdürlüğü'nde çalıştıktan sonra 1,5 yıl da Devlet Hava Meydanları İşletmesi Atatürk Havalimanı'nda görev yapmıştır. Nisan 2009'da atandığı TC Merkez Bankası Trabzon Şubesi'ndeki görevine halen devam etmektedir. Evli ve iki çocuğu bulunmakta olup, İngilizce bilmektedir.