

Küresel Dalgalanmaların Gölgesinde Para Politikaları: Ekonometrik Bir Yaklaşım

Dr. Sezgin Keskin Gündoğdu



Küresel Dalgalanmaların Gölgesinde Para Politikaları: Ekonometrik Bir Yaklaşım

Dr. Sezgin Keskin Gündoğdu



Published by

Özgür Yayın-Dağıtım Co. Ltd.

Certificate Number: 45503

📍 15 Temmuz Mah. 148136. Sk. No: 9 Şehitkamil/Gaziantep

☎ +90.850 260 09 97

📞 +90.532 289 82 15

🌐 www.ozgurayinlari.com

✉ info@ozgurayinlari.com

Küresel Dalgalanmaların Gölgesinde Para Politikaları: Ekonometrik Bir Yaklaşım

Dr. Sczgin Keskin Gündoğdu

Language: Turkish

Publication Date: 2025

Cover design by Mehmet Çakır

Cover design and image licensed under CC BY-NC 4.0

Print and digital versions typeset by Çizgi Medya Co. Ltd.

ISBN (Paperback): 978-975-447-713-9

DOI: <https://doi.org/10.58830/ozgur.pub739>



This work is licensed under the Creative Commons Attribution-NonCommercial 4.0 International (CC BY-NC 4.0). To view a copy of this license, visit <https://creativecommons.org/licenses/by-nc/4.0/>
This license allows for copying any part of the work for personal use, not commercial use, providing author attribution is clearly stated.

Suggested citation:

Gündoğdu, S. K., (2025). *Küresel Dalgalanmaların Gölgesinde Para Politikaları: Ekonometrik Bir Yaklaşım*.

Özgür Publications. DOI: <https://doi.org/10.58830/ozgur.pub739>. License: CC-BY-NC 4.0

The full text of this book has been peer-reviewed to ensure high academic standards. For full review policies, see <https://www.ozgurayinlari.com/>



Önsöz

Geçtiğimiz on - on beş yıllık süreçte dünya çapında fiyat istikrarını sağlamaya yönelik kullanılan para politikası araçlarının yeterli başarıyı sergileyemediği görülmüş, yalnızca fiyat istikrarı değil, finansal istikrarın da ne kadar önemli olduğu gözler önüne serilmiştir. Gelişmiş ve gelişmekte olan ülkeler özellikle küresel kriz döneminden sonra, makroekonomik dengeyi yeniden sağlama çabaları doğrultusunda, alışılmışın dışında farklı para politikası araçları kullanmaya başlamışlardır. Yeni para politikası çerçevesi “Geleneksel olmayan para politikası” olarak adlandırılmıştır. Kitapta, geleneksel olmayan para politikasının fiyat istikrarı ve finansal istikrar ile eşbütünleşme ilişkileri analiz edilmiştir.

Bu kitabın hazırlanması sürecine değerli görüş ve katkılarıyla yön veren değerli hocalarım Sayın Doç. Dr. Jale Yalınpala Çokgezen, Prof. Dr. Besim Bülent Bali, Prof. Dr. Handan Yolsal, Prof. Dr. Nadir Eroğlu ve Doç. Dr. Zahide Onaran’ a teşekkürü borç bilirim.

Finansal dünyanın karmaşık labirentlerinde güvenilir bir pusula olarak profesyonelliği, stratejik yaklaşımları ile bakış açımı zenginleştiren Sayın Genel Müdür Yardımcımız Yasin Öztürk’e, Hazine işlemleri başta olmak üzere birçok konuda analitik derinlikleriyle ilham veren, üzerimde emekleri olan ve bugünlere gelmemi sağlayan Sayın Hasan Öztaş, Çağrı Erulaş, Canan Çamur, Tuğrul Candemir ve Mustafa Özdemir’e ve ayrıca kitabın şekillenmesine katkı sunan Ziraat Bankası Hazine Ekibi’ne ve Sayın Selim İnce’ye en içten şükranlarımı sunarım. Zamanın ruhunu yakalayan duruşları ve kurumsal ciddiyetle harmanlanmış dostane yaklaşımları ile bu kitabın satır aralarında hissedilecek olan katkıları, yalnızca bilgilendirici değil, aynı zamanda yol gösterici olan Ziraat Ekonomik Araştırmalar Ekibi’ne de sonsuz teşekkürler.

Tüm yaşamım boyunca olduğu gibi, kitabın oluşum sürecinde de bana gönülden destek veren Biricik Anneme, Kıymetli Babama, aileme, varlığıyla

bana güç veren sevgili eşim Hakan Gökhan GÜNDOĞDU'ya ve hayatımızı güzelleştiren kızımız Ahsen Ece ve oğlumuz Kerem Yağız'a beni mutlu ve ayrıcalıklı kıldıkları için minnetarım.

İçindekiler

Önsöz	iii
Kısaltmalar	vii
Giriş	1
1 Küreselleşme Olgusu ve Finansal Krizler İle İlişkisi	3
Küreselleşme Kavramı	3
Küreselleşmenin Maliyeti Olan Finansal Krizler	10
2 Merkez Bankası Para Politikaları ve Parasal Aktarım Mekanizması	37
2008 Küresel Finansal Krizi Öncesi Geleneksel Para Politikaları	39
2008 Küresel Finansal Krizi Sonrasında Uygulanan Geleneksel Olmayan Para Politikaları	61
Parasal Aktarım Mekanizması	75
3 2008 Küresel Krizi Sonrasında Dünyada ve Türkiye’de Uygulanan Geleneksel Olmayan Para Politikaları	95
ABD Merkez Bankası (FED) Uygulamaları	99
Avrupa Merkez Bankası (ECB) Uygulamaları	111
Japonya Merkez Bankası (BOJ) Uygulamaları	126
T.C.M.B. Uygulamaları	131
Merkez Bankaları’nın Geleneksel Olmayan Para Politikası Uygulamalarının Genel Değerlendirilmesi	144
4 T.C.M.B’nin Uyguladığı Geleneksel Olmayan Para Politikalarının Fiyat İstikrarı ve Finansal İstikrar Üzerine Etkilerinin Ekonometrik Analizi	151
Araştırmanın Amacı	151
Geleneksel Olmayan Para Politikası Araçlarını İnceleyen Çalışmalara Yönelik Literatür Taraması	152
Ekonometrik Yöntem ve Veri Setinin Tanımlanması	158
Zaman Serilerinde Durağanlık Kavramı ve Eşbütünleşme Analizi	160
Sonuç	183
Kaynakça	191

Kısaltmalar

AB	Avrupa Birliği
ABD	Amerika Birleşik Devletleri
ADF	Genişletilmiş Dickey-Fuller
API	Açık Piyasa İşlemleri
BDDK	Bankacılık Düzenleme ve Denetleme Kurumu
BIS	Uluslararası Ödemeler Bankası
BIST	Borsa İstanbul
BM	Birleşmiş Milletler
BOJ	Japonya Merkez Bankası
DF	Deposit Facility Rate (Mevduat Faiz Oranı)
ECB	Avrupa Merkez Bankası
EUR	Avrupa Birliği Para Birimi
EPS	Ek Parasal Sıkılaştırma
FED	Amerikan Merkez Bankası
GATT	Gümrük Tarifeleri ve Ticaret Genel Anlaşması
GLP	Geç Likidite Penceresi
GOPP	Geleneksel Olmayan Para Politikası
GSYİH	Gayri Safi Yurtiçi Hasıla
IMF	International Monetary Fund
KKO	Kapasite Kullanım Oranı
KOBİ	Küçük ve Orta Büyüklükteki İşletme
LSAPP	Large Scale Assets Purchase Programme (Büyük Ölçekli Varlık Alım Programı)
MLF	Marginal Lending Facility (Marjinal Borç Verme Faiz Oranı)

MRO	Main Refinancing Operations (Açık Piyasa İşlemleri Refinansman Operasyonu)
NAFTA	Kuzey Amerika Serbest Ticaret Anlaşması
PPK	Para Politikası Kurulu
PY	Piyasa Yapıcısı Bankalar
ROM	Rezerv Opsiyon Mekanizması
REDK	Reel Efektif Döviz Kuru
SPK	Sermaye Piyasası Kurulu
QE	Quantitative Easing (Varlık Alım Programı)
TCMB	Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası
TLZK	Türk Lirası Zorunlu Karşılıklar
TMSF	Tasarruf Mevduatı Sigorta Fonu
TUFE	Tüketici Fiyat Endeksi
TÜİK	Türkiye İstatistik Kurumu
USD	Amerikan Doları
VAR	Vektör Otoregresyon
VECM	Hata Düzeltme Modeli
ZK	Zorunlu Karşılık

Giriş

Küreselleşme olgusu siyasetten ekonomiye, ekonomiden toplumsal kültüre ve sosyal hayata kadar her alana uzansa da tarihsel gelişim süreci incelendiğinde, yönlendirici ve sürükleyici iç dinamiğinin küreselleşmenin ekonomik yönü olduğu görülmektedir. Mal ve hizmet ticaretinin küreselleşmesinden sonra 20. yy'da uluslararası sermaye akımları diğer bir ifadeyle sermayenin küreselleşmesi süreci başlamış ve sermaye olgusunun küresel niteliğini kazanmasıyla birlikte, uluslararası sermaye akımları mal ve hizmet ticaretinden daha çok küresel ekonomiyi biçimlendirir hale gelmiştir.

2008 yılına gelindiğinde küreselleşmenin maliyeti gözler önüne serilmiştir. ABD'de finans piyasalarında başlayan kriz, tüm dünyaya yayılmış, pek çok gelişmiş ve gelişmekte olan ülke durağanlığa (resesyona) sürüklenmiştir. Global ekonomik krizi atlatabilmek adına makroekonomik adımlar atılmış, merkez bankalarının politikaları da eş zamanlı olarak değişim göstermiştir.

Global kriz sürecinde gelişmiş ve gelişmekte olan merkez bankalarında genişlemeci politikalar uygulanmıştır. Bu süreçte ABD Merkez Bankası FED ve Avrupa Birliği Merkez Bankası ECB parasal genişlemeyi sağlayabilmek adına para basarak likiditeyi artırmıştır. Yine eş zamanlı olarak FED ve ECB'nin faiz indirimine gittiği görülmüştür. Finansal kurumların çöküşünü engellemek adına da yardım programları planlanmış ve pek çok finansal kuruluş kurtarılmıştır. Ayrıca resesyondan çıkabilmek için ekonomiyi canlandırma paketleri devreye sokulmuştur. Kriz sürecinin yönetimi noktasında hem ECB hem FED, değersiz hale gelen tahvilleri veya varlıkları satın almak suretiyle piyasaya para aktarmıştır. Özellikle FED'in uyguladığı tahvil alım programı etkili olmuş gerek ABD'de gerek gelişmekte olan ülkelerde dolar bolluğu yaşanmıştır.

Global Kriz, merkez bankacılığının ana hedefi olan fiyat istikrarının sağlanmasının yanı sıra finansal istikrarın sağlanmasının ne kadar önemli olduğunu gözler önüne sermiştir. Gelişmiş ülkelerin küresel finansal kriz

döneminde ekonomik istikrarı yeniden sağlama çabaları doğrultusunda, gerek uluslararası sermaye hareketlerinin yarattığı oynaklığın olumsuz etkisini bertaraf etmek, gerek kredi genişlemesinin kontrol altında tutulması noktasında geleneksel para politikaları yetersiz kalmıştır. Bu bağlamda gelişmiş ve gelişmekte olan ülkeler alışılmışın dışında yeni para politikaları uygulamaya başlamışlardır. Geleneksel olmayan bu para politikalarının etkinliğini ölçümlemek bu kitabın ana temasını oluşturmaktadır.

Bu kitapta küreselleşme olgusu ve finansal krizlerle ilişkisi, para politikalarının tanımı ve etkileri, parasal aktarım mekanizmaları hakkında detaylı bilgi verilecektir. Ayrıca finansal kriz sürecinde yaşanan istikrarsızlıkların geleneksel para politikalarını nasıl yetersiz hale getirdiğinden ve geleneksel olmayan para politikalarının doğuşundan bahsedilecektir. Küresel finansal kriz sonrasında uygulanan para politikalarını ve etkilerini ele alan bu kitapta önce gelişmiş ülkelerdeki uygulamalar ortaya konulacak, daha sonra bu uygulamalar Türkiye örneği ile karşılaştırılacaktır. Kitabın odak noktası ise alışılmamış bu para politikalarının etkinliğinin ölçülmesi noktasında geçmiş istatistiki verilerden faydalanılarak döviz kurları, enflasyon ve kredi artışları üzerine etkileri Johansen Eşbütünleşme Analizi, VECM modeli ve Varyans Ayırıştırma yöntemleriyle analiz edilecektir.

Küreselleşme Olgusu ve Finansal Krizler İle İlişkisi

1.1. Küreselleşme Kavramı

Günümüzde toplumsal hayatın her alanında hâkimiyetini hissettiren küreselleşme olgusu, *“küresel ölçekte işleyen ve sınırları aşarak toplumları ve kurumları yeni zaman mekan bileşimlerinde entegre edip bağlayarak gerçekte ve deneyimde dünyayı birbirine daha bağımlı hale getiren”* bir süreçtir.¹ Bir başka ifadeyle ülkelerin bütünleşmesi, sosyal ve ekonomik etkileşimin yaşanması, milli ve manevi değerlerin dünya ölçeğine erişmesi, yerel veya bölgesel olarak yapılan üretim ve tüketim süreçlerinin global çapta yapılması olarak tanımlanabilir.²

BM Kopenhag Toplumsal Kalkınma Deklarasyonu’na göre ise küreselleşme: *“Fiziki coğrafyanın sosyal, kültürel ve ekonomik ilişkiler üzerindeki sınırlayıcı etkilerinin azalması ve artan insan hareketliliği, iletişim alanındaki ilerleme, ticari ilişkilerde ve sermaye akışındaki büyük artıştır.”*³

Birbirinden farklı ve çok çeşitli tanımlara sahip olsa da küreselleşme olgusuyla ilgili en önemli realite, günümüzde siyasi, sosyal, kültürel ve ekonomik sahalara egemen olduğu gerçeğidir. Bu denli önemli olan

-
- 1 Jorge Larraín, *İdeoloji ve Kültürel Kimlik-Üçüncü Dünya Gerçeği*, (Çev.) Neşe Nur Domanıç, İstanbul: Sarmal Yayınevi. 1995, s.207.
 - 2 Erinç Yeldan, *Neoliberal Küreselleşme İdeolojisinin Kalkınma Söylemi Üzerine Değerlendirmeler*, *Praksis Dergisi*, 2002, <http://yeldanc.bilkent.edu.tr/Praksis-2002.pdf>, (11.07.2018), s.3.
 - 3 BM, Sosyal Kalkınmaya dair Kopenhag Bildirgesi, BM A/Conf.166/9 (1995) no.lu doküman <http://www.un-documents.net/copc-dec.htm>, (24.09.2018). s.1.

küreselleşme günümüzdeki birçok sorunun sebebi, sonucu ya da çözüm yolu olarak değerlendirebilmektedir.

Sanayi Devrimi'nden sonra güç kazanan ve iktisadi egemenliği eline alan kapitalizm olgusu, küreselleşmenin tarihçesini oluşturur. Sermaye birikiminin dünya çapına yayılmasına dayanan kapitalizmin yarattığı yeni dünya sistemi, 20. Yüzyıla kadar sürmüş, ancak son yüzyılın başlarından itibaren özellikle 1970'lere kadar kesintiye uğramıştır. Bu dönemde I. ve II. dünya savaşlarının yaşanması ve Sovyetler Birliği'nin kapitalizme karşı olan duruşu, bu kesintinin yaşanmasında hiç şüphesiz etkili olmuştur.⁴ Küreselleşme 1970'li yıllardan sonra teknolojik gelişmelerin hız kazanmasıyla dünya çapında bir yayılma dalgası olarak tekrar ortaya çıkmıştır.⁵ Geçtiğimiz yüzyılın son çeyreğinde küreselleşmeyle birlikte dünya ülkeleri birbirine daha çok yakınlaşmış, sosyal, kültürel ve iktisadi değerler ulusal niteliklerinden çıkıp, evrensellik kazanmıştır.

Küreselleşmenin 1970'li yıllardan sonra yayılmasındaki en önemli etken, gelişmiş ülkelerde o dönemde yaşanan sıkıntılar, sermayenin kârlı alanlarda değerlendirilememesi olmuştur. Kâr arayışı, sermayenin dış ülkelere açılımını gerekli kılmıştır. Diğer taraftan gelişmiş ülkelerde yoğunlaşan sermayenin riski minimize etmek adına öteki ülkelere de dağıtma isteği, gelişmiş ülkelerde pazar doyumuna ulaşılması, yeni pazarlara ihtiyaç oluşması gibi unsurlar da rol oynamıştır.⁶ İlk adımda küresel sermaye gelişmekte olan ülkelere yönelmiş, yüksek miktarlarda borç verilmiştir.

Dünya çapında bilgisayar ve internet kullanımının artması ile teknolojik gelişmelerin hızla yayılması, dünyanın bir bölgesindeki yeniliğin tüm dünyaya ulaşmasını sağlamıştır. Bu gelişim ülkeler arasında benzerlikleri de oluşturmuştur. Bu benzerliklerin ekonomiye yansımaları küreselleşme eğilimlerini hızlandırmıştır.⁷

Teknolojik alanda yaşanan hızlı gelişmeler, ülkeler arasında coğrafi anlamda uzaklıkları ortadan kaldırmış, ülkelerin sahip olduğu değerler dünya ölçeğinde değerlendirilir olmuştur. Fiziki uzaklıkların yarattığı maliyetler teknolojik gelişmelerle bir nebze bertaraf edilmiş, iletişim araçlarının gelişimiyle de haberleşme ağı ve bilgiye kolayca ulaşabilme

4 GPF, **Globalization**, 2018, <https://www.globalpolicy.org/globalization.html>, (15.10.2018). S.1.

5 Yeldan, s.3.

6 Mesut Albeni ve Ömer Eroğlu, **Küreselleşme, Ekonomik Krizler ve Türkiye**, Isparta: Bilim Kitapevi, 2002, s.18.

7 Sadettin Paksoy, **Ekonomik Bütünleşmeler ve Avrupa Birliği**, Şanlıurfa: Özdal Matbaacılık, 2000, s.7.

olanağı sağlanmıştır. Bu olumlu gelişmelerin neticesinde toplumlar siyasi, sosyal, kültürel ve ekonomik yönden birbirine bağlanmış, küreselleşme her sahada varlığını hissettirmiştir.

1.1.1. Küreselleşmenin Ekonomik Boyutu

Tarihsel gelişime bakıldığında küreselleşmenin siyasi, sosyal, kültürel ve ekonomik boyutları olduğu görülse de, yönlendirici ve sürükleyici iç dinamik ekonomi üzerinde şekillenmiştir. Bu nedenle küreselleşmenin ekonomik yönü açıklığa kavuşturulması gereken öncelikli konulardan biri haline gelmiştir.

Ekonomik yönden küreselleşme, “*ülkeler arasında mal, sermaye ve emek akışkanlığının artması sonucu ülkeler arasındaki ekonomik ilişkilerin gelişmesi, dünya ölçeğinde karşılıklı etkileşimlerin yoğunlaşması ve yaygınlaşması olarak ifade edilmektedir.*”⁸ Ülke ekonomilerinin entegrasyonunu, dünyanın tek pazarda birleşmesini ifade eden ekonomik yönden küreselleşme olgusu, ülkeleri birbirine bağımlı hale getirmiştir.⁹

Ekonomik yönden küreselleşme sürecinde, sermaye birikiminin sağlanmasının peşinden ülkeler arasında ekonomik ilişkiler yoğunlaşmış, piyasalar ve reel ekonomi diğer ülke ekonomilerine bağımlı hale gelmiştir. Finansal kaynak aktarımı coğrafi sınırları aşmış, uluslararası ticaret gelişmiş ve şirketler ulusötesi ölçekte faaliyetlerini yürütme noktasına ulaşmıştır.¹⁰ Küreselleşmenin ekonomik boyutunun en önemli unsuru olan ticaret arttıkça ülkeler arası karşılıklı iş birliği, belli noktadan sonra bağımlılık halini almıştır. Ekonomik bağlantılar başlangıçta ülkelerin kendi tercihleri gibi başlamış ancak bu tercihler mecburiyete dönüşmüştür.¹¹

Ekonominin küresel boyutu temelde üç ana noktaya dayanmaktadır. Bunlar, aşağıda ifade edilmektedir.¹²

-
- 8 Stanley Fischer, Globalization and Its Challenges, *American Economic Review*, Vol. 93 (2), 2003, <http://citeseerx.ist.psu.edu/viewdoc/download?doi=10.1.1.196.6061&rep=rep1&type=pdf>, (15.10.2018), s.2.
 - 9 Fulya Kivılcım, Küreselleşme Kavramı ve Küreselleşme Sürecinin Gelişmekte Olan Ülke Türkiye Açısından Değerlendirilmesi, *Sosyal ve Beşeri Bilimler Dergisi*, 5(1), 2013, <https://dergi-park.org.tr/tr/download/article-file/117355>, (15.10.2018), s.6.
 - 10 Aykan Candemir, *Türkiye’de Doğrudan Yabancı Sermaye Yatırımını Etkileyen Faktörler: Bir Uygulama*, Cilt I, İstanbul: YASED Yayınları, 2006, https://www.researchgate.net/publication/227428278_Dogrudan_Yabanci_Sermaye_Yatirimlarini_Etkileyen_Faktorler, (18.10.2018), s.6.
 - 11 Nurdan Aslan, *Dünya Ekonomisinde Gelişmeler: Küreselleşme*, Ed: Osman Küçükahmetoğlu vd. “Ekonomik Entegrasyon Küresel ve Bölgesel Yaklaşım”, Ankara: Ekin Yayınevi, 2007, s.13.
 - 12 Enver Özkalp ve Çiğdem Kirel, *Örgütsel Davranış*, 8. basım, Eskişehir: Anadolu Üniversitesi Yayınları, 2011, s.14.

1.1.1.1. Uluslararası Üretim: En önemli aktör konumunda olan çok uluslu şirketler, maliyet unsurunu göz önünde bulundurarak küresel çapta faaliyetlerini yürütmektedir. Şöyle ki; şirket üretim faktörlerini düşük maliyetli olarak temin edebildiği bölgelerde üretime başlayıp, kârlı bölgelerde satışını gerçekleştirebilmektedir. Tüm dünyanın büyük bir pazar olarak görülmesi ile birlikte üretimin uluslararası düzeyde tasarlanabilmesi, teknolojik ilerlemeler ve maliyetlerin kısılması söz konusu olmuştur.

1.1.1.2. Uluslararası Ticaret: Üretilen ve pazarlanabilen tüm değerlerin, uluslararası boyutta alışverişe konu olması, bu alışverişlerin üzerindeki kısıtlamaların kaldırılması sürecini ifade etmektedir. Uluslararası ticaret, uluslararası üretime imkân sağlama yönüyle küreselleşmenin en önemli dayanaklarından biridir.

Ticaretin uluslararası boyuta ulaşmasında, 1947'de kurulan GATT çerçevesinde kotaların ve gümrük tarifelerinin kaldırılmasının büyük payı olmuştur¹³. Bu gelişmenin dışında iletişim ve haberleşme alanlarında yaşanan ilerlemelerin de önemli etkileri mevcuttur. Bu ilerlemeler taşıma maliyetlerinin düşmesini, uluslararası pazarların daha kolay izlenebilir boyuta gelmesini sağlamıştır.¹⁴

1.1.1.3. Uluslararası Sermaye: Ülke ekonomilerini her geçen dönem daha fazla kuşatan uluslararası sermaye akımı, küresel sermayenin adeta tek bir piyasa gibi ülkeler arasında el değiştirmesini ifade etmektedir. Makroekonomik göstergeleri iyi olan, daha az riskli ve daha yüksek getirili piyasalara küresel sermaye akışı gerçekleşebilmektedir. Sermaye birikimi sağlanmasını takiben, daha fazla getiri elde etme amaçlı olarak küresel sermaye ülkeler arasında bir yön arayışı içerisinde. Küresel sermayenin bir ülkeye yönelmesinin, o ülke için olumlu piyasa koşulları yarattığı göz önüne alındığında, ülkeler arasında bir yarışın yaşandığını ifade etmek yanlış olmayacaktır. Ancak uluslararası sermaye, piyasaların kırılgan bir yapıya bürünmesine de sebep olmaktadır. Finansal krizlere davetiye çıkaran bu özelliğiyle ayrı bir öneme sahiptir. Bu nedenle uluslararası sermaye akımlarını ayrıntılı bir şekilde tanımlamak ve irdelemek faydalı olacaktır.

1.1.2. Uluslararası Sermaye Hareketleri ve Sıcak Para Akışı

Geçtiğimiz yüzyıl iktisadi sahasında üretim faktörlerinin yoğunlaşması yön değiştirmiştir. Geleneksel bağlamda bakıldığında önceki yüzyıllarda emek en temel üretim faktörü iken, son dönemde sermaye emeğin yerini

13 Günümüzde GATT yerini Dünya Ticaret Örgütü'ne (WTO) bırakmıştır.

14 Halil Seyidoğlu, *Uluslararası İktisat Teori Politika ve Uygulama*, İstanbul: Güzem Can Yayınları, 2003, s.189.

almaya başlamıştır. Küresel günümüz dünyasında ise uluslararası üretim gerçekleştirilip, uluslararası ticarete konu edilirken, uluslararası sermaye olgusu daha çok önem kazanmıştır. Bu noktada, uluslararası sermaye hareketleri son yüzyılda küreselleşme döneminin belirleyici özelliği olarak nitelendirilmektedir.

Uluslararası sermaye hareketlerini tanımlamak gerekirse, “Bir ülkede yerleşik bir kişinin veya kurumun, bir başka ülkedeki yerleşik kişiye veya kuruma çeşitli amaçlarla fon aktarması veya ondan bir aktif satın almak üzere fon göndermesi” olarak ifade edilebilir.¹⁵ Bir başka deyişle uluslararası sermaye akımları doğrudan ya da dolaylı yatırım amaçlarıyla ulusal sınırları aşarak ülkeye giren veya ülkeden çıkan fonları belirtmektedir.¹⁶

Uluslararası sermaye hareketlerinin başlangıç noktası literatürde, Bretton Woods sisteminin çöküşü sonrasında yaşanan sermaye hareketliliği göz önüne alınarak 1970’li yıllara dayandırılmaktadır.¹⁷ Bretton Woods sistemi, sermaye kontrolünü içeren ve sabit kur rejimine dayanan ve ABD ekonomisinin gücüyle ayakta duran bir sistemdi ve altın-dolar kotasyonu mevcuttu. ABD ekonomisinde ortaya çıkan sorunların akabinde, dış ödemeler dengesinde sorunların da ortaya çıkmasının ardından sistem çökmüştür. Kapitalist ekonomiler finansal krizlere sürüklenmiş, II. Dünya Savaşı sonrasında yaşanan refah dönemi de son bulmuştur. Öteki taraftan aslında bu çöküş, dünya çapında birçok yeniliğe kapıların açıldığı bir dönemi başlatmıştır. Krizden çıkış yolları için liberalleşme yoluna başvurulmuş ve küreselleşme dönemi başlamıştır.¹⁸

Bretton Woods sisteminin yıkılmasından sonra küresel sermaye yön arayışına başlamış olup, faiz-kur arbitrajına dayanarak en yüksek getiriyi elde etmek amacıyla uluslararası sermaye hareketliliği artmış ve bu sermaye hareketleri zamanla gelişmiş ve gelişmekte olan ülkeleri kendine bağımlı hale getirecek kadar güçlenmiştir.¹⁹

-
- 15 Sadi Uzunoglu, Kerem Alkin, Fuat Gürlesel, **Uluslararası Sermaye Hareketlerinin Gelişmekte Olan Ülkelerde Makroekonomik Etkileri ve Türkiye**, No: 6, İstanbul: İMKB Araştırma Yayınları, 1995, s.34.
 - 16 Muhsin KAR ve M. Akif KARA, **Türkiye’ye yönelik Sermaye Hareketleri ve Krizler**, *Dış Ticaret Dergisi*, (29), 2003, https://www.researchgate.net/publication/323168318_Turkiye_ye_yonelik_Sermaye_Hareketleri_ve_Krizler, s.9.
 - 17 Peter M. Garber, **The Collapse of the Bretton Woods Fixed Exchange Rate System**, The National Bureau of Economic Research, ISBN: 0-226-06587-1, <https://www.nber.org/system/files/chapters/c6876/c6876.pdf>, (03.06.2021), s. 461.
 - 18 Selim Somçağ, **Türkiye’nin Ekonomik Krizi, Oluşumu ve Çıkış Yolları**, İstanbul: 2006 Yayınevi, 2006, s.25.
 - 19 Garber, s.491.

Finansal serbestleşme, ülkeler açısından ekonomik kalkınmanın finansmanında kullanılmak üzere ihtiyaç duyulan fonun uluslararası piyasalardan temin edilmesine imkân sağlamıştır. Bu noktada uluslararası sermaye olgusu gittikçe daha çok önemli hale gelmiştir. İktisadi kalkınma ve büyüme hedeflerini gerçekleştirmek için sermayeye ihtiyaç duyan ülkeler uluslararası sermayeye kapılarını açmış ve uluslararası sermaye ülkeleri kuşatır hale gelmiştir.

Uluslararası sermayeyi aktif ve pasif sermaye olarak iki ayrı sınıfa ayırmak mümkündür. Aktif sermaye, yatırıma dönüştürüldüğü ülke ekonomisinde direkt olarak istihdam artışı ve hasıla sağlarken; pasif sermaye için böyle bir durum söz konusu değildir. Pasif sermaye daha çok altın, gümüş, kıymetli madenler gibi değerli araçlara dönüştürülen sermaye olarak ifade edilebilir.²⁰ Sermayenin aktif – pasif yapısı, ülkelerin büyüme oranlarında ve yatırım miktarlarında önemli rol oynar. İstihdam artışı ve hasıla sağlayan aktif sermaye ekonomideki işsizlik ve yatırımların azlığı sorunlarına çözüm olmakta ve sermaye kıtlığı yaşayan ülkeler tarafından tercih edilmektedir.

Uluslararası sermaye hareketlerinin temelinde yer alan kaynak transferi, her zaman maddi sermaye girişi anlamına gelmemektedir. Maddi transferlerin yanı sıra, know-how, lisans, patent, marka değeri, yönetim kabiliyeti veya nitelikli personel kazanımı gibi gayri maddi kaynaklar da uluslararası sermaye kapsamına girmektedir. Maddi veya gayri maddi hakların niteliğine göre uluslararası sermaye doğrudan veya dolaylı yabancı yatırım sınıflandırılmasına tabi tutulmaktadır.

Sıcak para olgusunda diğer türlerde olduğu gibi bir maddi kaynak aktarımı söz konusudur; ancak bu kaynak transferi uluslararası üretime katkı sağlamaktan ziyade arbitraj imkânlarından yararlanma, spekülatif hareketlerden getiri elde etme veya mevduat girişiyle yüksek faiz alma amaçlarıyla piyasalara giriş yapmaktadır.

Sıcak paranın literatürde yaygın ve herkesçe kabul edilen bir tanımı bulunmamakla birlikte, giriş yaptığı ülkedeki olumlu veya olumsuz gelişmelere en duyarlı ve en hızlı biçimde tepki veren yabancı sermaye türü olduğu ifade edilebilir. Sıcak para olgusunda yabancı sermayedarların yerini uluslararası yatırımcılar ibaresi almaktadır. Uluslararası yatırımcılar yüksek getiri vadeden ülkelerde hisse senedi veya menkul kıymet satın almak suretiyle yatırım yapmaktadır. Mümkün olduğunca minimum risk alarak, maksimum kâr seviyesi sağlamaya çalışan yabancı yatırımcılar, kredi derecelendirme

20 Daim Demircan, *Türkiye’de Yabancı Sermaye*, Dilek Matbaası. İstanbul, 1971, s.93.

kuruluşlarının değerlendirdiği ülke notlarını da göz önünde bulundurarak hareket etmektedir.²¹

Sıcak paranın likidite özelliği yüksek, çok kısa vadeli sermaye hareketleri olması öteki sermaye kavramlarından farklılaşan yönüdür. Örneğin, doğrudan yabancı sermaye olgusunda, uzun vadeli olarak yapılan yatırımlar (mesela bir fabrika kurmak, şirket birleşmesi...) ön plandadır. Yabancı portföy yatırımlarında ise yapılan tahvil veya hisse senedi işlemlerinin de ortalama elde tutma süresi, sıcak para kavramındaki vadeden nispeten daha uzundur. Ancak bazı kaynaklara göre yabancı portföy yatırımları da sıcak para olarak değerlendirilmektedir.²² Vadesi daha uzun olsa da spekülatif hareketlere oldukça duyarlı olma, arbitraja dayanma, aşırı dalgalanma ve akışkanlık yönleri değerlendirildiğinde, sıcak para kapsamına girmesinde doğruluk payı bulunmaktadır.

Gelişmekte olan ülkelere yönelen sıcak paranın büyük bir çoğunluğu kazanç sağlama amaçlı döviz alım-satım işlemlerine (carry trade) dayalı olsa da, menkul kıymet yatırım fonları, emeklilik fonları, kur riskine karşı korunmayı sağlayan türev işlemleri (hedging) dahi sıcak parayı ifade etmektedir. Yine benzer şekilde uluslararası yatırımcıların yüksek faiz elde etmeye yönelik ticari bankalarda tuttuğu mevduatları da sıcak para kapsamında değerlendirilmektedir. Ancak kısa vadeli ticari banka kredilerinin tamamının sıcak para olduğunu söylemek doğru olmayacaktır. Bu noktada kısa vadeli ticari kredilerin, kazanç sağlama amaçlı döviz alım-satım işlemlerinin bir bacağı olarak (arbitraj olanağından faydalanma amacıyla) yapıp yapılmadığı sorgulanmalıdır. Arbitraj durumu varsa sıcak paradır şeklinde yorum yapılabilir; fakat kısa vadeli ticari kredi bir yatırım amacı taşıyorsa onun sıcak para olduğundan bahsetmek mümkün olmayacaktır.²³

21 Shah M. TARZI, **Hot Money and the Emerging Markets: Global Political and Economic Determinants of Portfolio Capital Flows**, Washington, The Journal of Social, Political and Economic Studies, Vol. 25, No. 1, 2000, <https://search.proquest.com/openview/38a-c365771349fd8d3948a3b9fd5594c/1?pq-origsite=gscholar&cbl=22044>, (03.06.2021), s.27.

22 Marcin Humanicki, Robert Kelm and Krzysztof Olszewski, **Foreign Direct Investment and Foreign Portfolio Investment in the Contemporary Globalized World**, Economic Institute Warsaw, NBP Working Paper, No: 167, Year: 2013 https://www.researchgate.net/publication/259581794_Foreign_Direct_Investment_and_Foreign_Portfolio_Investment_in_the_Contemporary_Globalized_World_Should_They_Still_Be_Still_Treated_Separately, (03.06.2021), s.10.

23 Marcin Humanicki and others, s.9.

1.2. Küreselleşmenin Maliyeti Olan Finansal Krizler

Geçtiğimiz yüzyılda finans alanındaki en büyük değişim hiç şüphesiz liberalizasyon olmuştur. Liberalizasyon, 1970'li yıllardan bu yana ülkelere çeşitli sebeplerden ötürü cazip gelmiştir. Gelişmiş / fon sahibi olan ülkeler tasarruf fazlasını daha kârlı alanlarda değerlendirebilme olanağına kavuşurken, az gelişmiş veya gelişmekte olan ülkeler kalkınma ve yatırım noktasında ihtiyaç duydukları finansmanı sağlayabilmişlerdir. Çokuluslu şirketlerin yüksek kâr istahları liberalizasyonu şekillendirmiştir. “Minimum risk ile maksimum kâra ulaşma amacıyla” yön arayışına giren bu şirketler bilgi, teknoloji ve ulaşım alanlarındaki gelişmelerden de faydalanmıştır. Diğer taraftan ülkeler arasında da yatırım çekme yarışları hız kazanmıştır. Ancak, kazan-kazan prensibi ile başlayan liberalizasyon adımları, ilerleyen yıllarda finansal problemlerin ülkeler arasında hızla yayılmasına sebep olmuştur.

Küreselleşen üretim faktörleri arasında sermaye nispeten emek ve diğer faktörlerden daha hızlı bir biçimde uluslararasılaşmıştır. Günümüzde sermaye faktörü gelişmiş ve gelişmekte olan birçok ülkede herhangi bir engelle karşılaşmadan kolayca piyasalarda yön değiştirebilmektedir. Sermayenin uluslararası nitelik kazanmasıyla finansal varlıklar ve paranın dolaşımı daha hızlı olmaktadır. Bu durum ülke ekonomilerinde hem kırılganlık yaratmakta, şoklara maruz bırakmakta hem de volatilité ve belirsizlik yaratmaktadır. Küreselleşmenin iç dinamiğinin de finans sektörü olduğu göz önünde bulundurulduğunda küresel finansal krizlerin dönem dönem yaşanması kaçınılmaz olmuştur. Küresel kriz tanımları bu noktada değer kazanmaktadır.

İktisat literatüründe kriz kavramı bunalım, durgunluk, çöküş, buhran gibi terimlerle ifade edilmeye çalışılmaktadır. Genel bir tanımla, ülke ekonomisinin mevcut durumunu ve geleceğini etkileyen, finansal veya reel sektörleri önemli derecede sarsan ve beklenmedik koşullarla oluşan olumsuz dönemdir.²⁴ Genel kriz tanımının yanı sıra, çalışmanın kapsamında olan finansal krizleri daha detaylı tanımlamak yerinde olacaktır.

Finansal krizlerin tanımlanmasına yönelik olarak yazında birçok açıklama yapılmıştır. Bazı tanımları şu şekilde özetlemek mümkündür. Frederic Mishkin'e göre²⁵ “Finansal kriz, verimli yatırım olanaklarına sahip finansal

24 Fatih Yücel ve Hüseyin Kalyoncu, **Finansal Krizlerin Öncü Göstergeleri ve Ülke Ekonomilerini Etkileme Kanalları: Türkiye Örneği**, Maliye Dergisi, Sayı 159, 2010, <https://maliyeder-gisi.sgb.gov.tr/yayinlar/md/159/FatihY%C3%9CCEL.pdf> , s.54.

25 Frederic Mishkin, **Financial Policies and the Prevention of Financial Crises in Emerging Market Countries**, NBER Working Paper Series, 8087, Cambridge, 2001, <https://www.nber.org/papers/w8087.pdf> , (09.12.2018), s.1.

piyasaların ahlaki tehlike ve ters seçim problemlerinin gittikçe kötüleşmesi nedenleriyle, fonları etkili biçimde kanaliz edememesi sonucu ortaya çıkan doğrusal olmayan bozulmadır.” Mishkin finansal krizleri asimetrik enformasyon teorisi doğrultusunda tanımlama yoluna gitmiştir. Diğer taraftan Goldstein ve Turner’ a göre ise²⁶, “finansal krizler kısa vadeli faiz oranları, varlık fiyatları, ödemelerin bozulması ve iflaslar ile mali kurumların iflası gibi finansal göstergelerin tümünün veya çoğunluğunun ani, keskin ve açık bir biçimde bozulması” olarak tanımlanmaktadır. Kindleberger²⁷ ise finansal krizleri “konjonktürün tepe noktasındaki dönüşün temel bir unsuru ve önceki genişlemenin kaçınılmaz bir sonucu” olarak ifade etmektedir.²⁸ İktisadi konjonktür, kurumsal ve politik yapılar, ekonomi yönetimlerindeki tercihler, finansal altyapı gibi faktörler ülkeler arasında farklılık göstermekte olduğundan, oluşan finansal krizler de farklılaşmaktadır. Finansal kriz bu bağlamda çeşitli kriz türlerine ayrılmış ve literatürde farklı kriz türlerinden bahsedilmiştir. Finansal kriz türlerinden bazıları döviz krizi, bankacılık krizi, dış borç krizi ve sistemik kriz olarak sıralanabilir:

- a) **Döviz Krizi:** Genellikle ülkedeki döviz piyasasına yönelik spekülasyon saldırı neticesinde yerel para biriminin değer kaybetmesi ile ortaya çıkan kriz türüdür. Literatürde bazı kaynaklar tarafından döviz krizi, “Para Krizi” olarak da belirtilmektedir. Yerel para birimi yeterince güçlü olmayan ülkelerde arbitraj geliri elde etme amaçlı döviz alım-satım işlemleri yoğunlaşmaktadır.²⁹ Ancak söz konusu işlemleri gerçekleştiren yabancı fon sahipleri herhangi bir olumsuz ekonomik koşulda panik dalgası yaratacak bir biçimde ülkeyi terk etmekte ve bu durum döviz kurlarını volatil hale getirmektedir. Sonrasında resmi otorite devalüasyon yoluna gitmektedir. Diğer taraftan Merkez bankası ise uluslararası rezervleriyle kurları makul düzeyde tutmaya çalışmakta veya faizleri arttırarak döviz çıkışını engellemeye çalışmaktadır.³⁰ Kısaca, döviz kurlarının aşırı dalgalanması ve bununla birlikte panik hareketlerin oluşması neticesinde patlak veren krizler

26 Morris Goldstein ve Philip Turner, **Bankacılık Krizleri: Kökenler ve Politika Seçenekleri**, (Çev. Karacan, A. İ.), İstanbul: Dünya Yayınları, 1999, s.7.

27 Charles Kindleberger, **The World in Depression, 1929-39**, Berkeley ve Los Angeles: University of California Press, 1986, http://media.library.ku.edu.tr/reserve/resfall16_17/Intl531_CBakir/week7.pdf, (17.12.2018), s.3.

28 Yücel ve Kalyoncu, s.54.

29 Paul Krugman, **Currency Crisis**, Chicago: The University of Chicago Press, 2000, s. 1.

30 Suat Oktar ve Levent Dalyancı, **Finansal Kriz Teorileri ve Türkiye Ekonomisinde 1990 Sonrası Finansal Krizler**, Marmara Üniversitesi, İİBF Dergisi, Yıl: 2010, Cilt: XXIX, Sayı: II, <https://dergipark.org.tr/cn/download/article-file/3639>, (16.06.2021), s.5.

“Döviz Krizi” olarak anılmaktadır. Latin Amerika Krizi, Meksika Krizi döviz krizlerinin en önemli örnekleridir.

- b) **Bankacılık Krizi:** Ekonominin temel yapı taşlarından biri olan bankacılık sektörüne olan güvenin sarsılması neticesinde “bankacılık krizi” ortaya çıkabilmektedir. Bankaların borçlarını çeviremeyecek/ yönetemeyecek noktaya gelmesi, varlıklarının erimesi, yükümlülüklerini yerine getirememesi krize zemin hazırlamaktadır.³¹ Ardından mevduat sahiplerinin bankalardan parasını çekmeye çalışması nedeniyle likidite yetersizliği oluşmakta, yönetilmesi güç bir panik ortamı yaratarak krizin patlak vermesine yol açmaktadır. Bu likidite yetersizliği nedeniyle bu kriz türü, literatürde bazı kaynaklarda “Likidite Krizi” olarak anılmaktadır. Ayrıca, Bankacılık Krizi’nin ardından Döviz Krizi’nin oluşması “ikiz kriz” olarak nitelendirilmektedir. Türkiye’nin 2001 yılında yaşamış olduğu ekonomik kriz “ikiz krize” örnek olarak verilebilir.
- c) **Borç Krizi:** Ülkelerin kamu veya özel sektör borçlarını ödeme düzeninde bir aksama meydana gelmesi, ödeyememesi veya genellikle döviz cinsinden olan dış borçlarını ödeyemez duruma düşmesi ile oluşan kriz türüdür. İç borç krizi ülkenin kendi ekonomik dinamiklerinden kaynaklanırken, dış borç krizi küresel ekonomide oluşan resesyon, ticaret hacimlerinde dengenin bozulması, döviz cinslerinin karşılıklı kur ve paritelerinin değişmesi gibi faktörlerle ortaya çıkabilir.³²
- d) **Sistemik Kriz:** Finansal piyasaları derinden etkileyen düzensizliklerin ve bozulmaların ortaya çıkmasıyla “Sistemik Kriz” oluşmaktadır. Döviz Krizi veya Bankacılık Krizi’ne kıyasla çözülmesi daha zor ve daha çok zaman almaktadır. Finansal piyasaların etkin işleyişinin bozulması söz konusu olmaktadır ve bunun yanı sıra finans kesiminden başka reel ekonomide de büyük ölçekli zarar vermesi olasıdır.³³

Finansal krizlere yönelik teorik ve ampirik çok sayıda araştırma yapılmış, bu konuda çeşitli modeller geliştirilmiştir. Bu modeller çerçevesinde finansal krizler değerlendirilirken, meydana gelen her yeni kriz farklı perspektifle bakış açısını zorunlu kılmış, teori ve modellerin sürekli olarak geliştirilmesine ihtiyaç duyulmuştur. 1970’li yıllardan sonra liberalizasyonla birlikte oluşan

31 Frederic Boissay, Fabrice Collard and Frank Smets, Booms and Banking Crises, BIS Working Papers, No:545, <https://www.bis.org/publ/work545.pdf>, (16.06.2021), s.6.

32 Oktar ve Dalyancı, s.6.

33 David Marshall, **Understanding the Asian Crisis: Systemic Risk as Coordination Failure**, Economic Perspectives, Federal Reserve of Chicago, 3rd Quarter, <https://www.chicagofed.org/publications/economic-perspectives/1998/3qpart2>, (16.06.2021), s.13.

ilk krizleri açıklamaya yönelik oluşturulan modeller birinci nesil kriz modelleri olarak adlandırılırken, devamında yapılan araştırmalar ikinci nesil, üçüncü nesil kriz modelleri olarak sınıflandırılmıştır.

- **Birinci Nesil Kriz Modelleri:** 1970'li yıllarda yaşanan Latin Amerika Krizleri'ni açıklamaya yönelik olarak yapılan araştırmalar birinci nesil modeller olarak adlandırılmıştır. Bu modellerden en önemlileri Krugman'ın (1979) geliştirdiği ve Flood ve Garber'in (1984) katkı sağladığı kriz modelleri olmuştur. Bu çalışmaların ortak özelliği sabit döviz kur sistemi ile bütçe açığının beraberce döviz krizine yol açtığını savunmalarıdır. Krugman'a göre finansal krizlerin en önemli etkeni, sabit kur sistemini savunan otoritenin kurları sabit tutma adına döviz müdahalesi yapması ve bu nedenle rezervlerinin erimesi olarak gösterilmiştir. Bunun yanı sıra yüksek bütçe açıklarının borçlanma veya döviz rezervlerinin kullanılması yöntemiyle finanse edilmesi de krize davetiye çıkarmaktadır. Dış borçların ve rezervlerin de bir sınırı olduğu için, eninde sonunda para basma (senyoraj geliri elde edebilmek için) yoluna başvurulmaktadır. Sabit kur sistemi ile birlikte bütçe açıklarının finansman yöntemlerinin bu şekilde yapılması ciddi makroekonomik tutarsızlıklara yol açmaktadır.³⁴ Ardından spekülasyon atakları finansal kriz patlak vermektedir. Flood ve Garber'a göre ise yine benzer şekilde sabit döviz kuru sisteminin uluslararası rezervlerle savunulmaya çalışılması veya para basma yöntemiyle açıkların finansmanı neticesinde enflasyon artışı yaratılması finansal krizlerin önemli sebepleri olarak gösterilmiştir.³⁵
- **İkinci Nesil Kriz Modelleri:** Hükümetlerin bütçe açıklarının yanlış yöntemle finansmanını ve mali politikalarının tutarsızlığını eleştiren birinci kuşak finansal kriz modelleri, 1990'ların ilk yıllarında meydana gelen çeşitli krizlerle geçerliğini yitirmiştir. Bu krizlerde bütçe açığı olmayan ülkelerde de krizlerin meydana gelebileceği gözler önüne serilmiştir. Bu bağlamda Obsfeld (1994) öncülüğünde finansal krizleri açıklamaya yönelik ikinci nesil kriz modelleri ön plana çıkmıştır. İkinci nesil kriz modellerine göre hükümetin tek amacının döviz kuru sistemini savunmak olmadığı, bu fonksiyonun dışında istihdam,

34 Paul Krugman, "A Model of Balance Payment Crises", Ohio State University Press, Journal of Money, Credit Banking, Vol:11, No:3, Year: 1979, <https://stonecenter.gc.cuny.edu/files/1979/08/krugman-a-model-of-balance-of-payment-crises-1979.pdf>, (17.06.2021), s.311.

35 Robert p. Flood, Peter Garber, "Collapsing Exchange Rate Regimes: Some Linear Examples", Journal of International Economics, No:17, Year: 1984, <https://www.sciencedirect.com/science/article/abs/pii/0022199684900023>, (17.06.1984), s.7.

enflasyon gibi önceliklerinin olduğu belirtilmektedir. Bu nedenle sabit kur rejiminin daha fazla sürdürülemeyeceğine dair gerekli kanı oluşması durumunda, sistemin terk edilebileceği söylenmiştir. İkinci nesil kriz modellerinde kurulan çoklu denge doğrultusunda resmi otorite olumsuz ekonomik koşulda kur rejimini değiştirme veya onu koruma tercihlerine sahiptir. Sistemin devamlılığı noktasında fayda-maliyet analizi yapıldıktan sonra, öteki hedefleri önde tutacak şekilde hükümet sabit kur sistemini terk edebilir.³⁶ Ekonomilerde yeterli rezerv olsa bile spekülasyon atakların gerçekleşebileceği, buna karşın kur sistemini savunmak yerine büyüme oranını korumak veya işsizliği azaltmak gibi amaçlarla kur rejiminin değiştirilebileceği düşüncesi ikinci nesil kriz modellerinde hâkim olan ana düşüncedir.

- **Üçüncü Nesil Kriz Modelleri:** 1990'lı yılların sonuna doğru küreselleşme olgusu finansal krizlerde ağırlığını göstermiştir. Özellikle 1997 Güneydoğu Asya Krizi, 1998 Rusya Krizi ve 1999 Latin Amerika Krizleri küreselleşmenin en önemli rolü oynadığı finansal krizler olarak tarihe geçmiştir. Birinci ve ikinci nesil krizlerin aksine, üçüncü nesil kriz modellerinde döviz kriziyle birlikte bankacılık krizi de açıklanmaya çalışılmıştır. Bu bağlamda ikiz krizleri de kapsama aldıkları ifade edilebilir. Bu kriz modellerine göre, ekonomide krizlere davetiye çıkaran faktör asimetrik enformasyondur. Tarafların bilgiye eşit düzeyde ve eşzamanlı olarak ulaşamaması “ahlaki tehlike” (moral hazard) ve “ters seçim” gibi sorunları beraberinde getirmektedir.³⁷ Bankacılık sistemini de yakından ilgilendiren bu riskler, sistemin verimli işleyişini engellemekte ve finansal sistemi krizlere açık hale getirmektedir. Üçüncü nesil modeller, döviz kuru rejiminin yanı sıra ekonomideki bilanço bozulma faktörü, firmaların / bankaların zarar etmesi, sorunlu kredi artışı, vade uyumsuzluğu, açık pozisyon riski, finansal piyasalarda yüksek kaldıraçlı işlemlerin yoğunluğu gibi faktörleri de finansal krizlerin sebepleri olarak görmektedir.³⁸

36 Fatih Özatay, “Finansal Krizler ve Türkiye”, .Doğan Yayınevi, I. Baskı, Aralık 2009, ISBN: 978-605-111-425-5, s.43-44.

37 Ayşe Çelikel Danışoğlu, Para Krizleri: Türkiye’de Yaşanmış Krizlerin Değerlendirilmesi, Sosyal Bilimler Dergisi, Yıl: 2007, Sayı:2, <https://dergipark.org.tr/tr/download/article-file/100783>, (16.06.2021), s. 6.

38 Özatay, s.47-49.

1.2.1. Küresel Finansal Krizlerin Nedenleri

1970'li yıllardan sonra finansal serbestlik politikalarının gündeme gelmesinin ardından finansal sistemler serbestleşmeye yönelik deregülasyona tabi tutulmuştur. Bu noktada yerli paranın konvertibilitesinin sağlanması, piyasaya girişin yabancı bankalar için kolaylaştırılması, faiz kontrollerinin kalkması, sermaye hareketlerinin serbestleştirilmesi gibi uygulamalar, ilerleyen dönemlerde faiz, döviz kuru, likidite risklerini önemli ölçüde arttırmıştır. Finansal krizlerin en önemli sebepleri aşağıdaki gibi sıralanabilir:

- **Büyük mali açıklar**, ekonomilerdeki mali açıkların artması, finansman noktasında sıkıntı yaratmaktadır. Finansman rezervlerle yapılırsa uluslararası rezervleri eritmekte, döviz piyasasında yaşanan bir dalgalanmada müdahale edebilme şansını daraltmaktadır. İç veya dış borçlanma ile finansman yapılırsa, olumsuz ekonomik koşullar oluştuğunda geri ödemelerde problem oluşabilmektedir. Diğer taraftan senyoraaj geliri elde etmek ve bu yolla açıkların kapatılmasını hedeflemek, ülkede başta enflasyon yükselişi olmak üzere makroekonomik dengeleri bozmaktadır. Kısaca büyük mali açıklar finansal krizlerin önemli nedenlerinden biridir.
- **Dış borçlar**, ülkelerin kamu veya özel sektör borçlarını ödeme düzeninde bir aksama meydana gelmesi, ödeyememesi veya genellikle döviz cinsinden olan dış borçlarını ödeyemez duruma düşmesi, ülke ekonomisinde finansal krizlere davetiye çıkarmaktadır.
- **Zayıf bankacılık sektörü**, bankaların borçlarını çeviremeyecek/ yönetemeyecek noktaya gelmesi, varlıklarının erimesi, yükümlülüklerini yerine getirememesi krize zemin hazırlamaktadır.
- **Hızlı yön değiştiren sermaye akımları**, Finansal serbestlik politikaları kapsamında yüksek reel faiz unsuru kullanılarak gelişmekte olan ülkeler tarafından geçmişten bu yana yabancı sermaye girişi teşvik edilmiştir. Finansal liberalizasyon sürecinde küresel likidite yüksek getiri peşinde hareket ederken uluslararası sermaye akımlarının hacminde önemli derecede artış meydana gelmiştir. Zaman içerisinde bu sermaye hareketliliği ise finansal sektörde likidite krizlerine davetiye çıkarmıştır.³⁹ Küresel piyasaların en önemli oyuncularını haline gelen yatırım fonlarının finansal krizlere etkisi büyük olmuştur. Çok yüksek borçlanmalarla fon sağlayıp, yüksek risklerle yatırım yapan bu fonlar çok hızlı hareket eden ve genellikle denetlenmesi zor olan

39 Gökhan KARABULUT, **Gelişmekte Olan Ülkelerde Finansal Krizlerin Nedenleri**, Der Yayınları, No 328, İstanbul, 2002, s.41.

yatırım kuruluşları olmuşlardır. Kaldıraç etkisine yol açmak suretiyle teminatın birkaç kat üstünde borçlanması zamanla piyasalarda aşırı spekülasyon hareketlere yol açmış ve piyasa şoklarına neden olmuştur. Bu kuruluşların fon girişi yaptığı ülkelerde başta sermaye bolluğu ve döviz likiditesi artışı yaşanmaktadır. Sonraki süreçte döviz daha ucuz, yerel para daha değerli hale gelince faiz oranları ve dış ticaret gibi parametreler etkilenmektedir. İhracat gerilemekte, buna karşın ithalat daha ucuz görülmekte, bu suretle dış ticaret açıkları ve yerel ürünlerin dışlanması gibi sorunlar yaşanmaktadır.⁴⁰

Uluslararası likiditenin girişi yaptığı ülkede olumlu ekonomik atmosfer; çıkışı yaptığı ülkede ise oynaklık, ekonomik şok etkisi yaratmaktadır. Finansal krizlerin bulaşıcılığı da bu noktada çıkmaktadır. Finansal krizlerin çıkış noktası olan finansal istikrarsızlık unsurları ülkelerin ekonomik yapılarına göre değişkenlik göstermektedir.⁴¹ Bu nedenle krizlerin tedbiri noktasında tek bir reçete her ülkeye uymamaktadır. Bunun yerine küresel birtakım tedbirlerin alınması, küresel standartların oluşması bu noktada önem kazanmaktadır.

1.2.2. Küresel Finansal Krizlerin Sonuçları

Neoliberal politikaların başladığı dönemden bu yana yaşanan finansal krizlerde küreselleşmenin etkisinin büyük olduğu reddedilememektedir. İlk dönemlerde olumlu ekonomik atmosfer yarattığı düşünülse de küreselleşme olgusunun da bir maliyeti olduğu anlaşılmıştır. Uzun vadeli sermaye akımları bir nebze sorun teşkil etmezken, kısa vadeli sermaye hareketleri ve sıcak para akışı neticesinde ülke ekonomileri etkilenmiştir. Küresel finansal krizlerin sonuçları bu nedenle tek bir ülke ile sınırlı kalmamış, diğer ülkeleri de kolaylıkla etkisi altına almıştır. Bu bağlamda kriz sonrası yaşanan ekonomik sonuçlar da dünyanın birçok ülkesine yayılır olmuştur.

Küresel çapta yaşanan finansal krizler finansal piyasalarda zayıf ve kırılgan bir yapıya yol açmakla birlikte, ekonomik göstergeleri hepten kötüleştirerek etkisi uzun yıllar sürecektir sorunlara neden olmuştur. Ülkelerde önemli refah kayıpları yaşanmış, mali ve sosyal sorunlar ortaya çıkmıştır. Bu noktada finansal krizlere alınan tedbirler önem kazanmaktadır. Doğru zamanlama ile doğru politikaların uygulanması elbette krizin sonuçlarını

40 Ayfer Gedikli, *Gelişmekte Olan Ülkelerde Küreselleşme, Uluslararası Sermaye Hareketleri ve Finansal Krizler Arasındaki İlişki*, International Conference on Eurasian Economics 2010 Issues, Session 3A, <https://www.avekon.org/papers/122.pdf>, (18.12.2018), s.176.

41 Claessens, s.3.

da iyileştirmektedir; ancak alınan tedbirlerin zamanlaması ve uygunluğu noktasında hata yapılması krizlerin şiddetini arttırmıştır.⁴²

Gelişmekte olan ülkeler ise bir yandan finansal entegrasyona uyum sağlamaya çalışmakta, bir yandan da bu durumun yarattığı ekonomik olumsuzluklarla mücadele etmektedir. Finansal krizlerin hepsi çok yüksek maliyetler yaratmaktadır. Bu maliyetlerden en önemlileri milli gelir, istihdam, üretim düzeylerinde gerilemelere yol açması, temel makroekonomik parametrelerin bozulması, kırılgan ve zayıf duruma gelen finans sektörünün toparlanması için yapılan harcamalar, çıktı kayıpları olarak sayılabilir.⁴³

Finansal krizlerin neticesinde ülke ekonomisinde gerek reel sektör gerek finansal sektör hasar görmektedir. Doğru politikalar uygulansa bile finansal krizlerin ülke ekonomilerine verdikleri zarar tam olarak giderilememekte, bir nebze şiddetini azaltmaya yönelik olmaktadır. Bu noktada finansal krizlerin ülke ekonomilerini yıllar önceki düzeyine düşürdüğünü ve yaşam standartlarını geriye götürdüğünü ifade etmek mümkündür.

Finansal krizlerin ardından reel sektörde üretim süreçlerinin sekteye uğraması ve üretim düzeylerinde düşme, istihdamda yaşanan azalmalar ve işsizlik sorunu gibi sonuçlar ortaya çıkmaktadır. Diğer taraftan önemli makroekonomik parametrelerde bozulmalar yaşanması, örneğin yüksek enflasyon, alım gücünün düşmesi, döviz kurlarında ve finansal piyasalarda istikrarsızlık gibi sorunlar da finansal krizlerin önemli sonuçlarındandır.⁴⁴

Finansal krizleri aşma noktasında merkez bankalarına önemli görevler düşmektedir. Bu bağlamda bazı finansal maliyetler oluşmaktadır. Bankacılık sektörünün güçlendirilmesi için atılan adımlar, sermaye destekleri güçsüz kalan finansal piyasaların canlandırılması için atılan adımlar örnek verilebilir. 2008 Krizi sonrasında FED tarafından uygulanan tahvil alım programları, genişlemeci politikalar merkez bankalarının hayati önem kazanan pozisyonuna önemli bir örnek teşkil etmektedir.

Kriz sonrasında devlet bankacılık sektörü aracılığıyla bazı sektörleri finanse etmekte, güçsüz kalan sektörleri desteklemek için sermaye aktarma noktasında bir maliyete katlanmaktadır. Bu nedenle kamu borçlarının artması krizin sonuçları arasında yer almaktadır. Gerek kriz sonrasında yaşanan gelir dağılımında bozulma ve refahın düşmesi, gerek kamu borçlarından dolayı

42 Claessens., s.23.

43 Mishkin, s.3.

44 Aslı Demirgüç- Kunt ve Enrica.Detrage, **The Determinants of Banking Crises: Evidence from Developed and Developing Countries**, IMF Staff Papers 45(1), 1998, https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=882631, (09.01.2019) s.82.

kemer sıkma politikalarının dayatılması sebepleriyle ülke halkı krizlerden derin etkilenmektedir. Halkın ekonomik ve politik kurumlara ve bürokrasiye güveni zedelenebilmektedir.

1.2.3. Küresel Finansal Kriz Örnekleri ve İncelenmesi

Küreselleşme dalgasının yayıldığı 1970’li yıllardan bu yana çeşitli finansal krizlerin küresel çapta etkilerinin olması kaçınılmaz olmuştur. Bu finansal krizler özellikle yabancı sermaye hareketleri ile ilişkilendirilerek literatüre geçmiştir. Krizlerin ortak yönleri bulunmakla birlikte, dönemler itibarıyla finansal krizlerde yabancı sermaye yatırımlarının nitelik değiştirdiğini gözlemlemek mümkündür. Şöyle ki; 1970-1980’lerin ilk yarısına kadar olan dönemde yabancı yatırımlar daha çok yabancı bankalar ile hükümet arasında uzun vadeli kredi niteliği taşıırken, 1980’li yılların ikinci yarısından itibaren doğrudan yatırım şeklinde yabancı sermaye girişleri sağlanmıştır. 1990’lı yıllardan itibaren ise yabancı portföy yatırımları ağırlık kazanmıştır.⁴⁵ Bu dönemden itibaren teknolojik gelişmeleri takiben yabancı sermaye daha hızlı bir biçimde el değiştirir olmuş, bu durum ise ekonomide volatilité ve kırılganlığa yol açmıştır.

1970-1980’lerin ilk yarısına kadar olan dönemde yabancı yatırımlar çoğunlukla Latin Amerika ve Asya ülkelerine yönelmiştir. 1990’lı yıllardan sonra ise Asya ülkelerine yönelen yatırımların ağırlığı, Latin Amerika ülkelerine kıyasla doğrudan yatırımlar şeklinde olmuştur.⁴⁶ Asya ülkelerinde de krizlerin yaşanması kaçınılmaz olsa da doğrudan yatırımların istikrarlı seyri ve buna karşın sıcak para hareketlerinin sert iniş-çıkışlara yol açtığı göz önünde bulundurulduğunda, Latin Amerika ülkelerinde yaşanan krizlerin şiddetinin daha yüksek olduğunu ifade etmek yanlış olmayacaktır.

1990’lı yıllarda kriz yaşanan gelişmekte olan ülke ekonomilerinin ortak özelliği kısa vadeli kamu/özel sektör dış borçlarının, uluslararası rezervlerine oranının oldukça yüksek olmasıdır. Dışa açılma dönemi sonrasında birçok gelişmekte olan ülke kısa vadeli borçlanmaktan çekinmemiş, buna karşın uluslararası rezervleri yetersiz kalınca yabancı yatırımcılarda oluşan güven kaybı nedeniyle sermaye söz konusu ülkelerden kaçmış ve finansal krizlere yol açmıştır. Genel olarak küresel çapta etkileri olan bazı krizlerin neden ve sonuçlarına aşağıda yer verilmiştir.

45 Marcin Humanicki and others, s.5.

46 Marcin Humanicki and others, s.8.

1.2.3.1. Dünya Ekonomik Bunalımı (Büyük Buhran-1929)

Ekonomistlere göre 1929 Dünya Ekonomik Krizi/Buhranı, iktisat tarihinde 20. yüzyılda meydana gelen en ciddi ekonomik krizdir. 1929 Krizi, dünya çapında ilk olarak ABD ile başlayıp daha sonra diğer ülkelerde etkisi göstererek derin bir ekonomik krize yol açmıştır. Ayrıca, bu kriz özellikle ABD ve İngiltere başta olmak üzere küresel çapta işsizlik, fiyat düşüşleri ve mali krizlere neden olmuştur.⁴⁷

1929 Krizi'nde başrol oynayan ABD'nin, ekonomik anlamda krize sürüklenmesinin arka planında birtakım iktisadi nedenler bulunmaktadır. Özellikle 1920'li yıllara kadar ABD ekonomisinde büyüme oranları yüksek oranda gerçekleşmiştir. Fakat 1920'li yıllarda, ilk olarak ABD ekonomisinde tarım ürünlerine yönelik talep giderek azalmaya başlamış ve buna bağlı olarak fiyatlarda ciddi düşüşler meydana gelmiştir. Ayrıca, makineleşmenin etkisiyle sanayi sektöründe istihdam giderek azalmaya başlamıştır. Bu bağlamda, vatandaşların gelirlerinde azalma gerçekleşmiş ve bu nedenle ABD iç pazarında üretim fazlasına bağlı talep oldukça düşmüştür. Bilhassa sanayi ürünlerindeki talebin arzı karşılamaması sonucunda, fiyatlarda düşme gerçekleşse de, bu düşüş ekonomide alım gücünü olumlu yönde etkileyecek bir seviyeye gelememiştir. Bu sebeple, sermayenin aşırı oranda büyümesi sonucu spekülasyon alanları gelişmiş fakat yatırımlarda ciddi azalmalar meydana gelmiştir.⁴⁸

1920'lerin ortalarında birçok Avrupa ülkesi, I. Dünya Savaşı'nın vermiş olduğu ekonomik çöküntü ve tahribat ile ABD'ye ciddi oranlarda borçlanmak zorunda kalmışlardır. Avrupa ülkelerinin çoğu bu dönemde, "Uzun Avrupa Buhranı" (Long European Depression) diye tabir edilen iktisadi bir durgunluk içine girmişlerdir. Ayrıca bu ülkeler, o dönemde ekonomik krize dair önemli emarelere sahiptirler.⁴⁹ Bu bağlamda ABD, Avrupa ülkelerine önemli ölçüde kısa vadeli finansal desteklerde bulunmuştur. Avrupa ülkelerinin çoğu bu finansal destekleri hem kalkınma hem de ödemeler dengesindeki açıklarını sona erdirmek için kullanmışlardır.⁵⁰

47 Gülten Kazgan, *Ekonomide Dışa Açık Büyüme*, İstanbul: Altın Kitaplar Yayınevi, 1988, s.37.

48 Robert Heilbroner ve William Milberg, *The Making of Economic Society*, (11. Baskı), New Jersey: Pearson Prentice Hall.2002, s.99.

49 Nikolas Wolf, *Europe's Great Depression: Coordination Failure After the First World War*, Oxford Review of Economic Policy, 26(3), 2010, https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1658284, (11.01.2019), s.339.

50 Paul Kennedy, *Büyük Güçlerin Yükseliş ve Çöküşleri: 1500'den 2000'e Ekonomik Değişim ve Askeri Çatışmalar*, (Çev.) Birtane Karanakçı, (3. Baskı), Ankara: Türkiye İş Bankası Kültür Yayınları, 1991, s.331.

1927-1929 yılları arasında ABD ekonomisi özellikle sanayi ve inşaat alanında ciddi oranda yatırımlarda bulunmuştur. Fakat bu yatırımların devamlılığı sağlanamadığından özellikle sanayi sektöründe üretim sekteye uğramış ve işsizlik giderek artmaya başlamıştır. Ekonomik anlamda yaşanan tüm olumsuzluklar, ABD New York Borsası'ndaki hisse senetleri fiyatlarında ani düşüşlerin yaşanmasına yol açmış ve 1929 yılında Wall Street Borsası çökmüştür. Borsadaki bu kriz etkisi daha sonra küresel çapta yayılarak başta Avrupa ülke ekonomilerindeki toplam tüketim ve yatırımlarında sert düşüşlere neden olmuştur.⁵¹ Diğer taraftan kriz sonrası, ABD ekonomisinde ham madde ve besin ürünlerine ilişkin talebin büyük ölçüde gerilemesinden dolayı bu ülkeye mal ihraç eden birçok ülke de krizin içerisine girmişlerdir.⁵²

ABD bu krizin etkisiyle Avrupa'ya vermiş olduğu finansal desteklerin/kredilerin süresini uzatamadığından dolayı, 1929 Krizi Kıta Avrupa'sında daha fazla hissedilmiştir. ABD Avrupa'ya verdiği net kredileri durdurunca Avrupa zor durumda kalmıştır. I. Dünya Savaşı sonrası ABD Almanya ve İngiltere'den alacaklı olduğu tazminatların altın olarak ödenmesini talep etmiştir. Altın stoku yetersiz kalınca tazminat ve kredilerin altın olarak geri ödenmesinde sorun yaşanmıştır. Ardından tazminatların mal ve hizmet olarak ödenmesi talep edilmiştir. Bunun üzerine ABD'de iç ekonomideki mal ve hizmet sektörü çöküş yaşamıştır. Buna bir çözüm olarak gümrük duvarları konulmak istenmiş; ancak bu durum dış ticareti olumsuz etkilemiştir. Sonuç olarak Amerika vermiş olduğu kredileri ve alacaklı olduğu savaş tazminatlarını alamamıştır.

1929 Buhranı'nın arkasında yatan diğer bir neden ise ABD'deki şirketlerin mali yönden güç kazanmış olmaları ve sistemik yönden önemli hale gelmiş olmalarıdır. Şöyle ki, I. Dünya Savaşı'ndan önce irili ufaklı birçok şirket mevcut iken, savaş sonrasında bu şirketler birleşerek tekel oluşturmuştur. Amerikan ekonomisinin %50'lik payı, bu tekel haline dönüşen 200 holdinge bağlı olmuştur. Sistemik önemi yüksek olan bu şirketlerden birinin batması dahi ülke ekonomisini batırmaktadır. Diğer taraftan bankacılık sektöründe de kötü yapılanma, sermaye, rezerv, kredi oranlarını belirleyen yasaların olmayışı sektörün gücünü ve güvenilirliğini sarsmıştır. Bu durum, bankacılık sektörünün sağlıklı işleyişinin önünde bir engel teşkil etmiştir.

51 Lawrence Klein, *The Keynesian Revolution*, New York: Macmillan., 1947, s.31. ve Ben Bernanke, *Essays on the Great Depression*, Princeton: Princeton University Press, 2000, s.5.

52 Eric Hobsbawm, *Kısa 20. Yüzyıl: 1914-1991 Aşırıliklar Çağı*, (Çev.) Yavuz Alogan, (10. Baskı), İstanbul: Everest Yayınları, 2006, s.101.

Amerika’da dönemin başkanı Hoover’ın ekonomi alanındaki tecrübesizliği de bir başka nedendir. Liberal ekonomik görüşe sahip olan başkan, ilk başta kriz sürecinde ekonomiye müdahale etmeme yolunu tercih etmiştir, ancak bunun maliyeti yüksek olmuştur. Ardından müdahale kararı verildiğinde ise yanlış adımlar atılmıştır. Şöyle ki; bütçeyi dengelemek adına devlet harcamaları kısıp, vergiler arttırılmıştır. Bu durum hem işsizliği arttırmış, hem de insanların satın alma gücünü düşürmüştür. Dönem başkanı Hoover aynı zamanda altın standardını sürdürmekte ısrarcı olmuştur; karşılıksız para basarak halka dağıtmayı reddetmiştir. Böyle bir yaklaşım ise ekonomik faaliyetlerin durmasına, reel sektörün küçülmesine ve işsizlik oranının daha fazla artmasına yol açmıştır.

Genel olarak, 1929 Dünya Ekonomik Krizinden önce ABD ekonomisinde, 1922’den beri istikrarlı olan toptan eşya fiyatları, 1929-1932 yılları arasında üçte bir oranında düşmüştür. Özellikle ABD ekonomisinin bütün sektörlerinde işsizlik oranı 1930’da 3 milyon iken, 1931’de 6 milyona, 1932’de 10 milyona, 1933’te ise 13 milyona yükselmiştir.⁵³ Ayrıca aşağıdaki tabloda ABD ekonomisinin 1929 ve 1932 yıllarına ait ithalat ve ihracat rakamları açıklanmaktadır.

Tablo 1. ABD Ekonomisi’nin İthalat ve İhracat Rakamları

ABD Ekonomisi, Yıl	Toplam İthalat Rakamı (Dolar olarak)	Toplam İhracat Rakamı (Dolar olarak)
1929	4,4 milyar \$	5,2 milyar \$
1932	1,3 milyar \$	1,6 milyar \$

Kaynak: Michel Beaud, Kapitalizmin Tarihi, (Çev.) Fikret Başkaya, Ankara: Dost Yayınevi, 2003, s.228.

Tablo 1’den anlaşılacağı üzere, ABD ekonomisinin 1929 yılında ithalat ve ihracat rakamları toplamı 9,6 milyar dolar iken, 1932 yılında 2,9 milyar dolara hızlı bir düşüş yaşamıştır. Bu sebepten dolayı, ABD ekonomisi 1929 yılında yaşanan Dünya Ekonomik Krizi’nden derin yaralar almıştır.

53 Michel Beaud, Kapitalizmin Tarihi, (Çev.) Fikret Başkaya, Ankara: Dost Yayınevi, 2003, s.228.

Tablo 2. 1929 Dünya Ekonomik Krizi'nin ABD'ye Genel Etkileri

ABD, Yıl	Reel GSYİH	GSYİH Deflatörü	İşsizlik Oranı (%)	Borsa-Hisse Senedi Fiyatları
1929	100.0	100.0	2.9	100.0
1930	91.4	96.4	8.9	69.4
1931	85.6	86.3	15.6	35.8
1932	74.4	76.2	22.9	30.8
1933	73.4	74.2	20.9	46.2
1934	81.3	78.4	16.2	45.8
1935	88.6	79.9	14.4	63.1
1936	100.0	80.7	10.0	79.8
1937	105.3	84.1	9.2	50.5
1938	101.6	81.7	12.5	61.7

Kaynak: David Weir, A Century of U.S. Unemployment, 1890-1990: Revised Estimates and Evidence for Stabilization, Research in Economic History, 14, 1992, s.326 ve Susan B. Carter, ve diğerleri, Historical Statistics of the United States, Millennial Baskısı, Cambridge: Cambridge University Press, 2006, s.41.

Tablo 2'de, 1929 ile 1938 yılları arasında Büyük Buhran'ın, genel olarak ABD ekonomisine etkisi ifade edilmektedir. Bu tablo, ABD ekonomisinin temel göstergelerinden; Reel GSYİH, GSYİH deflatörü, İşsizlik oranı ve Borsa fiyatlarına ilişkin verilerin kriz yılları içerisinde nasıl değiştiğinin anlaşılması açısından önem arz etmektedir. Tablo 2'ye göre, ABD ekonomisine ilişkin söz konusu yıllar içerisinde en olumsuz veriler, 1932 ve 1933 yıllarını kapsamaktadır. Diğer bir ifadeyle, 1929 Dünya Ekonomik Krizi'nin ABD ekonomisine en bariz etkisi, 1932 ve 1933 yılları içerisinde gerçekleşmiştir. Diğer taraftan, GSYH açısından 1929 Krizi'nin bazı ülke ekonomilerine etkisi Tablo 3'te gösterilmektedir.

Tablo 3. 1929 Krizi'nde Ülkelerin GSYH Oranları (%)

Ülkeler/Yıllar	1927	1928	1929	1930	1931	1932	1933	1934	1935
Avusturya	3.02	4.65	1.45	-2.76	-8.02	-10.32	-3.32	0.86	1.95
Belçika	3.71	5.24	-0.87	-0.96	-1.77	-4.50	2.14	-0.84	6.18
Danimarka	1.99	3.39	6.69	5.95	1.11	-2.62	3.20	3.04	2.24
Finlandiya	7.84	6.75	1.18	-1.17	-2.43	-0.43	6.65	11.33	4.28
Fransa	-2.08	6.97	6.75	-2.90	-5.98	-6.52	7.15	-0.98	-2.55
Almanya	10.01	4.38	-0.41	-1.40	-7.62	-7.53	6.27	9.13	7.52
İtalya	-2.16	7.15	3.30	-4.93	-0.58	3.23	-0.67	0.42	9.63
İsveç	3.17	3.05	6.97	4.19	-1.03	-3.08	3.03	8.16	5.48
İngiltere	8.05	1.21	2.94	-0.71	-5.13	0.76	2.92	6.59	3.86
Japonya	1.46	8.17	3.11	-7.27	0.84	8.37	9.82	0.20	2.76
ABD	1.00	1.12	6.12	-8.90	-7.68	-13.20	-2.10	7.73	7.65

Kaynak: Nihat Işık ve Erhan Duman, Reel ve Finansal Göstergeler Açısından 1929 Ekonomik Buhranı ve 2008 Küresel Krizi: Karşılaştırmalı Bir Analiz, Yönetim ve Ekonomi, Celal Bayar Üniversitesi, İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi. Cilt 19, Sayı (2), 2012, s. 243

Tablo 3, 1927 ve 1935 yılları arasında ABD, İngiltere, Japonya ve Avrupa'nın önde gelen ekonomilerine sahip ülkelerin GSYH oranlarını ifade etmektedir. Genel anlamda, söz konusu ülkeler 1932 yılında GSYH oranlarında en kötü performansı sergilemişlerdir. 1929 Dünya Ekonomik Krizi, küresel çapta ülkeler arası ticaretinde ciddi ölçüde gerilemesine neden olmuştur. Bu bağlamda, dünya ticareti 1929-1933 yılları arasında yaklaşık üç kat azalmıştır.⁵⁴

1929 Dünya Ekonomik Buhranı, 1929-1940 döneminde dünya çapında ülke ekonomilerini büyük ölçüde etkilemiştir. Ancak 1940'larla birlikte, gerekli mali ve para politikalarına bağlı olarak küresel çapta düşük üretim ve işsizlik azaltılarak ülke ekonomilerinde önemli toparlanmalar yaşanmıştır.⁵⁵

54 Beaud, s.205-206.

55 Jacob Madsen, Trade Barriers and the Collapse of World Trade During the Great Depression, Southern Economic Journal, 67(4), 2001, s.848.

1.2.3.2. Meksika Krizi (1994)

1990'lı yıllardan sonra yabancı sermaye hareketlerinin büyük bir risk teşkil edebildiğini gösteren en önemli krizlerden biri Meksika Krizi olmuştur. 1994 yılında Meksika Pesosu'nun devalüasyonu ile baş gösteren bu ekonomik kriz, cari açıkların finansmanında sıcak paranın kullanılmasının kötü sonuçlara yol açabileceğini ispat eden bir finansal kriz olarak literatüre geçmiştir.⁵⁶

Meksika'da, 1985 yılından sonra neoliberal politikaların uygulanmasına başlamıştır. Bu uygulamalar ile dış ticarete ve sermaye akımlarında önemli ilerlemeler kaydedilmiş, sonraki dönemlerde hızlı bir biçimde büyüme yaşanmıştır. Bunun yanı sıra tıpkı Latin Amerika ülkelerinde olduğu gibi faiz oranları serbest bırakılmış, bankacılık sektörünü rahatlatan bazı uygulamalar getirilmiştir. (Kredi sınırlamalarının kaldırılması ve kasada likit tutma zorunluluğunun kaldırılması gibi)⁵⁷ Ülke 1991 yılında ABD ile imzalanan NAFTA (Kuzey Amerika Serbest Ticaret Anlaşması) neticesinde yerel para birimini USD'ye bağlamıştır. Peso'nun USD karşısında sürekli değer kaybeder pozisyona düşmesini göze alan "Sürünen Kur" uygulamasına izin vermiştir. Bu uygulama finansal kriz döneminde ülkeyi güç duruma sokmuştur.⁵⁸

Kriz döneminden önce çeşitli makroekonomik parametreler şöyledir:⁵⁹

- Uluslararası rezervleri 30 Milyar USD,
- Toplam Kamu Borcu / GSYH %40 (Nispeten ABD'den düşük),
- Bütçe Açığı/GSYH oranı %1,
- Cari açık 1990 yılında 7,4 milyar USD, 1993 yılında 23 milyar USD ve 1994 yılının ilk yarısında 14 milyar USD (1993-94 yıllarında hızlı bir biçimde artış göstermiş, uluslararası rezervler eriyince yabancı sermaye hareketleri ile finanse edilmeye çalışılmıştır.)

56 Miles KAHLER, *Capital Flows and Financial Crises in the 1990s*, Capital Flows and Financial Crises, (Ed. Miles KAHLER), Cornell University Press, Ithaca, New York, 1998, <https://www.cornellpress.cornell.edu/book/9780801485626/capital-flows-and-financial-crises/>, (15.01.2019), s.6.

57 Nora Lustig, *The Mexican Peso Crisis: The Foreseeable and The Surprise*, Brookings Institution, June 1995, <https://www.brookings.edu/wp-content/uploads/2016/06/bdp114.pdf>, (04.06.2021), s.5.

58 Henry Eng, *An Empirical Devaluation Model of the Mexican Peso*, Duke University Department of Economics, April 2003, <https://sites.duke.edu/djcpapers/files/2016/08/Eng.pdf>, (08.06.2021), s.2.

59 Ted WALTHER, *Dünya Ekonomisi*, (The World Economy), (Çev. Ünal ÇAĞLAR), Alfa Yayınevi, Birinci Baskı, İstanbul, 2002, s.117-118.

- Yabancı sermaye miktarı 1987-90 döneminde ortalama yıllık bazda 2,1 milyar USD iken, 1993 yılında 36 milyar USD seviyelerine yükselmiştir. Yabancı sermayenin kompozisyonunda da değişiklik olmuş, doğrudan yabancı yatırımlara kıyasla yabancı portföy yatırımları hızlı bir yükseliş göstermiştir. Buna karşın krizden hemen sonraki sene yabancı yatırımların kaçışı nedeni ile 10 milyar USD seviyelerine gerilemiştir.

Kriz öncesi genel makroekonomik atmosfere bakıldığında, hızlı yabancı sermaye girişleri ülkede likidite bolluğu yaratmış, toplam talep aşırı canlanmış ve hisse senetleri, gayrimenkuller ve varlık fiyatları yükseliş göstermiştir. Portföy akımları ülkede rahatlığa neden olmuş, özel tasarruf oranları düşüş gösterirken tüketimi artırma eğilimi oluşmuştur. Yatırımlar ise tasarruf azlığından ötürü borçlanmayla gerçekleştirilmiştir. Bütün bunların sonucunda cari işlemler açığı hızlı artış göstermiştir. 1990-93 döneminde Meksika yüksek miktarda cari açık sorunu ile karşı karşıya kalmıştır. Cari açıklar ise temelde uluslararası rezervler ve yabancı sermaye girişleri ile finanse edilmeye çalışılmaktaydı. Yabancı sermayenin de niteliği ağırlıklı olarak portföy yatırımlarına ve sıcak paraya dayanmaktaydı. Ancak yatırımcılar bu açığın uzun süre sürdürülemeyeceği hissine kapılınca, yabancı yatırım kaçışı başlamıştır.⁶⁰ 1994 yılı aralık ayına gelindiğinde, finansal kriz panik şeklinde patlak vermiştir. Bu panik durumunun sebebi yatırımcıların Meksika hükümetinin borçlarını ödeyemeyeceğine ve enflasyondaki yükselişin devam edeceğine ilişkin inançlarının kırılmaması olmuştur. Meksika Hükümeti'nin borçlarını ödeyeceği yönünde verdiği bütün işaretlere rağmen yatırımcılar yatırımlarını bir anda durdurmuştur.⁶¹

20 Aralık 1994'te Meksika yerel para birimi Peso'yu %15 devalüe etmiştir. Piyasalarda şok dalgası yaratan bu durumun hemen ardından Peso'yu dalgalanmaya bırakınca değer kaybı %60'lara kadar ulaşmıştır. Devalüsyon yapılması ve beraberinde yanlış ekonomik politikalar uygulanması neticesinde Meksika'dan sermaye kaçışı hızlanmıştır. Önceki yıllarda hızlı büyüyen Meksika Borsası da krizden olumsuz etkilenmiş, USD bazında %50 değer kaybetmiştir.⁶² Meksika Krizi'nde yaşanan finansal kriz küreselleşmenin

60 Michael Twomey, A Century of Foreign Investment in Mexico, University of Michigan, Department of Social Science, October 2001, <http://www-personal.umd.umich.edu/~mtwomey/econhelp/MexInv.pdf>, (08.06.2021), s.25.

61 Abdulkadir Gökteş, **Küresel Kriz ve Türkiye**, Özen Yayıncılık, Ankara, 2000, ISBN: 975-97023-2-0, s.17.

62 Aldo Musacchio, **Mexico's Financial Crisis of 1994-1995**, Harvard Library, Working Paper No: 12-101, May 2012, <https://dash.harvard.edu/bitstream/handle/1/9056792/12-101.pdf>, (08.06.2021), s.28.

maliyetini gözler önüne serecek şekilde Latin Amerika, Güneydoğu Asya ve Rusya gibi bazı ülkelerde de finans ve döviz piyasalarında dalgalanmaya yol açmıştır.

Krizi aşma noktasında Meksika Hükümeti IMF ile anlaşma ve diğer ülkelerden dış yardım alma yoluna gitmiştir. IMF 17.75 milyar USD, ABD'den 20 milyar USD ve Uluslararası Ödemeler Bankası'ndan (BIS) 10 milyar USD olmak üzere yaklaşık olarak 50 milyar USD fon sağlanabilmiştir.⁶³ Bu fonların reel ekonomi ve bankacılık sektörünün reformu için kullanılması neticesinde Meksika ekonomisi tekrar istikrara kavuşmuştur.

1.2.3.3. Güneydoğu Asya Krizleri (1997)

Meksika Krizi'nden sonra Güneydoğu Asya ülkelerinde yaşanan bu finansal kriz, gelişmekte olan ülkeleri etkileyen sistemik risk kaynağı olarak literatüre geçmiştir. Asya ülkelerinin kriz öncesi makroekonomik atmosferine bakıldığında;⁶⁴

- Reel bazda ulusal para biriminin değerlenmesi,
- Cari işlemler açığının yükselmesi ve bu açığın sıcak para girişi ile finanse edilmeye çalışılması, (Güneydoğu Asya Krizi, Cari Açık/ GSYH oranı %8'lere ulaşan Tayland'da başlamıştır.)
- Kredilerdeki hızlı artış,
- Özel sektörün borçlarının artması,
- Kamu borç stokunun varlığı gibi bazı kriz öncesi göstergelerin oluştuğu gözlemlenmiştir.⁶⁵

Kriz öncesinde Güneydoğu Asya ülkelerinde yaşanan yüksek büyüme oranları, nispeten yüksek faiz oranları, düşük enflasyon ve hükümet tarafından yabancı sermayedarlara verilen teşvikler ülkelerin yabancı sermaye çekmelerine olanak sağlamış ve söz konusu ülkelere yoğun bir biçimde yabancı sermaye akımı olmuştur.⁶⁶

63 Musacchio, s.29.

64 Andrew Berg, **The Asia Crisis: Causes, Policy Responses and Outcomes**, IMF Working Paper No: 99/138, October 1999, <https://www.imf.org/external/pubs/ft/wp/1999/wp99138.pdf>, (08.06.2021), s.8.

65 Berg, s.8.

66 Guillermo CALVO ve Ernesto TALVI, Sudden Stop, Financial Factors and Economic Collapse in Latin America: Learning from Argentina and Chile, NBER Working Paper No. 11153, 2005, <https://www.nber.org/papers/w11153.pdf>, (15.01.2019), s.8.

Tablo 4. Güneydoğu Asya Krizi Öncesi Oranlar (%)

	Reel GSMH Büyüme		Enflasyon	
	1990-96 ortalama	1996	1990-96 ortalama	1996
Endonezya	7,3	8,0	8,6	6,4
Güney Kore	7,7	7,1	6,4	4,9
Malezya	8,8	8,6	4,0	3,6
Filipinler	2,8	5,7	10,7	8,4
Tayland	8,5	5,5	5,1	5,9

Kaynak: Andrew Berg, The Asia Crisis: Causes, Policy Responses and Outcomes, IMF Working Paper No: 99/138, October 1999, s.4.

Güneydoğu Asya ülkelerinde dışa açılma süreci bazı sektörlerde öncelikli izin verilmesiyle başlamış, bu durum kısa vadeli sermaye akımının artmasına neden olmuştur. Kısa dönemli sermaye hareketleri ise zamanla düzensiz bir finansal serbestleşme atmosferi yaratmıştır. Kriz öncesi dönemde özellikle Güney Kore, Malezya, Endonezya, Tayland gibi ülkelerde yaşanan finansal serbestleşme yurtdışından kısa dönem borçlanmaları arttırmıştır. Finansal serbestleşmenin ardından birçok mali/mali olmayan kuruluş uluslararası piyasalardan kolaylıkla borç bulabilmiş ve borç stoklarını arttırmışlardır. Ülke çapında bakıldığında döviz stokları dış yükümlülüklerine kıyasla oldukça azalmıştır. Zamanla kısa dönemli dış borç /döviz rezervleri oranı 1'in üstüne çıkmış, "borçları karşılayacak döviz teminatı yetersiz hale geldi" şeklinde yorumlanmıştır. Döviz stoklarının yeterli ölçüde olmadığını farkederek kreditorler panik havası oluşturmuş ve yabancı sermayenin hızlı bir biçimde söz konusu ülkelere kaçışı Güneydoğu Asya Krizi'nin ortaya çıkmasında önemli bir etken olmuştur.⁶⁷

Sermaye krizlerine önemli bir örnek olan Meksika krizi'nde olduğu gibi Güneydoğu Asya Krizi'nde de yabancı sermayenin kaçışı döviz piyasalarında büyük çaplı dalgalanma yaratmıştır. Döviz kuru nedeniyle Asya ülkelerinin malları görece daha pahalı hale gelmiş ve cari işlemler dengesi bu nedenle bozulmuştur. Kısa dönemli dış borçların artması ve cari işlemler dengesinin bozulması, döviz piyasalarında baskı oluşturmuş ve döviz kurlarına yönelik spekülasyon atakları hız kazanmıştır. Ayrıca bölgede döviz piyasasını destekleyecek ve sabit kur sistemine uygun olan politikaların devreye

⁶⁷ Steven Radelet ve Jeffrey Sachs, *The East Asian Financial Crises: Diagnosis, Remedies, Prospects*. Brooking Papers on Economic Activity.1, 1998, <https://www.econ.columbia.edu/sitefiles/file/about/director/documents/BPEA19981withRadelet-TheEastAsianFinancialCrisis.pdf>, (19.07.2019), s.9.

sokulmaması krizi körükleyen noktalardan biri olmuştur. Bunun neticesinde 2 Temmuz 1997 yılında Tayland Bahtının devalüe edilmesiyle kriz patlak vermiştir. Tayland'da başlayan kriz kısa sürede diğer Güneydoğu Asya ülkelerini de etkisi altına almış, Malezya, Endonezya, Filipinler, Singapur ve Güney Kore'ye de yayılarak bölgesel bir kriz oluşturmuştur.⁶⁸

Kriz sonucunda finans sektöründe iflaslar ve borsada büyük hacimli düşüşler yaşanmıştır. Reel sektörde ise üretim ve istihdam azalmış, dış ticaret olumsuz etkilenmiştir. Kredilerin hacmi düşmüş ve hanchalkı harcamaları azalmıştır. Özetle Güneydoğu Asya ülkeleri yaklaşık beş yıl süren bir ekonomik daralma ve resesyon yaşamıştır.⁶⁹ Krizin etkilerinden kurtulabilmek adına Malezya dışındaki diğer ülkeler IMF ile anlaşma yoluna gitmiştir. Tayland IMF'ten 16,7 milyar USD'lik yardım almıştır.⁷⁰

Güneydoğu Asya Krizi de Meksika Krizi gibi döviz krizi niteliği taşıyor gözükse de yabancı sermaye kaçışının ardından koşulların krize dönmesinden ötürü aslında bir sermaye krizidir. Ayrıca sektörel bazda en çok kredi verilen inşaat sektörü çökünce kredi kalitesi olumsuz etkilenmiş ve NPL (Non-perform Loans) oranları yükseliş gösteren bankacılık sektöründe de krizin yaşanması kaçınılmaz olmuştur.

1.2.3.4. Rusya Krizi (1998)

Küreselleşen dünya ekonomisi Asya Krizi'nin yaratmış olduğu tahribatı ve krizin izlerini silmeye çalışırken bir sene sonra yeni bir krizle karşı karşıya kalmıştır. Asya Krizi'nin yarattığı büyük çaplı finansal istikrarsızlık Rusya'ya da etkilemiş, Ağustos 1998 yılında yerel paranın devalüe edilmesiyle finansal kriz patlak vermiştir.⁷¹

Rusya'nın dışa açılma ve serbestleşme süreci 1991 yılında Sovyet Sosyalist Cumhuriyetler Birliği (SSCB)'nin dağılmasından sonra başlamıştır. Rusya, sosyalist sistemden kapitalist sisteme geçişinde IMF programlarını uygulamıştır. Söz konusu programların kapsamında serbest piyasa ekonomisini yerleştirmeye yönelik olarak, yıllardır uygulanan fiyat kontrollerinin kaldırılması, dış ticarete yönelik hükümet kontrollerinin kaldırılması, özelleştirmenin önündeki engellerin kaldırılması gibi noktalarda

68 Berg, s.3.

69 Merve Engin, **Gelişmiş ve Yükselen Piyasalarda 1990 Sonrası Görülen Finansal Krizler ve Dünya Ekonomisi Üzerine Etkileri**, İstanbul Üniversitesi Sosyal Bilimler Dergisi, (2) 35-60, <https://dergipark.org.tr/tr/pub/iusosbil/issue/9500/118723>, (20.07.2019), s.44.

70 Calvo ve Talvi, s.9.

71 UNCTAD, **The Russian Crisis**, October 1998, <https://unctad.org/system/files/official-document/poirrsd002.en.pdf>, (08.06.2021), s.7.

çeşitli düzenlemeler yapmıştır. Dış ticaretin serbestleştirilmesi ve fiyat kontrollerinin kaldırılmasının ardından enflasyon hızlı bir biçimde yükseliş göstermiştir. Buna çözüm olarak Merkez Bankası'nın para basması yoluna gidilmiş, ancak çok kısa sürede bunun bir hata olduğu anlaşılmış, enflasyon 1991-92 yıllarında %2500'lü seviyelere ulaşmıştır. 1992 yılı sonunda uygulanan “enflasyonla mücadele programı” olumlu sonuçlar vermiş, 1998 krizi öncesinde %11'lere gerilemiştir.⁷² Buna karşın reel GSMH büyümesi de serbest piyasa ekonomisine geçişten sonra dalgalı bir seyir göstermiştir. Aşağıda yer alan tabloda Rusya'nın 1998 krizi öncesi genel makroekonomik atmosferi yansıtılmaya çalışılmıştır.

Tablo 5. Rusya Krizi Öncesi Oranlar (%)

	1994	1995	1996	1997	1998	1999
Cari GSMH (Milyar USD)	277	357	440	450	434	444
Reel GSMH Büyümesi (%)	-12,6	-4,0	-2,8	0,8	-1,0	1,0
Enflasyon (%)	224,0	131,0	22,0	11,0	6,8	5,0
İşsizlik Oranı (%)	7,0	8,8	9,1	9,3	9,0	

Kaynak: IMF, Carnegie Endowment for International Peace, Russian and Eurasian Program: Briefing on the russian Economyby Anders Aslund, June 8, 1998, s.1.

Tabloya bakıldığında, serbest ekonomiye geçişin ardından ilk yıllarda ekonomik daralma yaşandığı, ancak bu daralmanın ilerleyen yıllarda toparlandığı gözükmektedir. Öyle ki reel GSMH büyümesi 1997 yılında artı değer bile göstermiştir. Bunun yanı sıra enflasyonla mücadele programının olumlu sonuç verdiği ve enflasyon oranının 1995 yılında %131'e, 1996'da %22'ye ve 1998 yılında ise tek haneli değerlere (%6,8) indiği tablodan anlaşılmaktadır.

Rusya, serbest piyasa ekonomisine geçiş kapsamında dış ticaretin önündeki engellerin kaldırılması yönünde de reform yapmıştır. Bu kapsamda serbest dış ticaretle birlikte ithalat artış göstermiş, tüketilen malların çoğunluğunu ithal malları oluşturmuştur. Ancak yine de bu dönemde dış ticarete Rusya'nın gücünün azaldığı söylenemez. Artan ithalata rağmen, Rusya dış ticaret fazlası veren bir ülke konumunda olmuştur. Rusya'nın bu gücünün arkasında ham petrol, doğal gaz ve maden ihracatçısı statüsünde olması yatmaktadır.⁷³

⁷² Engin, s.46.

⁷³ Kenan Bulutoğlu, *Yöresel ve Küresel Para Krizleri*, Batı Türkeli Yayıncılık, İstanbul, 2002, s.194.

1998 yılı Rusya Krizi'nde önemli etkenlerden biri ham petrol fiyatlarının oldukça düşük seviyelere gerilemesi olmuştur. Bu durum Rusya'nın döviz gelirlerinin azalmasına yol açmıştır. Ayrıca ülke 1997 yılı Güneydoğu Asya Krizi'nden büyük ölçüde etkilenmiştir. Bunun sebebi ise Asya'ya petrol ihracatçısı konumunda olmasıdır. Gerek ham petrol fiyatlarının düşüşü gerekse nedeniyle Asya'nın petrole olan talebinin düşmesi Rusya'da krizi tetiklemiş olup, cari işlemler açığını olumsuz etkilemiştir. Sovyetler Birliği'nden ayrıldığı dönemden itibaren Rusya ilk kez kriz döneminde cari açık sorunu ile karşı karşıya gelmiştir.⁷⁴

Cari açık sorununun yanı sıra Rusya'da kamu açıkları krizi derinleştirmiştir. Eski merkezi planlamadan, piyasa ekonomisine geçiş sürecinde IMF'nin yönlendirmesi ile yurtdışından kredi almak suretiyle borçlanmalar artış göstermiştir.⁷⁵ Zamanla gelirlerini arttırmakta güçlük çeken hükümet, borçlarını ödeyemez noktaya gelmiştir. Bir dönem çözümü vergi oranlarını yükseltmekte aramış olsa da, bu durum şirketlerin kayıtdışı faaliyetlerinin artmasına yol açmıştır. Geçmişte olduğu kadar rahat borçlanamayan hükümet, iç borçlanmaya önem vermiş ve bu durum faiz oranlarının aşırı yükselmesine neden olmuştur. Faiz oranlarının %80'lere ulaşması ve zamanla döviz rezervlerinin erimesi yerel para rublenin bandının genişletilmesini kaçınılmaz kılmıştır. Reel sektör ve finans sektörü büyük zarar görmüştür. Bankalar krizden ötürü moratoryum ilan etmek durumunda kalınca IMF'ye tekrar başvurulmuş, IMF programında öngörüldüğü üzere Ruble devalüe edilmiştir. Krizle birlikte tahvil ve hisse senedi piyasaları olumsuz etkilenmiştir. Banka ve şirket iflasları yaşanmıştır. Krizin sert yaşandığı 1998 yılında ekonomi %5,3 daralma göstermiştir. Ancak krizden birkaç yıl sonra krizi tetikleyen unsurlardan biri olan petrol fiyatlarının tekrar yükselişe geçmesiyle hızlı bir biçimde büyüme sürecine girmiştir. Kriz döneminde %85'lere ulaşan enflasyon oranı ise 2000'li yıllara gelindiğinde %20'lere gerilemiştir.⁷⁶

1.2.3.5. Latin Amerika Krizleri (1999)

Küreselleşen dünya ölçeğinde 1990'lı yıllarda başlayan kriz dalgası 1999 yılında Latin Amerika bölgesini vurmuştur. 1999 yılında Brezilya'nın yerel para birimi Real'i devalüe etmesiyle patlak veren kriz başta Arjantin olmak üzere birçok ülkeyi derinden etkilemiştir.

74 Sebastian EDWARDS, *Exchange Rate Regimes, Capital Flows and Crisis Prevention*, NBER Working Paper No. 8529, 2001, <https://www.nber.org/papers/w8529.pdf> (28.08.2019), s.5.

75 Edwards, s.6.

76 Engin, s.47.

Meksika, Güneydoğu Asya ve Rusya krizlerinin ardından yabancı sermayedarların gelişmekte olan ülkelerdeki yatırımlarını sorgulamalarının da etkisi ile Latin Amerika bölge ülkeleri finansal dengesizlik içerisine girmişlerdir. Latin Amerika krizinden en çok etkilenen Arjantin yabancı sermaye hareketlerinden büyük zarar görmüştür. Sıcak para akımlarının aniden durması veya ülkeden kaçması suretiyle oluşan kriz ve panik havasından kurtulamamıştır.⁷⁷

Krizden önceki dönemlerde Latin Amerika ülkelerinde sıcak paraya dayalı büyüme süreci yaşanmış, ancak bu sıcak paranın etkisi ülkenin borçlanma seviyesinin artması şeklinde kendini göstermiştir. Borçluluk düzeyleri oldukça yüksek seviyelerde seyrederken, bu borçlanmanın ağırlıklı olarak kısa vadeye sahip olması sorun oluşturmuştur. Kriz döneminde özellikle Arjantin, Brezilya ve Şili’de kısa vadeli borç / toplam borç oranları oldukça yüksek seviyelere yaklaşmıştır. Diğer taraftan kısa vadeli borçlara teminat oluşturacak yeterli döviz rezervlerinin bulunmayışı da Latin Amerika ülkelerini sıkıntıya sokmuş, bazı bölge ülkelerinde kısa vadeli borç / rezerv oranları %100’ün üzerine çıkmıştır.⁷⁸

Latin Amerika’da yaşanan kriz ağırlıklı olarak Güneydoğu Asya Krizi ve Rusya Krizi’nin ardından dış finansman bulmada zorluk ve maliyetlerin artması, varlık fiyatlarının düşmesi, yatırımlarda ve büyümede duraksama, yabancı sermaye girişlerinin sağlanamaması gibi sebeplere dayandırılmaktadır. Arjantin özelinde kriz öncesi makroekonomik atmosfere bakıldığında, 1995-99 yılları arasında Arjantin’in GSYH’sı %6 büyümüş; ancak bu büyüme ile birlikte cari açık da artış göstermiştir. Yüksek cari açıklar döviz kuru üzerinde baskı kurmuş ve finansal kırılganlığı arttırmıştır. Ayrıca artan siyasi istikrarsızlık da sermaye kaçışına yol açmıştır.⁷⁹

Krizi yaşayan diğer ülkelerden Brezilya’da ise 1990’lı yıllarda hiperenflasyon yaşanmıştır. Bu dönemde enflasyonu kontrol altına alabilmek için yerel para birimi Real’de küçük çaplı devalüasyonlar yapmış, bu noktada krizin patlak verdiği yıla kadar başarılı olmuştur. 1994 yılında %2000’leri bulan enflasyon oranını 1998 yılında %3 seviyelerine geriletmeyi başarmıştır. Ancak krize yakın bir dönemde Real tekrar değer kazanmış, spekülasyon

77 Jose Antonio Ocampo, Latin America and the Global Financial Crisis, Cambridge Journal of Economics, https://www.researchgate.net/publication/227464490_Latin_America_and_the_Global_Financial_Crisis, (08.06.2021), s.8.

78 Morris Goldstein, Graciela Kaminsky ve Carmen Reinhart, **Assessing Financial Vulnerability: An Early Warning System for Emerging Markets**, IIE Publication, Washington D.C., 2000, https://mpira.ub.uni-muenchen.de/13629/1/MPRA_paper_13629.pdf, (28.08.2019), s.40.

79 Calvo ve Talvi, s.15.

saldırıların hedefi haline gelmiştir. Bunun yanı sıra cari açıkların yüksek seviyeye ulaşması ve daha önce Asya ve Rusya’da yaşanan küresel krizlerin olumsuz etkisi nedeniyle yabancı sermaye çıkışları hız kazanmıştır. Ocak 1999’da yaptığı küçük oranlı devalüasyon yabancı sermayedarlar tarafından yeterli görülmemiş ve sıcak para kaçıışı büyük finansal dengesizliğe yol açmıştır. Sonraki süreçte Real’in dalgalanmaya bırakılmasıyla, yerel para çok kısa sürede %100’den fazla değer kaybetmiştir.⁸⁰

Krizden etkilenen Latin Amerika ülkelerinde 2000’li yılların başında da finansal dengesizlikler nedeniyle büyüme performansları düşük olmuştur. Krizin etkilerini tam olarak atlatamayan bölge ülkelerinde ekonomik durgunluk takip eden yıllarda da devam etmiştir. Sıcak paraya bağımlı ekonomi ve altyapısız özelleştirme gibi unsurlar nedeniyle Arjantin 2001-2002 yıllarında yeni bir kriz atmosferine girmiştir. Yaşanan uzun süreli kriz süreci reel sektörü ve finans sektörünü derinden etkilemiştir.⁸¹ Bugün gelinen noktada Arjantin uzun süreli durgunluk sebebiyle ekonomik şoklara karşı savunmasız ve ekonomik sorunları devam eden bir yapıdadır.

1.2.3.6. Global Ekonomik Kriz (2008)

Global Kriz öncesi küresel makroekonomik atmosferde, özellikle 2000’li yılların başından itibaren düşük faiz oranları, düşük enflasyon rakamları gibi ekonomik göstergelerde olumlu seyir görülmektedir. Bunun yanı sıra çeşitli piyasalarda kârlı yatırım fırsatları arayan küresel likiditenin miktarı oldukça yüksek seviyelere ulaşmıştır. Bu durum özellikle 2004 yılı sonrasında sermaye hareketlerinin hız kazanmasına yol açmıştır. Gelişmiş ülkelerde kâr marjlarının yeteri kadar daraldığını farkederek uluslararası likidite sahipleri, gelişmekte olan ülkelere yönelmiştir. 2007-2008 dönemine gelindiğinde gelişmekte olan ülkelere sermaye girişleri çok yüksek seviyelere ulaşmıştır. Bu noktada gelişmekte olan ülkelere likidite bolluğunun da katkısıyla yüksek oranlı bir büyüme dönemi yaşanırken, gelişmiş ekonomilerin büyüme oranları nispeten daha düşük gerçekleşmiştir. Böyle bir konjonktürde 1997 Asya Krizi ve 1998 Rusya Krizi’ nin yarattığı kırılgan yapının aşıldığı düşünülmüş, gelişmekte olan ülkelerin yükselişe geçtiği şeklinde yorumlanmıştır.⁸²

80 Ocampo, s.13.

81 Evirgen, Arjantin Krizi’nin Nedenleri – Sonuçları ve Türkiye Karşılaştırması, Mevzuat Dergisi, Yıl: 7, Sayı: 77, 2004, <https://www.mevzuatdergisi.com/2004/05a/04.htm>, (29.08.2019), s.15.

82 Wim Naude, **The Financial Crisis of 2008 and the Developing Countries**. United Nations University World Institute for Development Economic Research, Tartışma Tebliği, 2009/01, <https://www.wider.unu.edu/publication/financial-crisis-2008-and-developing-countries>, (30.08.2019), s.3.

A.B.D.'de kriz öncesi genel ekonomik durum incelendiğinde ise düşük faiz ortamı ve genişlemeci politikanın olduğu bir dönem yaşandığını görmek mümkündür. Likiditenin bol olduğu ortamda, varlıklara genel bir talep artışı yaşanmış, varlık fiyatları artış göstermiştir. Bunun yanı sıra konut kredi piyasaları da canlanmış, aşırı kâr iştahıyla hareket eden finansal kurumlar özensiz krediler vermeye başlamıştır. Herhangi bir işi, geliri, varlığı olmayan kişilere bile kredi verilmiştir. Literatüre NINJA (No income, No job, no assets) kredileri ve diğer bir isimle subprime mortgage kredileri olarak geçen bu uygulamalar, konut fiyatlarında artışa yol açmıştır.⁸³ Ayrıca yüksek risk grubunda bulunan bu kredilere dayalı düzenlenen menkul kıymet ihraçları da (mortgage kredisi kullandıran finans kurumunun, geri ödenmeme riskini üçüncü kişilere devretmesine dayanan türev sözleşmeler) yoğun bir şekilde talep görmüş ve oluşan bu yüksek risk finansal piyasalar tarafına taşınmıştır.

FED' in 2004 yılında enflasyonla mücadele kapsamında faiz oranlarını arttırma yoluna gitmesi ve ekonomik konjonktürün tersine dönmesi ile kredilerde geri ödeme problemleri yaşanmış, subprime mortgage piyasasında birikmiş olan sorunlar açığa çıkmaya başlamıştır. Bankaların portföylerinde yer alan hacizli konut sayıları artış göstermiş ve bu konutları elden çıkarmak için tekrar satışa arz edilmesi konut fiyatlarında düşüşe yol açmıştır. Piyasada yıllardır süregelen konut fiyatları balonu bu şekilde sönmüştür. Konut fiyatları düşüşe geçince yüksek riskli kredi piyasası ve buna bağlı olarak ihraç edilen ipotçe dayalı menkul kıymet piyasası çöküş yaşamıştır.⁸⁴ Global Finans Krizi sadece konut piyasasındaki sorunlardan dolayı değil, sağlam olmayan risk yönetim uygulamaları, şeffaf olmayan finansal araçların rağbet görmesi, yüksek kaldıraç oranları, saydamlık eksikliği, asimetrik bilgi, zayıf sermaye standartları gibi unsurlardan da kaynaklanmıştır.⁸⁵

Amerika Birleşik Devletleri'nde 2008 yılından önce baş gösteren ekonomik sorunlar, 2008 yılının Eylül ayında krize dönüşmüştür. Konut piyasasında başlayan ve (konut kredilerine dayalı türev ürünlerin mevcudiyeti nedeniyle) çok geçmeden finansal sektörü derinden etkileyen krizin ardından kredi piyasalarında işlemler durmuş, borsalar çöküşe geçmiş, birçok şirket iflas etmiştir. Krizin küresel boyuta ulaşması çok gecikmemiş, dünya çapında

83 Muharrem Afşar, **Küresel Kriz ve Türk Bankacılık Sektörüne Yansımaları**, Eskişehir Osmangazi Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi, Ekim 2011, 6(2), 143-171, <https://dergipark.org.tr/download/article-file/65517>, (31.08.2019), s.150.

84 Ömer Faruk Batirel, **Global Ekonomik Kriz ve Türk Kamu Maliyesi**, İstanbul Ticaret Üniversitesi Sosyal Bilimler Dergisi, Yıl: 7, Sayı: 13, 2008, <https://core.ac.uk/download/pdf/53032032.pdf>, (02.09.2019), s.2.

85 Pelin Ataman Erdönmez, **Küresel Kriz ve Ülkeler Tarafından Alınan Önlemler Kronolojisi**, Bankacılar Dergisi, Sayı 68, 2009, https://www.tbb.org.tr/Dosyalar/Arastirma_ve_Raporlar/kuresel_kriz.pdf, (30.08.2019), s.2.

etkileri büyük olmuştur. Gelişmiş ve gelişmekte olan ülkelerde ekonomik yavaşlama belirtileri görülmüştür. Ülke yerel para birimleri değer yitirmiş, risk primleri artmış, varlık fiyatları düşmüş gerek borsada gerek tahvil ve bono piyasalarında ciddi kayıplar yaşanmıştır.⁸⁶ Global Finans Krizi küreselleşmenin boyutunu ve ülke ekonomilerinin birbirine ne denli entegre olduğunu gözler önüne sermiştir.

Mortgage piyasasına dayalı türev sözleşmelere sahip uluslararası çapta işlem yapan bankalar, fonlar ve varlık yönetim şirketleri krizden en derin darbeyi alan taraflar olmuşlardır. Finansal birçok kurumun bilançolarının bozulmasının akabinde iflaslar yaşanmıştır. Bu duruma, 158 yıllık geçmişe sahip olan A.B.D. kökenli yatırım bankası Lehman Brothers'ın iflası örnek verilebilir. Büyük çaplı bu iflasın krizin olumsuz etkilerini derinleştirdiği ifade edilmektedir.⁸⁷

Dünya ekonomisinin önemli güçlerinden biri olan A.B.D.'de krizin ortaya çıkması, küreselleşme olgusu ile birlikte diğer gelişmiş ve gelişmekte olan ülkeleri de etkilemiştir. Bu etkileşim özellikle yabancı sermaye ve sıcak para kanalına dayanmaktadır. Global Finans Krizi sadece uluslararası finansal piyasaları derinden etkilemekle kalmamış, reel sektörde de ciddi gerilemelerin kaydedilmesine sebep olmuştur. Dünya çapında ticaret hacmi düşüş göstermiştir. Ayrıca küresel krizin etkisiyle birçok ülke durağanlığa (resesyona) sürüklenmiş, ekonomik yavaşlama ülkeleri etkisi altına almıştır. 2009 yılında dünya hasılası %0,6, dünya ticaret hacmi de %10,3 daralma yaşamıştır. Bunun yanı sıra yarattığı üretim kaybı nedeni ile istihdamın gerilemesine, işsizliğin artmasına yol açmıştır.⁸⁸

Gelişmiş ve gelişmekte olan ülke ayrımında krizin etkileri aşağıdaki tablolarda gösterilmektedir.

Tablo 6. Gelişmiş Ülkelere İlişkin Genel Görünüm

<i>Gelişmiş Ülkeler</i>	<i>2006</i>	<i>2007</i>	<i>2008</i>	<i>2009</i>	<i>2010</i>	<i>2011</i>	<i>2012</i>
<i>Büyüme</i>	3,0	2,8	0,0	-3,5	3,0	1,6	1,2
<i>Enflasyon (%)</i>	2,3	2,2	3,4	0,1	1,5	2,7	2,0
<i>Dış Ticaret Artışı</i>	7,7	5,5	1,0	-12,4	11,5	4,7	1,0

Kaynak: Mahfi Eğilmez, “Küresel Krizin Neresindeyiz?” Kendime Yazılar Serisi, 2013, ve IMF Dünya Ekonomik Raporu 2013 veri setinden derlenmiştir.

⁸⁶ Erdönmez, s.3-6

⁸⁷ Mahfi Eğilmez, *Lehman Brothers'ın Battığı Gün*, Radikal Gazetesi, 2014, http://www.radikal.com.tr/yazarlar/mahfi_egilmez/lehman_brothersin_battigi_gun-954486, (02.09.2019).

⁸⁸ DPT, Onuncu Beş Yıllık Kalkınma Planı, <http://www.sbb.gov.tr/wp-content/uploads/2018/11/Onuncu-Kalk%C4%B1nma-Plan%C4%B1-2014-2018.pdf>, (02.09.2019), s.16.

Tablo incelendiğinde gelişmiş ülkelerin krizden ne denli etkilendiği görülebilmektedir. Büyüme oranları krizin başladığı yılda nötr, krizden hemen sonraki yılda ise %3,5 daralma yönünde hareket etmiştir. En sert değişim ise dış ticaret hacminde yaşanmıştır. 2009 yılında gelişmiş ülkelerin ticaret hacmi %12,4 azalış kaydetmiştir.

Tablo 7. Gelişmekte Olan Ülkelere İlişkin Genel Görünüm

<i>Gelişmekte Olan Ülkeler</i>	<i>2006</i>	<i>2007</i>	<i>2008</i>	<i>2009</i>	<i>2010</i>	<i>2011</i>	<i>2012</i>
<i>Büyüme</i>	8,3	8,8	6,1	2,7	7,6	6,4	5,1
<i>Enflasyon (%)</i>	5,5	6,5	9,2	5,1	6,0	7,2	5,9
<i>Dış Ticaret Artışı</i>	12,3	14,8	8,4	-8,3	14,8	8,6	4,9

Kaynak: Mahfi Eğilmez, “Küresel Krizin Neresindeyiz?” Kendime Yazılar Serisi, 2013, ve IMF Dünya Ekonomik Raporu 2013 veri setinden derlenmiştir.

Gelişmekte olan ülkelerde ise büyüme oranları incelendiğinde; (bazı ülkelerde daralma gerçekleşse de) toplam bazda büyüme oranı eksiye düşmemiş olup, gelişmiş ülke ekonomilerine göre nispeten daha az gerilemiştir. Enflasyon oranı dalgalı seyir izlerken, ticaret hacminde gerileme daha belirgin olmuştur. Bu noktada gelişmiş ülkelerle yapılan ticaretin ağırlığından dolayı gelişmiş ekonomilerin durumundan olumsuz etkilendiklerini söylemek mümkündür.

Global Finans Krizi’nin etkilerini aşabilmek için alınan bazı tedbirler kısaca şöyle özetlenebilir: Finansal kurumların çöküşünü engellemek adına da yardım programları planlanmış ve pek çok finansal kuruluş kurtarılmıştır. Resesyondan çıkabilmek için ekonomiyi canlandırma paketleri devreye sokulmuştur. Gelişmiş ve gelişmekte olan merkez bankaları ise genişlemeci politikalar uygulamıştır. A.B.D. merkez bankası FED ve Avrupa Birliği Merkez Bankası ECB parasal genişlemeyi sağlayabilmek adına para basmış, eş zamanlı olarak faiz indirimine gitmiştir. ECB hem FED, değersiz hale gelen tahvilleri veya varlıkları satın almak suretiyle piyasaya para aktarmıştır. Alınan bu tedbirlerle finansal piyasalarda yaşanan iyileşme görünümü reel ekonomiye sınırlı bir biçimde yansımıştır.⁸⁹

89 Erdönmez, s.6-11. Vc Naude, s.9-13.

Merkez Bankası Para Politikaları ve Parasal Aktarım Mekanizması

Merkez Bankaları'nın temel hedefi fiyat istikrarının sürdürülmesidir. Gelişmiş ve gelişmekte olan ülkelerde iktisadi hedeflere ulaşılabilmesi için fiyat dalgalanmalarının önlenmesi son derece önemli bir husustur. Fiyat istikrarının sağlanması uzun vadede hane halkının refah düzeyini arttırmakta, sürdürülebilir ekonomik büyümeye katkı sağlamakta ve çeşitli ekonomik parametrelere olumlu etkiye bulunmaktadır.⁹⁰ Bu bağlamda Merkez Bankaları'nın fiyat istikrarını hedeflemesi doğru bir yaklaşımdır. Ancak günümüz dünyasında ekonomiler çok yönlü bir denklem halini almıştır. Hiç şüphesiz küreselleşmenin bu denklemdeki payı büyüktür. Çok yönlü bu denklem, fiyat istikrarını sağlamaya yönelik alışlagelmiş para politikası araçlarından farklı araçların da doğuşunu kaçınılmaz kılmıştır.

2008 Global Finans Krizi'nde fiyat istikrarının tek başına krizleri engellemeye yetmeyeceği açıkça anlaşılmıştır. Merkez Bankaları krizi aşabilmek için fiyat istikrarı ile ilgili adım atarken, bir taraftan da finansal istikrarı gözeterek para politikalarını belirlemeye çalışmış, ancak zaman zaman fiyat istikrarı ile finansal istikrar arasında sıkışıp kalmışlardır. Ekonomide denge için finansal istikrarın da önem kazanması, Merkez Bankaları'na klasik para politikası uygulamalarından daha farklı politika araçlarına ihtiyaç duymasına neden olmuştur.⁹¹

90 Durmuş Yılmaz, **Türkiye Ekonomi Kurumu Tartışma Metni**, 2011/9, http://www.tek.org.tr/Toplantı_Ve_Konferanslar/Paneller#, (02.09.2019)

91 Burak DARICI, **Finansal İstikrar ve Finansal İstikrara Yönelik Kamusal Sorumluluk Çerçevesinde Para Politikası: Türkiye Analizi**, 2012, https://www.tbb.org.tr/Dosyalar/Arastirma_ve_Raporlar/TBB_finansal_istikrar_raporu_19092012.pdf, (02.09.2019), s.4.

Global krizi aşabilmek ve ekonomik istikrarı yeniden sağlayabilmek için gelişmiş ülkeler genişlemeci politikalar uygulamış, gelişmekte olan ülkeler ise sermaye hareketlerindeki oynaklığı azaltmak ve kredi genişlemesini önlemek üzere çeşitli para politikası bileşimleri oluşturmak durumunda kalmışlardır. Sonuç olarak gelişmiş ve gelişmekte olan ülkelerde eski para politikası yetersiz kalmış ve alışılmışın dışında para politikası uygulamaları başlamıştır.⁹² Bu noktada Geleneksel Para Politikası ve Geleneksel Olmayan Para Politikası ayrımı ortaya çıkmıştır.

T.C.M.B ise makro finansal dengesizlikleri sınırlayabilmek adına çeşitli değişiklikler yaparak fiyat istikrarı temel çerçevesinde, finansal istikrarı da yakından gözeten esnek bir para politikasına geçmiştir. 2006 yılından beri uygulamakta olduğu enflasyon hedeflemesi rejiminin sınırları genişletilmiş, yeni bir para politikası bileşimi oluşturmuştur.⁹³

Aşağıdaki tabloda eski ve yeni para politikası çerçeveleri özetlenmektedir:

Tablo 8. T.C.M.B. Para Politikasının Amaçları ve Araçları

	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 (a), Parasal Aktarım Mekanizması, (02.09.2019), s.15.

Tablodan da görüleceği üzere global finans krizinden sonra enflasyon hedeflemesi rejimi çerçevesinde tek amaç fiyat istikrarına, tek araç politika faizi olan bir yapıdan, çok amaçlı ve çok araçlı esnek bir yapıya (esnek enflasyon hedeflemesi rejimine) geçiş yapılmıştır.

Çalışmanın bundan sonraki bölümünde, geleneksel ve geleneksel olmayan para politikası araçları analiz edilecek, geleneksel olmayan para politikası

92 Leonardo Gambacorta, Boris Hofmann ve Gert Peersman, **The Effectiveness of Unconventional Monetary Policy at the Zero Lower Bound: A Cross-Country Analysis**. BIS Workin Paper Series, 2012, <https://www.bis.org/publ/work384.pdf>, (03.09.2019), s.2.

93 TCMB (a), **Parasal Aktarım Mekanizması**, ISBN (elektronik): 978-605-5758-89-9, 2013, <https://www.tcmb.gov.tr/wps/wcm/connect/4c99834c-179b-4a08-820c-f2b259032afd/ParasalAktarim.pdf?MOD=AJPERES&CVID=>, (02.09.2019), s.15.

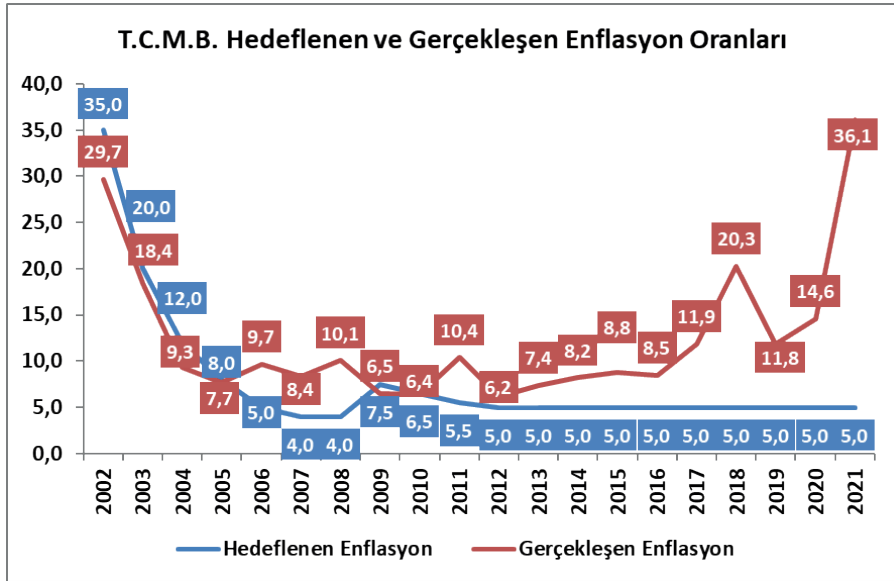
araçlarının hangi ihtiyaçlardan dolayı doğduğu, neden ve nasıl kullanılmaya başlandığı örneklerle anlatılacak ve değerlendirilecektir.

2.1. 2008 Küresel Finansal Krizi Öncesi Geleneksel Para Politikaları

Merkez bankalarının uyguladığı para politikası uygulamaları en temelde para arzının genişletilmesi ve daraltılması şekline dayanmakta ve geçmişten günümüze ekonomik istikrarsızlıkları önlemede maliye politikalarıyla birlikte kullanılmaktadır. 1970’li yıllara kadar para politikası sadece destekleyici bir unsur olarak görülürken, küreselleşme dalgasının başladığı 70’lerden sonra sık başvurulan ve oldukça önemli bir yapıya kavuşmuştur. O dönemde yaşanan petrol krizi de para politikasının ön plana çıkmasında önemli rol oynamıştır. Krizle kendini hissettiren yüksek enflasyon süreci sonrasında merkez bankaları da fiyat istikrarını temel amaç edinmiştir. Özellikle 1980’li yıllardan sonra merkez bankaları tarafından enflasyonu önleyici para politikası araştırmaları, çeşitli yöntemler ve para politikalarının ekonomiye ne yolla etki edeceğinin tespiti amacını güden parasal aktarım mekanizmaları hakkında yapılan çalışmalar hız kazanmıştır.⁹⁴

Enflasyon hedeflemesi rejiminin yepyeni bir parasal ekonomi politikası olarak doğuşu 1990’lı yıllara dayanmaktadır. İngiltere, İsveç, Finlandiya, Yeni Zelanda, İspanya gibi ülkeler 1990’lı yıllarda enflasyon hedeflemesi rejimine geçen ilk ülkelerdir. Türkiye’de ise enflasyon hedeflemesi rejimine geçiş konusu ilk olarak 2000-2001 döneminde T.C.M.B. tarafından niyet mektuplarında dile getirilse de, ekonomik koşulların uygun olmaması nedeniyle sürekli ertelenmiştir. 2002 yılında örtülü bir biçimde uygulamaya alınan bu rejimin resmiyete dökülmesi ise 2006 yılını bulmuştur. 2002 yılından itibaren döviz kuru yerine fiyat istikrarına odaklanan ve bu bağlamda faiz oranlarını politika aracı edinen “örtük enflasyon hedeflemesi rejimi” 2006 yılından itibaren “açık enflasyon hedeflemesi rejimi”ne yerini bırakmıştır. Bu rejim enflasyonla mücadelede katkıda bulunmuş, sonraki dönemler itibarıyla enflasyon oranları tek haneli seviyelere gerilemiştir.

94 T.C.M.B.(a), *Parasal Aktarım Mekanizması*, s.2.



Grafik 1. Hedeflenen Enflasyon ve Gerçekleşen Enflasyon Oranları (%) 2002-2021

Kaynak: T.C.M.B. Enflasyon Hedefleri Sayfası, (02.09.2019)

Grafikte görüleceği üzere, Türkiye’de 2001 krizi sonrası enflasyon oranları oldukça yüksek seviyelerde seyretmekte iken, T.C.M.B. tarafından 2002 yılından itibaren örtülü biçimde uygulanan enflasyon hedeflemesi rejimi meyvelerini vermiş, enflasyon oranları kademeli bir şekilde düşüş kaydetmiştir.

Global Kriz, merkez bankası para politikalarının değişmesi gerektiği yönünde sinyal vermiştir. Gelişmiş ve gelişmekte olan merkez bankaları bu noktada çeşitli adımlar atmış, hali hazırda uygulamış olduğu politikaların yanı sıra çeşitli politika kompozisyonları oluşturmuşlardır. Bu bağlamda T.C.M.B. de fiyat istikrarı hedefinin yanında finansal istikrarı da gözetken çok amaçlı ve çok araçlı yeni bir politika bileşimiyle esnek bir yapıya geçiş yapmıştır. T.C.M.B. ayrıca finansal istikrarı, fiyat istikrarını destekleyici bir unsur olarak görmektedir.⁹⁵

Para politikası araçlarını kalem kalem tanımlamadan önce, merkez bankası para politikası araçlarının doğrudan ve dolaylı olarak ayırımından bahsetmek yerinde olacaktır. Doğrudan ve dolaylı para politikası araçlarının en geniş şekliyle gösterilmesi adına aşağıdaki tabloya yer verilmiştir:

⁹⁵ T.C.M.B.(a), Parasal Aktarım Mekanizması ,s.10.

Tablo 9. Doğrudan ve Dolaylı Para Politikası Araçları

<i>Doğrudan (Direk) Araçlar</i>	<i>Dolaylı (Endirekt) Araçları</i>
Faiz Oranları Kontrolleri	Açık Piyasa İşlemleri
Kredi Tavan Kontrolleri	
Farklaştırılmış Reeskont Kotaları	Döviz Efektif İşlemleri
Disponibilite Uygulaması	
Finansal Araçların Portföylerinin YenidenDüzenlenmesi	
Hisse Senedi ve Tahvil Alımına Yönelik Kredilerin Kontrolü	Reeskont Penceresi İşlemleri
Tüketici Kredilerinin Kontrolü	
Özel Mevduatlar	Zorunlu Karşılık Oranları
Merkez Bankasının Moral Takviyesi	
Resmi ve Resmi Olmayan Öğütler	

Kaynak: Timur Önder, Para politikası: Araçları, Amaçları ve Türkiye Uygulaması, TCMB Piyasalar Genel Müdürlüğü, Ankara, 2005, s.61.

Doğrudan ve dolaylı para politikası sınıflandırması, merkez bankalarının müdahale yöntemlerine göre yapılmaktadır. Merkez Bankası para politikasını uygularken, piyasaya doğrudan müdahale yolunu seçiyorsa, örneğin, miktar veya fiyata limit koyma, marj/spread koyma, minimum-maksimum oranları belirleme yönünde hareket ediyorsa, kullandığı araçlar doğrudan para politikası araçlarıdır. Bunlar: a) Faiz oranlarının denetimi, b) Kredi tavanı, c) Diğer doğrudan politika araçlarıdır. Dolaylı para politikası araçları ise, piyasa hareketleri baz alınmak suretiyle yürütülen ve arz-talep dengesine etki ederek piyasaya yön vermektedir. Bunlar ise; a) Açık Piyasa İşlemleri, b) Döviz İşlemleri, c) Reeskont İşlemleri, d) Zorunlu Karşılıklar olarak sayılabilir.⁹⁶

Çalışmanın bundan sonraki başlığı altında ilk olarak Global Kriz öncesinde ve hali hazırda kullanılan para politikası araçlarından bahsedilecektir.

2.1.1. Faiz Oranları

Parasal ekonomi politikası olarak enflasyon hedeflemesi rejimine geçen merkez bankaları, faiz oranlarını oldukça sık kullanarak enflasyona yön vermeye çalışmıştır. Enflasyon ile faiz oranları arasındaki sıkı ilişkiyi gözeterek, faiz oranlarını arttırıp/azaltmış, fiyat istikrarı hedefini tutturmak için çaba sarfetmiştir. 2008 Global Kriz öncesinde (finansal istikrarın bu denli önem kazanmadığı dönemlerde), faiz oranı fiyat istikrarını sağlama noktasında oldukça etkili bir araç olmuştur. Ancak, kriz sonrasında finansal

⁹⁶ Önder, s.61.

istikrarı da gözetmenin gerekliliği ile birlikte faiz oranlarının tek başına yeterli olamadığı anlaşılmıştır. Ayrıca, fiyat istikrarı için gerekli olan faiz politikası, finansal istikrar hedefini dolaylı olarak etkileyebilmektedir. Örneğin, fiyat istikrarına uygun olarak yürütülen düşük faiz oranı politikası, kısa vadeli sermaye girişlerini engellemek suretiyle, ödemeler bilançosu dengesine etki edebilmektedir.⁹⁷ Bu noktada, döviz kurları ve ödemeler bilançosunun etkilenmesiyle, fiyat istikrarı için atılan bir adım, finansal istikrarı da dolaylı olarak yönlendirmektedir. (Faiz oranları kullanılarak enflasyonu kontrol altında tutma yöntemi, parasal aktarım mekanizması başlığı altında anlatılacaktır.)

2006 yılında enflasyon hedeflemesi rejimine geçen T.C.M.B. ise 2008 Global Krizi'nden önce tek hedef fiyat istikrarı, tek araç kısa vadeli faiz oranları (haftalık repo faizi) uygulamasını benimsemişti. Ancak Global Kriz'in akabinde dengelerin yerinden oynamasıyla finansal istikrarı da gözetken uygulamalara yer vermek durumunda kalmış, tek bir faiz oranını değil, faiz koridoru politika aracını geliştirerek birden fazla faiz oranını kullanabilme esnekliğine kavuşmuştur. Borç alma ve borç verme faiz oranları arasındaki spread içerisinde piyasadaki likidite fazlası veya açığını yönetmiştir.

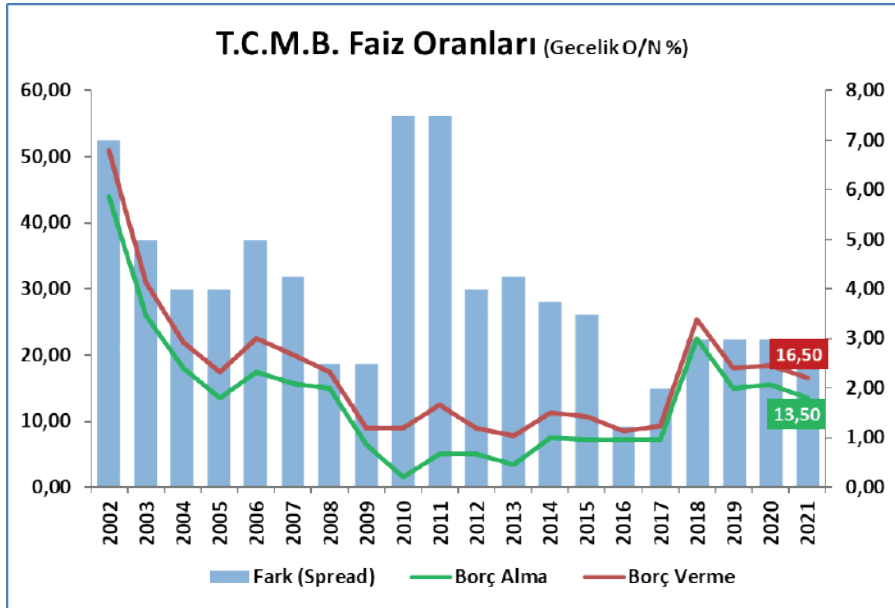
97 Suat Oktar, Nadir Eroğlu ve İlhan Eroğlu, **2008 Global Finans Krizi, Parasal Aktarım Kanalları ve T.C.M.B.'nin DeneySEL Politika Çabaları**, Marmara Üniversitesi, İ.İ.B Dergisi, Yıl: 2013, CİLT XXXV, SAYI II, Doi No: 10.14780/iibdergi.201324457, <http://dspace.marmara.edu.tr/bitstream/handle/11424/5087/%5b%234364%5d-3767.pdf?sequence=1&isAllowed=y>, (05.09.2019), s. 13.

Tablo 10. T.C.M.B. Gecelik (O/N) Faiz Oranları

	Borç Alma	Borç Verme	Fark (Spread)
2002	44,00	51,00	7,00
2003	26,00	31,00	5,00
2004	18,00	22,00	4,00
2005	13,50	17,50	4,00
2006	17,50	22,50	5,00
2007	15,75	20,00	4,25
2008	15,00	17,50	2,50
2009	6,50	9,00	2,50
2010	1,50	9,00	7,50
2011	5,00	12,50	7,50
2012	5,00	9,00	4,00
2013	3,50	7,75	4,25
2014	7,50	11,25	3,75
2015	7,25	10,75	3,50
2016	7,25	8,50	1,25
2017	7,25	9,25	2,00
2018	22,50	25,50	3,00
2019	15,00	18,00	3,00
2020	15,50	18,50	3,00
2021	13,50	16,50	3,00

Kaynak: T.C.M.B., Faiz Oranları Gecelik O/N listesi, (25.12.2020)

TCMB, faiz oranı dışındaki öteki para politikası araçlarını aktif olarak kullansa da, faiz koridoru cindeki önemli araçlardan biri olmuştur. Aşağıdaki grafikte T.C.M.B.'nin borç alma – verme faiz oranları ve bunlar arasındaki spread grafik yöntemi ile yansıtılmaktadır.



Grafik 2. T.C.M.B Faiz Oranları (%)

Kaynak: T.C.M.B., Faiz Oranları Gecelik O/N listesi, (25.12.2020)

Faiz Oranı Denetimi: Merkez bankaları faizleri kontrol altında tutabilmek adına, kredi veya mevduat faiz oranlarına çeşitli sınırlamalar getirebilmektedir. Bu bağlamda minimum veya maksimum oranlar belirleme veya arada marj bırakarak, bu marjın uygulanmasını isteme şeklinde bir denetim mekanizması yürütebilmektedir. Modern Merkez Bankacılığı sisteminde artık kullanılmayan bu sistem, doğrudan para politikası araçlarına önemli bir örnektir. Günümüzde bu sistemin geçerli olamayışının çeşitli sebepleri vardır. Bu sebepler özetle; kredi-mevduat piyasasını dengeye getirecek faiz oranını belirleme zorluğu, bankaların kredi satarken müşterinin kredi moralitesine bağlı olarak ortaya çıkacak çeşitli diğer risk faktörlerini de hesaba katmasının ve bunu faize yansıtmasının önüne geçilmesi, sektörel bazda uygulanacak teşviklere yer verilememesi gibi etkenler sayılabilir.⁹⁸

2.1.2. Zorunlu Karşılıklar

Zorunlu karşılık politika aracı, merkez bankalarının kullandıkları dolaylı para politikası araçlarına önemli bir örnektir. Merkez bankaları tarafından yürütülen para politikası çerçevesinde, bankaların topladığı fon, mevduat

ve mevduat benzeri yükümlülüklerinin belli bir oranının merkez bankası hesapları nezdinde bloke olarak tutması zorunluluğunu ifade etmektedir. Zorunlu karşılığa tabii bazı finansal kuruluşlar, yükümlülüklerinin belli bir oranını merkez bankası hesaplarında tutarken, merkez bankaları bu zorunlu karşılık oranlarını değiştirmek suretiyle, bankaların ödünç veya kredi verebileceği fon miktarını ayarlamaktadır. Ayrıca bir politika aracı olarak zorunlu karşılıklar piyasada mevcut fazla likiditenin yönetilebilmesi noktasında merkez bankasına kolaylık sağlamaktadır.⁹⁹ Merkez bankaları tarafından kredi hacmini doğrudan sınırlama yoluna başvurulmadığı günümüz para politikası atmosferinde, toplanan kaynakların kredi hacmini genişletmemesi için çoğunlukla zorunlu karşılık aracı kullanılmaktadır. Merkez bankası gerekli koşullarda zorunlu karşılık oranını arttırarak, bankaların kredi imkânlarını daraltma olanağına kavuştuğu gibi, fonun bir miktarını kendi hesabında tutabilme esnekliğine de sahip olmaktadır. Bu bağlamda temel amacı olan fiyat istikrarı çerçevesinde enflasyon oranlarını kontrol altında tutmaya çalışmaktadır.

Merkez bankaları zorunlu karşılık mekanizmasını çoğunlukla para arzını ayarlamak için kullanmaktadır. Para arzının yönetilmesi dışında da zorunlu karşılıkların çeşitli faydalarını saymak mümkün olsa da, para arzının ayarlanması hususu tüm faydalarının önüne geçmiştir ve ilk sırada yer almaktadır. Para arzı ve zorunlu karşılık ilişkisini gösterebilmek adına aşağıdaki tabloya yer verilmiştir. Tabloda önce merkez bankası bilançosu, ardından banka bilançosu verilerek konsolide bilançoya ulaşılmıştır:

99 Önder, s.86.

Tablo 11. Merkez Bankası ve Bankacılık Kesimi Bilançoları

Merkez Bankası Bilançosu	
. Net Dış Varlıklar (NDV)	. Emisyon (E)
. Bankacılık Sektörü Kredileri	. Serbest Mevduat (SM)
. . Açık Piyasa İşlemleri (API)	=
. . Geç Likidite Penceresi (LON)	Para Tabanı
. Net Diğer Kalemler (NDK)	. Kamu Mevduatı (KM)
Bankacılık Sektörü Bilançosu	
. Kasa	. Vadesiz Mevduat
. MB'ndaki Serbest Mevduat	. Vadeli Mevduat
. Ticari Krediler	. MB'ndan Alınan Krediler
	. . Açık Piyasa İşlemleri
	. . Geç Likidite Penceresi
Konsolide Bilanço (Netleş. Mer.Ban. ve bankalar bilançosu)	
. Net Dış Varlıklar	. Dolajımdaki Para (Emisyon-Kasa)
. Net Diğer Kalemler	. Vadesiz Mevduat
. Ticari Krediler	. Vadeli Mevduat
	=
	Para Arzı

Kaynak: İsmail Anıl Talaslı, Türkiye’de Bankacılık Sistemi Zorunlu Karşılık Yönetimi, TCMB Piyasalar Genel Müdürlüğü, 2012, s.4.

Merkez Bankası bilançosunun pasifinde yer alan “serbest mevduat kalemi” bankaların merkez bankası nezdinde tutmuş olduğu zorunlu karşılıkları ifade etmektedir. Bu miktarlar, merkez bankası için yükümlülük niteliğinde olduğu için bilançonun pasifinde yer almaktadır. Bankalar tarafında ise toplanan mevduat veya mevduat benzeri yükümlülükler üzerinden hesaplanan “tutulması gereken zorunlu karşılık miktarları” merkez bankasından alacak niteliği taşımakta olduğu için bilançonun aktifinde yer almaktadır. Tablodan görüleceği üzere, merkez bankası bilançosunun pasif tarafı geniş para arzı tanımını ifade etmektedir. Serbest mevduat da para arzı kompozisyonunun önemli bir parçasını oluşturmaktadır.¹⁰⁰

Para arzının, para çarpanı ile belirlendiği varsayımı altında merkez bankaları sunduğu rezerv miktarını zorunlu karşılıklar kanalıyla yönlendirmektedir. Rezerv miktarındaki değişim ile para arzındaki değişim arasında köprü vazifesi gören para çarpanının büyüklüğünün belirlenmesinde zorunlu karşılık çok önemli bir görev üstlenmektedir. Para çarpanı, para stokunun belirlenmesi noktasında önemli rol oynamaktadır. Para stokunun

¹⁰⁰ Talaslı, s.3.

sadece vadesiz mevduattan oluştuğunu varsayarak, para arzını şu formülle yazabiliriz:¹⁰¹

M: Para Arzı, DD: Vadesiz Mevduat, r: Merkez Bankası tarafından belirlenen zorunlu karşılık oranı, RR: Tutulması Gereken Zorunlu Karşılık Oranı

$$M = DD$$

$$RR = r * DD$$

$$DD = (1/r) * RR$$

$$MM = (1/r) * RR$$

En son formülde, para arzının tutulması gereken zorunlu karşılığın bir katsayısı olarak ifadesine ulaşılmıştır. Bu formüle ulaşmak için diğer bir varsayım, bankaların atıl tuttıkları varlıklarının minimum olması ve ayrıca zorunlu karşılık oranının tek olması olarak belirlenmiştir. Ancak merkez bankasının zorunlu karşılık mekanizmasında hali hazırda tek bir oran yerine vadelerine göre ve kaynak çeşitlerine göre birden fazla oran yer almaktadır. Bu nedenle para arzının doğru belirlenmesi ve hesaplanması oldukça karmaşık bir yapıdadır.

Piyasada var olan likiditenin yönetimi noktasında zorunlu karşılık uygulaması merkez bankalarına nispeten kolaylık sağlamaktadır. Likidite fazlalığı olduğu durumlarda, yüksek zorunlu karşılık oranları belirleyerek, likidite fazlasını kendi hesaplarına çekmektedir. Örneğin, cari işlem fazlası veren bazı ülkelerin merkez bankaları zorunlu karşılık mekanizmasını kullanarak likidite fazlasını çekebilmektedir. Bu şekilde kredi hacmini yönetmenin yanı sıra, para arzını belirli sınırlar içinde tutabilme ve fiyat istikrarını kontrol edebilme olanağına kavuşmaktadır.¹⁰²

Zorunlu karşılık uygulamasında, ülkelere göre değişiklikler gösterse de genel yapıda karşılıkların haftalık veya aylık olarak tutulması mümkün olmaktadır. Bazı uygulamalarda ise zorunlu karşılıkların ortalamayı tutturması istenmektedir. Bu tür uygulamalar bankalara likidite yönetimi noktasında esneklik sağlamaktadır. Bu bağlamda bankalar oluşan likidite açığı veya fazlasını dilediği gibi yönetme imkânına sahip olmakla kalmayıp, nispeten daha istikrarlı bir yapıdaki faiz oranıyla borçlanma olanağına da

101 Önder, s.88.

102 Ann-Marie Meulendyke, **Reserve Requirements and The Discount Window in Recent Decades**, Quarterly Review 17, No.3, Federal Reserve Bank of New York, 1992, https://www.newyorkfed.org/medialibrary/media/research/quarterly_review/1992v17/v17n3artic-1e3.pdf, (12.09.2019), s.26.

kavuşmaktadır. Piyasanın likiditesi tümüyle krediye bağlanmayıp zorunlu karşılık olarak da tutulmakta, likidite hacmi dengelenmektedir. Aynı zamanda tutulması gereken zorunlu karşılıkların dönemsel veya ortalama bazda olması dolayısıyla, bazı bankalarda likidite açığı olsa bile, bazı bankaların likidite fazlalığı dolayısıyla piyasada faiz seviyeleri dengeye gelebilmektedir. Bu noktada zorunlu karşılık aracının hem banka likidite yönetimine esneklik sağlaması, hem de faiz oranlarının istikrarlı bir yapıya kavuşmasında önemli rol oynadığını söylemek mümkündür.¹⁰³

Gelişmekte olan ülkelerde bankacılık sektörü, ekonomi içinde yüksek bir paya sahiptir ve sektör finansal yönlü olumsuz ekonomik koşullardan kolayca etkilenmektedir. Zorunlu karşılık oranları, bankacılık sisteminin bünyesinde barındırdığı riskleri minimize etmeye yardımcı olmaktadır. Kredi-mevduat vade uyumsuzluğunu azaltma ve ani mevduat çekilişlerinin yaratacağı panik havasını bertaraf etme hususlarında önemli rol oynamaktadır. Banka açısından bakıldığında ise eğer zorunlu karşılıklara merkez bankası tarafından faiz ödenmiyorsa veya kredi getirisinin altında düşük bir faiz ödeniyorsa kaynaklarını verimli bir alanda değerlendirme olanağını kaybetmektedir. Ayrıca zorunlu karşılığa ayırdığı kaynak ile kredi vermesi durumunda kârlılığı artacak, hazineye de ödediği vergi artış gösterecektir. Burada oluşan hazinenin gelir kaybı nedeniyle geçmiş dönemlerde bazı ülkelerde zorunlu karşılıklara hükümetler karşı çıkmışlardır.¹⁰⁴

Genellikle merkez bankaları tarafından kendi nezdinde tutulan zorunlu karşılıklara faiz ödemesi ya hiç yapılmamakta ya da düşük faizden hesaplanarak yapılmaktadır. Bu durum merkez bankalarına zorunlu karşılık mekanizması sayesinde gelir sağlamaktadır. Zorunlu karşılık uygulaması bu bağlamda para politikası aracı olmanın yanı sıra gelir sağlayıcı bir fonksiyon üstlenmektedir. Diğer taraftan bankalar tarafından mevduat veya benzeri yükümlülüklerinin belli bir oranda faizsiz veya düşük faizli olarak merkez bankasında tutulması, kaynak maliyetini arttırmaktadır. Bu kapsamda bakıldığında, zorunlu karşılıklar adeta bankacılık sistemine uygulanan bir vergi niteliğine bürünmektedir.¹⁰⁵ Ancak bankalar açısından olumlu tarafı da mevcuttur. Şöyle ki; zamanla bankalar zorunlu karşılığa tabi olmayan alternatif kaynak arayışına yönelmektedir. Daha uzun vadeli, düşük maliyetli alternatif menkul kıymetlerin ihracı veya kaynak borçlanması bankalara gerek

103 Önder, s.89.

104 Meulendyke, s.26.

105 Thomas Balino, **Instruments of Monetary policy: Technical Aspects**. IMF Seminar on Central Banking, 1985, <https://www.imf.org/en/Publications>, (13.09.2019), s.4.

vade uyumsuzluğunu giderme, gerekse kârlılığı arttırabilme noktalarında yardımcı olmaktadır.

Zorunlu karşılık politikası, dünya genelinde merkez bankaları tarafından amaçları doğrultusunda farklı özelliklerde kullanılmıştır. Ancak günümüzde gelişmiş ülkelerde değerini yitirmiştir. Bunun en önemli nedeni, gelişmiş ülkelerde yaşanan finansal yeniliklerin ardından, para çarpanının öneminin azalmasıdır. Para çarpanının teorik gücünün azalması neticesinde, merkez bankalarının zorunlu karşılıklar yoluyla parasal kontrolü özellikle gelişmiş ülkelerde azalış kaydetmiştir.¹⁰⁶

Gelişmekte olan ülkelerde zorunlu karşılık mekanizması, diğer para politikası araçlarına göre nispeten daha etkin kullanılmaya devam etmektedir. Türkiye’de ise 2010 yılından itibaren T.C.M.B. para politikası çerçevesinde, politika faizi kullanılarak yapılan haftalık repo ihaleleri ile birlikte zorunlu karşılık mekanizmasını aktif olarak uygulamaya başlamıştır. Para arzının, kredi hacminin ve likiditenin yönetilmesi noktasında T.C.M.B. tarafından zorunlu karşılık uygulaması yürütülmeye devam etmektedir. Zorunlu karşılıklara tabi yükümlülükler aşağıdaki tabloda yer almaktadır:

Tablo 12. Zorunlu Karşılığa Tabii Yükümlülükler

Zorunlu Karşılığa Tabi Yükümlülükler
Mevduat/Katılım Fonu
Repo İşlemlerinden Sağlanan Fonlar
Kullanılan Krediler (Hazine Garantisıyla Sağlananlar Hariç)
İhraç Edilen Menkul Kıymetler
Sermaye Hesaplamasına Dahil Edilmeyen Borçlanma Araçları
Yurtdışı Merkeze Yükümlülükler (Net)
Kredi Kartı Ödemelerinden Borçlar
Müstakrizlerin Fonları

Kaynak: TCMB, “Zorunlu Karşılıklar Hakkında Tebliğ”, (Sayı: 2013/15), R.Gazete No.28862, R.G. Tarihi: 25.12.2013, (Erişim Tarihi 14.09.2019)

Banka bilançosunun kaynak tarafında yer alan tablodaki kalemler üzerinden vadesine uygun biçimde çeşitli oranlarda zorunlu karşılıklar hesaplanarak merkez bankası nezdinde tutulmaktadır. Bu kalemlere ek olarak 2011 Eylül ayında yapılan düzenleme ile bu dönemden itibaren “Altın Depo Hesapları” da zorunlu karşılıklara tabi yükümlülükler içerisine

106 Önder, s.89.

dâhil edilmiştir. Aşağıdaki tabloda ise, zorunlu karşılığa tabi yükümlülükler üzerinden hesaplanan güncel zorunlu karşılık oranlarına yer verilmiştir:

Tablo 13. T.C.M.B. Zorunlu Karşılık Oranları

Zorunlu Karşılık Oranları (%)	
<i>Türk Lirası</i>	
Mevduat ve Katılım Fonu (Yurt dışı bankalar mevduatı/katılım fonu hariç)	Oranlar
- Vadesiz, ihbarlı, 1 aya ve 3 aya kadar (1 ay ve 3 ay dâhil) vadeli	8
- 6 aya kadar (6 ay dâhil) vadeli	6
- 1 yıla kadar vadeli	4
- 1 yıl ve daha uzun vadeli	3
Müstakrizlerin Fonları	8
Diğer Yükümlülükler (Yurt dışı bankalar mevduatı/katılım fonu dahil)	Oranlar
- 1 yıla kadar (1 yıl dâhil) vadeli	8
- 3 yıla kadar (3 yıl dâhil) vadeli	5,5
- 3 yıldan uzun vadeli	3
<i>Yabancı Para</i>	
Mevduat ve Katılım Fonu (Yurt dışı bankalar mevduatı/katılım fonu hariç)	Oranlar
- Vadesiz, ihbarlı, 1 aya kadar, 3 aya kadar, 6 aya kadar ve 1 yıla kadar vadeli	25
- 1 yıl ve 1 yıldan uzun vadeli	19
Müstakrizlerin Fonları	25
Diğer Yükümlülükler (Yurt dışı bankalar mevduatı/katılım fonu dahil)	Oranlar
- 1 yıla kadar (1 yıl dâhil) vadeli	21
- 2 yıla kadar (2 yıl dâhil) vadeli	16
- 3 yıla kadar (3 yıl dâhil) vadeli	11
- 5 yıla kadar (5 yıl dâhil) vadeli	7
- 5 yıldan uzun vadeli	5

Kaynak: T.C.M.B., Zorunlu Karşılık Oranları Sayfası, (25.11.2021).

Tablodan da görüleceği üzere, Türkiye’de faaliyet gösteren bankalar, vade çeşitlendirilmesi de dikkate alınarak topladığı TL / YP mevduat veya benzeri kaynaklarının belli bir oranını T.C.M.B. nezdinde bulundurmaktadır. T.C.M.B. makroekonomik atmosferin durumuna göre, zorunlu karşılık oranlarında indirim / artırım yapmaktadır.

Bankaların zorunlu karşılıklardan doğan maliyet artışlarının düşürülmesi için, T.C.M.B tarafından zorunlu karşılıklara faiz ödemesi yapılmaktadır. Aralık 2021 itibarıyla TL cinsi zorunlu karşılıklara ödenen faiz oranı %9,5'tir. Ancak bu faiz oranı, bankaların fırsat maliyetlerinin oldukça altında yer almaktadır.

2008 Global Kriz sonrasında alışılmış para politikası araçlarının dışında, yeni politika araçları kullanılmış; bazı para politikası araçlarının da güncellenmesi ihtiyacı doğmuştur. Zorunlu karşılık mekanizması da güncellenen para politikası araçlarına önemli bir örnektir. Zorunlu karşılık uygulaması Türkiye'de 2010 yılına kadar vade çeşitlendirilmesi yapılmaksızın, tek bir oran şeklinde uygulanmaktaydı. Ancak bu versiyonu ile zorunlu karşılık uygulaması, Global Kriz sonrasında yaşanan gelişmelerin ardından yetersiz kalmıştır. 2010/13 numaralı T.C.M.B. tebliğiyle zorunlu karşılıklar hem arttırılmış hem de karşılığa tabi yükümlülüklerin vade çeşitlendirilmesi yapılmıştır. (Vadesiz, 1 ay, 3 ay, 6 ay, 1 yıl gibi) Bununla birlikte, bankaların likiditesine esneklik kazandırmak amacıyla zorunlu karşılıkların belli bir kısmını YP ve altın olarak tutabilmeyi sağlayan "Rezerv Opsiyon Mekanizmasını" geliştirilmiştir. Rezerv Opsiyon Mekanizması "Geleneksel Olmayan Para Politikaları" başlığı altında ilerleyen bölümlerde detaylıca incelenecektir.

2.1.3. Açık Piyasa İşlemleri (APİ)

Dolaylı para politikası araçlarından biri olan "Açık Piyasa İşlemleri", hazine bonusu, devlet tahvili gibi finansal araçların birincil veya ikincil piyasalarda almak- satmak suretiyle para arzının merkez bankası tarafından yönlendirilmesi olarak tanımlanmaktadır.¹⁰⁷ Merkez bankaları kanunlar gereği kamu veya hazinenin ihraç ettiği menkul kıymetleri birincil piyasalardan satın alamamaktadır. Ancak doğrudan alım işlemleri ile banka/ finansal kuruluşlardan alıp, portföyüne dâhil edebilmektedir. Bankacılık sisteminin toplam rezervleri, merkez bankasının yapmış olduğu kesin alım-satım veya repo-ters repo işlemleriyle şekillenmektedir. Açık Piyasa İşlemleri (APİ), para piyasası ve sermaye piyasası derin olan, interbank ve menkul kıymet pazarları gelişmiş ülkelerde daha etkin olarak kullanılabilir. ¹⁰⁸

Açık piyasa işlemleri, merkez bankaları ile bankalar arasında yapılmakta, enstrüman olarak kamu ve devlet iç borçlanma senetleri (DİBS), merkez

107 William Alexander, Tomas Balino ve Charles Enoch, **The Adoption of Indirect Instruments of Monetary Policy**, Washington DC: IMF Occasional Paper 126, 1995, https://ascan.elibrary.imf.org/doc/IMF084/06788-9781557754899/06788-9781557754899/Other_formats/Source_PDF/06788-9781452705613.pdf, (18.09.2019), s.2.

108 Alexander, Balino ve Enoch, s.3.

bankası senetleri gibi menkul kıymetler kullanılmaktadır (Yabancı para ve ticari senetlerin de açık piyasa işlemlerine konu edilmesi mümkün olsa da uygulamada tercih edilmemektedir.) APİ uygulamaları ise doğrudan alım-satım, repo-ters repo yöntemleri ile yapılmaktadır.

Doğrudan alım – satım olarak da ifade edilebilen kesin alım-satım işlemleri, merkez bankasının kalıcı olarak likiditeyi çekmesi veya piyasaya likidite sunması olarak açıklanabilir. Piyasada süreklilik arz edecek likiditenin varlığı noktasında, merkez bankası devreye girmekte ve kendi portföyünde bulunan menkul kıymetlerin kalıcı bir şekilde piyasaya satışını yapmaktadır. Öte yandan, piyasada likidite ihtiyacı olduğu koşullarda, banka veya diğer finansal kuruluşlardan doğrudan menkul kıymet satın almak¹⁰⁹ suretiyle piyasaya likidite sağlamaktadır. Bankacılık sisteminde var olan rezervler bu yolla arttırılıp/azaltılabilmektedir.

Geri alım/satım vaadiyle yapılan menkul kıymet işlemleri (repo – ters repo işlemleri) ise, doğrudan alım – satımda olduğu gibi kesin ve kalıcı değildir ve merkez bankası veya bankalar belli bir dönem sonra tersini gerçekleştirmek vaadiyle işlem yapmaktadır. Burada önemli olan nokta, likidite açığı veya fazlalığının geçici bir süre için geçerli olup olmadığının anlaşılmasıdır. Örneğin merkez bankası likidite dengesizliğinin yaklaşık bir ay sonra düzeleceğini öngörüyorsa, repo-ters repo işlemlerine başvurmaktadır.¹¹⁰

Repo işleminde, bankalar veya finansal kuruluşlar menkul kıymet satıcısı¹¹¹, merkez bankası ise alıcısı konumundadır. Merkez bankası, belli bir dönem sonunda, belli bir fiyattan tekrar satmak üzere bankalardan menkul kıymet satın almaktadır. Aralarında yapılan sözleşme ile belli bir süre sonra menkul kıymetler tekrar el değiştirmektedir. Merkez bankası bu şekilde piyasada oluşan geçici likidite açığını gidermeye çalışmakta, eksik likidite repo işlemleri ile piyasaya sunulmaktadır. Ters repo işlemi ise merkez bankasının piyasada

109 Geçmişte merkez bankaları tarafından doğrudan alım yapılırken, APİ portföyüne vadesine bir yıldan az kalmış menkul kıymetlerin alınması mümkün olamamaktaydı. Ancak yeni kanunlarla bu düzenleme kaldırılmıştır.

110 Önder, s.70.

111 Piyasa yapıcısı (Primary Dealer) bankalar açık piyasa işlemlerinde önemli rol oynamaktadır. PY'ler, çeşitli kriterlerle (sermaye yeterliliği, güçlü bilanço yapısı, iyi yönetim gibi...) seçilen, APİ'nin uygulanması noktasında yükümlülükleri olan kurumlardır. Açık piyasa işlemlerine belli bir oranda katılmakla sorumludurlar. Bunun yanı sıra, birincil piyasalarda ihraç edilen menkul kıymetlerin satışlarını desteklemek üzere alım yapmak, benchmark olarak belirlenen kâğıtların işlem gördüğü piyasada fiyat oluşumuna katkı sağlamak gibi özel yükümlülükleri de mevcuttur. Diğer taraftan piyasa yapıcısı kurumların sahip oldukları bazı avantajlar da söz konusudur. Merkez Bankası ve hazine tarafından işlem maliyetlerinde indirim, likidite kullanılması gibi çeşitli ayrıcalıklar tanınmaktadır. 2019 yılı için seçilen 12 tane piyasa yapıcısı bankalar şunlardır: Akbank, Denizbank, HSBC, ING Bank, QNB Finansbank, TEB, Ziraat Bankası, Garanti Bankası, Halk Bankası, İş Bankası, Vakıfbank, Yapı Kredi Bankası.

geçici bir likidite fazlası oluşması durumunda başvurduğu bir işlem türüdür. Merkez bankası menkul kıymet satıcısı, banka veya finansal kuruluşlar alıcısı konumunda olmaktadır. Merkez bankası, kendi APİ portföyünde yer alan menkul kıymetleri, banka veya finansal kuruluşlara, belli bir dönem sonunda, belli bir fiyattan (tekrar satın almak koşulu ile) satmaktadır. İşlemin bir tarafı için repo sayılan durumda, öteki taraf ters repo yapmıştır. Diğer bir ifade ile işlemin bir bacağındaki banka veya finansal kuruluşlar için işlemin niteliği repo ise, merkez bankası tarafında bu ters repodur, yani merkez bankası finansal kuruluştan belli bir dönem sonra geri satım vaadi ile menkul kıymet satın almıştır.¹¹²

Vade sonunda otomatik tersine çevrilebilen repo-ters repo işlemleri, esnek ve güvenli yapısı, kısa dönemde bile etkisinin yüksek olması, menkul kıymet piyasasında dengeleri değiştirmemesi gibi özellikleri ile ikincil piyasalarda yeterince işlem olmadığı dönemlerde bile etkin bir şekilde kullanılabilmektedir. Merkez bankaları için çok kullanışlı bir para politikası aracı olmaktadır. Diğer taraftan sermaye giriş-çıkışlarının yoğun olarak yaşandığı dönemlerde likiditenin düzenlenmesi noktasında repo-ters repo işlemleri, doğrudan alım-satım kiyasla daha çok kullanılmaktadır.¹¹³

Doğrudan alım-satım ve repo-ters repo işlemlerinin yanı sıra merkez bankasının likidite senedi ihracı ve banka/finansal kuruluşların depo işlemleri de açık piyasa işlemleri kapsamında sayılmaktadır.

Piyasada likidite fazlalığının oluşması durumunda, merkez bankası kendi nam ve hesabına likidite senedi ihraç edebilirler. Kıymetli evrak niteliğine sahip bu senetler iskontolu menkul kıymet olarak vadesi 90 günü aşmayacak şekilde piyasaya sunulmaktadır. T.C.M.B. kanununda bir para politikası aracı olarak açık piyasa işlemi kapsamında gösterilen likidite senetlerine ilişkin düzenlemeler yapılmıştır.¹¹⁴

Merkez bankalarının likiditenin son mercii (lender of last resort) olma özelliği ile bankaların kendi aralarındaki depo işlemlerinde aksaklık oluşması durumunda veya faiz oranlarının düzeyine göre gün sonunda merkez

112 Memduh Aslan Akçay, **Para Politikası Araçları, Türkiye ve Çeşitli Ülkelerdeki Uygulamalar**, Devlet Planlama Teşkilatı, Yayın No: 2483, Yıl: 1997, https://www.sbb.gov.tr/wp-content/uploads/2018/11/Para_politikasi_araclari_Turkiye_ve_Cesitli_Ulkelerdeki_uygulamalar.pdf, (08.06.2021), s.21.

113 Önder, s.71.

114 1211 Sayılı T.C.M.B. Kanunu, Madde 52, http://www.tcmb.gov.tr/wps/wcm/connect/4b4d0592-f3c1-46d2-9814-11c0ad94ab7c/TCMB_Kanun.pdf?MOD=AJPERES&-CACHEID=ROOTWORKSPACE-4b4d0592-f3c1-46d2-9814-11c0ad94ab7c-m4fukXa, (15.09.2019)

bankasına depo edilmesi de açık piyasa işlemidir.¹¹⁵ Gecelik yapılan bu işlemler ile merkez bankaları faiz dalgalanmasının önüne geçme imkânı bulur. Piyasada faiz oranları üst limitin üzerine çıktığında, borçlanma ihtiyacı içerisinde olan bankalara likidite sağlayan merkez bankaları, faiz artışının önüne geçebilmektedir. Diğer taraftan faiz oranları alt limite düştüğünde, merkez bankaları piyasada var olan likiditeyi kendisine çekerek faizlerde düşüşü engellemeye çalışmaktadır.

Açık piyasa işlemlerinin iki türlü uygulama metodu bulunmaktadır:¹¹⁶

- **Aktif uygulamada** rezerv (likidite) miktarı hedeflenir, belirlenmiş rezerv miktarı çerçevesinde, rezerv fiyatlarının (faiz oranlarının) dalgalanmasına izin verilerek APİ gerçekleştirilir. (Miktar ihalesi yöntemi)
- **Pasif uygulamada ise** belirli bir rezerv fiyatı (faiz oranı) öngörülür. Bu çerçevede rezerv miktarının değişkenlik göstermesine izin verilir.

Aktif APİ uygulamasının tercih edildiği durumda, ilan edilecek likidite miktarının tahmini ve belirlenmesi çok önemli bir husustur. Hedeflenen rezerv tutarı, piyasadaki likidite ihtiyacından büyükse, APİ ile piyasaya fazla likidite sunulmuş demektir. Faiz oranları da likidite fazlalığından ötürü, düşüş yönünde eğilim gösterecektir. Bu durumda, fazla likiditenin çekilmesi için de ekstra operasyonel işlemlere ihtiyaç duyulacaktır. Tersi bir durumda ise, hedeflenen rezerv miktarı, piyasadaki likidite ihtiyacından küçükse, likidite açığı oluşacak ve faiz oranları yükseliş trendine girecektir. Bu nedenle, merkez bankası tarafından rezerv ihtiyacının doğru belirlenmesi son derece önemlidir. Pasif APİ uygulamasının tercih edildiği durumda ise, merkez bankası tarafından APİ'ye konu edilen hedef faiz oranı ile likiditenin çekilmesi veya sağlanması mümkün olmaktadır. Bankalar, belirlenen faiz oranı çerçevesinde borç alma /verme işlemlerini gerçekleştirerek likidite yönetimi yapmaktadır.

Aktif olarak likiditeyi hedefleme veya pasif olarak faiz oranını hedefleme imkânı yaratan açık piyasa işlemleri, merkez bankalarının para politikası çerçevesinde kullanılabilir de Türkiye'de aktif uygulama tercih edilmektedir. APİ açıldığı günlerde, T.C.M.B. tarafından sağlanacak likiditenin miktarı ilan edilmekte ve bankalar da menkul kıymet portföyünün ve teminatlarının elverdiği ölçüde APİ ihalelerine katılım sağlamaktadır.

115 TCMB, **Açık Piyasa İşlemleri**, <https://www.tcmb.gov.tr/wps/wcm/connect/TR/TCMB+TR/Main+Menu/Temel+Faaliyetler/Piyasalar/Acik+Piyasa+Islemleri/>, (16.09.2019)

116 Önder, s.74.

Açık piyasa işlemlerini defansif (savunmaya yönelik) ve ofansif (hücumaya yönelik) şeklinde ayıran ekonomistler de mevcuttur. Parasal taban düzeyini dengesizleştiren unsurlara karşı düzenleyici uygulamalar yapmak ve söz konusu düzeyi korumak ve savunmak defansif; dengesizlik durumu oluşmadan merkez bankasının parasal tabanı değiştirmek için yaptığı açık piyasa işlemleri ofansif olarak adlandırılmaktadır. Teoride geçerli olan bu ayırım, uygulama noktasında yetersiz kalmaktadır, bu işlemleri birbirinden ayırmak son derece zordur.¹¹⁷

APİ uygulamaları, bankaların nakit yönetimi için oldukça önemlidir. Bankaların likiditesini şekillendiren APİ, aynı zamanda kullanılabilir fon hacmini (kredi verilebilir miktar) ve bankanın kredi politikasını da etkilemektedir. Ayrıca piyasada oluşan denge faiz oranına etki ederek, bankacılık sektörünün maliyetini ve getiri oranını da değiştirme gücüne sahip olmaktadır. Merkez bankasının doğrudan alım veya repo yaptığı durumda piyasadaki kâğıt satın alıp, likidite sağlaması faiz oranlarını düşürecek, DİBS fiyatlarını arttıracaktır. Diğer taraftan, doğrudan satım veya ters repo yaptığı koşullarda ise piyasaya kâğıt satıp, likiditeyi kendine çekecektir. Likidite azlığında ötürü faiz oranları yükseliş gösterecek, DİBS fiyatları azalacaktır. Bu bağlamda, bankaların APİ uygulamaları nedeniyle hem getiri/maliyet dengesi etkilenecek, hem de bilanço yapısı şekillenecektir.¹¹⁸

Açık piyasa işlemleri, esnek ve kurumlar açısından isteğe bağlı katılım sağlanması yönüyle oldukça kullanışlı bir para politikası aracıdır. Zorunlu karşılıklarda olduğu gibi, tüm kurumları yükümlülük altına sokan bir yapısı bulunmamaktadır. Ayrıca açık piyasa işlemleri ile işlemlere katılan taraflara herhangi bir maliyet veya vergi yüklenmemektedir. Piyasalarda likidite dengesi sağlama ve faiz oranlarında istikrarın oluşturulabilmesi hususlarında, istenilen sıklıkta ve miktarda uygulanabilen açık piyasa işlemleri merkez bankalarının elindeki önemli bir güçtür. Öte yandan, açık piyasa işlemleri merkez bankalarının doğrudan yaptığı müdahalelere nispeten daha etkin, şeffaf ve herkese açıktır. Bu bağlamda, parasal kontrol noktasında gelişmiş ülkeler tarafından tercih edilen en temel araç açık piyasa işlemleridir.¹¹⁹

Bankacılık sisteminin, finansal piyasaların, birincil ve ikincil piyasaların işler ve gelişmiş olduğu ekonomilerde merkez bankaları tarafından açık piyasa işlemleri rahatlıkla kullanılabilmektedir. Söz konusu sistemlerin gelişmediği ülkelerde APİ uygulamaları nispeten daha zor olmaktadır. Özellikle

117 İlker Parasız, **Para Banka ve Finansal Piyasalar**, 5. Baskı, Bursa, Ezgi Yayınları, 1994, s.298. ve Akçay, s.22.

118 Akçay, s.26.

119 Alexander, Balino ve Enoch, s.3.

bankalararası para piyasasının gelişmediği ülkelerde açık piyasa işlemleri tam ve etkin olarak kullanılamamaktadır. Gelişmiş veya gelişmekte olan ülkelerde rekabetçi bir interbank piyasasının varlığı, ikincil menkul kıymet piyasaları gelişmemiş dahi olsa açık piyasa işlemlerinin yürütülmesinde önemli rol oynamaktadır. Ayrıca zaman içerisinde ikincil menkul kıymet pazarlarının gelişmesine katkıda bulunmaktadır.¹²⁰

Türkiye’de son 30 yıllık süreçte API uygulamaları yapılmaktadır. Gelişmiş ve sanayileşmiş ekonomilerde bu süreç çok daha eski zamanlara dayanmaktadır. Dünya çapında A.B.D., İngiltere, Kanada gibi ülkelerin merkez bankaları geçmişten günümüze açık piyasa işlemlerini etkin bir şekilde kullanmaktadır.¹²¹

2.1.4. Döviz ve Efektif İşlemleri

Piyasalarda döviz arz ve talebini belirleyen çok çeşitli unsurlar bulunmaktadır. Bu unsurlara örnek olarak ulusal çapta reel sektör ve finansal piyasaların içinde bulunduğu koşullar, uygulanan para ve maliye politikaları, iktisadi temeller, uluslararası gelişmeler ve beklentiler verilebilir. Döviz piyasasında bu unsurlarla şekillenen denge, aşırı volatil olması ve finansal istikrara tehdit oluşturması durumunda merkez bankaları bu duruma kayıtsız kalmamakta ve kendi kur rejimleri çerçevesinde döviz ve efektif işlemleri ile müdahalede bulunmaktadır.¹²² Bu bağlamda “tam dalgalı kur rejimini” benimseyen merkez bankalarını dışarda bırakmak gerekir. Bu rejimin haricindeki merkez bankaları, döviz ve efektif işlemleri ile kur politikalarını uygulamaya çalışmaktadır.¹²³

Temel anlamda merkez bankalarının piyasa ile karşılıklı döviz alıŖ-satıŖı yapması üzerine kurulu olan sistemle, gerek yerli paranın, gerekse döviz kurlarının likiditesine yön verilerek kurdaki aşırı oynaklığın önüne geçilmesi amaçlanmaktadır. Döviz kurları yükseliŖ trendinde olduğunda, merkez bankası tarafından piyasanın ihtiyaçları doğrultusunda döviz ve efektif satıŖı yapılmakta ve döviz likiditesi arttırılıp, yerel paranın likiditesi daraltılmaktadır. (Miktarı azalan yerel para değer kazanır ve döviz kurları nispeten düşüŖ yönünde hareket eder.) Ters durumda ise yerel paranın aşırı değerlenmesine müsaade etmemek adına merkez bankaları döviz ve

120 Önder, s.73.

121 Akçay, s.22.

122 T.C.M.B., **2019 Para ve Kur Politikası Raporu**, Yayın Tarihi 05.12.2018, Ankara, <https://www.tcmb.gov.tr/wps/wcm/connect/c8681c26-c3c6-4476-b79d-b2aa9c8f34d2/2019Para-Kur.pdf?MOD=AJPERES&CACHEID=ROOTWORKSPACE-c8681c26-c3c6-4476-b79d-b2aa9c8f34d2-mtZhGm2>, (22.09.2019), s.1.

123 Önder, s.80.

efektif satın almakta ve piyasadaki reel paranın likiditesi bollaştırılmaktadır. Türkiye’de döviz piyasasına müdahale kapsamında çoğunlukla döviz/efektif satışı yapılmaktadır.

Dolaylı para politikası örneği olan döviz ve efektif işlemleri, piyasadaki likiditeyi yönlendirmek için kullanılmamaktadır. Diğer bir deyişle, piyasanın ihtiyaç duyduğu yerel para likidite bu yolla verilmemektedir. Piyasa likiditesine dolaylı etkilerinin amaçlanmasından ziyade, döviz piyasasında oluşan aşırı volatilité engellenip, dengenin oluşmasına yardımcı olmak için merkez bankalarınınca tercih edilmektedir.¹²⁴

Türkiye’de, Türk Lirasının iç ve dış değerini korumak adına, hükümetle koordinasyon çerçevesinde¹²⁵ hareket eden T.C.M.B, Türk Lirasının yabancı paralar karşısında değerini tespit etmeye yönelik kur rejimini belirlemektedir. Bu kapsamda, para politikası olarak döviz ve efektif alım-satımını vadeli veya vadesiz gerçekleştirebilmektedir. Söz konusu işlemlere zemin oluşturan platform “Döviz ve Efektif Piyasaları”dır.¹²⁶

2.1.5. Reeskont İşlemleri

Dolaylı para politikası araçlarından biri olan reeskont işlemleri, temelde bankaların portföyünde yer alan senetlerin merkez bankası tarafından iskonto edilmesi şeklinde tanımlanmaktadır.¹²⁷ Bankalar senetlerini iskonto ettirerek likidite ihtiyaçlarını senetlerin vadesinden önce gidermektedir.

Geçmişte merkez bankaları, kısa vadeli ticari senetleri iskonto ederek hem bankaların rezerv ihtiyaçlarını karşılamaya, hem de aniden patlak verebilecek panik havasını yatıştırmaya çalışmışlardır. Merkez bankaları gerek mali anlamda güç durumda olan bankalara yardım etmek, gerek piyasaları, para ve kredi imkânlarını kontrol etmek için reeskont işlemlerini tercih etmişlerdir.¹²⁸

Son likidite mercii (lender of last resort) niteliği taşıyan merkez bankasına ticari senetleri ile başvuran bankalar, belli bir iskonto oranı ile senetleri kırdırarak rezerv eksiklerini tamamlamakta, ardından kredi verebilmek için gerekli fona kavuşmaktadır. Geçmişte bazı ülkelerde dolaylı sayılan bu yoldan ziyade, direkt olarak reeskont kredileri şeklinde uygulamalar da söz konusu olmuştur. Merkez bankası reeskont oranlarını arttırıp azaltarak,

124 Önder, s.80.

125 Türk Parası Kıymetini Koruma Hakkında 32 sayılı karar.

126 T.C.M.B., **Döviz ve Efektif Piyasaları Sayfası**, <http://www.tcmb.gov.tr/wps/wcm/connect/TR/TCMB+TR/Main+Menu/Temel+Faaliyetler/Doviz+Efektif/Doviz+ve+Efektif+Piyasaları/>, (22.09.2919)

127 Akçay, s.18.

128 Önder, s.80.

reeskont kredilerine yön verilmeye çalışılmaktadır. Reeskont oranlarında çeşitli ayarlamalar yapılarak, reeskont kredilerine teşvik veya caydırma söz konusu olmaktadır. Bankaların reeskonttan elde edeceği fonla, kredi verme olanağına kavuşması nedeniyle kaydi para mekanizması devreye girmektedir.¹²⁹ Merkez bankası da bu mekanizmayı dikkate alarak reeskont oranlarına karar vermektedir.¹³⁰

Piyasada oluşan faiz oranları, reeskont işlemlerinde kullanılan reeskont oranları ile paralel seyirde gittiği için, reeskont oranlarındaki değişimler mevduat ve kredi oranlarına da anında etki etmektedir. Bir para politikası aracı olarak reeskont işlemleri, bankaların getiri-maliyet dengesini etkilemekte, kârlılık seviyesini dolaylı yoldan yönlendirmektedir.¹³¹

Merkez bankasının bankalara sağladığı reeskont imkânı için belirlediği fiyat eğer piyasadaki fiyatın altında ise bankalar piyasadaki borçlanmayıp merkez bankasına yönelmektedir. Toplanan fonların merkez bankasında birikmesi, finansal piyasaların önünde bir engel teşkil etmektedir. Ters durumda piyasa fiyatının çok üstünde kalırsa bu sefer de finansal istikrar için olumsuz koşullar oluşmaktadır.¹³²

Reeskont işlemlerinin bankalar ve piyasalar üzerinde çeşitli etkilerini tanımlayan bazı terimler aşağıdaki gibidir: ¹³³

- Merkez bankaları reeskont oranlarında ayarlamalar yaparak bankaların maliyetlerini etkiler ve “*maliyet etkisi*” oluşur.
- Bankalar, merkez bankalarının reeskont adımlarını takip eder, buna bağlı olarak ya reeskont kredilerine yönelir, ya da alternatif fon kaynaklarına başvurur ve “*ikame etkisi*” oluşur.
- Reeskont oranlarında yapılacak bir değişim, gelecek dönem para politikasına ilişkin sinyal verir ve “*duyuru etkisi*” oluşur.

129 Kaydi Para Mekanizması: Bankalar topladığı mevduatlar ile kredi kullanarak para yaratma sürecine girmektedir. Verilen kredilerin sonucunda vadesiz mevduat olarak bankaya dönen fonlara kaydi para denilmektedir. Zorunlu karşılıklar, kaydi para mekanizmasını frenlemek adına en sık kullanılan para politikası aracıdır. Geçmişte merkez bankaları kredi tavanı uygulaması ile de kaydi para yaratmanın önüne geçmeye çalışmıştır.

130 Daniel THORNTON, *The Discount Rate and Market Interest Rates: Theory and Evidence*, Federal Reserve Bank of St. Louis Review, 1986, Cilt 68, Sayı 7, 1986, <https://research.stlouisfed.org/publications/review/1986/08/01/the-discount-rate-and-market-interest-rates-theory-and-evidence>, (23.09.2019), s.9.

131 Akçay, s.19.

132 Balino, s.6

133 Thornton, s.10.

- Oranlardaki değişiklik ile hanehalkı ve finansal diğer taraflarca para politikasının net bir biçimde anlaşılmasına ve kavranmasına yönelik olarak oluşan fonksiyonu ile birlikte **“politika etkisi”** oluşur.

Ekonomik büyümenin önemli bir amaç olduğu eski merkez bankacılığı dönemlerinde, reeskont işlemleri kullanılarak bankalar aracılığı ile reel sektöre kredi açılmış ve çeşitli sektörlerle teşvik verilmiştir. Ancak zaman içerisinde finansal piyasalar gelişim göstermiş, çağdaş merkez bankacılığı görüşü de ekonomik büyümeyi ilk sıraya almayı bırakmıştır. Bu nedenle günümüz modern merkez bankacılığı, reeskont işlemlerini aktif olarak kullanmayı bırakmış, açık piyasa işlemleri, zorunlu karşılık mekanizması gibi öteki para politikası araçlarına yönelmiştir.¹³⁴

2.1.6. Kredi Tavanı ve Selektif Kredi Politikaları

Doğrudan para politikası araçlarından biri olan kredi tavanı uygulaması, temelde merkez bankalarının ticari kredilere sınırlama getirmesi olarak ifade edilebilir.¹³⁵ Bir nevi kredi programlanması olarak uygulanan bir para politikası aracıdır. Programlama ise büyüme, ödemeler dengesi ve özellikle enflasyon için belirlenen hedefler çerçevesinde yapılmaktadır. Kredi hacminin kontrolü bu yolla sağlanmakta, kredi genişlemesinin enflasyon üzerindeki etkileri kontrol edilmektedir. Parasal genişlemeyi frenlemek adına merkez bankaları tarafından tercih edilen para politikası aracı olmuştur.

Kredi tavanı uygulaması, merkez bankalarının kendi faaliyetlerini kapsamamakta, merkez bankaları tarafından ticari bankalara yaptırım olarak yüklenmektedir. Politikanın uygulamasının çerçevesi ise iki yöntem ile çizilmiştir: kredi miktarının ticari bankaların özkaynaklarının belli bir katı olarak sınırlandırılması veya kullandırdıkları sektörel kredilerin çeşitli alanlarla sınırlandırılması olarak bahsedilebilir.¹³⁶

Kredi tavanı aracı kullanıldığı zaman, bankaların kendilerine tahsis edilen kredi tavanına ulaşamaması durumunda, kredi genişlemesi planlanan seviyenin altında kalacak ve ülkenin ekonomik büyüme hedefi olumsuz etkilenecektir. Diğer taraftan kredi tavanı düşük belirlenmişse bankalar bu tavanı aşamayacağı için bu noktadan sonra toplanan mevduatlar getiriye dönüştürülemez ve sadece maliyet unsuru olarak kalacaktır. Mevduat hareketliliği ortadan kalkacaktır. Kredi tavanı uygulamasının yarattığı bu dezavantajların minimize edilmesi bağlamında, bankaların kendi tavanlarını

134 Önder, s.80.

135 Akçay, s.13.

136 Önder, s.62.

ticarete konu etmesinin uygun görülmesi, kredi tavanını aşan bankaların fazla likiditelerine faiz ödenmesi gibi kolaylıklar sağlanabilmektedir.¹³⁷

Kullanılacak kredilere ilişkin sınırlamalarda zaman zaman esneklik sağlanabilmektedir. Selektif kredi politikalarında olduğu gibi sektörel bazda çeşitlendirmeye gidilerek, bazı sektörler teşvik verilmesi mümkündür. Teşvik edilmek istenen sektör için söz konusu kredi tavanı yüksek tutulmakta ve kredilerin bu yönde verilmesi amaçlanmaktadır. Diğer taraftan banka bazında kredi tavanı uygulamaları da farklılaşabilmektedir. Burada bankaların sermayesi, mevduatları, mevcut canlı kredileri gibi çeşitli kriterleri göz önünde bulundurularak işlem yapılmaktadır. Merkez bankalarının kredi tavanı politika aracını benimsemesi durumunda, bankaların topladığı fonların spekülasyon alan ve sektörlerde değerlendirilmesinin önüne geçilmekte ve daha sağlıklı, kredi kaliteleri güçlü alanlara yönelmesi sağlanmaktadır.¹³⁸

Selektif kredi uygulaması, ekonomik büyümenin kontrolü bağlamında, çeşitli sektörlerin ön plana çıkarılarak krediyle desteklenmesi ve kredilere özel bir denetim uygulanmasıdır. Bu politikada kredi tavanı uygulamasından farklı olarak, amaçlanan hedef piyasa likiditesinin veya kredi hacminin ayarlanması değil, kredilerin sektörel bazda dağılımını ayarlamaktır. Merkez bankası tarafından sıkılaştırıcı para politikası uygulamalarına başvurulduğunda, teşvik verilmek istenen sektörlerin korunması için selektif kredi politikalarının da eş zamanlı uygulanması etkili bir yöntem olmuştur. Ancak bu kontrollerde doğru hesaplama ve tahmin yapılamaması ve yüksek miktarlarda uygulanması, piyasa likiditesini yönetmeye yönelik diğer para politikası araçlarının etkinliğini azaltmaktadır.

2.1.7. Diğer Para Politikası Araçları

Disponibilite Oranı: Bankaların çeşitli nakit ihtiyaçları için tuttukları, derhal nakde dönüştürülmesi mümkün olan mali değerlere “disponibilite (likidite)” denilmektedir. Bu mali değer bankanın cari borç veya yükümlülüklerine olan oranı ise “disponibilite oranı”dır. Disponibilite oranının belirlenmesi, merkez bankası tarafından yapılmaktadır. Para politikası aracı olarak zorunlu karşılık uygulamasına benzetilmektedir. Ancak disponibilite oranı uygulamasında tutulması gereken alt sınır belirlenebildiği gibi, pay ve paydada yer alan nakit değerler veya banka cari borçları – yükümlülükleri gibi unsurlar da merkez bankasının belirlenebilmektedir. Merkez bankaları bu para politikası aracına geçmişte sık başvurmuş, bu

137 Önder, s.63.

138 Richard LIPSEY, Peter STEINER, Douglas PURVIS ve Paul Courant, *İktisat* 1, 7. Baskıdan çeviri, Bilim Teknik Yayınevi, 1984, İstanbul, s. 186-187.

yöntemle gerek mevduat sahiplerini korumak, gerekse para ve kredi hacmini kontrol etme amacı gütmüşlerdir. Disponibilite için tutulması gereken mali değerlere, nakdin yanı sıra belli bir oranda DIBS de katılabilmektedir. Merkez bankası hazinenin ihraç etmiş olduğu DIBS'lerin de disponibl değer sayılmasını sağlayarak, kamu açıkları için de finansman görevi görmüşlerdir.

İkna ve İnandırma Yöntemi: Banka ve piyasaların davranışlarını etkileme bağlamında merkez bankaları sözlü yönlendirme kanalına başvurabilmektedir. Para arzını kontrol etmek, faiz oranlarını etkilemek ve kredi hacmini denetim altında tutabilmek için ikna yöntemi ve moral takviyesi (moral suasion) kullanılmaktadır. Özellikle kriz dönemlerinde merkez bankalarınca çok sık kullanılan para politikası aracı olmuştur. Yasal bir yaptırım taşımamakla beraber, piyasa merkez bankası hedefleri doğrultusunda yönlendirilmeye çalışılmaktadır.¹³⁹

Bu araçların dışında merkez bankası ticari bankaların veya finansal araçların ellerinde tuttıkları menkul kıymet portföylerinin bileşimini belirleme, hisse senedi veya tahvil alımına yönelik kredileri kontrol etme, özel mevduatların kendi nezdinde tutulmasını şart koşma, tüketici kredilerini kontrol etme gibi yetkilere sahiptir. Ayrıca para politikasının etkin kullanılması çerçevesinde basın yayın organizasyonları ve reklam yöntemi gibi çeşitli kanallara da başvurabilmektedir.¹⁴⁰

2.2. 2008 Küresel Finansal Krizi Sonrasında Uygulanan Geleneksel Olmayan Para Politikaları

Kriz dönemlerinde, merkez bankalarının kullanageldiği geleneksel para politikası araçları yeterli olmamaktadır. Klasik uygulamalardan farklı olarak alışılmışın dışında para politikası araçlarına başvurma ihtiyacı doğmaktadır. Bunun iki sebebi vardır: Birincisi, ekonomide faiz oranlarının oldukça düşük seyrettiği dönemlerde kriz şoku yaşanırsa, faiz oranları daha fazla düşürülemeyeceği için geleneksel olmayan para politikası araçları kullanılarak parasal kontrol sağlanabilir. İkincisi, parasal aktarım mekanizmalarının etkin çalışmadığı kriz dönemlerinde, geleneksel olmayan politikalar ekonomiyi yönetmeye yardımcı olmaktadır.¹⁴¹

2008 Global Krizi merkez bankalarının alışlagelmiş para politikası uygulamalarını sorgulamalarına neden olmuş, önemli değişimlerin sinyalini vermiştir. Küreselleşmenin maliyeti olarak nitelendirilen bu kriz ile dünya

139 Önder, s.65.

140 Önder, s.63-65.

141 Lorenzo Bini Smaghi, **Conventional and Unconventional Monetary Policy**, BIS Review 52,2009, <https://www.bis.org/review/r090429c.pdf>, (27.09.2019), s.2.

çapında merkez bankalarının normal koşullarda olumlu sonuçlar veren para politikası araçlarının etkinliğinin azaldığı görülmüştür.¹⁴² Bu koşullar altında merkez bankası para politikası anlayışında yeni bir dönem başlamıştır.

Geleneksel olmayan para politikası araçları piyasaları rahatlatan çok geniş araçlara sahip bir yaklaşımı ifade etmekte ve bir dizi önlemleri kapsamaktadır. Literatürde geleneksel olmayan para politikaları ile ilgili sınırlı sayıda çalışma bulunmaktadır. Ancak gün geçtikçe para politikası çalışmalarındaki kökleşmesini sürdürmesi ve önem kazanması konuyu dikkate değer hale getirmiştir. Kitabın bundan sonraki bölümünde geleneksel olmayan para politikası araçları tanımlanacak, araçların kalem kalem piyasaya ve ekonomiye olan etkileri değerlendirilecektir.

2.2.1. Faiz Koridoru

Merkez bankası temel amacı olan fiyat istikrarının gözetilmesi bağlamında geçmişte tek politika aracı olarak kısa vadeli faiz oranını (haftalık repo faizi) kullanmaktaydı. Finansal istikrarın günümüz ekonomik atmosferinde önem kazanması ile birlikte, bu istikrarı da kapsayan ve bu yönde geliştirilen yeni dönem para politikası araçlarından biri de “faiz koridoru” dur. Finansal dengesizliklerle mücadele edebilmek adına başvurulmuş bu politika zamanla dikkat çeken bir araç olmuştur.

Geleneksel para politikası araçları arasında bulunan kısa vadeli faiz oranı olan politika faizi uygulaması kriz döneminden sonra yetersiz gelmeye başlamış ve merkez bankası tarafından alt ve üst sınır belirlenerek üçlü bir faiz oranı yapısına geçiş yapılmıştır. Alt ve üst sınır ise merkez bankası borç alma ve borç verme faiz oranını ifade etmektedir. $\dot{I}_{ba}$: Merkez Bankası Borç Alma Faiz Oranı, i_p : Politika Faiz Oranı, i_{bv} : Merkez Bankası Borç Verme Faiz Oranı olmak üzere faiz koridoru aşağıdaki şekilde ifade edilebilir;¹⁴³

$$\dot{I}_{ba} < i_p < i_{bv}$$

Merkez bankası faiz oranlarının koridor arasında hareket etmesine müsaade etmektedir. Son likidite mercii (lender of last resort) niteliği burada devreye girmekte, faiz oranları alt sınıra ulaştığında, daha fazla düşüşün önlenmesi adına piyasadaki likidite fazlasını merkez bankası borçlanarak

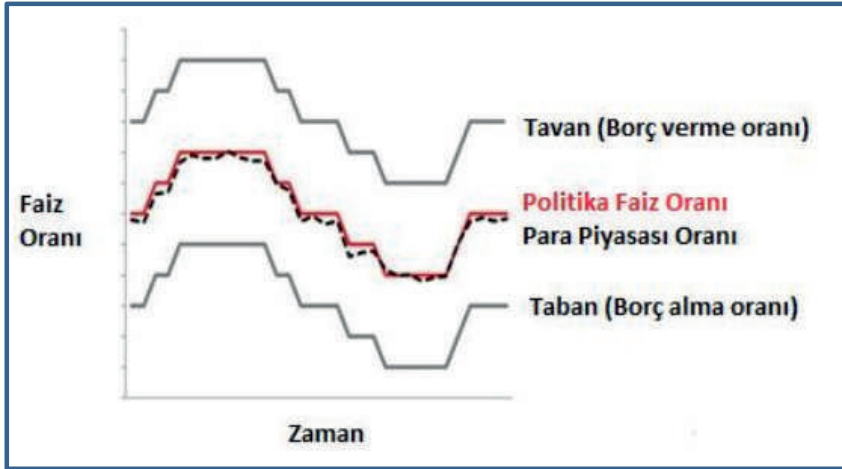
142 Umut Vural, **Geleneksel Olmayan Para Politikalarının Yükselişi**, TCMB İletişim ve Dış İlişkiler Genel Müdürlüğü, Ankara 2013, <http://www3.tcmb.gov.tr/kutuphane/TURKCE/tezler/umutvural.pdf>, (10.10.2018), s.20.

143 Hilal Şeker ve Baki Demirel, **2008 Finansal Krizi Sonrası Para Politikası Üzerine Teorik Bir İnceleme**, Politik Ekonomik Kuram Dergisi, Cilt 3(1), 2019, <https://dergipark.org.tr/en/download/article-file/748079>, (28.09.2019), s.11.

kendine çekmektedir.¹⁴⁴ Piyasa likidite açığı nedeniyle faiz oranlarının yükseliş trendine girdiği noktada ise merkez bankası borç verme imkânını kullanmakta, piyasaya likidite sağlamaktadır. Bu yolla faiz oranlarının koridorun üstüne çıkmasını engellemektedir. Borç alma ve borç verme faiz oranları arasındaki bant, faizlerin dalgalanması için arada bırakılan marj gibi düşünülebilir. Üçlü faiz oranı yapısındaki politika faiz oranı ise genellikle koridorun orta noktasında belirlenmektedir.¹⁴⁵

Genel anlamda sıkılaştırıcı para politikası uygulandığı dönemlerde, piyasadaki likidite açığı nedeni ile denge faiz oranları koridorun üst kısmında belirlenmekte, genişletici para politikası uygulandığı dönemlerde ise likidite fazlasının etkisiyle denge faiz oranı koridorun alt kısmında oluşmaktadır.

Şekil 1. Merkez Bankası Faiz Koridoru



Kaynak: Ayfer Gedikli, Para Politikası Aracı Olarak Faiz Koridorunun Etkinliği Üzerine Bir Değerlendirme: Örnek Ülke Deneyimleri, 2017, s.26.

Ekonomideki belirsizlikleri azaltabilmek adına atılan merkez bankası adımlarından faiz koridoru önemli bir statüye sahiptir. Merkez bankası piyasa dengesinde oluşan gecelik (O/N) faiz oranını hedeflediği noktaya yakınlıştırabilmek için faiz koridorunu kullanmaktadır. Faiz koridoru döviz kurlarında yaşanan volatilitayı de azaltmak adına çoğunlukla başvuru

144 Smaghi, s.7.

145 Vural, s.31.

para politikası aracı olmaktadır. Diğer taraftan açık piyasa işlemleri üzerinde yoğunlaşma olmaması için destekleyici politika olarak tercih edilmektedir.¹⁴⁶

2.2.2. Rezerv Opsiyon Mekanizması (ROM)

Global krizin para politikası anlayışına ve araçlarına getirdiği değişimin ardından geçmiş dönemlerde değer kaybeden zorunlu karşılıkların önemi artış göstermiştir. Dünya çapında bazı ülkeler sermaye giriş – çıkışlarının finansal piyasalarda dengesizlik yaratmaması ve kredi genişlemesinin kontrol altında tutulması bağlamında zorunlu karşılık aracını daha etkin kullanmaya başlamıştır. T.C.M.B. ise finansal istikrarın sağlanması ve ülke ekonomisinin kırılganlığını azaltmak adına zorunlu karşılık politika aracına yeni bir perspektif kazandırarak “Rezerv Opsiyon Mekanizmasını (ROM)” geliştirmiştir.

2011/10 sayılı Zorunlu Karşılıklar Hakkında Tebliğ’de Değişiklik Yapılmasına İlişkin Tebliğ ile bankalara zorunlu karşılıkların YP ve Altın olarak da tutulabilmesine ilişkin esneklik sağlamıştır. Tebliğde ifade edildiği üzere bankalara, Türk Lirası yükümlülükleri için tutulması gereken zorunlu karşılıkların %10’unun ABD Doları veya Euro döviz cinslerinden tutabilme imkânı getirmiştir. Ayrıca kıymetli maden depo hesapları hariç yabancı para yükümlülükler için tutulması gereken zorunlu karşılık miktarının %10’una kadar olan kısmını “standart altın” cinsinden tutulabilmesinin önünü açmıştır.¹⁴⁷ Yabancı para ve altın olarak tutulabilen bu %10’luk oranlar rezerv opsiyon mekanizmasının ilk düzenlemesinde bu şekilde yer almış; ancak dönemsel ihtiyaçlar dâhilinde TCMB tarafından sürekli güncellenmiştir.

ROM, TCMB nezdinde bankalar tarafından tutulması zorunlu olan TL miktarların, belli bir yüzdesini yabancı para veya altın olarak tutmasına olanak sağlayan bir uygulamadır. Rezerv opsiyon imkânının kullanılabilceği üst sınır ölçülerine “Rezerv Opsiyon Oranı (ROO)” ve TL ZK’ya karşılık gelen her dilim için tutulabilecek yabancı para veya altının değerini belirleyen katsayılara ise “Rezerv Opsiyon Katsayısı (ROK)” denilmektedir.¹⁴⁸

¹⁴⁶ Vural, s.31.

¹⁴⁷ T.C.M.B., Zorunlu Karşılıklar Hakkında Tebliğde Değişiklik Yapılmasına Dair Tebliğ, Sayı: 2011/10, Resmi Gazete Tarihi: 12 Eylül 2011, https://www.verginet.net/Dokumanlar/2011/zorunlu_karsiliklar_hakkinda_tebliğde_degisiklik_yapilmasina_dair_tebliğ_2011_10.pdf, (29.09.2019)

¹⁴⁸ TCMB (b), Araştırma Bülteni, Sayı: 28, Aralık 2012, <https://www.tcmb.gov.tr/wps/wcm/connect/aa4c238c-7272-4d52-811b-8dc0ccb54fb2/Bulten28.pdf?MOD=AJPERES&-CACHEID=ROOTWORKSPACE-aa4c238c-7272-4d52-811b-8dc0ccb54fb2-m3fb9BK>, (29.09.2019), s.2.

Örnek vermek gerekirse, A bankasının TL ZK için tutacağı %40'lık TL; %30'luk YP ve %30'luk altın dilimleri Rezerv Opsiyon Oranı' nı (ROO) ifade etmektedir. Ayrıca dilimine göre farklılık göstermekle birlikte, 100 birimlik TL için merkez bankasına yatırmak durumunda olduğu 140 birim TL karşılığı döviz nedeniyle 1,4'lük sayı "Rezerv Opsiyon Katsayısını (ROK) ifade etmektedir. Yatırılan dövizin dolar olduğunu ve dolar kurunun ilgili tarihte yaklaşık 1 ABD Doları = 5 Türk Lirası olarak varsayarsak;

- ❖ ROK olmadan birebir uygulama söz konusu olsaydı TL zorunlu karşılık olarak 100 birim TL = 20 dolar yatırılması gerekirdi; ancak ROK katsayısı 1,4 olarak belirlendiği için 100 birim TL karşılığı 28 birim dolar ($(100 \times 1,4) / 5$) merkez bankası hesaplarına yatırılmaktadır.

Rezerv Opsiyon Mekanizması, sermaye giriş-çıkışlarının çok yoğun olduğu dönemlerde finansal piyasalarda kırılganlık yaratmaması için geliştirilen bir uygulama olmuştur. Zorunlu karşılıkların parasal kontrol ve kredi genişlemesinin kontrolü gibi fonksiyonlarına, finansal piyasalarda istikrarı sağlayacak, volatilitiyi azaltacak rezerv opsiyon mekanizması eklenmiştir.

Zorunlu karşılıkların belli bir yüzdesinin YP ve altın olarak tutulmasına olanak sağlayan rezerv opsiyon mekanizmasının amaçları aşağıdaki gibi sıralanabilir:¹⁴⁹

- Bankalara likidite yönetiminde esneklik kazandırılması
- Döviz rezervlerinin güçlendirilmesi
- Yabancı sermaye hareketliliği nedeniyle döviz kurlarında ve finansal piyasalarda yaşanacak volatilitenin minimize edilmesi
- Kredi hacminin yabancı sermaye hareketlerine olan duyarlılığının azalması¹⁵⁰
- Diğer para politikası araçlarına olan ihtiyacın azalması¹⁵¹

Rezerv opsiyon mekanizmasının henüz uygulanmadığı dönemlerde, ağırlıklı olarak döviz/efektif işlemleri, açık piyasa işlemleri ve faiz oranı kullanılarak döviz kuru volatilitesi azaltılmaya çalışılmaktaydı. Ancak rezerv

149 Erdem Başçı, Zorunlu Karşılıklar ve Diğer Makro- İhtiyati Tedbirler: Gelişmekte olan Ülkeler Deneyimleri Konferansı, 2012, <https://www.tcmb.gov.tr/wps/wcm/connect/87dd013c-2f86-4ba9-95e2-c6c7c13986cc/Basci-ZorunluKarsilik-konusma.pdf?MOD=AJPERES&-CACHEID=ROOTWORKSPACE-87dd013c-2f86-4ba9-95e2-c6c7c13986cc-m3fC4-V>, (29.09.2019), s.3 - 5

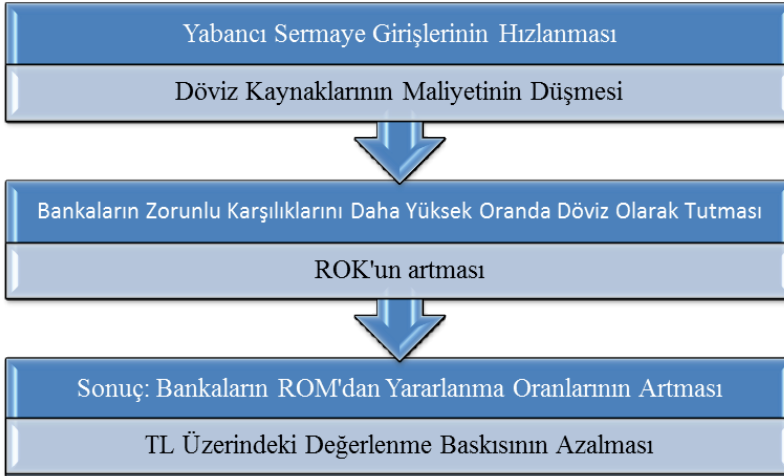
150 TCMB (b), s.1.

151 TCMB (b), s.2.

opsiyon mekanizması ile birlikte diğer araçların ulaştığı hedeflere, faiz oranı değiştirilmeden veya açık piyasa işlemlerine çok yüklenilmeden ulaşma kolaylığı sağlanmıştır.

Ülkeye yabancı sermaye girişlerinin yoğun olduğu dönemlerde döviz miktarı artış göstermekte, maliyeti nispeten düşüş göstermektedir. Bankalar böyle bir dönemde rezerv opsiyon mekanizmasına başvurmakta, elindeki döviz likiditesini merkez bankası hesaplarına yatırarak TL likiditesini serbest bırakmaktadır. Bu bağlamda ROM'un işlemesi ile birçok avantaj sağlanmaktadır. Şöyle ki, banka tarafında ROM sayesinde likidite yönetiminde esneklik kazanmaktadır. Diğer taraftan ülkeye giren döviz miktarının bir kısmı, merkez bankası hesaplarına yönelmektedir. Yaşanan döviz bolluğunun TL üzerinde değerlendirme yönünde yapacağı baskı da hafifletilmiş olmaktadır. Yabancı sermaye akımlarının yaratabileceği parasal genişleme ROM sayesinde dikkate değer bir biçimde sınırlandırılabilir. Yabancı sermaye çıkışlarının yoğun olarak gerçekleştiği dönemlerde ise döviz kıtlığı yaşanmakta, döviz maliyetleri de yükseliş kaydetmektedir. YP kaynaklara ulaşma noktasında zorluk yaşayan bankalar rezerv opsiyon imkânını daha az kullanmakta ve merkez bankası hesaplarına TL yatırıp, döviz likiditesini elde etmektedir.¹⁵² Aşağıdaki şekilde yabancı sermaye girişlerinin yoğun olduğu dönemlerde rezerv opsiyon mekanizmasının nasıl işlediğine yer verilmiştir.

Şekil 2. Sermaye Girişleri ve ROM İşleyişi



Kaynak: Ayşe Ergin ve Halil İbrahim Aydın, Finansal İstikrarı Sağlamaya Yönelik Bir Araç: Rezerv Opsiyon Mekanizması, Batman Üniversitesi Yaşam Bilimleri Dergisi, Cilt 7, Sayı: 1/1, 2017, s.8.

Rezerv opsiyon mekanizması ile piyasadan döviz çekildiği durumlarda, piyasada TL likiditesi artış gösterdiği için, etki bakımından merkez bankasının döviz alım ihalesine benzetilebilmektedir. Ancak merkez bankasının döviz alım ihalelerinden çok daha fazla miktarda döviz, ROM sayesinde merkez bankası hesaplarına geçmektedir. Tersi durumda rezerv opsiyon imkânının daha az kullanıldığı dönemlerde ise bankalar TL likiditesini merkez bankası hesaplarında tutarak döviz likiditesini serbest bırakmaktadır ve ROM bu yönüyle merkez bankası döviz satım ihalesine benzetilebilmektedir. Ancak bankaların serbest bıraktığı döviz likiditesi, döviz satım ihalesine kıyasla daha fazla olmaktadır. Bu mekanizmayı gerçekleştiren unsur “Rezerv Opsiyon Katsayısıdır (ROK).” Aşağıdaki tabloda güncel rezerv opsiyon katsayılarına yer verilmiştir.

Tablo 14. ROM Döviz ve Altın İmkân Dilimleri

Döviz İmkân Dilimi (%)	Katsayı
0-0	1
Altın İmkân Dilimi (%)	Katsayı
0-10	1,6
İşlenmiş veya Hurda Altın İmkân Dilimi (%)	Katsayı
0-15	1

Kaynak: TCMB, Zorunlu Karşılıklar Sayfası, (25.12.2021)

Rezerv opsiyon mekanizması, finansal piyasalarda kısa vadeli yabancı sermaye akımlarının yaratmış olduğu volatilitiyi azaltmakta ve finansal istikrarın sağlanması noktasında olumlu katkılar sağlamaktadır. Finansal istikrara pozitif katkılarının yanı sıra, hem TCMB’nin brüt rezervlerini arttırmış, hem de faiz oranlarında ve diğer politika araçlarında değişime gitmeye gerek duymadan para politikasının yürütülmesini sağlamıştır.¹⁵³ TCMB tarafından tasarlanıp uygulanan bu para politikası aracı, finansal istikrara yönelik çok çeşitli faydaları ile 2008 Global Krizi sonrasında geliştirilen geleneksel olmayan para politikası araçlarına önemli bir örnek olmuştur.

2.2.3. İstisnai Gün Uygulaması

Açık piyasa işlemlerini yürüten TCMB, ihtiyaç gördüğü hallerde haftalık repo açmayarak “istisnai gün uygulamasına” gitmektedir. Bazı kaynaklarda

¹⁵³ Ergin ve Aydın, s.11.

bu uygulama “ek parasal sıkılaştırma (EPS)” olarak da adlandırılmaktadır. Merkez bankası döviz kurlarındaki spekülâtif hareketlerin TL üzerinde baskı yaratmaması için istisnai gün uygulamasına başvurmuştur.

Ek parasal sıkılaştırmaya (EPS) karar verilen istisnai günlerde merkez bankası diğer para politikası araçlarını kullanabilmektedir. Örneğin, doğrudan veya ihale yoluyla döviz satımı gerçekleştirebilmektedir. Yani istisnai günlerde piyasaya haftalık repo ile TL vermemekte ve döviz likiditesini arttırıp TL likiditesini azaltma bağlamında döviz satışı yapmaktadır. Piyasadaki TL gecelik faiz oranları ise istisnai günlerde faiz koridorunun üst sınırına yaklaşmaktadır.¹⁵⁴

İstisnai gün uygulaması döviz kurlarındaki yükseliş trendinin süreklilik kazandığı dönemlerden ziyade, spekülâtif hareketlerin yoğun yaşandığı ve volatilitenin aşırı oynak olduğu günlerde yapılmaktadır. TL’ye değer kazandırabilmek adına TCMB ek parasal sıkılaştırmaya giderek hem dolaylı yünden faiz oranlarını arttırmakta, hem de piyasadaki TL likiditeyi kısmaktadır. Piyasaya “faizleri yükselttim” şeklinde bir karar sunmadan, bankaların ağırlıklı ortalama fonlama maliyetlerini ve faiz oranlarını yükseltmenin bir yöntemi olarak ifade edilebilir. Artış yönünde hareket eden kur üzerinde oluşan baskıyı bu yolla hafifletmektedir.¹⁵⁵

Merkez bankası tarafından ek parasal sıkılaştırma (EPS) uygulaması, bazı dönemlerde isminde yer aldığı gibi istisnai olmamakta, peşpeşe günlerde yapıldığı da olmaktadır.¹⁵⁶ Diğer bir ifadeyle, ihtiyaç görülen hallerde istisnai gün uygulaması, istisnai dönem uygulamasına dönüşebilmektedir. Bu dönemin uzunluğu, kurlarda yaşanan spekülâtif hareketlerin yoğunluğuna ve volatilitedeki oynaklığa bağlıdır.

2.2.4. Likidite Yönetimi

Merkez bankası temelde açık piyasa işlemlerini kullanarak, piyasadaki likidite açığı/fazlasını doğrudan alım-satım veya repo-ters repo kanallarıyla yönetmektedir. 2008 Global Krizi sonrasında merkez bankası likidite yönetimine açık piyasa işlemleri ile birlikte yeni bir perspektif kazandırmıştır. Piyasadaki likiditenin seviyesine bağlı olarak kullandığı likidite araçlarını çeşitlendirmiş, vadelerinde düzenlemeler yapmıştır.

¹⁵⁴ Vural, s.73.

¹⁵⁵ Business HT, **Merkezin Cephesinde Hangi Silahlar Var?**, <https://businessht.bloomberght.com/piyasalar/haber/1347710-merkezin-cephanesinde-hangi-silahlar-var>, (01.10.2019)

¹⁵⁶ Vural, s.73.

TCMB tarafından likidite yönetiminin genel çerçevesi şöyle özetlenmektedir:¹⁵⁷

- Kısa vadeli faiz oranının faiz koridoru içerisinde TCMB tarafından belirlenen düzeylerde oluşması
- Para piyasalarının TCMB likidite yönetimi çerçevesinde etkin ve istikrarlı çalışması
- Para politikasının kullanılan politika araçları tarafından desteklenmesi
- Ödeme sistemlerinin sorunsuz çalışması
- Piyasalardaki olağandışı gelişmelere karşı, likidite yönetiminde esnek bir duruşun sergilenebilmesi

Öngörülebilir düzeyde likidite açığı veya fazlası merkez bankası tarafından haftalık vadede açık piyasa işlemleri yapılarak yönetilmektedir. Ancak, piyasa açığı veya fazlası aşırı yüksek düzeylere ulaştığında farklı araçlar devreye girerek likidite yönetimi yapılmaktadır. Bu araçlara örnek olarak “Merkez Bankası tarafından sunulan hazır imkânlar” verilebilir.¹⁵⁸ “TL Depo İşlemleri”, “Geç Likidite Penceresi (GLP)”, “Gün içi Likidite” gibi araçlar hazır imkânlar arasında sayılmaktadır. Bunlar arasında oldukça önemli olan Geç Likidite Penceresi, merkez bankasının son borç veren kurum olma niteliği ile bankalara gün sonunda likidite sağlaması olarak ifade edilebilir. Vadesi geciktir (O/N) ve bankalar tarafından borç alma-verme işlemleri gün sonunda saat 16.00 – 17.00 arasında yapılmaktadır.¹⁵⁹ Bu imkânı başvuran bankalar genellikle, öngörülemeyen ve mücbir sebeplerden dolayı başvurmaktadır. Gün sonuna kadar likiditesini koşullara uygun bir biçimde yönetme zorunluluğu olan bankalar için TCMB’nin sağladığı bu imkân son çare olmaktadır. Bu nedenle kaliteli likidite yönetimi yapan sağlıklı bankaların kullanmak durumunda kalmayacağı bir seçenektir. Ancak dönem dönem merkez bankası tarafından uygulanan parasal sıkılaştırma nedeni ile fonlama maliyetinin yükselmesinin ardından bankalar sıkça başvurur olmuştur.

157 TCMB (c), **100 Soruda Merkez Bankacılığı**, <http://www.tcmb.gov.tr/wps/wcm/connect/2d9f2c1d-18eb-4124-8fd9-a4ea189a24ad/100+Soruda+TCMB.pdf?MOD=AJPERES&CACHEID=ROOTWORKSPACE-2d9f2c1d-18eb-4124-8fd9-a4ea189a24ad-mK9oVdo>, (02.10.2019), s.49.

158 TCMB, **Hazır İmkânlar Sayfası**, <https://www.tcmb.gov.tr/wps/wcm/connect/TR/TCMB+TR/Main+Menu/Temel+Faaliyetler/Piyasalar/Hazir+imkanlar/>, (02.10.2019), s.1.

159 TCMB, **Hazır İmkânlar Sayfası**, <https://www.tcmb.gov.tr/wps/wcm/connect/TR/TCMB+TR/Main+Menu/Temel+Faaliyetler/Piyasalar/Hazir+imkanlar/>, (01.10.2019)

2.2.5. Kaldıraç Uygulaması

Merkez Bankası'nın son dönemlerde önem verdiği önemli hususlardan biri olan kaldıraç uygulaması temelde bankaların risklilik düzeyini sınırlandırma amacı taşımaktadır. Bankaların risklilik seviyesini ölçen “sermaye yeterlilik katsayısı”, “kaldıraç oranı” gibi oranlar, yüksek borçluluk ve risk iştahını yansıtan önemli unsurlardandır. Ülkenin içinde bulunduğu makroekonomik koşulların olumsuzla dönmemesi ve kriz yaşanmaması için BDDK gibi bankaları düzenleyen ve denetleyen kurumlar arasında sayılan merkez bankası da destekleyici politika olarak “kaldıraç uygulamasını” gündeme almıştır.

Kaldıraç oranı bankaların varlıklarını finanse ettikleri kaynaklarının durumunu gösteren ve borçlarını ödeyebilme kabiliyetini yansıtan bir oran olarak tanımlanmaktadır. TCMB'nin kabul ettiği şekliyle, ana sermayenin pasif toplamı ile bilanço dışı yükümlülükler toplamına oranı olarak hesaplanmaktadır. $((\text{Ana sermaye veya özkaynak} / (\text{Toplam Pasif} + \text{Bilanço Dışı Yükümlülükler}))^{160}$ Bu oran TCMB tarafından %3 olarak belirlenmiş, zorunlu karşılıkların hesaplanmasında bu oranın dikkate alınacağı açıklanmıştır.

Kaldıraç dayalı zorunlu karşılık politikası, bankaların borçlanma yoluyla aktiflerini ölçsüzce büyütmenin önüne geçecek, varlık ve kaynaklar arasında uyumlu bir bilanço yapısı kazandıracak bir uygulama olarak planlanmıştır. Ayrıca sermaye girişlerinin yaşandığı genişleme döneminde, bankaların borçluluk düzeyi de artış gösterdiği için, kaldıraç uygulaması borçluluk düzeylerini dengede tutmaları yönünde bir uyarı olacaktır. Bu bağlamda merkez bankasının birincil amacı olan fiyat istikrarı hedefine de katkı sağlayacağını söylemek mümkündür.

2.2.6. Miktersal Genişleme

Merkez bankası ülkede para basma yetkisi verilen tek kurumdur. Parasal genişlemenin (para yaratmanın) ne ölçüde yapılacağı hususunda bağımsız ve tek karar alıcı kurum statüsündedir. Ülke ekonomisi üzerinde parasal genişlemenin en önemli etkisi enflasyonu arttırmak olduğundan, ölçsüz para yaratma mekanizmasına başvurmak merkez bankasını eleştirilerin odağı haline getirmektedir. Bu bağlamda parasal genişleme, genellikle enflasyonla mücadele eden ülkelerin merkez bankalarının tercih etmeyeceği bir durumdur. Bazı kriz dönemlerinde merkez bankaları para politikası kapsamında parasal genişlemeye başvurmak durumunda kalmaktadır. (2008 Global Kriz de buna örnek teşkil etmektedir.) Ancak miktersal genişleme olarak ifade edilen

160 Vural, s.74.

bu parasal genişleme, düşünüldüğü gibi para basma yoluyla değil, merkez bankasının halihazırdaki rezervleri kullanılarak uygulanmaktadır.¹⁶¹

2008 Global Krizi'nin ardından gelişmiş ülkelerde faiz oranları sıfıra yaklaşınca, merkez bankalarının elindeki para politikası araçlarının etkinliği azalmıştır. Piyasada likidite ihtiyacı devam ederken, faiz oranlarının daha fazla düşürülemeyeceği düşüncesi ile merkez bankaları finansal durumu kötüleşen firma ve bankalara kredi kullandırma yöntemi ile yardımda bulunmuşlardır. Etkinliği azalan para politikası araçlarına karşı, miktarsal genişleme adımı atmışlardır. Ekonomik aktivitenin devamlılığını amaçlayan bu yöntem neticesinde, gelişmiş ülkelerde parasal genişleme dönemi başlamıştır.¹⁶²

Gelişmiş ülkeler krizi yönetme bağlamında parasal genişleme yolunu tercih ederken, ağırlıklı olarak “Varlık Alım Programları (Quantitative Easing-QE)” uygulamışlardır. Geleneksel olmayan para politikası çerçevesinde bu uygulamalar “miktarsal genişleme” olarak adlandırılmıştır. Varlık alım programlarına konu edilen değerler, gerek kısa dönemli finansal varlıklar gerek uzun dönemli devlet tahvilleri veya kredi alacakları olabilmektedir. Merkez bankaları, varlık alımları yaparak hem kendi bilançolarını, hem de parasal tabanı genişletmiştir.¹⁶³ Geleneksel olmayan miktarsal genişleme aracı, geleneksel politikalardan açık piyasa işlemleri ile benzerlik gösterse de açık piyasa işlemleri ile miktarsal genişleme arasındaki fark incelendiğinde, miktarsal genişlemeye konu olan varlık alım programlarında satın alınan menkul kıymetlerin daha fazla olduğu görülmektedir. Miktarsal genişleme, merkez bankası bilançosunu niceliksel olarak daha fazla etkilemektedir.

Miktarsal genişleme politikası uygulandığında merkez bankası faiz oranının düzeyi ile değil, piyasadaki likidite ile ilgilenmektedir. Hedefe ulaşma bağlamında, faiz oranı para politikası aracı olarak kullanılmamakta, likidite miktarının bizzat kendisi para politikası aracı olmaktadır.¹⁶⁴

Merkez bankası miktarsal genişleme sürecinde, piyasaya yeterli likiditeyi sunarken, diğer taraftan hazine bonosu/devlet tahvilini para politikası çerçevesinde piyasadan satın alarak dolaylı yoldan hazineye ve hükümete

161 Andrew Sheng, Central Banking in an Era of Quantitative Easing, Levy Economic Institute, Working Paper No: 684, http://www.levyinstitute.org/pubs/wp_684.pdf, (08.06.2021), s.8.

162 Smaghi, s.4.

163 Gert Peersman, **The Effectiveness of Unconventional Monetary Policies**, Global Financial Institute, Universiteit Gent, Working Paper, 2014, http://wps-fcb.ugent.be/Papers/wp_14_875.pdf, (05.10.2019), s.8.

164 R. A. Anil Perera, **Conducting Monetary Policy In Turbulent Times: Impact of Unconventional Monetary Policies**, Central Bank of Sri Lanka International Research Conference, 2010, https://www.cbsl.gov.lk/sites/default/files/Unconventional_Monetary_Policies_Full.pdf, (03.10.2019), s.18.

yardımcı olmuştur. Hükümetin yardım programlarında kullanabileceği nakdi merkez bankası bu yolla sağlamıştır. Ayrıca bankaların bilanço yapısını bozan sorunlu alacaklarını ve menkul kıymetlerini de satın alarak iflas etmelerinin önüne geçmiştir. Özetle merkez bankası gerek bankalara gerek hükümete sunduğu desteklerle krizin atlatılmasında önemli rol oynamıştır.

Kriz döneminde, ekonominin canlandırılması için atılan miktarsal genişleme adımları, uzun dönemde faiz oranlarını düşürerek yatırım harcamalarını teşvik etmiştir. Bilançoları ve likiditesi güçlenen bankaların kredi süreçleri tekrar işler hale gelmiştir. Hanehalkının harcaması ve kredi kullanımı artış göstermiştir. Ekonomi bütününde toplam harcamalar artmış, talep artışı ile fiyat istikrarında olumlu seyir sağlanmıştır.

Miktarsal genişleme politikası, bankaların yanı sıra özel sektöre de olumlu katkılar sunmuştur. Gerek özel sektör şirketlerine, gerek özel sektöre yatırım yapan hisse sahiplerine kendi varlıklarını satabilecekleri yönünde güvence vererek endişe ve panik durumunu bertaraf etmiştir. Firmaların doğrudan sermaye piyasasına başvurarak borçlanmaları kolaylaştırılmış, yeni finansman kaynakları, yeni yatırımların kapısını açmıştır. Böylece toplam yatırımlar ve toplam harcamalar olumlu etkilenmiştir.¹⁶⁵

Gelişmiş ülkelerde uygulanan miktarsal genişlemenin etkileri, gelişmekte olan ülkelere de yansımıştır. Küresel çapta likidite bolluğu oluşmuş, risk iştahına bürünen bu likidite gelişmekte olan ülkelere yabancı sermaye hareketleri kanalıyla akmıştır. Küresel sermaye hareketinin neticesinde, gelişmekte olan ülkelere yerel para birimi değerlenmiş, döviz kurları düşüş göstermiştir. Yaşanan döviz çokluğu, bazı avantajları beraberinde getiriyor gibi gözükse de, enflasyon ve dış ticaret gibi makroekonomik parametrelere zarar vermiştir. Özellikle FED tarafından uygulanan miktarsal genişleme politikası, Çin, Brezilya ve Kore gibi ülkeler tarafından olumsuz karşılanmış, küresel ekonomiye zarar verdiği ve ticaret savaşlarına yol açtığı belirtilmiştir.¹⁶⁶

FED'in (ABD Merkez Bankası) yanı sıra, ECB (Avrupa Merkez Bankası) ve BOJ (Japonya Merkez Bankası) kriz döneminde miktarsal genişleme politikasına başvuran dünya çapındaki önemli merkez bankalarındandır. Faiz oranı sıfır düzeyine yaklaşmış olan bu ülkelerde diğer para politikası için

165 Vural, s.23.

166 James Carver, **QE works, right? Unintended consequences of quantitative easing and why it rarely works**, January 2017, <https://illuminate.nucleusfinancial.com/blog/qe-works-right-unintended-consequences-quantitative-easing-it-rarely-works>, (08.06.2021), s.1.

manevra alanı oldukça daralmış, faiz indirimi ile daha fazla ilerleyemeyeceği öngörülünce, miktarsal genişleme politikasını uygulamışlardır.

2.2.7. Kredi Genişlemesi

Gelişmiş ülke merkez bankaları tarafından para politikası çerçevesinde uygulanan kredi genişlemesi aracı ile temelde finansal piyasaların işlevselliğinin yeniden kazandırılması, finansal kurumların kurtarılması ve daralan likidite sorununun çözülmesi amaçlanmaktadır. Ancak kredi genişlemesi politikası, bankaların kredi kullandırım ve hacmi ile ilgili değil, asıl olarak merkez bankasının ticari bankaların bilançosunda yer alan düşük likiditeye sahip menkul kıymetleri satın alması ile ilgilidir. Likiditesi olmayan menkul kıymetleri bilançosundan çıkarma imkânına kavuşan bankalar için, menkul kıymetlerini likiditeye çevirip, krediye ağırlık verebilme olanağı sağlanmıştır. İlk olarak dönemin FED başkanı Ben Bernanke tarafından “credit easing” olarak ifade edilmiştir. Bu bağlamda kredi genişlemesini şöyle tanımlamak mümkündür:¹⁶⁷

“Kredi genişlemesi (credit easing), esas olarak piyasanın ihtiyaç duyduğu likiditenin sağlanması için merkez bankası tarafından menkul kıymet, varlığa dayalı menkul kıymet veya anonim şirketlerce ihraç edilen borç senetlerinin doğrudan satın alınmasıdır.”

İlk bakışta miktarsal genişleme politikasından farklı görünmese de kredi genişlemesi, merkez bankasının bilanço yapısını ve kompozisyonunu değiştirmesi bakımından miktarsal genişlemeden farklı bir uygulamadır. Diğer bir ifade ile miktarsal genişleme, merkez bankası bilanço büyüklüğünü arttırırken, kredi genişlemesi bilançoda yer alan kalemlerin vade ve çeşidini değiştirmektedir. Merkez bankası kredi genişlemesi yöntemiyle piyasadan likiditeye dönüştürülme ihtimali düşen ve riskli hale gelen menkul kıymetler satın alınmakta, bunun yerine risk primi düşük, likiditesi yüksek menkul kıymetler piyasaya verilmektedir. Bir nevi menkul kıymetlere ilişkin riskler merkez bankasına transfer edilmektedir.

Kredi genişlemesi yapmak isteyen merkez bankası doğrudan para basma yöntemine başvurmadan, örneğin kısa vadeli menkul kıymetleri, uzun vadeli devlet tahvilleri ile değiştirmektedir. Parasal aktarım mekanizmasının sekteye uğradığı kriz dönemlerinde, piyasaların işlevselliğinin tekrar kazandırılmasına yardımcı olmaktadır. Piyasada oluşan manevra daralması sorununun aşılmasına katkı sağlayan kredi genişlemesi politikası, aynı zamanda varlık fiyatlarının hızlı bir biçimde toparlanmasını da sağlamaktadır. Şöyle ki,

167 Perera, s.19.

kriz döneminde bazı varlıklar değerinin çok altına inmektedir. Bu politika ile ekonomide risk primlerinin düşüş sağlaması kolaylaşmakta ve varlık fiyatlarına olumlu yansımaları olmaktadır. Varlık fiyatlarının toparlanması ve ekonomik çarkın dönmeye için fon akışını gerçekleştirmektedir.¹⁶⁸

Merkez bankası uyguladığı kredi genişlemesi politikası ile sistemik çapta sorun yaratabilecek finansal kurumların bilançosuna olumlu katkı sağlamaktadır. Sistemik risk önlenerek krizin derinleşmesinin önüne geçilmekte, finansal istikrar sağlanması amaçlanmaktadır. Ancak yukarıda sayılan bütün avantajlarının yanı sıra bazı dezavantajları da mevcuttur. Örneğin, menkul kıymet risklerinin merkez bankasına transferi, merkez bankası bilançosunun ağır risklerle karşı karşıya kalmasına neden olmaktadır. Sonraki süreçte herhangi bir olumsuz koşulda merkez bankasının hareket alanı daralmaktadır. Diğer taraftan kredi genişlemesinin ölçüsünün aşılması durumunda finansal kurumlarda aşırı rezerv birikimi söz konusu olmaktadır. Aşırı rezerv ise banka kaynaklarının kârlı alanlara yönlendirilemeyecek atıl kalması anlamı taşımaktadır.

2.2.8. Faiz Taahhüdü Politikası

Merkez bankasının uygulamış olduğu para politikası, parasal aktarım mekanizması ile piyasalara ulaşmaktadır. Parasal aktarım mekanizması içerisinde de beklentiler kanalı önemli rol oynamaktadır. Piyasaların beklentiler kanalı ile yönetilmesi bağlamında merkez bankasının kullandığı araçlara önemli bir örnek faiz taahhüdü politikasıdır.

Merkez bankasının piyasadaki aktörlerle kurduğu iletişimin elverdiği ölçüde faiz oranı ile ilgili yönlendirme yapması faiz taahhüdü politikasını ifade etmektedir. Diğer bir deyişle faiz taahhüdü politikası, merkez bankasının piyasa katılımcılarını faiz oranının düzeyi hakkında ikna etmesi, belli bir dönem sabit tutacağını, faiz arttırımına gitmeyeceğini belirterek piyasaya mesaj vermesi olarak anlatılabilir.¹⁶⁹ Makroekonomik atmosfer, piyasa aktörlerinin beklentileri ile şekillenmektedir. Bu bağlamda, merkez bankası faiz taahhüdü politikasına başvurarak beklentileri ekonominin olumlu gidişatı için yönlendirmekte, ekonomideki çarkların sürekliliği için bu politikayı kullanmaktadır. Geleneksel para politikası araçlarından “ikna yöntemi” ile benzerlik gösterse de, faiz taahhüdü politikası nokta atışı yaparak faiz oranlarını işaret etmektedir.

¹⁶⁸ Vural, s.25.

¹⁶⁹ Vural, s.27.

Kısa vadeli faiz oranlarını hedef alarak oluşturulan faiz taahhüdü, özel sektörün beklentilerini “yatırım yapma yönünde” teşvik edebilmektedir. Faiz oranının bir süre daha düşük seyredeceği beklentisi, özel sektör yatırımlarını arttıracaktır. Tasarruf- yatırım dengesine yapacağı olumlu katkılarla, faiz taahhüdü politikasının etkisi finansal kesimle sınırlı kalmayacak, ekonomideki reel kesime de yansımaları olacaktır. Faiz taahhüdü politikası merkez bankası tarafından dikkatli kullanılmak durumundadır. Faiz oranları ile enflasyon arasında oldukça sıkı bir bağ mevcuttur. Faiz taahhüdü politikası ile faiz oranlarının belli bir süre düşük tutulacağına ilişkin piyasaya mesaj vermesi durumunda, hanehalkı talebinin ve toplam harcamaların artmasına yol açabilmektedir. Talebin artması eğilimi, enflasyonda artış yaratacaktır.¹⁷⁰ Enflasyonda yükseliş trendi olduğu noktada ise, merkez bankasının faiz taahhüdü politikasından cayması ihtimali, en önce merkez bankası bağımsızlığının sorgulanmasına ve kredibilitesinin zarar görmesine neden olacaktır.

2.2.9. Sözlü Yönlendirme ve İletişim Kanalları

Geleneksel para politikası araçları arasında anlatılan ikna ve moral yöntemi ile benzerlik taşıyan “sözlü yönlendirme ve iletişim kanallarının kullanılması politikası”, parasal aktarım mekanizmasındaki beklentiler kanalı ile piyasaya yön verme amacı taşımaktadır. Merkez bankasının piyasanın ve ekonominin gidişatına ilişkin açıklamaları, özel sektör beklentilerini yönetme bağlamında kullanılmaktadır.

2008 Global Krizi sürecinde sözlü yönlendirme ve iletişim kanalları gelişmiş ülke merkez bankalarının sık başvurduğu araçlardan biri olmuştur. Belirsizlik nedeniyle piyasa aktörleri tarafından oldukça önemli kabul edilen merkez bankası açıklamaları gelişmiş ve gelişmekte olan ülkeler tarafından yakından takip edilmiştir. Özellikle, Avrupa Merkez Bankası (ECB) ve Amerikan Merkez Bankası (FED) tarafından bu politika, para politikası kapsamında yeni bir yol olarak görülmüş, piyasaları yönlendirmek için kullanılmıştır.

2.3. Parasal Aktarım Mekanizması

Temelde para arzının genişletilmesi veya daraltılması noktasına dayanan para politikası uygulamaları, finansal sektörü etkilemekle kalmayıp, reel sektöre de doğrudan veya dolaylı yollarla ulaşmaktadır. Merkez bankasının hedefleri doğrultusunda uyguladığı para politikasının reel ekonomik unsurlara yansımaları çeşitli kanallar üzerinden gerçekleşmektedir. Para politikasının

170 Şeker ve Demirel, s.10.

makroekonomik parametreleri şekillendirmesi, oldukça karmaşık yapıdaki “parasal aktarım mekanizması” sayesinde gerçekleşebilmektedir.¹⁷¹

Ekonominin para politikası ile etkileşiminin ne doğrultuda olduğunun anlaşılabilmesi, iktisat yazınında bir gereklilik olarak ortaya çıkmıştır. Bu bağlamda para politikası araçlarının enflasyonu ve diğer önemli hedefleri nasıl ve ne ölçüde etkilediğinin belirlenmesi ve etkinsiz olduğu tespit edilen araçların yerine daha etkin araçların koyulabilmesi için 1980’li yıllardan itibaren “parasal aktarım mekanizması” çalışmaları yapılmıştır. İlk araştırma ve analizler, parasal değişkenlerle toplam talep, enflasyon arasındaki ilişkiyi tespit etmek üzerine kurulmuş ve “faiz oranı kanalı”na dayanmıştır. Ancak zamanla teknolojik gelişmelerin para tabanına etkileri, küreselleşme, yabancı sermaye hareketleri gibi unsurlar çok çeşitli parametreleri beraberinde getirmiş, parasal aktarım mekanizması da çok yönlü denklem haline gelmiştir. Pek çok etkenin bir araya gelmesi neticesinde parasal aktarım mekanizması döviz kuru kanalı, beklentiler, kredi hacmi gibi konuları da kapsamına almış, oldukça geniş ve karmaşık bir yapıya bürünmüştür.¹⁷²

Parasal aktarım mekanizması 2008 Global Krizi ile dikkati daha çok çeken bir konu olarak karşımıza çıkmıştır. Global Krizin yayılması sürecinde önemli rol oynamış, ülke ekonomilerinin yapısal farklılığına bağlı olarak kriz her ülkeyi farklı parasal aktarım mekanizması yoluyla etkilemiştir. Ülkenin etkin işleyen parasal aktarım mekanizmasına göre, krizin etkileri farklı parametreler üzerinde hissedilmiştir. Kriz yönetimi bağlamında ise parasal aktarım mekanizması, merkez bankalarına etkin politika üretebilmeleri noktasında önemli katkılar sağlamıştır.¹⁷³ Bu nedenle parasal aktarım mekanizması kriz döneminin hem sebebi hem de çözümü olmuştur şeklinde yorumlamak mümkündür.

Para politikası kararlarının uygunluğu ve etkinliği üzerinde doğru değerlendirmelerin yapılması oldukça önemlidir. Merkez bankası politika araçlarını seçerken, makroekonomik hedeflere kısa vadede ve düşük maliyetle ulaştırabilen araçlara yoğunlaşması gerekmektedir. Bu bağlamda fiyatlar genel düzeyi, ithalat, iç-dış talep gibi unsurların para politikasından ne denli etkilendiği hususu doğru tespitlere dayandırılmalıdır.¹⁷⁴

Ekonominin en önemli bileşimlerinden biri olan toplam arz, para politikası uygulamalarından daha az etkilenmektedir. Merkez bankası

171 Oktar, Eroğlu vd., s.2.

172 Smaghi, s.2.

173 Oktar, Eroğlu vd., s.3.

174 Smaghi, s.2.

tarafından uygulanan para politikası çoğunlukla toplam talep üzerinde etki etmektedir. Uzun vadede bakıldığında ise fiyatlar genel seviyesi ve fiyat istikrarı doğrudan para politikası tarafından şekillenmekte, buna karşın bu uygulamalar toplam çıktı düzeyinde sadece kısa dönemli dalgalanmalara yol açmaktadır.¹⁷⁵ Bu bağlamda, parasal aktarım mekanizması ile ilgili yapılan araştırmalar, reel sektörün toplam arz bacasını içermekten ziyade, parasal değişkenlerle toplam talep, enflasyon gibi değişkenler arasındaki ilişkinin etraflıca incelenmesine dayanmaktadır.

İktisat teorisinde parasal aktarım mekanizması hakkında bir fikir birliği bulunmamakla birlikte, farklı ekoller tarafından tartışılan fikir ayrılıkları şöyle özetlenebilir:

Keynesyen Görüş: 1929 yılından sonra yaşanan Büyük Buhran'ın ardından ortaya çıkan Keynesyen görüş, dönemin koşulları gereği maliye politikasını ön plana çıkarmış, krizi aşmak için kamu kesimi tarafından adım atılması gerektiğini savunmuştur. Enflasyon ve işsizliğin önlenmesi noktasında maliye politikası yaklaşımı kabul görmüş, Keynesyen ekol 1970'li yıllara kadar başarıyla iktisadi düşünce yapısını sürdürmüştür.¹⁷⁶

Keynesyen yaklaşıma göre, ekonomik faaliyetlerin yönlendirilmesi bağlamında, maliye politikaları para politikasından daha etkili olmaktadır. Para miktarının çıktıyı etkilemesi dolaylı yoldan olmakta ve faiz oranları kanalıyla gerçekleşmektedir. Para politikasının reel ekonomi üzerindeki etkisini faize odaklanarak açıklamış, para piyasaları ve reel piyasalar arasında faiz oranı sayesinde bir ilişkinin varlığını belirtmiştir. Keynesyen bakış açısında para miktarında gerçekleşen bir değişim, ilk basamakta faiz oranlarını etkilemekte, tasarruf, yatırım ve tüketim gibi makroekonomik değişkenleri sonraki süreçte etkilemektedir. Zaman içerisinde de toplam talep artışı veya azalışı ile fiyatlar genel düzeyi şekillenmektedir.¹⁷⁷

Monetarist İktisat (Parasalcı Yaklaşım): Milton Friedman öncülüğünde oluşan monetarist iktisat ekolüne göre, Keynesyen yaklaşımın aksine para politikasının reel ekonomiye yansımalarının sadece faiz oranı ve yatırım ilişkisinden ibaret olmadığını savunmuştur. Faiz kanalı dışında başka kanalların da para politikasının etkilerini makroekonomik değişkenlere taşıdığını belirtmiştir. Diğer bir deyişle, parasalcı yaklaşıma göre, para politikası toplam talebi sadece faiz – yatırım ilişkisine dayanarak değil, faizden başka birçok kanalla etkileyebilmektedir. Buna ek olarak Keynesyen

175 T.C.M.B.(a), *Parasal Aktarım Mekanizması*, s.2.

176 T.C.M.B.(a), *Parasal Aktarım Mekanizması*, s.2.

177 Parasız, s.483.

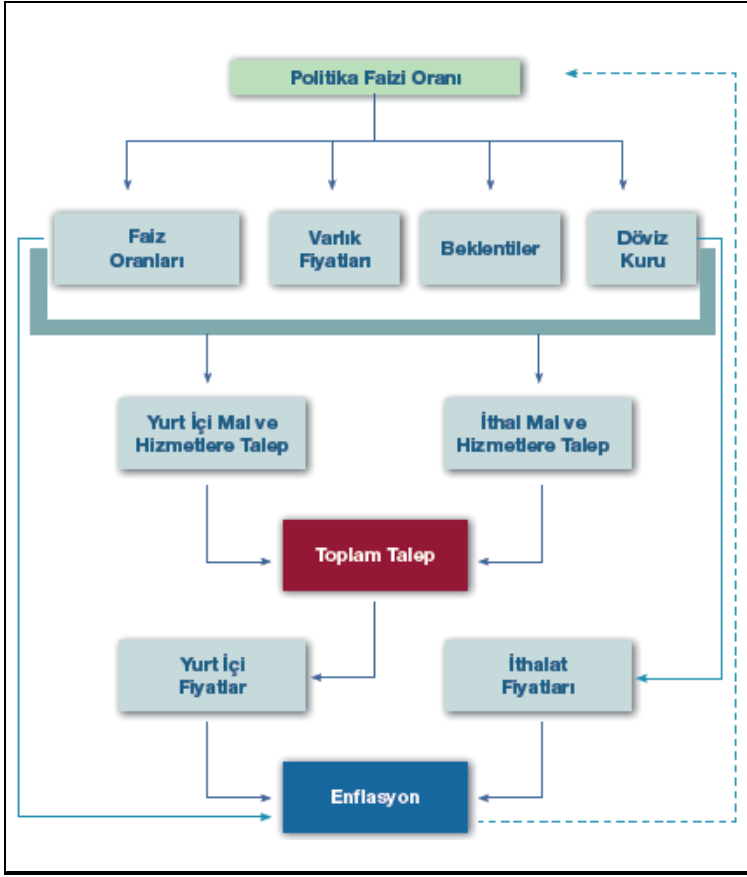
yaklaşımın iddia ettiği “nominal faiz oranlarının düşüşü yatırım harcamalarını arttıracaktır.” şeklinde görüşün zayıf olduğunu açıklamıştır. Burada nominal faiz oranı yerine, borçlanma ve yatırım kararlarının reel faiz oranı ile belirlendiğini savunmuştur.¹⁷⁸

Günümüz dünyasında, parasal aktarım mekanizmasına ilişkin görüşleri olan Keynesyen ve Monetarist yaklaşımlarından başka yeni yaklaşımlar da mevcuttur. Her ekol parasal aktarım mekanizmasına farklı perspektiften baksa da, bu ekollerin ortak noktası, para hacmindeki değişikliklerin reel sektörü doğrudan veya dolaylı yoldan etkilediği ve para politikası ile ekonomik aktivite arasında mutlak bir ilişki olduğu yönündedir.

Para politikasının etkileri parasal aktarım mekanizması kanallarıyla reel ekonomiye üç aşamada ulaşmaktadır. İlk olarak para politikasında yapılan değişiklikler döviz kuru, faiz oranı veya beklentiler gibi unsurları etkilemektedir. Bu kanallar yoluyla ikinci aşamada yurtiçi veya yurtdışı talep artıp/azalmakta, üçüncü basamakta ise talebin fiyatlar genel düzeyini etkilemesi söz konusu olmaktadır. Aşağıdaki şekilde parasal aktarım mekanizması daha detaylı gösterilmektedir.

178 Oktar, Eroğlu vd., s.5.

Şekil 3. Parasal Aktarım Mekanizmasının İşleyişi



Kaynak: T.C.M.B.(a), *Parasal Aktarım Mekanizması*, (25.12.2020), s.3.

Gelişmekte olan ülkelerde parasal aktarım mekanizmasına ilişkin belirsizlikler, gelişmiş ülkelere nispeten daha fazladır. Ülkeler arasındaki parasal aktarım uygulamaları farklılık göstermekle birlikte, gelişmekte olan ülkelerin ekonomik yapılarındaki mali baskınlık,¹⁷⁹ dolarizasyon, bankaların vade uyumsuzluğu, dış finansman kıtlığı gibi faktörler dolayısıyla parasal aktarım mekanizmasının işleyişi sektöre uğramaktadır. Makroekonomik değişkenler para politikası değişimlerine gelişmiş ülkelerde olduğu gibi tepkiler vermeyebilmektedir. Buna ek olarak, seçilen para politikası araçları

179 **Mali baskınlık**, yüksek bütçe açıklarına sahip hükümetlerin finansal piyasalarını finansman kaynağı olarak görmesi, finansal piyasalardan borçlanarak açıkları kapatmak istemesi üzerine ödünç verilebilir kaynakların çoğu kamuya transfer edilmekte ve özel sektöre aktarılabilecek kredi miktarı bu yolla azalış kaydetmektedir.

da parasal aktarım mekanizmasına etki eden faktörlerden bir diğeridir. Geçmişten bugüne seçilen para politikası araçları farklılık göstermiştir. Örneğin, 1970-1990 döneminde genellikle parasal taban ve rezerv miktarı kullanılırken, 1990'lardan sonra faiz oranları tercih edilir olmuştur. 2000'li yıllardan sonra para politikası araç çeşitliliği artış kaydetmiştir. Ancak 2008 Global Krizin ardından geleneksel olmayan para politikası uygulamaları ile daha farklı araçlar kapsama dâhil edilmiştir.¹⁸⁰

Para politikasına ilişkin merkez bankası kararlarının reel ekonomik göstergelere yansımaları, parasal aktarım mekanizması içinde tasnif edilen kanallar sayesinde gerçekleşmektedir. Para politikası uygulamalarının ekonomik aktivite üzerindeki etkileri net bir şekilde belirlenemediği için, parasal aktarım kanallarının da kesin çizgilerle ayrımı yapılamamaktadır. Ayrıca bu kanallar birbirini tamamlayıcı görev üstlenmekte ve birbirini etkilemektedir. Parasal aktarım kanalları döviz kuru, faiz oranı, varlık fiyatları, kredi ve beklentiler kanalı olarak sınıflandırılmaktadır.¹⁸¹

2.3.1. Faiz Oranı Kanalı

Geçmişte günümüz yapıları parasal aktarım mekanizması araştırmalarının temelini oluşturan en eski yaklaşım faiz oranı kanalıdır. Keynesyen görüşte yer alan *“Para miktarındaki değişimlerin reel ekonomiyi faiz oranı kanalıyla etkilediği”*¹⁸² şeklindeki iktisadi düşüncüyü içeren geleneksel parasal aktarım mekanizması kanalıdır. Bu nedenle para yaklaşımı veya Keynesyen Kanalı olarak da ifade edilmektedir.¹⁸³

Faiz oranı kanalında, para politikası değişikliklerinin ekonomik aktiviteyi etkilemesi faiz oranı sayesinde gerçekleşmektedir. Merkez bankasının para hacminde yapacağı değişiklik faiz oranlarını etkileyecek, bu durum ekonomideki tüketici ve üretici kesimin iktisadi kararlarını belirleyecektir. Bunun yanı sıra merkez bankası faiz oranlarını değiştirdiği zaman da, borç paranın marjinal maliyeti değişecek, sonuçta tüketicilerin nakit akımları ve tüketim kararları; üreticilerin ise yatırım kararları etkilenecektir. Nihai noktada tüketim ve yatırım kararları, toplam talep faktörünü arttırıp azaltacaktır.¹⁸⁴ Toplam talep ile enflasyon arasındaki sıkı ilişki göz önüne alındığında, toplam talep artışı enflasyonda yükseliş trendine sebep olacak; toplam talep düşüşü ise deflasyon sürecine katkıda bulunacaktır.

180 T.C.M.B.(a), *Parasal Aktarım Mekanizması*, s.4.

181 Oktar, Eroğlu vd., s.6.

182 Percera, s.38.

183 Percera, s.38.

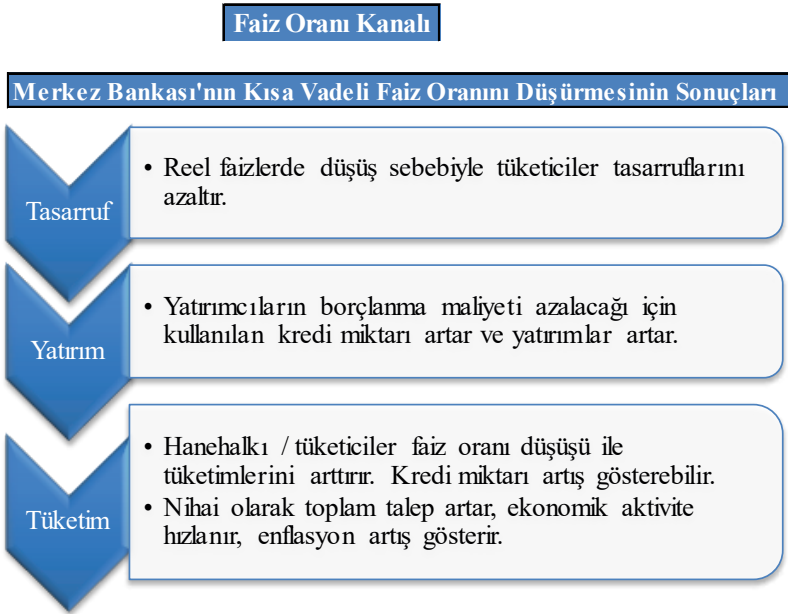
184 T.C.M.B.(a), *Parasal Aktarım Mekanizması*, s.5.

Genişletici para politikasının uygulandığı bir dönemde, piyasada para miktarı artış göstermekte, kısa vadeli faiz oranları üzerinde düşüş yönünde eğilim gerçekleşmektedir. Diğer taraftan, merkez bankası para politikası kapsamında kısa vadeli faiz oranlarında indirimde gidebilmektedir. Kısa vadeli faiz oranındaki değişiklik, faiz oranı kanalını harekete geçirerek, tasarruf, yatırım ve tüketim harcamalarını etkilemektedir. Örneğin, reel faiz oranlarındaki düşüş, üretim faktörlerinden “sermaye” üzerinde etkili olmakta ve sermayenin elde edilme maliyeti azalmaktadır. Yatırımcı kesim için bu durum olumlu karşılanarak, yatırım harcamalarını arttırmaktadır. Sonraki süreçte yatırım harcamalarının artışıyla üretim ve çıktı artışı gerçekleşmektedir. Buna ek olarak, faiz oranlarının düşüşü hanchalkının / tüketicilerin tasarruf yerine tüketimi arttırmaları yönünde bir eğilim oluşturmaktadır. Nihai olarak genişletici para politikası, parasal aktarım mekanizmasından faiz oranı kanalı ile tasarrufu düşüren, tüketim ve yatırım harcamalarını arttıran ve toplam talebin canlanmasının akabinde enflasyonda yükseliş trendi oluşturan bir uygulama olarak karşımıza çıkmaktadır.¹⁸⁵

Aşağıdaki şemada, merkez bankasının politika faiz oranını düşürdüğü koşulda, faiz oranı kanalı ile makroekonomik göstergelerin nasıl etkileneceği belirtilmektedir:

185 TCMB (c), **Araştırma Bülteni**, Sayı: 6, Haziran 2007, https://www.tcmb.gov.tr/wps/wcm/connect/a9a86bff-f063-4f51-875d-8551c909f1ab/Bulten_Turkce6.pdf?MOD=AJPERES&CACHEID=ROOTWORKSPACE-a9a86bff-f063-4f51-875d-8551c909f1ab-m3fB9z6, (09.10.2019), s.2.

Şekil 4. Faiz Oranı Kanalı'nın İşleyişi (Koşul 1)



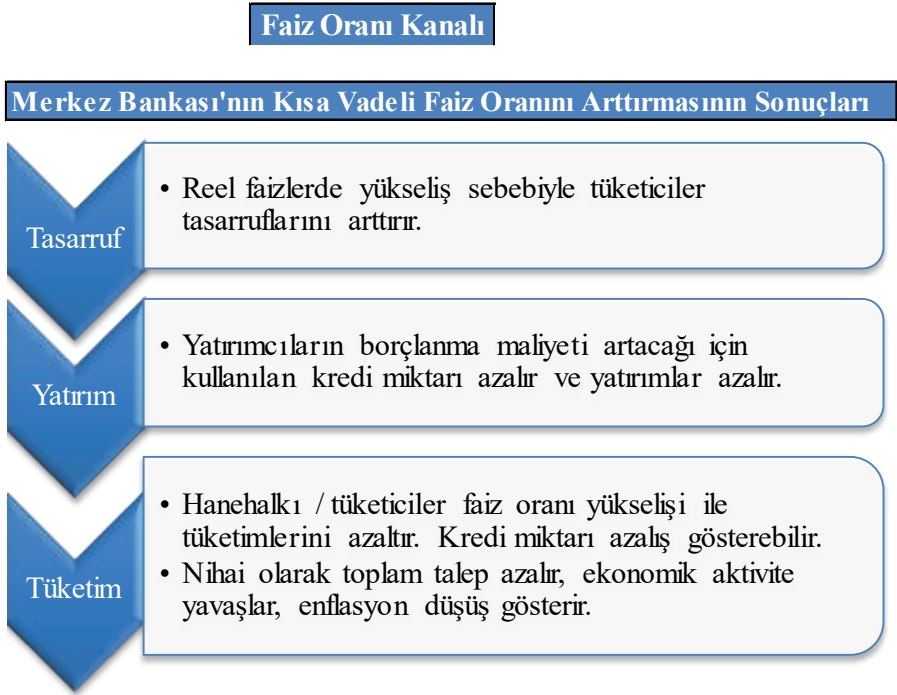
Kaynak: TCMB (c), Araştırma Bülteni, Sayı: 6, (09.10.2019).

Bir ekonomide genişletici para politikasının sürekli uygulanması ile faiz oranlarının düşürülmesi, faiz oranları sıfır düzeyine yaklaştıkça mümkün olmamaktadır. Keynesyen görüşün ifade ettiği “Likidite Tuzağı” bir döngü yaşanacaktır. Likidite tuzağında, genişletici para politikası ile ekonomide faiz oranları indirilebilecek en alt seviyeye indirilmiş, faiz oranı artık yatırımları ve toplam talebi etkileyemez hale gelmiştir. Hane halkı parayı nakit tutmayı tercih edecek, toplam talep yetersizliği ciddi boyutlara ulaşmıştır. Bu bağlamda faiz kanalı da artık işleyemez duruma gelmektedir.¹⁸⁶

Sıkılaştırıcı para politikasının uygulandığı dönemlerde ise, piyasada para miktarı azalış gösterecek, faiz oranları/ borçlanma maliyetleri artacaktır. Bu sefer de faiz oranı kanalı'nın işleyişi tüketim ve yatırım harcamalarının azalışı, tasarrufların artışı yönünde olacaktır. Sonraki süreçte ekonomik aktivite yavaşlayacak, toplam talep azalarak enflasyonda düşüş sağlanacaktır. Faiz oranlarında yapılan artışın faiz kanalı yoluyla reel sektörü etkilemesi, aşağıdaki şemada özetlenmektedir:

186 Oktar, Eroğlu vd., s.7.

Şekil 5. Faiz Oranı Kanalının İşleyişi (Koşul 2)



Kaynak: TCMB (c), Araştırma Bülteni, Sayı: 6, (09.10.2019).

Parasal aktarım mekanizması kanallarından faiz oranı kanalının işleyişi ile kısa vadeli faiz oranında yapılan bir değişiklik, fiyatların katılığı varsayımı altında piyasada oluşan arz-talep koşulları ile şekillenerek uzun dönem faiz oranlarına yansımaktadır. Diğer bir deyişle, merkez bankası tarafından kısa vadeli faiz oranlarında yapılan artış veya indirimler, uzun vadeli faiz oranlarını da etkilemektedir. Uzun vadeli faiz oranları, kısa vadeli faiz oranlarının üzerine risk primi eklenerek oluşmaktadır.¹⁸⁷

Geleneksel olmayan para politikası araçlarından olan faiz koridoru ve faiz taahhüdünün reel sektöre yansımaları şu şekilde olmaktadır: Merkez Bankası'nın faiz koridorunu genişletip daraltması veya faiz taahhüdünde bulunması, öncelikle piyasa faiz oranlarını etkileyecek, sonraki aşamada ise borçlanma maliyetleri ve diğer unsurlar sebebi ile yatırımcılara, tüketicilere, hanehalkına yansıyacak, söz konusu iktisadi birimlerin kararlarının şekillenmesinde önemli rol oynamaktadır. Diğer taraftan, miktarsal genişleme, kredi genişlemesi, likidite yönetimi ve sözlü yönlendirme gibi

¹⁸⁷ T.C.M.B.(a), Parasal Aktarım Mekanizması, s.5.

geleneksel olmayan yöntemler de dolaylı yoldan faiz oranı kanalını harekete geçirmektedir. Örneğin, merkez bankalarının miktarsal genişleme veya kredi genişlemesi gibi araçlarla piyasada likiditeyi arttırması, faiz oranlarında düşüş yönünde baskı yaratacaktır. Bu faiz düşüşünün, reel sektörde yatırımların artması, tasarrufların düşmesi gibi sonuçları olacaktır. Aynı zamanda hanehalkı tüketimi artacak, kredi kullanımı yükseliş kaydedecektir. Para miktarının bu şekilde artış göstermesi, enflasyon oranlarında yükselişe sebebiyet verecektir. Geleneksel olmayan para politikası araçlarından sözlü yönlendirme ve merkez bankasının faiz oranları ile ilgili açıklamaları da benzer şekilde finansal kesim kadar reel kesimi de yakından ilgilendirecek, reel sektör katılımcılarının kararlarına da yön verecektir.

2.3.2. Döviz Kuru Kanalı

Küreselleşen ve coğrafi sınırları aşan günümüz ekonomilerinde, ülkelerin dışa açıklık seviyeleri arttıkça döviz kuru kanalı önemli hale gelmiştir. Ekonomik liberalleşme politikaları uygulayan ve sabit kur rejimini terk eden ülkelerde, para politikası döviz kuru kanalıyla ithalat ve ihracatı da yönlendirir olmuştur.¹⁸⁸ Para politikasında yapılan değişikliklerin dış ticaret, toplam üretim, çıktı açığı ve enflasyonu etkilemesi döviz kuru kanalıyla gerçekleşmektedir.¹⁸⁹ Toplam talebi etkileyen faiz kanalının aksine, döviz kuru kanalı hem toplam talebi hem de toplam arzı etkilemektedir.

Döviz kuru kanalının işleyişi, tam sermaye hareketliliği olan bir ekonomide yabancı sermaye giriş-çıkışlarıyla gerçekleşmektedir. Birinci varsayımımızda parasal genişlemenin olduğunu düşünürsek, para miktarının fazlalığı yurtiçinde reel faizleri düşürecek, yabancı portföy yatırımcıları için bu durum “daha az kâr” olarak karşılanacak ve sermaye çıkışları yoğunlaşacaktır. Sermaye kaçışı, döviz kurları üzerinde baskı kuracak, yerel para birimi değer kaybedecektir.¹⁹⁰ Dış ticaret bağlamında bakarsak, para biriminin değer kaybı nedeniyle ihraç ettiğimiz mallar yurtdışı piyasasına nispeten daha ucuz görünecektir. Diğer taraftan, döviz kuru yükselişi nedeniyle yurtdışından ithal edilen mallar pahalı hale gelecektir. Böylelikle, döviz kurlarında yaşanan bu gelişmeler çerçevesinde net ihracat olumlu etkilenecektir. Ancak, ithalata dayalı üretim yapılan ülkelerde döviz kurlarının yükselmesi ile ithal girdilerin fiyatının artmasından ötürü maliyet enflasyonu ile karşı karşıya kalınacaktır.

188 Mishkin, s.4.

189 Oktar, Eroğlu vd., s.7.

190 Bu husus, iktisat yazınında Mundell-Fleming Modeli olarak nitelendirilmektedir.

Toplam arzın daralması ve fiyatlar genel seviyesinin yükselmesi döviz kuru kanalıyla söz konusu olabilmektedir.¹⁹¹

Aşağıdaki şemada genişletici para politikası uygulandığında faiz oranlarının düşüşü ile döviz kuru kanalının nasıl işlediği gösterilmektedir.

Şekil 6. Döviz Kuru Kanalı (Genişletici Para Politikası)



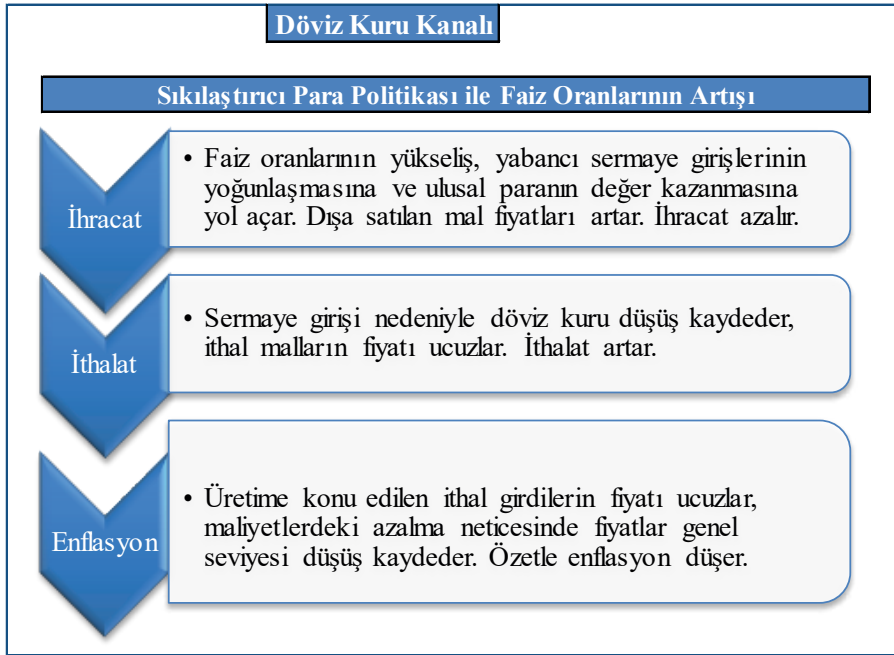
Kaynak: TCMB (c), Araştırma Bülteni, Sayı: 6, (09.10.2019).

Merkez bankası tarafından sıkılaştırıcı para politikası uygulandığı koşulda ise döviz kuru kanalıyla net ihracat olumsuz, enflasyon ise olumlu etkilenmektedir. Şöyle ki, sıkılaştırıcı para politikası ile yurtiçi faiz oranları yükseliş kaydedecek, daha fazla kâr vaadi oluşunca yabancı sermaye girişleri yoğunlaşacaktır. Aynı döviz kuru mekanizması ile döviz kurları düşüş gösterecek, yerel para birimi değer kazanacaktır. İthalat ve ihracat bu koşullarda değişim gösterecektir, yani ihraç malların pahalılaşması, ithal malların ucuzlaması söz konusu olacaktır. Net ihracatta düşüş yaşanacaktır. İthalata bağımlı arzını sürdüren endüstrilerde, ithal girdilerin ucuzlaması sebebiyle, maliyetler azalacaktır. Toplam arzın artışı ve enflasyonun düşüşü

191 T.C.M.B.(a), s.7.

bu mekanizma sayesinde mümkün olabilmektedir. Şekil 7’de bu süreç özetlenmektedir:

Şekil 7. Döviz Kuru Kanalı (Sıkılaştırıcı Para Politikası)



Kaynak: TCMB (c), Araştırma Bülteni, Sayı: 6, (09.10.2019)

Para politikasının döviz kuru kanalıyla reel ekonomiye yansımaları, ülkelerin dışa açıklık oranı ile yakından ilişkilidir. Dışa açıklık seviyesi arttıkça, döviz kuru kanalı o derece işlerlik kazanmaktadır. Diğer taraftan döviz kurundaki değişimler bankaların, finansal kurumların bilançolarını etkilemektedir. Gerek döviz cinsinden borçlanmaları ve yükümlülükleri, gerek döviz cinsinden varlıkları kur etkisine tabi olacaktır. Dövizde dayalı olarak bilançoları şekilleneceği için, kâr – zarar durumunun muhtemel olmasının yanı sıra, tüketim ve tasarruf kararları da döviz kurlarına bağlı olarak değişecektir. Ekonomi bütününde, döviz kurları kanalı sermaye hareketleri ile sınırlı kalmayıp, bilanço üzerindeki etkileri ile de makroekonomik değişkenlere yön verecektir.¹⁹²

Geleneksel olmayan para politikası araçları döviz kuru kanalını dolaylı yönden etkilemektedir. Gelişmiş ülkelerde merkez bankalarının miktarsal

192 Oktar, Eroğlu vd., s.8.

genişleme, kredi genişlemesi gibi likiditeyi arttırıcı para politikası uygulamaları, gelişmekte olan ülke ekonomilerine döviz kurları yoluyla yansımakta ve dolaylı olarak dış ticaret ve net ihracat değişkenleri bu durumdan etkilenmektedir. Bu süreç şu şekilde açıklanabilir:

Dış ticaret değişkeninin çoğunlukla USD, EUR gibi gelişmiş ülke para birimleri ile bağlantılı olduğu göz önünde bulundurulduğunda, gelişmiş ülke merkez bankalarının attığı geleneksel olmayan politika adımları, gelişmekte olan ülkeleri dış ticaret ve cari işlemler dengesi yönünden etkilemekte ve döviz kurları ile diğer ülkeleri etkisi altına almaktadır. Miktersal genişleme, kredi genişlemesi gibi politikaların yanı sıra faiz oranlarında ve koridorunda değişiklik yapma, sözlü yönlendirme gibi uygulamalar da benzer bir biçimde parasal aktarım mekanizmasının döviz kuru kanalını harekete geçirebilmektedir. Örneğin, gelişmiş ülkelerin faiz oranlarını düşürmesi veya bu konuda sözlü bir beklenti yaratması, küresel likiditenin daha yüksek getiri oranını amaçlayarak gelişmekte olan ülkelere yönelmesine sebep olmaktadır. Ters bir durumda, faiz oranlarının yükseltilmesi veya yükseltebileceğine ilişkin sözlü bir açıklama dahi söz konusu ülkelere sermaye giriş-çıkışlarını etkilemekte ve döviz kuru kanalı ile makroekonomik değişkenlerine yansımaktadır. Sermaye giriş-çıkışlarının akabinde döviz kurlarının değiştiği ve ardından makroekonomik değişkenlerin etkilendiği bütün bu gelişmeleri, “geleneksel olmayan para politikası araçları döviz kuru kanalı üzerinde etkili olmaktadır.” şeklinde yorumlamak mümkündür.

2.3.3. Varlık Fiyatları Kanalı

Merkez bankası para politikası değişiklikleri, varlık fiyatları kanalıyla ekonomik değerlerin (bono, hisse senedi, gayrimenkul gibi...) fiyatlarını etkilemektedir.¹⁹³ Ekonomideki varlıkların fiyatlarının değişmesi dolayısıyla, hane halkı veya yatırımcılar tüketim, tasarruf ve yatırım kararlarını şekillendirmektedir. Varlık fiyatları kanalı, çoğu zaman faiz oranı kanalı ile birlikte hareket ettiği için, birbirinden keskin çizgilerle ayrılması mümkün olmamaktadır. Diğer taraftan, faiz oranı parametresi ile yola çıkılarak ekonomiyi etkileme durumu, faiz oranı kanalından başka varlık fiyatı kanalıyla sağlanabilmektedir.¹⁹⁴

193 T.C.M.B.(a), s.6.

194 John B. Taylor, *The Monetary Transmission Mechanism: An Empirical Framework*, Journal of Economic Perspectives, Volume 9, Number 4, 1995, <https://pubs.acaweb.org/doi/pdfplus/10.1257/jep.9.4.11>, (11.10.2019), s.12.

Tablo 15. Varlık Fiyatları Kanalının İşleyişi

	Merkez Bankasının Faiz Oranlarını Artırması	Merkez Bankasının Faiz Oranlarını Düşürmesi
Varlık Fiyatları Kanalı	· Bono, hisse senedi, döviz kuru ve gayrimenkul gibi varlıkların göreceli fiyatları düşer. · Tüketicilerin gelirleri azalır, tüketimleri düşer. · Üreticiler, varlıklarını teminat göstererek borç aldıkları için borçlanmaları zorlaşır, yatırımlar azalır. · Toplam Talep Azalır, Ekonomik Aktivite Yavaşlar, Enflasyon Düşer.	· Bono, hisse senedi, döviz kuru ve gayrimenkul gibi varlıkların göreceli fiyatları artar. · Tüketicilerin gelirleri yükselir, tüketimleri artar. · Üreticiler, varlıklarını teminat göstererek borç aldıkları için borçlanmaları kolaylaşır, yatırımlar artar. · Toplam talep artar, ekonomik aktivite hızlanır, enflasyon artar.

Kaynak: TCMB (c), Araştırma Bülteni, Sayı: 6, (09.10.2020)

Keynesyen görüşte, çoğunlukla faiz oranı kanalı dikkate alınmış, IS-LM analizi kapsamında faiz oranları ile yatırım, tasarruf ilişkisi göz önünde bulundurulmuştur. Ancak bu iktisadi düşünce akımında, tek bir varlık fiyatı kabulü ile tahvil enstrümanına dayanarak varlık fiyatları kanalına da yer verilmiştir. Monetarist görüş ise tek fiyatla varılan bu analize karşı çıkmıştır. Monetaristlere göre para politikası uygulamaları kapsamında parasal hacimde gerçekleşecek bir değişiklik veya faiz oranında yapılacak bir değişiklik başka varlıkların fiyatını da etkileyecek, hane halkı veya diğer ekonomik birimlerin servet düzeylerini etkileyecektir. Servet ve varlık seviyesinde meydana gelecek değişiklikler ise ekonomik birimlerin tüketim, tasarruf ve diğer iktisadi kararlarına yön verecektir.¹⁹⁵

Monetarist iktisatçılara göre, para politikası uygulamaları sadece tahvil fiyatını değil, hisse senedi, konut ve arazi fiyatları gibi diğer ekonomik varlıkların değerini de etkilemektedir. Genişletici para politikası uygulamaları varlık fiyatlarını arttırarak tüketicilerin finansal servetlerine katkı sağlamaktadır. Finansal servetinde yaşanan bu artış ile tüketicilerin tüketim harcamaları ve dolayısıyla yatırım ve üretim artışı gerçekleşmektedir.¹⁹⁶

Geleneksel olmayan para politikaları ile varlık fiyatları kanalının işleyişi arasındaki ilişki incelenecek olursa aşağıdaki sonuçlara ulaşılabilir:

- Genişletici para politikasına benzer şekilde sonuçlar yaratan geleneksel olmayan araçlar varlık fiyatlarını arttırmaktadır. ABD, ECB gibi büyük çaplı merkez bankalarının miktarsal genişleme, kredi genişlemesi gibi araçları kullanması, genişletici para politikası niteliğini haizdir ve bono, tahvil, gayrimenkul gibi varlık fiyatlarını arttırıcı etkisi olmaktadır.

195 Oktar, Eroğlu vd., s.8.

196 Mishkin, s.7.

- Piyasada likiditeyi arttıran her türlü geleneksel olmayan para politikası uygulamaları faiz oranlarını düşürmekte, iktisadi birimlerin borçlanması kolaylaşmaktadır. Bu durum, piyasada varlıklara olan talebi arttırıcı bir unsur olarak görülmektedir. Talebi artan tahvil, bono gibi kıymetlerin ve gayrimenkullerin varlık fiyatları yükseliş kaydetmektedir.
- Geleneksel olmayan para politikası araçlarından olan faiz taahhüdü, faiz koridoru gibi uygulamalar da piyasa faiz oranlarına birebir yön vermekte olduğu için, varlık fiyatları kanalına da etki etmektedir. Örneğin, MB faiz koridorunu yükseltme kararı aldığı anda, piyasada faiz oranları artış gösterecek, bununla birlikte öncelikle tahvil ve bono gibi borçlanma senetlerinin fiyatı düşüş kaydedecektir. Diğer taraftan söz konusu kıymetlerin yanı sıra, hisse senedi, gayrimenkuller gibi varlıklar da bu gelişmeden nasibini alacak ve fiyatları düşüş gösterecektir. Diğer taraftan faiz oranlarının gelecekteki düzeyine ilişkin açıklamalar yapılması veya bilgi verilmesi, yani Merkez Bankası'nın sözlü yönlendirme politikasına başvurması, varlık fiyatları kanalını etkileyen önemli gelişmelerden biri olarak sayılabilir. Söz konusu politikanın sonuçları da yukarıda anlatılan parasal aktarım mekanizmasından biri olan varlık fiyatları kanalının işleyişine etki etmektedir.
- Kısacası, Merkez Bankası'nın miktarsal genişleme, kredi genişlemesi, faiz taahhüdü, faiz koridoru, sözlü yönlendirme, likidite yönetimi gibi geleneksel olmayan para politikası adımları dolaylı yoldan varlık fiyatlarını etkilemektedir. Akabinde iktisadi birimlerin gelirlerinin değişmesi söz konusu olacak ve toplam tüketim, toplam talep ve nihai olarak enflasyon etkilenecektir. Miktersal genişleme yapıldığında para miktarındaki yükseliş ile faiz düşüşü gerçekleşecek, varlık fiyatları yükseliş kaydedecek, tüketicilerin gelirleri artacağı için tüketim miktarı yükselecektir. Üretici tarafında ise faiz oranlarının düşüşü ile borçlanmalar kolaylaşacağı için toplam yatırımlar artacaktır. Ekonomik aktivitenin hız kazanması ve toplam talep artışı ile enflasyon oranları yükselecektir. Bu bağlamda, geleneksel olmayan para politikası uygulamalarının reel sektöre yansması varlık fiyatları kanalını da harekete geçirmekte ve nihai olarak enflasyonu etkilemektedir.

2.3.4. Kredi Kanalı

İktisadi literatürde kredi kanalı bazı kaynaklar tarafından varlık fiyatları kanalı veya faiz kanalı içerisinde gösterilmektedir. Ancak günümüzde finans piyasalarındaki gelişmeler, küreselleşme olgusu, kriz dönemlerinde

bankacılık sektörünün öneminin ortaya çıkması gibi sebeplerle, kredi kanalı parasal aktarım mekanizması içerisinde ayrı bir yere sahip olmuştur. Bu nedenle, kredi kanalını farklı bir başlıkla ele almak gereklilik haline gelmiştir.

Kredi kanalının işleyişi, para miktarının genişletilip daraltılması ile ödünç verilebilecek fon arz-talebinin değişmesine dayanmaktadır.¹⁹⁷ Sıkılaştırıcı para politikası uygulamalarında, piyasadaki likidite azalmakta ve finans kurumları ve bankalar tarafından sağlanan kredi arzı daralmaktadır. Ayrıca faiz oranlarındaki yükseliş, kredi maliyetlerinde artış yaratmakta ve kredi hacminin daralmasını pekiştirmektedir. Genişletici para politikası uygulandığı dönemlerde ise rezerv ve mevduat yükselişi sebebiyle, bankaların krediye konu edebilecekleri fon miktarı artış göstermektedir. Diğer taraftan, para hacmindeki yükseliş ile birlikte kredi maliyetleri de azalış kaydetmektedir.¹⁹⁸

Kredi kanalı ile birlikte kredi arz eden kurumların karşı karşıya kalabileceği bazı problemler ortaya çıkabilmektedir. Asimetrik bilgi, ters seçim ve ahlaki tehlike olarak sayılabilecek bu problemler temelde kredi kalitesini ve geri dönüşünü olumsuz etkileyen olgulardandır. Asimetrik enformasyon (bilgi asimetrisi), kredi veren kurumun borçlu hakkında yeterli bilgiye sahip olamamasını ifade etmektedir. Risk analizi doğru yapılamadığında ortaya çıkacak asimetrik enformasyon, kredi veren kurumun zarar görmesine yol açmaktadır. Asimetrik enformasyondan kaynaklı olarak da ters seçim ve ahlaki tehlike oluşmaktadır.¹⁹⁹ Ters seçim, ödeme gücü olmayan, kredi risk hesaplamasında yüksek skorlara ulaşan potansiyel borçlulara kredi verilmesini ifade etmektedir. Ahlaki tehlike ise, borçlunun aldığı kredi sözleşmesi şartlarına uygun davranmayarak, normalin üzerinde risk alması ve kredi veren tarafı zarara sokması olarak tanımlanabilir.²⁰⁰ 2008 Global Krizi bu duruma iyi bir örnek teşkil etmektedir. Krize yol açan konut piyasasında oluşan sorunların temelinde ters seçim ve ahlaki tehlike problemleri yatmaktadır. Kredi riski yüksek çıkan müşterilere bile mortgage kredisi verilmiş, bu durum geri ödeme sorunlarına yol açmış ve mortgage krizi patlak vermiştir.

Ekonomi genelinde kurumların arz ettiği kredi hacmi üzerinden işleyen kredi kanalı, kendi içerisinde ikiye ayrılmaktadır: Banka kredi kanalı ve bilanço kanalı.

Banka kredi kanalı: Merkez bankası tarafından uygulanan sıkı veya gevşek para politikaları, bankaların arz ettikleri kredi miktarını arttırıp

197 Oktar, Eroğlu vd., s.9.

198 T.C.M.B.(a), *Parasal Aktarım Mekanizması*, s.6.

199 Oktar, Eroğlu vd., s.9.

200 T.C.M.B.(a), *Parasal Aktarım Mekanizması*, s.6.

azaltmaktadır. Kredi hacminin merkez bankası para politikası uygulamaları ile şekillenmesi banka kredi kanalını ifade etmektedir. Sıkılaştırıcı politikaların, kredi hacmini daralttığı ve genişletici politikaların kredi hacmini arttırdığı gerçeğinin yanı sıra burada önemli olan başka bir fonksiyon mevcuttur. Şöyle ki, merkez bankası genişletici para politikası uyguladığında banka rezervleri ve mevduat artışı, kredi arzına olumlu yansıyacak, proje ve yatırım kredileri de buna bağlı olarak artış gösterecektir. Ekonomik taraflar kredi hacminin genişlemesine bağlı olarak yatırım ve tüketim harcamalarını arttıracaktır. Aynı zamanda bu yatırım ve tüketim harcamaları üretimi özendirecek, firma değerini yükseltecektir. Esas olan nokta, firma değeri yükseldiği için, ödeme gücü oluşacak, kredi arz eden kurumların geri ödeme riski azalacaktır. Nakit akışı hızlanan ve borç yükü hafifleyen firmalar sayesinde ters seçim ve ahlaki tehlike gibi kredi sorunları azalış gösterecektir.²⁰¹

Bilanço kanalı: Finansal kurumlar, varlık-yükümlülük dengesini bilançolarının net değeri üzerinden yürütmektedir. Net değer ise, bilançonun aktif tarafında yer alan nakit değerler ve kısa vadeli alacaklar gibi likiditesi yüksek kalemlerden oluşmaktadır. Net değer aynı zamanda kredi maliyetlerini de etkilemektedir. Merkez bankasının sıkılaştırıcı para politikası uyguladığı dönemlerde firmaların borçlarının maliyeti artış göstermekte, buna karşın aktifinde yer alan varlıkları değer kaybetmektedir. Bu bağlamda net değeri yüksek olan kurumlar, para politikası değişimlerine kolaylıkla adapte olabilmektedir. Net değeri düşük olan kurumlar ise finansman kaynağına ulaşma noktasında zorlanmakta, kredilerde geri ödeme sorunları, ters seçim ve ahlaki tehlike gibi problemler yaşanması muhtemel olmaktadır.²⁰²

Geleneksel para politikasının uygulandığı dönemlerde parasal aktarım mekanizmasının işlevlerini yerine getiren kredi kanalı oldukça önemli bir yere sahipti. Merkez bankalarının Global Kriz sonrası yeni politika çerçevesinin olduğu dönemlerde de kredi kanalı sahip olduğu önemi korumayı başarabilmiştir. Geleneksel olmayan para politikası araçları piyasada var olan likiditeyi değiştirerek, finansal kurumların kredi verme potansiyelini etkilemektedir. Merkez Bankası miktarsal genişleme, kredi genişlemesi gibi genişletici para politikası etkilerine sahip olan araçlara başvurduğunda, piyasadaki para miktarı artış gösterecek ve dolayısıyla bankaların kredi arzında bir yükseliş meydana gelecektir. Ödünç verilebilir fon arz/talep mekanizması ile bankaların kredi arz edebilecek likiditesi olacak ve aynı

201 Oktar, Eroğlu vd., s.10.

202 Ümit Koç ve Hasan Şahin, **Monetary Transmission Mechanism: Firm Balance Sheet Channel and Turkey**, Munich Personal Repec Archive, Faculty of Political Sciences Department of Economics, December 2014, https://mpira.ub.uni-muenchen.de/71979/9/MPRA_paper_71979.pdf, (08.06.2021), s.18.

zamanda fonlama maliyetlerinde azalış gerçekleşecektir. Düşüş kaydeden faiz oranları ile üretici ve tüketici birimlerin borçlanmaları kolaylaşacaktır. Akabinde hanehalkı ve diğer iktisadi birimler borçlanma yoluna başvurarak, tüketim, üretim ve yatırımlarını arttırma imkânına kavuşacaktır. Yukarıda anlatılan parasal aktarım mekanizmasına benzer şekilde tüketim, üretim ve yatırım artışı ekonomik aktivitenin hızlanması, toplam talebin canlanması ve enflasyonun yükselmesi sonuçlarını yaratacaktır.

Merkez Bankası'nın faiz taahhüdü, faiz koridoru ayarlamaları veya faiz oranlarına ilişkin sözlü yönlendirme yapması gibi diğer geleneksel olmayan yöntemler, piyasa faiz oranlarına ve dolayısıyla kredi arz ederken kullanılan faiz oranlarına yön verdiği için kredi kanalını yakından ilgilendiren diğer politikalardır. Faiz oranları ile ilgili karar veya sözlü yönlendirmelerin yarattığı beklentiler, kredi faiz oranlarına etki ederek kredi arz/talebini değiştirecektir. Örneğin, faiz oranlarının yükseltilmesi, kredi kullanım maliyetlerini de arttıracığı için, kredi kullanım oranları düşüş kaydedecektir. Ekonomik çapta yavaşlama sağlanacak, toplam talep gerileyecek, enflasyon oranları azalış gösterecektir. Ters durumda ise faiz oranları düşürüldüğünde, kredi kullanım oranı artacak dolaylı yoldan enflasyonun yükselmesine sebebiyet verecektir.

2.3.5. Beklentiler Kanalı

Rasyonel çerçevede ekonomik kararlarını şekillendiren iktisadi birimler, geleceğe ilişkin beklentileri ile ekonominin geneline yön vermektedir. Beklentiler kanalının işleyişi, hane halkı, firmalar, yatırımcılar gibi ekonomik birimlerin faiz oranı, enflasyon gibi makroekonomik değişkenlerde, gelecekte yaşanması beklenen değişimlere dayanmaktadır. Merkez bankası para politikasını uygularken bir taraftan beklentiler kanalıyla iktisadi birimlerin kararlarını da yönlendirmektedir.²⁰³ Tüketim, tasarruf veya yatırım harcamaları gibi kararları para politikası amaçları lehine çevirmeye çabalamaktadır.

Günümüz dünyasında hane halkı ve diğer ekonomik birimler gelecekte oluşacak makroekonomik atmosfere ilişkin belirsizlik dolayısıyla yalnızca beklentilerine dayanarak hareket etmektedir. Belirsizliğin olduğu ortamda, para politikasının hedeflerine tam olarak ulaşması da mümkün olamamaktadır. Ancak merkez bankasının devreye girip, atılacak para politikası adımları hakkında önceden bilgilendirmesi, ekonomik birimlerin de buna göre kararlarını değiştirmesini ve merkez bankasının politika hedefine ulaşmasını kolaylaştıracaktır. Merkez bankası piyasaya iletişim araçları vasıtasıyla

203 T.C.M.B.(a), *Parasal Aktarım Mekanizması*, s.6.

uygulayacağı para politikası ile ilgili bilgi verirken, piyasada güven duygusunu inşa etmesi önem teşkil etmektedir. Ekonomik birimlerde güven duygusu oluşmadan yapılacak yönlendirmeler ve beklentilerin değiştirilmesi isteği sonuçsuz kalacaktır. Ayrıca para otoritesi olarak para politikası uygulamaları ile istenilen amaçların gerçekleştirilmesi, güvenilirlik ilkesinin yanı sıra merkez bankasının bağımsızlığı, kredibl olması, şeffaf ve hesap verebilir olmasına da bağlıdır. Diğer taraftan, piyasaya verilen mesajların net ve açık olması kadar, kurala bağlı olması da son derece önemlidir. Diğer bir deyişle, merkez bankasının beklenti kanalını yönetebilmesi için, kısa vadeli, geçici veya kurlsız uygulamalardan ziyade disipline edilmiş ve kurala bağlanmış bilgilendirme yapmasına ihtiyaç vardır.²⁰⁴

Güven duygusunu tesis edebilen ve kredibilitesi yüksek olan bir merkez bankası, piyasa katılımcılarına enflasyona ilişkin gerçekçi açıklamalarda bulunması durumunda, beklenen enflasyon olgusuyla fiyatlar genel seviyesini olumlu etkileyebilecektir. Ekonomik birimlerin beklentilerini, bu kanalı kullanarak etkin bir şekilde yönetmesi mümkün olabilmektedir. Benzer bir şekilde, faiz oranı ile ilgili de sağlıklı bir biçimde beklenti oluşturabilmesi, geleceğe ilişkin faiz oranı beklentilerini şekillendirecektir. İlk basamakta kısa vadeli faiz oranları üzerinde etkisini gösteren beklenti kanalı, geleceğe dair verdiği mesajlarla orta ve uzun vadeli faiz oranının istenilen hedefte belirlenmesine imkân tanıyacaktır.²⁰⁵

Beklentiler kanalı, geleneksel olmayan para politikasının oluşturduğu yeni çerçevede oldukça önemli hale gelen bir “parasal aktarım mekanizması alt kümesi” olmuştur. Diğer bir deyişle, geleneksel para politikasının hâkim olduğu eski dönemlere kıyasla, yeni dönemde beklentiler kanalı daha önemli bir konuma gelmiştir. Global Kriz döneminde krizin yaratmış olduğu belirsizlik ile Merkez Bankası politikaları ve atacağı adımlar da belirsiz hale gelmiş, iktisadi birimler tahmin ve beklentilerine dayanarak hareket eder olmuştur. Bu durumun yanı sıra Merkez Bankası politika faizi değişimine dayanan eski yapıdan, geleneksel olmayan para politikası araçlarına dayanan yeni yapıya geçiş sürecinde, sözlü yönlendirme politikasını da sıklıkla kullanması beklentiler kanalının önem kazanmasına yol açmıştır. Öteki taraftan miktarsal genişleme, faiz koridoru veya taahhüdü, likidite yönetimi, kredi genişlemesi gibi diğer geleneksel olmayan para politikası araçları da iktisadi birimlerin tahminlerini ve beklentilerini şekillendirerek para politikasının reel ekonomiye yansımalarının son dönemlerde önemli bir parçası haline gelmiştir.

204 Oktar, Eroğlu vd., s.10.

205 T.C.M.B.(a), **Parasal Aktarım Mekanizması**, s.7.

2008 Küresel Krizi Sonrasında Dünyada ve Türkiye’de Uygulanan Geleneksel Olmayan Para Politikaları

Günümüz dünyasında küreselleşme olgusuyla birlikte ülkeler arasında entegrasyon artmış, ekonomiler adeta bir bütünün parçaları gibi iç içe geçmiştir. Bu bağlamda, dışa bağımlılık seviyesinin artışıyla beraber, iktisadi parametreler çok yönlü bir denklem vaziyetine bürünmüştür. Ekonomik koşullarda yaşanan bir bozulmanın çözülmesi geçmişe nispeten günümüzde daha zor olmaktadır. Yaşanan bir ekonomik şokun etkisi domino etkisi gibi diğer ülkelere de kolayca yayılmaktadır. Politika yapıcılarının attığı adımların, satranç hamleleri misali dikkatli yapılması gerekliliğini doğurmuştur.

Küreselleşme olgusunun etkisiyle yaşanan finansal krizlerin global çapa ulaşması son derece kolay olmaktadır. ABD’de yaşanan 2008 Global Krizi de buna önemli bir örnektir. Krizi aşmak için hükümet ve merkez bankaları büyük çaplı adımlar atmış, maliye ve para politikası aracılığıyla kriz dönemini atlattırma çalışmıştır. Global krizin ardından ülkeler tarafından izlenen para ve maliye politikalarının yanı sıra, bankacılık sektörüne ilişkin tedbirler ve uluslararası kuruluşlarla ilişkiler gibi önlemler de devreye alınmıştır.²⁰⁶

Aşağıdaki tabloda, politika kategorileri bazında alınan tedbirlere yer verilmektedir:

206 UNCTAD, *The Financial and Economic Crisis of 2008-2009 and Developing Countries*, United Nations Conference on Trade and Development in Berlin, December 2010, https://unctad.org/en/Docs/gdsmdp20101_en.pdf, (19.10.2019), s.112.

Şekil 8. Politika Çeşitleri ve Tedbirlerin Sınıflandırılması



Kaynak: *Umut Vural, Geleneksel Olmayan Para Politikalarının Yükselişi, TCMB İletişim ve Dış İlişkiler Genel Müdürlüğü, Ankara 2013, s.34.*

Aşağıda yer alan tabloda ise gelişmiş ve gelişmekte olan ülke bazında kriz sonrası alınan politika tedbirlerine yer verilmiştir:

Tablo 16. 2008 Global Krizi Sonrası Alman Tedbirler

Ülke Grupları	Alman Tedbirler	Mevduat Garantileri	Yurtiçi Likidite Kolaylığı	Bankalarda Yeniden Sermayelendirme Bankaların	Borçlanmalarına Devlet Garantisi	Kredi Garantileri	Kamulaştırma/ Fona Devir	Politika Faiz Oranında Değişiklik	Doviz Kuru Müdahalesi	Zorunlu Karşılık Oranlarında Değişiklik	Swap Kanalı	IMF	Genişletici Maliye Politikası
AB-15	Almanya	X	X	X	X	X		X			X		
	Fransa		X	X	X	X		X			X		
	İngiltere	X	X	X		X	X	X			X		
	İtalya	X	X	X	X			X			X		
	İspanya	X				X		X					
	Hollanda	X		X				X					
	İsveç	X	X					X			X		
	Belçika	X					X	X					
	Avusturya	X		X		X		X					
	Danimarka	X						X			X		
	Yunanistan	X											
	Finlandiya							X					
Diğer Gelişmiş Ülkeler	Portekiz	X	X					X					
	İrlanda	X			X		X	X					
	ABD	X	X	X	X	X	X	X			X		
	Japonya		X					X			X		
	Kanada		X					X			X		
	Avustralya	X	X		X			X			X		
	İsviçre	X	X	X				X			X		
Gelişmekte Olan Ülkeler	Norveç		X								X		
	Singapur	X									X		
	Yeni Zelanda	X						X			X		
	Çin		X					X					
	Brezilya		X					X	X	X	X		X
	Rusya	X	X	X	X		X						
	Hindistan		X					X	X				
	Meksika		X					X	X		X		X
	Güney Kore		X	X	X			X	X		X		
	Türkiye		X					X		X			
	Arjantin		X					X	X	X			X
	Güney Afrika							X					
	Hong Kong							X					
	Pakistan											X	
	Romanya		X										X
	Ukraine											X	
	Macaristan	X	X			X		X			X		
	Hırvatistan	X											
	Sırbistan								X			X	
	Letonya						X		X		X	X	
	Estonya	X											
	İzlanda	X		X			X	X	X		X	X	
	Gürcistan								X			X	X

Kaynak: TEPAV, 2007-08 Küresel Finans Krizi'nde Ülkelerin Politika Deneyimleri, Küresel Kriz Çalışma Grubu, Aralık 2018, s.9.

Yukarıdaki tabloda görüldüğü üzere, Avrupa Birliği ülkelerinin tamamına yakını politika faiz oranında değişikliğe gitmiştir. Bunun dışında ağırlıklı olarak swap kanalına başvurulmuş, mevduat garantileri ve kredi garantileri verilmiştir. Avrupa Birliği ülkeleri dışında diğer gelişmiş ülkeler de (Japonya, Kanada, Avustralya gibi...) benzer şekilde politika faiz oranı değişikliği yapmış, bunun dışında yurtiçi likidite kolaylığı imkânı sunmuş, swap kanalıyla işlemler yapmış ve mevduat garantileri vermiştir. Türkiye'nin yer aldığı gelişmekte olan ülkelere bakıldığında, politika faiz oranı değişikliği ile birlikte yurtiçi likidite kolaylığı sağlanırken, bazı ülkelerde mevduat garantileri, swap işlemleri gibi tedbirlere de başvurulmuştur. Bunun yanı sıra, gelişmiş ülkelerden farklı olarak, gelişmekte olan ülkelerin tamamına yakınında, döviz kurunda yaşanan dalgalanmayı azaltmak adına döviz piyasasına müdahale edilmiştir. (Bkz. Tablo 16) Maliye politikasına ilişkin alınan tedbirlerde ise özellikle gelişmekte olan ülkelere IMF kurumundan borçlanma ve genişletici maliye politikasının uygulanması söz konusu olmuştur.

Tabloda yurtiçi likidite kolaylığı ve politika faiz oranında değişiklik gibi para politikası araçları ön plana çıkmaktadır. Geleneksel olmayan para politikası araçlarının miladı sayılan 2008 Global Krizi'nden sonra para politikası anlayışı değişim göstermiştir. Geçmişten beri uygulanan para politikası araçları krizi aşma noktasında yetersiz kalınca, yeni para politikası araçları geliştirme ihtiyacı doğmuştur.

Kriz döneminde gelişmiş ülke merkez bankalarının başvurduğu standart dışı araçlar negatif faiz oranının yanı sıra, miktarsal genişleme, kredi genişlemesi olarak sayılabilir. Geleneksel olmayan bu araçları kullanmanın neticesinde merkez bankalarının bilanço büyüklüğü ve kompozisyonu değişim göstermiştir.²⁰⁷ Miktarsal genişleme başlıkları altında merkez bankası bilançolarına ilerleyen kısımlarda yer verilecektir.

Kitabın bu bölümünde gelişmiş ülkelerin geleneksel olmayan para politikası çerçevesinden bahsedilecektir. Geleneksel olmayan para politikası kapsamında FED, ECB, BOJ gibi gelişmiş ülkelerin merkez bankalarının başvurduğu yöntemler ve politika araçları bu bölümün ana konusudur. Bu bağlamda, öncelikle neden ve sonuçları ile birlikte gelişmiş ülkelere uygulanan politikalar anlatılacak, ardından bölümün değerlendirme kısmında TCMB para politikası uygulamaları ile karşılaştırılacaktır.

207 Jörg Bibow, Unconventional Monetary Policies and Central Bank Profits, Seigniorage as Fiscal Revenue in the Aftermath of the Global Financial Crisis, Levy Economics Institute of Bard College, Working Paper No: 916, October 2018, http://www.levyinstitute.org/pubs/wp_916.pdf, (18.10.2019), s.4.

3.1. ABD Merkez Bankası (FED) Uygulamaları

ABD'nin para politikası çerçevesi, kriz dönemine kadar daha dar kapsamlı, temelde kısa vadeli faiz oranına dayanan, piyasalara müdahaleyi içermeyen bir yapıyı içermiştir (O kadar ki, Büyük Buhran döneminden sonra tahvil piyasasına müdahaleyi ilk kez Global Kriz'de yapmıştır.²⁰⁸) Bu dar kapsamlı politika ile hareket ederken, krizden hemen önceki yıllarda, politika faiz oranlarını düşük seviyelere getirmiştir. Ardından bu durum ülkede konut kredilerinde artışa yol açmış, beraberinde bazı sorunlar getirmiştir. FED 2004 yılında konut piyasasında baş gösteren sorunlar nedeniyle faiz arttırımı yapsa da, krize olan gidişatı durduramamıştır (2004 yılında %1 seviyesindeki politika faiz oranı kademeli olarak 2006 yılına kadar %5,25 seviyesine yükseltilmiştir.)²⁰⁹ Konut piyasası, faiz müdahalesi nedeniyle resesyon yaşamıştır. Konut fiyatlarında hızlı düşüş yaşanmış ve kredi geri ödemeleri sıkıntıya girmiştir. Konut kredilerine bağlı türev ürünlerin işlem gördüğü piyasalar da olumsuz etkilenmiş, finansal sektörü etkileyerek çöküşe sebep olmuştur.

Global Kriz ile birlikte, FED daha fazla sorumluluk yüklenerek, krizin etkilerini minimize etmek adına finansal kuruluşlara yardım planları ve kurtarma paketleri uygulamıştır. Ayrıca, piyasada değersiz hale gelen menkul kıymetleri ve hazinenin ihraç etmiş olduğu borç senetlerini satın alarak piyasaya likidite sağlamıştır. FED'in uygulamış olduğu bu politika, miktarsal genişleme olarak adlandırılmıştır.

3.1.1. Miktarsal Genişleme

ABD'de finans piyasası ile reel sektör arasındaki fonksiyonel bağın kriz döneminde çöküşünün akabinde, finans sektöründen reel sektöre fon akışı sağlanamamış ve parasal aktarım mekanizması işlerliğini yitirmiştir. Ekonomide oluşan resesyon, merkez bankasını politika faiz oranını düşürmeye zorlamış, ancak faiz oranı sıfıra yakın düzeylerde olduğu için, bu indirim daha fazla gerçekleştirilememiştir. Bunun üzerine FED tarafından miktarsal genişlemeye dayanan varlık alım programları destekleyici bir politika olarak uygulanmıştır.²¹⁰

208 Erdönmez, s.8.

209 Vural, s.4.

210 TCMB (d), **Araştırma Bülteni**, Sayı 33, Mart 2014, <https://www.tcmb.gov.tr/wps/wcm/connect/213a830b-7cd5-4ddc-93ed-c26f0545cb8d/Bulten33.pdf?MOD=AJPERES&-CACHEID=ROOTWORKSPACE-213a830b-7cd5-4ddc-93ed-c26f0545cb8d-m3fB9EI>, (20.10.2019), s.2.

Geleneksel olmayan araçlar arasında sayılan miktarsal genişleme politikası, temelde merkez bankası tarafından piyasaya likidite sağlama amacı taşımaktadır. Değersiz hale gelen menkul kıymetlerin piyasadaki satın alınarak, karşılığında likidite sunulması “Varlık Alım Programları (QE)” ile gerçekleştirilmiştir.²¹¹

FED mortgage kredilerine dayalı menkul kıymetler ile hazinenin ihraç etmiş olduğu borç senetlerini kapsama alarak, ilan etmiş olduğu programları uygulamıştır. Toplamda piyasada bulunan değersiz mortgage’a dayalı kıymetlerin ve hazine borçlarının %20’sini satın almıştır.²¹²

Varlık alım programları 2008 – 2014 dönemini kapsamış ve QE₁, QE₂, QE₃ olmak üzere üç programda değersiz varlıkların satın alınması sağlanmıştır. Bu programlar Large Scale Asset Purchases (LSAP) olarak literatüre geçmiştir. Geleneksel olmayan para politikası aracı olarak miktarsal genişleme ise yukarıda sayılan üç LSAP programına ek olarak, Operation Twist olarak ifade edilen Vade Uzatma Programı da dâhil edilerek toplam dört program çerçevesinde uygulanmıştır. Bunlar şöyle özetlenebilir:

- **Birinci LSAP Programı (QE₁);** krizin başladığı ilk dönemlerde uygulanmıştır. Kasım 2008 ile Mart 2009 arasındaki dönemi kapsamaktadır. 2008 yılının Aralık ayında dönemin FED başkanı Bernanke’nin FOMC (Federal Open Market Committee) toplantısında, varlık alım programlarının amacının para arzını arttırmak veya banka rezervlerini yükseltmek olmadığı belirtilmiştir.²¹³ Başlangıçta Fannie Mae, Freddie Mac gibi kuruluşları kurtarmak için 100 milyar USD, mortgage kredilerine dayalı menkul kıymetlerin satın alımı için 500 milyar USD olarak duyurulsa da dönem sonunda toplam 1.750 trilyon USD seviyesinde alım yapılmıştır.
- **İkinci LSAP Programı (QE₂);** Kasım 2010 ile Haziran 2011 arasındaki dönemi kapsamaktadır. Toplamda 600 milyar USD seviyesinde uzun vadeli menkul kıymet satın alınmıştır.²¹⁴

211 Glenn Rudebusch, **A Review of the FED’s Unconventional Monetary Policy**, Economic Letter, Research From the Federal Reserve Bank of San Francisco, No: 27, Year: 2018, <https://www.frbsf.org/economic-research/files/cl2018-27.pdf>, (18.10.2019), s.2.

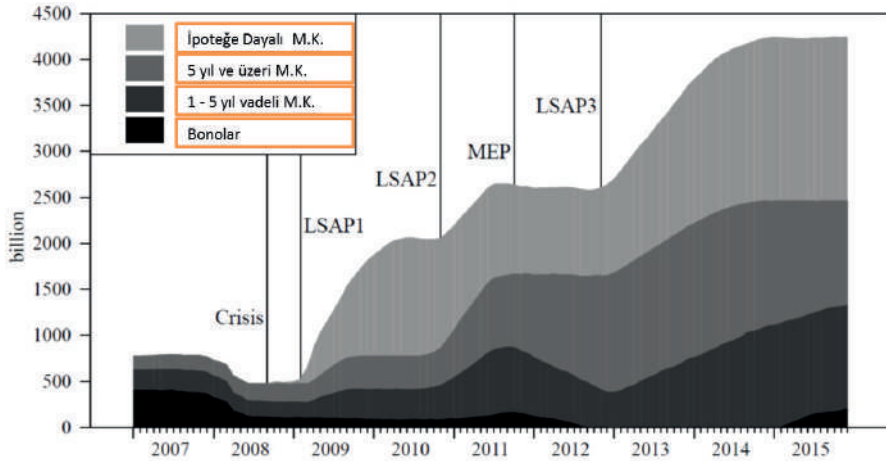
212 Kenneth Kuttner, **Outside the Box: Unconventional Monetary Policy in the Great Recession and Beyond**, National Bureau of Economic Research, Hutchins Center Working Paper, No: 47, October 2018, <https://www.brookings.edu/wp-content/uploads/2018/10/WP47-Kuttner.pdf>, (18.10.2019), s.2.

213 FOMC Meeting Transcript, December 2008, <https://www.federalreserve.gov/monetarypolicy/files/FOMC20081216meeting.pdf>, (23.10.2019), s.17.

214 Kuttner, s.2.

➤ **Vade Uzatma Programı (Operation Twist - Maturity Extension Programme (MEP));** Eylül 2011 ile Aralık 2012 arasındaki dönemi kapsamaktadır. Toplamda 667 milyar USD tutarında menkul kıymetin vadesi değiştirilmiştir. Piyasada bulunan 6-30 yıllık vadeye sahip olan menkul kıymetler satın alınarak veya itfa edilerek yerine 1-3 yıllık vadeye sahip menkul kıymetler verilmiştir.²¹⁵ FED'in bilançosunu genişleten diğer üç büyük varlık alım programının aksine Operation Twist bilançoyu genişletmemiş, sadece menkul kıymetlerin vade kompozisyonunu değiştirmiştir. Bu bağlamda bilançoyu değişmeden bıraktığı göz önünde bulundurulduğunda, sterilize edilmiş olduğu belirtilebilir.²¹⁶

Aşağıdaki grafikte FED'in satın almış olduğu menkul kıymetler çeşitlerine ve vadelerine göre belirtilmektedir.



Grafik 3. FED'in Miktarsal Genişleme Sürecinde Satın Aldığı Varlıkların Dağılımı

Kaynak: Kenneth Kuttner, *Outside the Box: Unconventional Monetary Policy in the Great Recession and Beyond*, (s.4.) adlı çalışmadan yararlanılarak oluşturulmuştur. MEP: Maturity Extension Programme - Vade Uzatma Programını ifade etmektedir.

➤ **Üçüncü LSAP Programı (QE₃);** Eylül 2012 ile Ekim 2014 arasındaki dönemi kapsamaktadır. Mortgage piyasalarını desteklemek için uygulanan bu programda başlangıçta aylık bazda 40 milyar USD tutarında menkul kıymet alımı yapılacağı duyurulmuş ancak Aralık

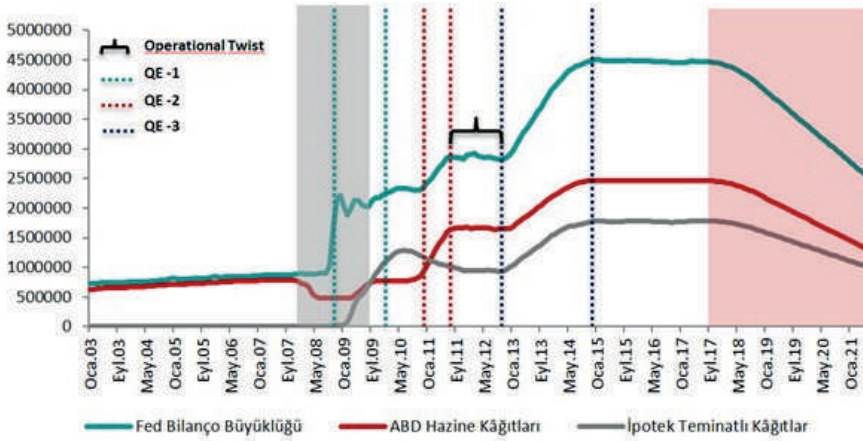
215 Federal Reserve Bank, FOMC Statement, Press Release, 21.09.2011, <https://www.federalreserve.gov/newsevents/pressreleases/monetary20110921a.htm>, (21.10.2019), s.1.

216 Kuttner, s.3.

2012’de bu tutar 45 milyar USD seviyesine çıkarılmıştır. Öteki alım programlarının aksine, üçüncü LSAP’da toplam tutar belirtilmediği için açık uçlu ve sınır koyulmadan uygulanan bir program olmuştur.

217

Kriz öncesi dönemde uygulanan geleneksel politikaların FED bilançosunu değiştirebilme potansiyeli oldukça düşük seviyelerde olup, yalnızca Federal fon oranı üzerinden gerçekleştirilen ve repo/ters repo işlemlerine benzer bir şekilde bir nevi geçici olarak yapılan varlık alımları FED bilançosunu ihmal edilebilir düzeylerde değiştirebilmiştir.²¹⁸ Ancak kriz sonrası miktarsal genişleme politikası ile birlikte FED bilançosu ciddi oranda etkilenmiştir. Bu bağlamda geleneksel olmayan para politikasının, geleneksel para politikasından farkı keskin çizgilerle ayrılabilir. ²¹⁹ FED bilançosu yapılan menkul kıymet alımları ile önceki durumundan beş kat daha fazla genişleyerek 900 milyar USD’den 4,5 trilyon USD’ye ulaşmıştır. Aşağıdaki grafikte miktarsal genişleme politikasının FED’in bilançosuna etkileri gösterilmektedir:



Grafik 4. Kriz Öncesi ve Sonrası FED Bilançosu

Kaynak: Federal Reserve Bank, <https://www.federalreserve.gov/>, (21.12.2020)

217 Bibow, s.42.

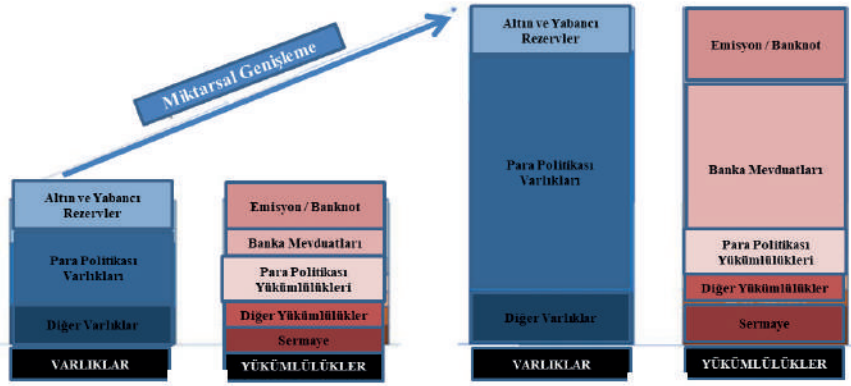
218 Federal Reserve Bank, Emerging Capital Flows and US Monetary Policy, Economic and Research Data, <https://www.federalreserve.gov/econresdata/notes/ifdp-notes/2016/emerging-market-capital-flows-and-us-monetary-policy-20161018.html>, (21.12.2020), s.1.

219 Kuttner, s.4.

Grafik 7’de görüldüğü üzere Mayıs 2008’den sonra dört adımda miktarsal genişleme politikası uygulanmıştır. Satın alınan ABD hazine kâğıtları ve mortgage kredilerine dayalı ipotek teminatlı kâğıtlar (Mortgage-backed securities (MBS)) nedeni ile FED bilançosu kriz öncesi dönemle kıyaslandığında beş kata yakın bir oranda büyüme kaydetmiştir.²²⁰

Miktarsal genişleme aracının FED bilançosunun varlık ve yükümlülük taraflarında yer alan kalemlerini ne yönde etkilediği hususu Şekil 9’da gösterilmektedir:

Şekil 9. Miktarsal Genişleme ve FED Bilanço Kalemleri



Kaynak: Jörg Bibow, Unconventional Monetary Policies and Central Bank Profits, Seigniorage as Fiscal Revenue in the Aftermath of the Global Financial Crisis (s.20.) adlı çalışmadan yararlanılarak oluşturulmuştur.

Aktifte yer alan para politikası varlıkları miktarsal genişlemeden sonra artış göstermiştir. Varlık ve yükümlülüklerin eşitliğinden ötürü aktifteki genişleme pasif tarafta “bankalara ait mevduatlar” kaleminde dengelenmiştir. Öteki varlık ve yükümlülük kalemlerinde değişim olmamıştır.

Miktarsal genişleme politikasının uygulanmasıyla, tahvil piyasasında arz-talep koşulları değişim göstermiştir. FED arz ve talep kanalını kullanarak piyasadaki faiz oranlarını etkileme amacı gütmüştür. FED’in yapmış olduğu tahvil alımları piyasada talebi arttırmış, faiz oranlarını düşürmüştür. Tahvil alım programları aynı zamanda geleceğe yönelik politika faizinin nasıl dengeleneceği yönünde sinyal etkisi de taşımaktadır. Bu durum uzun

220 Federal Reserve Bank, <https://www.federalreserve.gov/econres.htm>, (21.12.2020)

vadeli faizlerde düşüşe yol açabilmektedir.²²¹ Aşağıdaki grafikte miktarsal genişlemenin 10 yıllık tahvil faizlerine olan etkisi gösterilmektedir:



Grafik 5. QE Programlarının 10 yıllık Tahvil Faizlerine Etkisi

Kaynak: Yale School of Management, Charting the Financial Crisis, Hutchins Center on Fiscal and Monetary Policy at Brookings, 2018, s.5.

Grafikte görüldüğü üzere, federal fon oranlarının 2008 yılında sıfır düzeyine yakın bir bölgeye indirilmesinin ardından, varlık alım programları ile uzun vadeli tahvil faizleri düşürülmeye çalışılmıştır. Bu bağlamda ilk iki QE programında başarı elde edilememiş, üçüncü QE programı sonuç vermiştir.

Varlık Alım Programları, 2014 yılının Ekim ayında son bulmuştur. 2017 yılından itibaren ise FED bilançosunu kademeli olarak küçültmeye başlamıştır. Aralık 2015'ten itibaren federal fonların faiz oranı arttırılmaya başlanmıştır.²²²

FED'in geleneksel olmayan para politikası çerçevesinde uyguladığı miktarsal genişleme, krizden birkaç yıl sonra gecikmeli olarak sonuç vermiş, ülke ekonomisi yavaş bir hızda olsa da toparlanmaya başlamıştır. Miktarsal

²²¹ Rudebusch, s.4.

²²² Kuttner, s.2.

genişleme gelişmekte olan ülkeleri de etkilemiştir. Genişlemenin ardından oluşan küresel likidite artışı, gelişmekte olan ülkelere sermaye girişi sağlamış, döviz likiditesinde bolluk yaratmıştır. Gelişmekte olan ülkelerin bu bağlamda dış ticaret açıkları olumsuz etkilenmiştir.

3.1.2. Faiz Politikası

ABD Merkez Bankası FED, krizden önceki süreçte makroekonomik hedeflerine ulaşmak için genellikle kısa vadeli faiz oranlarını kullanmaktaydı. Geleneksel yöntemde, tam istihdam ve düşük enflasyon hedefleri göz önünde bulundurularak, federal fon oranı ayarlamalarıyla para politikası yürütülmekteydi. Global Kriz'den önceki yıllarda ABD'de federal fon oranları tarihi düşük seviyelere gerilemişti. Alt sınırlarda seyreden, sıfıra yakın faiz oranı düzeyleri Global Kriz'in çıkış noktasını oluşturmakla kalmamış, kriz yönetiminde de FED'in elini kolunu bağlamıştır. FED'in faiz oranlarını daha fazla düşürerek ekonomik aktiviteyi canlandırma ihtimali kalmamıştır. Ekonomik gerilemenin ciddiyeti göz önüne alındığında bu aşırı düşük faiz oranlarının, büyüme, çıktı ve istihdam gibi makroekonomik parametreleri etkilemesi mümkün olamamıştır. FED'in geleneksel olmayan para politikası uygulamalarına başvurma ihtiyacı da bu noktadan doğmuştur.²²³

Krizin etkilerinin patlak verdiği dönemde, FED geleneksel yöntemi izleyerek federal fon oranını kademeli olarak düşürmeye devam etmiştir. Ancak oranlar sıfıra yaklaşmasına rağmen, krizi aşma bağlamında yapılan faiz oranları indirimlerinin sonuç vermediği anlaşılmıştır.²²⁴ Aşağıdaki grafikte FED'in federal fon oranlarının 2000-2020 dönemindeki seyri gösterilmektedir.

223 Rudebusch, s.1.

224 Bibow, s.4.



Grafik 6. FED Federal Fon Oranları (%) (2000-2021)

*2021 yılında faiz oranında değişiklik yapılmamıştır. Güncel federal fon oranı %0,25 olarak devam etmektedir.

Kaynak: Federal Reserve Bank, <https://www.federalreserve.gov/>, (25.11.2021)

Eylül 2007 tarihinde ilk faiz indirimi yapılmış, %5,25 düzeyindeki federal fon oranı bu tarihten itibaren kademeli olarak düşürülmüştür. Grafikten görüleceği üzere, 2008 yılı sonundan itibaren federal fon oranları oldukça düşük, sıfıra yakın seviyelere getirilmiştir. Faiz oranlarını daha fazla indiremeyen FED, uzun vadeli faiz oranlarını etkileyebilmek için miktarsal genişleme politikasına başvurmuştur. Varlık alım programları ile piyasadaki hazine tahvilleri ve değersiz varlıkları satın almış, talebi yükseltmiştir. Talebi artan tahvillerin fiyatı yükselmiş, faiz getirileri düşüş kaydetmiştir. Bu yöntemle hem verim eğrisi üzerinde düzenleme yapmış, hem de uzun vadeli faiz oranlarını etkileme imkânına sahip olmuştur.²²⁵

Federal fon oranı artışı Aralık 2015'ten sonra başlamıştır.²²⁶ Bu tarihten itibaren 2019 yılına kadar dokuz farklı dönemde faiz artışı gerçekleştirmiştir. 2019 yılının başından bu yana ise 1 Ağustos 2019 ve 19 Eylül 2019 tarihlerinde olmak üzere iki kez faiz indirimi yapmıştır. Eylül 2019 tarihli FOMC toplantısı kararında ekonomik büyümeye katkıda bulunmak ve enflasyonu kontrol etmek amaçlarıyla ikinci kez faiz indirimine gidildiği ve FED federal fon oranının %2,0 seviyesine çekildiği belirtilmiştir.²²⁷

225 Kuttner, s.4.

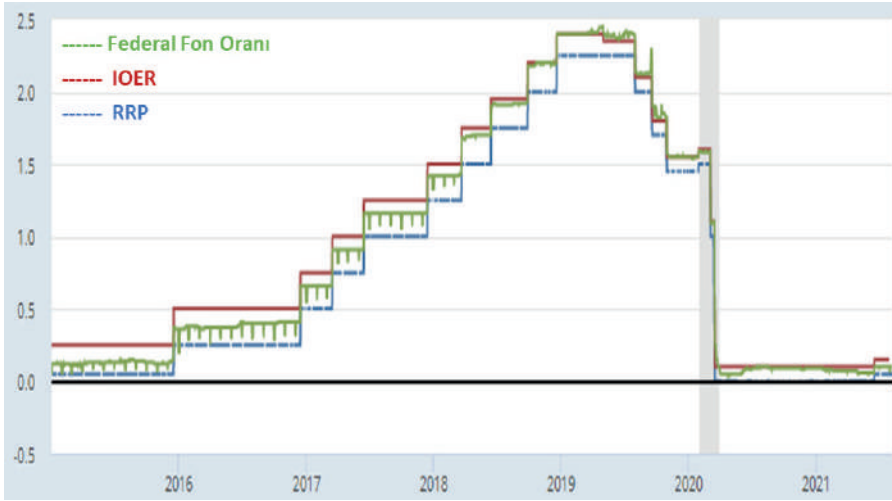
226 Federal Reserve Bank, <https://www.federalreserve.gov/>, (25.12.2020)

227 Board of Governors of the Federal Reserve System. **Open Market Operations**, <https://www.federalreserve.gov/monetarypolicy/openmarket.htm>, (24.10.2019).

FED'in faiz politikasında sadece federal fon oranı değil, geleneksel olmayan para politikası araçlarından biri olan faiz koridoru uygulaması da mevcuttur. ABD finans piyasalarında son borç veren mercii (lender of last resort) olan FED, gecelik likidite yönetimi kapsamında faiz koridorunu işlevsel hale getirmiştir. Faiz koridoru uygulamasının ABD piyasalarındaki versiyonu şu şekilde olmaktadır: ²²⁸

- Piyasada likidite fazlalığı olduğu koşulda, fon sahipleri bu likidite fazlasını IOER (Interest On Excess Reserves) oranı üzerinden değerlendirmektedir.
- Likidite açığı olduğu koşulda ise, gecelik vade ters repo uygulamasına başvurarak RRP (Reverse Repo Rate) oranı seviyesinden borçlanma imkânına kavuşmaktadır.

FED'in likidite yönetimi çerçevesinde gecelik vadede IOER ve RRP oranları, faiz koridorunun tavan ve taban oranlarını oluşturmaktadır. FED, gecelik faiz oranlarının bu tavan ve taban arasında dalgalanmasına izin vermektedir. Federal fon oranı ise, ABD'nin politika faizi olarak nitelendirilebilir. Bazı kaynaklarda federal fon oranına hedef faiz oranı (target rate) da denilmektedir. Grafik 11'de FED'in federal fon oranı ile birlikte faiz koridoru gösterilmektedir:



Grafik 7. FED Federal Fon Oranı, IOER ve RRP (%)

Kaynak: Federal Reserve Bank of New York, <https://www.newyorkfed.org/research>, (10.08.2021)

228 TCMB Merkez'in Güncesi, FED'in Bilanço Küçültme Süreci: Yeni Normal Ne?, <http://www.tcmbblog.org/wps/wcm/connect/blog/tr/main+menu/analizler/fedin+bilanco>, (24.10.2019)

Grafikte görüldüğü üzere, RRP gecelik vade ters repo uygulamasının başlangıcı 2013 yılı Kasım ayıdır. IOER uygulaması ise daha öncesine dayanmaktadır.²²⁹ Bu bağlamda “tam anlamıyla faiz koridoru uygulaması ABD’de 2013 yılında başlamıştır” şeklinde bir yorum yapılabilir. IOER ve RRP arasında kalan koridorun yönetilmesi, geleneksel olmayan para politikasına önemli bir örnek teşkil etmektedir.

3.1.3. Sözlü Yönlendirme (Forward Guidance)

Global Kriz’in patlak verdiği dönemde, FED ilk iş olarak federal fon oranlarını düşürmüş, ekonomik durgunluk yaşanmasına engel olmaya çalışmıştı. Bu bağlamda Aralık 2008’e kadar kademeli olarak faiz indirimi yapmış, ancak bu düşüşler istenen etkiyi yaratamamıştı. 2008 yılsonundaki faiz düzeyleri sıfıra oldukça yakın bir seviyede idi. (16 Aralık 2008 tarihli son kararlar federal fon oranları % 0,25 düzeyine çekilmiştir.)²³⁰ Kısa vadeli faiz oranları bu düzeye kadar düşünce, daha fazla indirim yapmak imkânsız olduğu için FED sözlü yönlendirme yaparak doğrudan tahvil faizlerini ve diğer finansal varlık fiyatlarını etkilemeye çalışmıştır.²³¹

Uzun vadeli faiz oranlarının gelecekteki seyri temelde iki bileşen üzerine kurulmaktadır. Bunlardan ilki “beklentiler”, ikincisi “risk primi” olarak ifade edilebilir. FED’in uygulamış olduğu sözlü yönlendirme politikası (forward guidance) beklentiler bileşeni ile yakından ilgilidir. Beklentiler bileşeni, yatırımcıların geleceğe ilişkin tahminlerinin ortalaması olarak kabul edilebilir. Örneğin, 10 yıllık tahvilin getirisi, yatırımcıların 10 yıllık vade boyunca beklediği faiz getirilerinin bir ortalaması olarak düşünülebilir. FED, gelecekteki faiz oranının düzeyi hakkında atacağı adımlarla ilgili bilgilendirme yaptığında, bu bir bakıma sözlü yönlendirme olmakta ve beklentiler bileşeni yoluyla uzun vadeli faiz oranlarını etkilemektedir.²³²

FED’in kriz dönemi boyunca ve sonrasında iletişim kanalları yoluyla yapmış olduğu sözlü yönlendirme, (faiz oranlarının düşürülmesi, ekonomik aktiviteyi canlandıran, durgunluğun aşılmasını sağlayan bir faktör olacağı için) temelde kısa vadeli faiz oranlarını aşağıya çekme amacı taşımaktadır.

229 CBRT Blog, **Predictable Monetary Policy: What Does The Deviation Index Say?**, <http://tcmbblog.org/wps/wcm/connect/blog/en/main+menu/analyses/predictable+monetary+policy>, (24.10.2019)

230 Board of Governors of the Federal Reserve System. **Open Market Operations**, <https://www.federalreserve.gov/monetarypolicy/openmarket.htm>, (24.10.2019).

231 Kuttner, s.5.

232 Yale School of Management, **Charting the Financial Crisis**, Hutchins Center on Fiscal and Monetary Policy at Brookings, 2018, <https://www.brookings.edu/wp-content/uploads/2018/08/2018-09-10-10am-FINAL-Crisis-deck-00-85.pdf>, (25.10.2019), s.49.

Aynı zamanda bu yolla uzun vadeli faiz oranlarını da düşüş trendi yönünde etkileme amacı gütmüştür. FED tarafından yapılan açıklamalar, faiz oranı ile ilgili belirsizliği nispeten ortadan kaldırmış, beklentiler yoluyla finansal piyasalardaki oynaklığı ve kırılganlığı azaltarak finansal koşulları iyileştirmeyi hedeflemiştir.²³³

Geleneksel para politikası araçlarının işlevsiz, ekonomik durgunluğun derin olduğu kriz döneminde FED, ekonomik toparlanmanın çabucak gerçekleşmesinin mümkün olmadığını öngörmüş, sözlü bilgilendirmelerini de buna uygun olarak yapmıştır. Örneğin, Ocak 2012 tarihli FOMC kararında, ekonomik koşullarda yeterli iyileşme görülemediği için, en azından 2014'ün sonuna kadar federal fon oranlarının düşük seviyelerde tutulacağı açıklanmıştır.²³⁴ FED tarafından yapılan bu bilgilendirme, bir bakıma piyasaları sözlü yönlendirme niteliği taşımaktadır. Faiz oranlarının düşük seyredeceği yönünde oluşturulan piyasa beklentisi sayesinde 2012-2014 dönemi uzun vadeli getirilerde düşüş sağlanmış ve finansal koşullarda iyileşme belirtileri görülmüştür.²³⁵

Bazı dönemlerde, sözlü yönlendirme kanalı şartlı ifadeler barındırmıştır. Bazı alınan değişken, diğer makroekonomik değişkenlerle ilişkilendirilerek sözlü açıklamalarda yer verilmiştir. Örneğin, Aralık 2012 tarihli FOMC kararında, işsizlik oranının %6,5'un üzerinde; enflasyon oranının %2,5'un altında kaldığı sürece düşük faiz politikasının devam ettirileceği belirtilmiştir.²³⁶

Fed Açık Piyasa Komitesi'nin (FOMC) açıklama ve tutanakları, Beige Book, bölge FED başkanlarının konuşmaları, yönetim kurulu üyelerinin projeksiyonları gibi ekonomik koşulların değerlendirildiği araçlar FED'in önemli iletişim kanallarındandır.²³⁷ İletişim kanalları aracılığıyla yapılan sözlü yönlendirme, piyasalar üzerindeki beklenti fonksiyonunu etkilemesi ile Global Kriz'den sonra önemli bir para politikası aracı olmuştur. Krizden sonraki 10 yıllık süreçte sözlü yönlendirme politikası, sadece faiz oranı hususunda değil, diğer para politikalarının gelecekte uygulanıp uygulanmayacağı konusunda da bilgilendirme şeklinde kullanılmıştır. FED

233 Rudebusch, s.2.

234 Federal Reserve Bank, FOMC Statement, Press Release, 25.01.2012, <https://www.federalreserve.gov/monetarypolicy/fomcpresconf20120125.htm>, (25.10.2019), s.1.

235 Rudebusch, s.2.

236 Federal Reserve Bank, FOMC Statement, Press Release, 12.12.2012, <https://www.federalreserve.gov/monetarypolicy/fomcpresconf20121212.htm>, (25.10.2019), s.1.

237 Kuttner, s.5.

tarafından bu politikaya sıklıkla başvurulmuş ve ekonomik toparlanmanın sağlanması hususunda etkili olduğu görülmüştür.²³⁸

3.1.4. Diğer Politikalar

ABD’de Global Kriz’in ardından geleneksel olmayan para politikası çerçevesinde miktarsal genişleme, sözlü yönlendirme gibi politikaların yanı sıra kredi genişlemesi, teminat çeşitlendirilmesi, likidite sağlayıcı önlemler, faiz taahhüdü gibi para politikası uygulamaları gerçekleştirilmiştir. Para politikası ile birlikte vergi düzenlemeleri, sosyal yardım ve güvenlik reformu gibi maliye politikası araçlarına da başvurulmuştur. Diğer taraftan merkez bankalarıyla swap anlaşmaları yapılmış, bankacılık sektörüne ilişkin sermaye ile ilgili düzenlemeler ve kurumsal düzenlemeler getirilmiştir.²³⁹ Aşağıdaki tabloda ABD’nin kriz döneminde uygulamış olduğu politikaların liste şeklinde bir özeti verilmektedir:

Tablo 17. Global Kriz’de ABD’nin Uyguladığı Politikalar

ABD'nin İzlediği Politikalar
Mevduat Garantileri
Likidite Sağlayıcı Önlemler
Bankalarda Yeniden Sermayelendirme
Banka Borçlarına Devlet Garantisi
Kredi Garantileri
Kamulaştırma / Fona Devir
Swap Kanalı
Faiz Taahhüdü
Teminat Çeşitlendirilmesi
Kredi Genişlemesi
Vergi Düzenlemeleri
Sosyal Yardım ve Güvenlik Reformu
Bankalara Kurumsal Düzenleme

Kaynak: Wim Naude, The Financial Crisis of 2008 and the Developing Countries. United Nations University World Institute for Development Economic Research, Tartışma Tebliği, 2009/01, s.11-17.

Swap anlaşmaları, ABD’nin kriz döneminde atmış olduğu önemli adımlardan biri olarak karşımıza çıkmaktadır. Aslında sadece ABD değil, Japonya, Kanada, İsviçre, Avustralya, Norveç gibi ülkelerin de aralarında

²³⁸ Rudebusch, s.3.

²³⁹ Vural, s.36.

bulunduğu toplamda 16 ülke swap kanalını kullanmıştır. Swap kanalı iktisadi literatürde bazı yazarlar tarafından para politikası aracı olarak görülsede, IMF gibi uluslararası kuruluşlarla ve ülkelerle swap anlaşması yapıldığı için geleneksel olmayan para politikası başlığı altında değil, çoğunlukla uluslararası ilişkiler çatısında değerlendirilmektedir. Bu nedenle çalışmamızda diğer politikalar içerisinde swap kanalına yer verilmektedir. Gelişmiş ülkelerin hemen hemen hepsi swap kanalına başvurmuş, gelişmekte olan ülkelerden bazıları bu operasyona dâhil olabilmıştır. Piyasa işleyişinin normalden uzaklaştığı kriz döneminde, söz konusu ülkeler swap kanalı ile uzun dönemli fon sağlamış olup, bu yolla bankaların likidite riskini minimize etmeye çaba göstermişlerdir.²⁴⁰

Global Kriz'in akabinde gelişmekte olan ülkelerin yaşadığı likidite sıkışıklığının azaltılması amacıyla IMF, likidite swap kolaylığı olarak nitelendirdiği bir kredi imkânını söz konusu ülkelere sunacağını açıklamıştır. Ayrıca FED içerisinde Brezilya, Güney Kore, Meksika gibi ülkelerin de bulunduğu bazı ülkelere para birimlerinin ABD Dolarına konvertasyonu için 30'ar milyar USD seviyesinde swap hattı açmıştır.²⁴¹ Bu bağlamda, IMF ve FED'in "lender of last resort statüsü" küresel nitelik kazanmıştır.

Swap hattını kullanan ülkeler, kararlaştırılan bir döviz kuru üzerinden bir miktar yerel para birimini FED'e satmıştır. Bu işlem ile eş zamanlı belirli bir vade sonunda, gelecek bir dönemde geri satın almasını garanti altına alan bir sözleşme daha yapılmaktadır. Diğer bir deyişle, aynı anda iki sözleşme yapılarak döviz birimleri takas edilmektedir. FOMC Aralık 2007 ve Ekim 2008 arasındaki dönemde 14 ülke ile karşılıklı swap işlemi yapmış, bu sözleşmelerin vadesi ise Şubat 2010'da sona ermiştir. Krizle bağlantılı olarak yapılan bu işlemler ülkelere likidite kolaylığı sağlamıştır.²⁴²

3.2. Avrupa Merkez Bankası (ECB) Uygulamaları

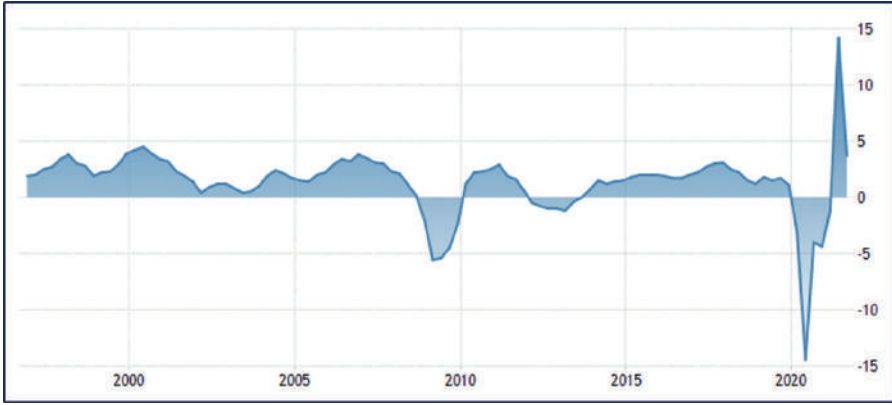
Global Kriz ile birlikte ortaya çıkan finansal sorunlar, yüksek kamu borçlarıyla boğuşan Avrupa Birliği'ni etkisi altına almıştır. Amerika'dan Avrupa'ya yönelen sermaye hareketleri azalış kaydetmiş, bankalar ve piyasalar zor duruma düşmüştür.²⁴³ Euro bölgesinde krizle birlikte büyüme oranları düşüş göstermiştir. (Grafik 12'de yer verilmektedir.)

240 Vural, s.49.

241 Erdönmez, s.9.

242 Board of Governors of the Federal Reserve Bank, **Central Bank Liquidity Swap Lines**, Transaction Data December 2010, <https://www.federalreserve.gov/regreform/reform-swaplines.htm>, (27.10.2019), s.1.

243 Şeker ve Demirel, s.3.



Grafik 8. Euro Bölgesi Büyüme Oranları (%) 2000 - 2021

Kaynak: Eurostat Dataset, <https://ec.europa.eu/eurostat/data/database>, (25.11.2021)

Grafikte görüleceği üzere büyüme oranları Global Kriz ile birlikte sert bir düşüş kaydetmiştir. Global krizin başladığı yıldan 2011- 2012 yıllarına kadar ekonomik toparlanma sağlanamamıştır. Diğer taraftan kriz döneminde enflasyon ise %2 olan hedef enflasyon oranının çok aşağısına gerilemiştir. ECB, 2008 yılından itibaren enflasyonu hedeflenen düzeye yaklaştırmak, krizin etkilerini en aza indirgeyebilmek, finansal piyasa koşullarını iyileştirmek amaçlarıyla ilk adımda faiz oranlarında indirim yapmış, benchmark faiz oranını %4,25'ten %1'lere düşürmüştür.²⁴⁴



Grafik 9. Euro Bölgesi Enflasyon Oranları (%)

Kaynak: Eurostat Dataset, <https://ec.europa.eu/eurostat/data/database>, (25.11.2021)

²⁴⁴ Bibow, s.53.

Faiz düzeyleri sıfıra yakınsadığı koşulda klasik para politikalarının tepki alanları kısıtlanmış, FED’de olduğu gibi geleneksel olmayan para politikasını ECB de uygulamıştır. Bu bağlamda ECB’nin kriz stratejisi, ABD’ye benzer bir şekilde, banka ve diğer finansal kuruluşlara likidite desteği, FED ile dolar cinsinden swap hattının oluşturulması ve büyük ölçekli varlık alım programlarının uygulanmasına dayanmaktadır.²⁴⁵

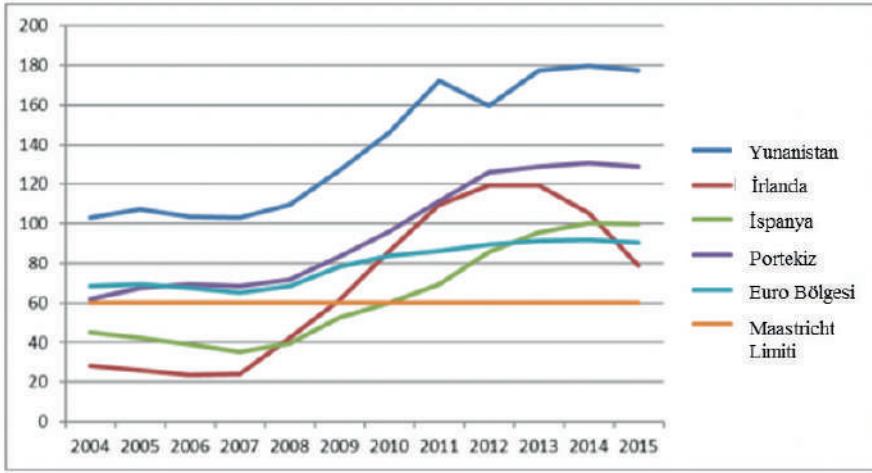
Avrupa Merkez Bankası’nın krize yaklaşımı ve geleneksel olmayan para politikalarının uygulanması temelde üç aşamada gösterilebilir:

- İlk aşamada Eylül 2008 ile Aralık 2009 arasındaki dönemde, son borç veren mercii (lender of last resort) olarak çeşitli enstrümanlarla bankacılık sektörünü desteklemeye odaklanmıştır. ECB temelde iki para piyasası aracı ile piyasaların ihtiyaç duyduğu likiditeyi sağlamaktadır. Bunlardan ilki “açık piyasa işlemi refinansman operasyonu – MRO”, ikincisi ise “uzun vadeli refinansman operasyonu-LTRO” olarak sayılabilir. Krizin en erken döneminde Avrupa Birliği ülkeleri krizden asgari düzeyde etkileneceği görüşüne sahiptiler. Bünyesinde farklı ekonomik büyüklükte ülkeleri bulunduran ECB ise bu düşünceden ötürü MRO ve LTRO ile küçük çaplı önlemler almıştır. LTRO kısa vadeli bir araç niteliğini haizdir. Normalde 3 ay olan vadesi, krizden sonra kademeli olarak 6 aya sonra 1 yıla çıkarılmıştır. Bu da yetmemiş, 3 yıl vadeli 2 adet LTRO işlemi yapılmıştır. Uzun vadeli yapılan bu işlemlere ise VLTRO yani çok uzun vadeli refinansman operasyonu denilmiştir.²⁴⁶
- İkinci fazda büyük ölçekli varlık alım programları (Large Scale Asset Purchases – LSAP) düzenlenmiştir. Varlık alım programları ile piyasa koşullarının düzeltilmesi ve para politikasının aktarım mekanizmasına işlerlik kazandırılması amaçlanmıştır. Ayrıca 2010 yılında Yunanistan, İrlanda ve Portekiz’de patlak veren kamu borç krizi, ECB’nin para politikasını etkilemiştir. 2010 başından itibaren, 2012 yılı sonuna kadar olan dönemde Avrupa ülkelerinin kamu borç krizi ile baş edebilmek ve ülkelere yardım edebilmek amacıyla ECB varlık alım programları uygulamıştır. Aşağıda yer alan grafikte, Avrupa Birliği ülkelerinin kamu borçlarının GSYH’sına oranı gösterilmektedir.²⁴⁷

245 Giovanni Dell’Ariccia, Pau Rabanal, Damiona Sandri, **Unconventional Monetary Policies in the Euro Area, Japan and the United Kingdom**, Hutchins Center Working Paper, No:48, October 2018, <https://www.brookings.edu/wp-content/uploads/2018/10/WP48-DellAriccia-et-al.pdf>, (25.12.2019), s.3

246 Christophe Blot, Jerome Creel and Xavier Ragot, **The Euro at 2020**, European Parliament, January 2019, <https://spire.sciencespo.fr/hdl:/2441/5vh68vsbm9akb9r0rkcdi4tmi/resources/2019-the-euro-at-20-a-critical-assessment-jcreel.pdf>, (08.06.2021), s.11.

247 Maastricht Kriterleri gereğince bu oran %60’ı geçmemelidir.



Grafik 10. Avrupa Ülkelerinin Kamu Borcu / GSYH Oranı (%)

Kaynak: Eurostat Dataset, https://ec.europa.eu/eurostat/web/products-datasets/-/gov_10q_ggdebt, (25.11.2021)

- Üçüncü aşamada ise 2013 yılından itibaren LSAP programları, negatif faiz uygulaması, sözlü yönlendirme, kredi genişlemesi gibi geleneksel olmayan para politikası araçlarının bir kombinasyonunu uygulamaktadır.²⁴⁸

ECB'nin geleneksel olmayan para politikası çerçevesindeki uygulamaları kitabın bundan sonraki başlıklarında ayrı ayrı ele alınacaktır.

3.2.1. Miktersal Genişleme

Avrupa Merkez Bankası (ECB), Global Kriz sonrasında sifıra yakınsayan politika faizinden sonuç alamayınca FED gibi geleneksel olmayan para politikası uygulamalarına başvurmuştur. Alışılmışın dışındaki bu yöntemlerden biri olan miktersal genişleme aracı ECB için de önemli bir para politikası unsuru olmuştur.

Krizden çıkış stratejisi olarak benimsenen miktersal genişleme politikası çerçevesinde büyük ölçekli varlık alım programları (Large scale asset purchases-LSAP) düzenlenmiştir. Ancak şu noktayı vurgulamak gerekir ki; Avrupa ülkelerinde patlak veren kamu borç krizi öncesinde, 2009 yılına kadar, ECB varlık alım programlarını kullanmakta tereddüt yaşamıştır (ECB'nin para politikası çerçevesini çizen Lizbon Anlaşması gereğince (Article 123),

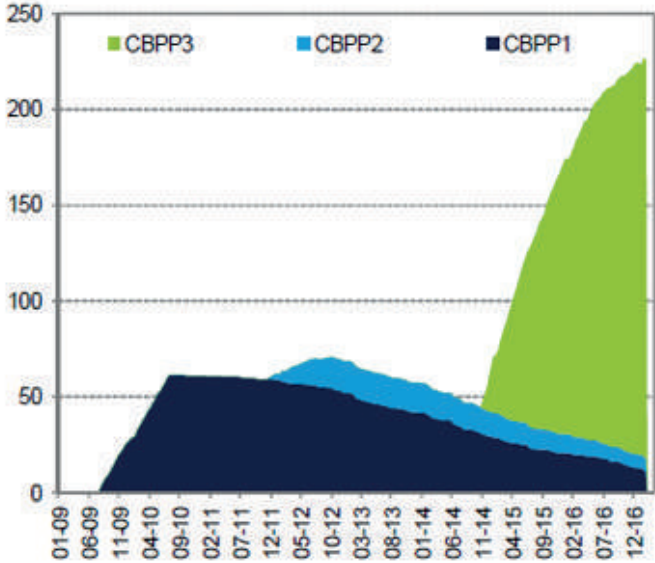
merkez bankasının hükümetleri finanse etmesi bağlamında menkul kıymet ihraçlarına katılması veya birincil piyasadan devlet tahvili satın alması yasaklanmış olduğu için.²⁴⁹) Fakat daha önce ihraç edilmiş menkul kıymetlerin ikincil piyasadan satın alınabileceği hususu yasal zeminde netleşmiştir. Yunanistan, Portekiz ve İrlanda'nın borç krizinde olduğu ve yardım elinin uzatılması gerektiği göz önünde bulundurulunca ECB de üzerine düşen sorumluluğu yerine getirmek için kolları sıvamış, devlet tahvillerinin satın alınmasına dayanan varlık alım programları düzenlemiştir.²⁵⁰

İlk miktarsal genişleme programı Mayıs 2009'da 60 milyar EUR tutarında ipotek teminatl tahvil (covered bond) alımı ile başlatılmıştır. Bu menkul kıymet alımı, Covered Bond Purchase Program (CBPP) olarak adlandırılmaktadır. CBPP'nin amacı, piyasa finansman koşullarını iyileştirmek, borç senetleri piyasasındaki likiditeyi arttırmak ve para piyasasındaki faiz oranlarını düşürmektir. Birinci CBPP, Haziran 2010'da sona ermiştir.²⁵¹ Ancak CBPP'nin ikinci ve üçüncü fazları 2018 yılına kadar devam etmiştir. Aşağıdaki grafikte ECB'nin covered bond alım programlarının etkileri yansıtılmaktadır. Bu program ile satın alınan ve ECB bilançosunu genişleten ipotek teminatl tahvillerin vadesi henüz gelmemiş, karşılığı ödenmemiş (outstanding) olanlarına grafikte yer verilmiştir.

249 European Monetary Policy, **Article 119-144 of the Treaty on the Functioning of the European Union**, http://www.europarl.europa.eu/ftu/pdf/cn/FTU_2.6.3.pdf, (20.10.2020).

250 Dell'Ariccia vd., s.8.

251 John Beirne vd., **The Impact of the Eurosystem's Covered Bond Purchase Programme on the Primary and Secondary Markets**, ECB Occasional Paper, 122, January 2011, European Central Bank, <https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/scpops/ecbocp122.pdf>, (29.10.2020), s.5.



Grafik 11. Avrupa Merkez Bankası'nın (ECB) Covered Bond Satın Alımı (CBPP) (Milyar EUR)

Kaynak: European Central Bank, Asset Purchase Programmes, <https://www.ecb.europa.eu/mopo/implement/omt/html/index.en.html>, (31.10.2020)

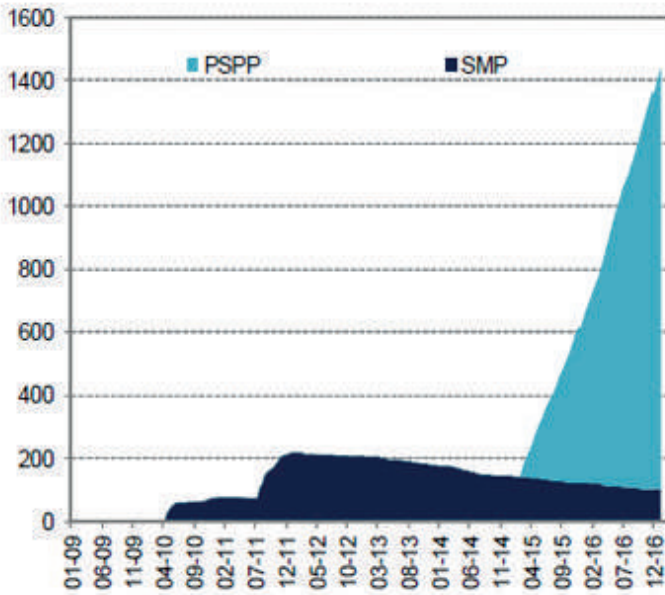
Kamu borç krizinin derinleştiği 2010 yılında ECB, Securities Market Programme (SMP) ile menkul kıymet satın alacağını duyurmuştur. Lizbon Anlaşması ile ilgili yasal zeminde tereddüt yaşayan ECB, devlet tahvillerini ikincil piyasadan satın alacağı için bu programı düzenleyebilmiştir. SMP programı ile piyasa derinliğini ve likiditesini arttırmayı hedeflemiş, bozulan parasal aktarım mekanizmasını yapılandırma amacını taşımıştır. Program çerçevesinde ne kadarlık bir menkul kıymet alımı yapılacağı önceden belirlenmemiş olup, finansal piyasa koşullarının gerektirdiği ölçüde alım yapılacağı belirtilmiştir. 2012 yılsonu itibarıyla Avrupa Merkez Bankası'nın Securities Market Programme – SMP çerçevesinde satın almış olduğu Yunanistan, İrlanda, İtalya, Portekiz ve İspanya devlet tahvillerinin toplam tutarı 218 milyar EUR düzeyinde gerçekleşmiştir.²⁵²

Avrupa Birliği ülkelerinde yaşanan borç krizini aşabilme bağlamında ECB'nin miktarsal genişleme adımları yeterli gelmemiştir. Euro bölgesinde ekonomik sıkıntılar devam edince, ECB Eylül 2012'de "Doğrudan Parasal

252 Dell'Ariccia vd., s.8.

İşlemler – Outright Monetary Transactions (OMT)” başlığı altında yeni bir tahvil alım programı ilan etmiştir. Sınırsız miktarda EUR cinsi devlet tahvili satın alınmasına imkân tanıyan bu program açıklansa da aktif hale getirilmemiştir.²⁵³

2014 yılına gelindiğinde, Avrupa Bölgesi’nde yaşanan deflasyon süreci nedeniyle ECB önlemlerini arttırmaya çalışmıştır. Bu bağlamda Ocak 2015 tarihinde “genişletilmiş varlık alım programı” ilan edilmiştir. Program çerçevesinde aylık 60 milyar EUR tutarında ipotek teminatlı tahvil alımı (CBPP) ve devlet tahvili satın alımı (public sector purchase programme – PSPP) planlanmıştır. Mart 2015’te başlayan programın, Eylül 2016’da bitmesi kararlaştırılsa da, program vadesi birkaç yıl daha uzatılmıştır. Aşağıdaki grafikte ECB’nin SMP ve PSPP (Public Sector Purchase Programme) çerçevesinde satın almış olduğu devlet tahvillerinden vadesi henüz gelmemiş, kapanmamış (outstanding) olan menkul kıymetler üzerinden miktarsal genişlemenin büyüklüğü gösterilmektedir.

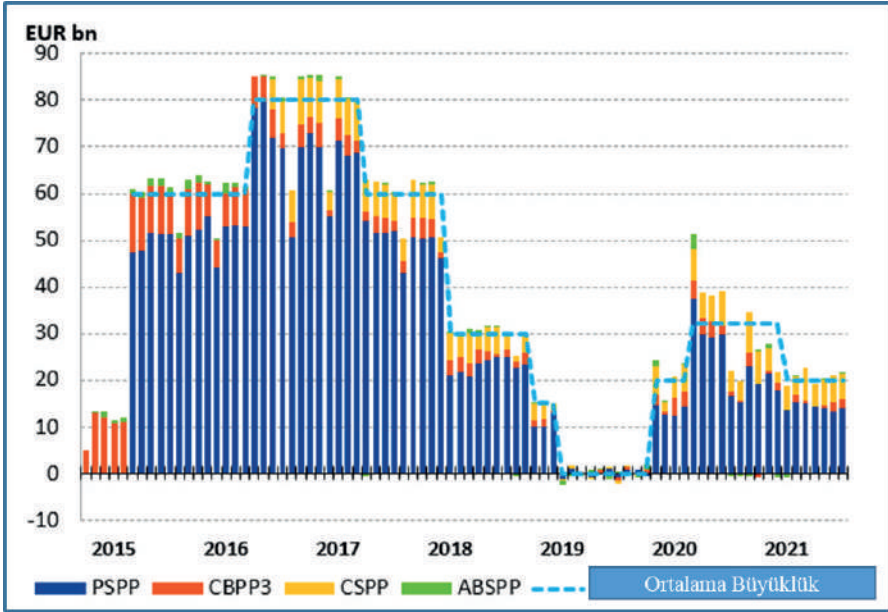


Grafik 12. Avrupa Merkez Bankası’nın (ECB) Devlet Tahvili Satın Alımı (SMP ve PSPP) (Milyar EUR)

Kaynak: European Central Bank, Asset Purchase Programmes, <https://www.ecb.europa.eu/mopo/implement/omt/html/index.en.html>, (31.10.2020)

253 Mesut Türkay, *International Transmission Mechanism of Unconventional Monetary Policy*, Hacettepe University Graduate School of Social Sciences, Department of Economics, Ankara, 2016, s.13.

Bugün gelinen noktada ECB varlık alım programlarını sonlandırmamış olup, piyasa koşullarında yeterli iyileşme görülemediği için Eylül 2019 itibarıyla alınan yeni bir kararla varlık alım programlarının tekrar başlatılacağı duyurulmuştur. Devlet tahvili alımları Kasım 2019'da başlayacak ve toplam tutar 20 milyar EUR seviyesinde olacaktır.²⁵⁴ Aşağıda yer alan grafikte deflasyon sorunu ile karşı karşıya kalınan 2014 yılından günümüze kadar ECB'nin miktarsal genişleme politikası adına kullandığı CBPP, PSPP gibi araçların bir özeti sunulmaktadır:



Grafik 13. Avrupa Merkez Bankası'nın (ECB) 2014-2021 Miktarsal Genişleme Programları (Milyar EUR)

Kaynak: European Central Bank, *Asset Purchase Programmes*, <https://www.ecb.europa.eu/mopo/implement/omt/html/index.en.html>, (25.11.2021). PSPP: *Public Sector Purchase Programme*, CSPP: *Corporate Sector Purchase Programme*, CBPP: *Covered Bond Purchase Programme*, ABSPP: *Asset-backed Securities Purchase Programme*.

Global Kriz'in başladığı 2008 yılından bugüne geçen 10 yıldan fazla sürede Amerikan Merkez Bankası (FED) miktarsal genişleme politikasını sonlandırmış durumdayken, ECB varlık alım programlarını devam ettirmektedir. Burada en önemli rolü Avrupa Birliği ülkelerinin kamu

²⁵⁴ European Central Bank, Monetary Policy Decisions, Press Release: 12.09.2019, <https://www.ecb.europa.eu/press/pr/date/2019/html/ecb.mp190912~08de50b4d2.en.html>, (29.10.2020)

borç krizi oynamaktadır. Bu bağlamda, geleneksel olmayan para politikası araçlarının sadece Global Kriz döneminde değil, ekonomik koşulların bozulduğu dönemlerde de kullanıldığı sonucuna varılmaktadır. Örneğin, 2020 Mart ayında başlayan COVID-19 Salgını'nın ekonomiye verdiği hasarı minimize etmek ve olası likidite açıklarının önüne geçebilmek için ECB varlık alım programlarını tekrar devreye almıştır. 2019 yılında sıfırlanan varlık alımları böylelikle 2020 yılında devam ettirilmiştir. Bu bağlamda, yapılan bu miktarsal genişleme adımı geleneksel olmayan para politikası çerçevesinin kökleşmeyi sürdürdüğünü gösteren önemli bir örnek teşkil etmiştir.

3.2.2. Faiz Politikası

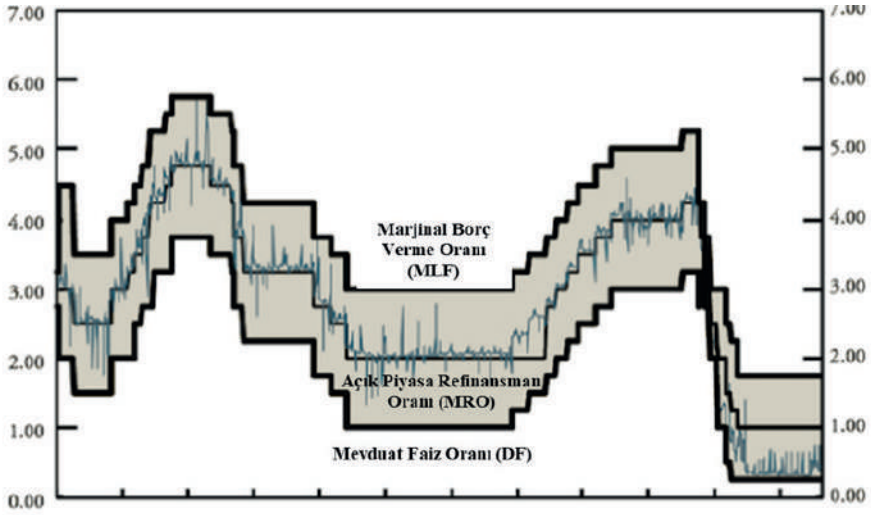
Avrupa Merkez Bankası (ECB), Global Kriz öncesinde standart bir para politikası uygulaması olan faiz oranlarını kullanarak makroekonomik değişkenlere yön vermeye çalışmıştır. Euro Bölgesi'nde referans kabul edilen üç farklı faiz oranı mevcuttur.²⁵⁵ Bu faiz türleri;

- Açık piyasa işlemi refinansman operasyonu – (main refinancing operations (MRO)), Euro Bölgesi'nin politika faiz oranı olup, açık piyasa işlemleri kapsamında açılan haftalık repolara uygulanmaktadır.
- Marjinal borç verme oranı (marginal lending facility rate-(MLF)) bankaların ECB'den gecelik bazda (O/N) borçlanması durumunda uygulanan faiz oranıdır.
- Mevduat faiz oranı (deposit facility rate –(DF)) ise bankaların fazla likiditesini ECB'ye gecelik bazda (O/N) borç vermeleri veya yatırımları durumunda alacakları faiz oranını belirtmektedir.

Faiz koridoru uygulamasına zemin oluşturan faiz oranları tavanda MLF (marjinal borç verme oranı) ve tabanda DF (mevduat faiz oranı)'dır. Diğer bir deyişle ECB'nin faiz koridoru tasarlaması, MLF ve DF oranları arasında kalan bölgeyi tanımlamaktadır.²⁵⁶ (MRO Politika faizi ise bu bölgede hareket etmektedir.) ECB faiz koridoru uygulaması aşağıdaki grafikte yansıtılmıştır.

255 European Central Bank, Key Interest Rates, https://www.ecb.europa.eu/stats/policy_and_exchange_rates/key_ecb_interest_rates/html/index.en.html, (02.11.2019)

256 Isabel Kerner, The Implementation of the ECB's Monetary Policy, ECB Central Banking Seminar, July 2018, https://www.ecb.europa.eu/pub/conferences/shared/pdf/20180709_ecb_central_banking_seminar/2018-07-12_The_implementation_of_the_ECB-s_monetary_policy_-_Kerner.pdf, (02.11.2019), s.14.



Grafik 14. ECB Faiz Koridoru Politikası

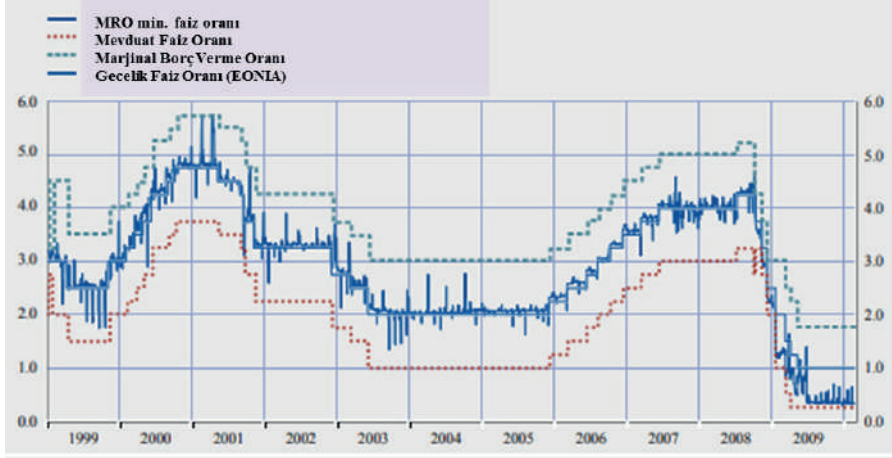
Kaynak: ECB, https://www.ecb.europa.eu/stats/policy_and_exchange_rates/html, (01.11.2019)

Faiz koridoru uygulamasının Avrupa piyasalarındaki versiyonu şu şekilde olmaktadır:

- Piyasada likidite fazlası veya açığı olduğunda, MLF ve DF oranları üzerinden ECB işlem yapmakta ve lender of last resort fonksiyonunu yerine getirmektedir.
- Bu iki oran arasında kalan koridorun daraltılması, merkez bankasının aracılık fonksiyonunu yoğun olarak kullanmasına sebep olmaktadır.²⁵⁷ Ancak piyasa dengesizliği olduğu koşulda işlevsel bir unsur olabilmektedir.
- Faiz koridorunun geniş tutulması ise para piyasasında faiz oranlarının dengeye oturmasını ve para piyasası faaliyetlerini teşvik etmektedir.
- Para politikası operasyonları kapsamında ECB faiz koridorunu simetrik tutmaya çalışmaktadır.

ECB'nin Global kriz öncesinde izlediği faiz politikasından bahsetmek gerekirse; ekonomik aktivitenin canlı olduğu 2005 ile 2007 yılları arasında enflasyon oranı hedeflenen %2'lik düzeyin üzerine çıkmıştır. ECB bu

dönemde kademeli olarak faiz artışı yapmış, mevduat faiz oranı %1'den %3 seviyelerine yükselmiştir. (Grafik 19) 2007 yılsonuna geldiğinde ise para piyasalarında faiz oranları oldukça yüksek seviyelere ulaşmıştır.²⁵⁸



Grafik 15. ECB Faiz Oranları (%) 1999 - 2009

Kaynak: ECB, Annual Report 2009, (01.11.2019)

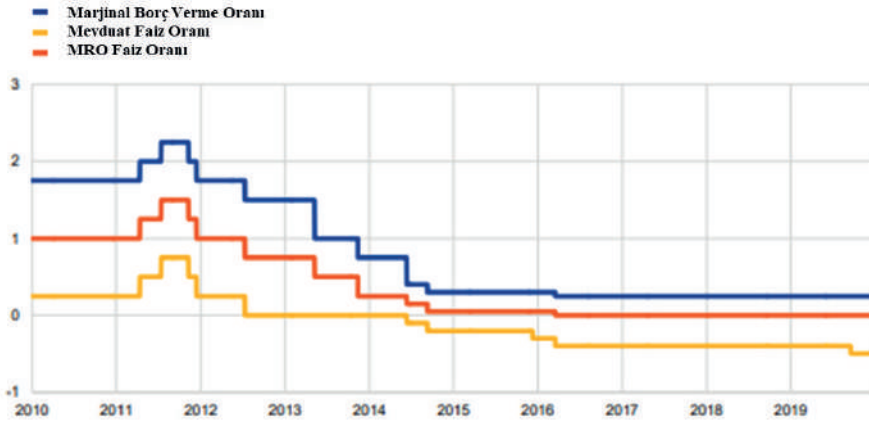
Global Krizin ardından Avrupa Birliği de olumsuz makroekonomik atmosferden etkilenmiştir. Euro Bölgesi'nde büyüme oranları düşük seyretmiş, reel sektör, bankacılık sektörü ve finans piyasaları kötü etkilenmiştir. ECB bu bağlamda geleneksel yöntemlerle müdahalede bulunmaya çalışmış, ilk aşamada faiz oranlarını indirmiştir. Sıfır bölgesine yaklaşan (zero lower bound) faiz oranları ekonomik aktivite üzerinde etkin olamayınca ECB, FED'in yaptığı gibi geleneksel olmayan para politikası uygulamalarına başvurmuştur.²⁵⁹ Miktersal genişleme, kredi genişlemesi gibi politikaların ardından ilerleyen zamanlarda ekonomiyi canlandırmak, enflasyon düzeyini %2'lerde tutma suretiyle büyüme oranı artışı sağlayabilmek adına, negatif faiz uygulamasına yer vermiştir. 2014 yılında Avrupa Merkez Bankası Başkanı Draghi politika faiz oranının %0,25'ten %0,15'e; mevduat faizinin ise (-)%0,10'a düşürüldüğünü açıklamıştır.²⁶⁰ Böylece, ekonomik aktiviteyi hızlandırma ve deflasyon ile mücadele kapsamında Euro kullanan 18 Avrupa

258 European Central Bank, Annual Report 2009, <https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/annrep/ar2009en.pdf>, (01.11.2020), s.16.

259 Bibow, s.56.

260 European Central Bank, **ECB Introduces a Negative Deposit Facility Interest Rate**, Press Release 5 June 2014, https://www.ecb.europa.eu/press/pr/date/2014/html/pr140605_3.en.html, (31.10.2020)

ülkesi negatif faiz uygulamasına (negative interest rate policy – NIRP) geçiş yapmıştır.²⁶¹



Grafik 16. Avrupa Merkez Bankası (ECB) Faiz Oranları (%)

Kaynak: ECB, Annual Report 2019, (25.12.2020)

Mart 2016'da ECB mevduat faiz oranını (-)%0,10 seviyesinden, (-)0,40 seviyesine indirmiştir.²⁶² Eylül 2019 tarihinde yapılan yeni bir indirimle söz konusu faiz oranı (-)0,50'ye düşürülmüştür.²⁶³ Aralık 2021 itibarıyla faiz oranı aynı düzeydedir.

Negatif faiz oranı, Avrupa Merkez Bankası ve bankalar arasındaki işlemlerde kullanılmaktadır. Ticari bankaların merkez bankasında bulundurduğu fazla rezervlere faiz ödemesi yapmak yerine, tam tersine ücretlendirmeyi öngören bir uygulamadır. Negatif faiz uygulamasıyla bankaların fazla rezervlerini piyasadan varlık satın alarak veya özel sektöre kredi kullanarak eritmesi amaçlanmaktadır. Bu bağlamda, piyasada faiz oranlarının düşmesi, kredi arzının artması ve varlık fiyatlarının yükseliş kaydetmesi hedeflenen durumdur.²⁶⁴

261 Yaşar Köse, Murat Atık ve Bülent Yılmaz, Türkiye için Negatif Faiz Oranının Uygulanabilirliği ve Analitik Olarak İncelenmesi, *Finansal Araştırmalar ve Çalışmalar Dergisi*, Cilt: 7, Sayı: 13, Temmuz 2015, <http://dspace.marmara.edu.tr/bitstream/handle/11424/5133/10.14784-jfrs.11457-4017.pdf?sequence=1&isAllowed=y>, (31.10.2020), s.322.

262 Dell'Ariccia vd., s.9.

263 European Central Bank, *Monetary Policy Decisions*, Press Release 12.09.2019, <https://www.ecb.europa.eu/press/pr/date/2019/html/ecb.mp190912~08dc50b4d2.cn.html>, (02.11.2020).

264 Dell'Ariccia vd., s.5.

Faiz oranlarının sıfırın altına düşürülmesinden kaynaklı olarak ekonomik görünümde gerçekleşecek pozitif etkiler ile eksi faizin yaratacağı maliyetlerin birlikte değerlendirilmesi gerekmektedir. Şöyle ki negatif faiz uygulaması iktisadi birimlerden en çok bankaları etkilemektedir. Bankalar negatif faiz oranını kurumsal mevduat sahiplerine bir nebze aktarabilse de, bireysel mevduat sahiplerine yansıtmamayı tercih etmektedir. Bu nedenle negatif faiz oranı bankaların kârlılık oranlarını düşürmektedir.

3.2.3. Sözlü Yönlendirme (Forward Guidance)

Para politikası araçları çerçevesinde Avrupa Merkez Bankası, Euro Bölgesi enflasyon oranını hedefe uygun seviyeye getirmek için faiz oranlarını kullanmaktadır. (ECB'nin enflasyon hedefi yıllık %2'dir.) Enflasyonun aşırı düşük olduğu ekonomik koşullarda ECB enflasyonu arttırabilmek için faiz oranlarını düşürmektedir. Ancak faiz oranları hali hazırda çok düşük seviyelerde olduğu için merkez bankasının faizi daha da düşürmesi zor olmakta, negatif faizlere kadar uzanmaktadır. Bu bağlamda sıfır faiz bölgesinde (zero lower bound) hareket alanı kısıtlanan diğer merkez bankalarında olduğu gibi ECB de başka politika araçlarına ihtiyaç duymuştur ve bu araçlardan biri de sözlü yönlendirme politikasıdır.²⁶⁵

ECB temelde, faiz oranlarını hedefleri doğrultusunda yönlendirmek ve tahvil alım programlarını devreye sokabilmek amaçlarıyla geleneksel olmayan para politikası yöntemlerinden biri olan sözlü yönlendirme (forward guidance) kanalını kullanmaktadır. Parasal aktarım mekanizmasının beklentiler kanalına dayanan sözlü yönlendirme aracında normalde, para politikası amaçları konusunda kamuoyu ikna edilebilirse, amaçlara ulaşmak o kadar kolay olacaktır düşüncesi hâkimdir.

Avrupa Merkez Bankası negatif faiz uygulamasından önce Temmuz 2013'te sözlü yönlendirme kanalını ilk kez kullanarak faiz oranları hakkında bilgi vermiştir. (Bu tarihten önce sözlü yönlendirme politikasını kullanmamıştır.) ECB Başkanı Draghi, "ECB Yönetim Kurulu faiz oranlarının mevcut seviyede veya bu seviyenin daha da altında kalmasını bekliyor." şeklinde bir ifade kullanarak piyasa beklentilerini bu yönde yönlendirmeye çalışmıştır.²⁶⁶ Ardından daha önce açıklandığı gibi hareket edilmiş, 5 Haziran 2014 tarihinde mevduat faiz oranı -%0,10'a indirilmiştir. Avrupa Merkez Bankası'nın güvenilir olması bağlamında önemli bir adım

265 Michael Ehrmann, Gaetano Gaballo, Peter Hoffmann, Georg Strasser, Can More Public Information Raise Uncertainty? The International Evidence on Forward Guidance, **European Central Bank, Working Paper Series**, No: 2263, April 2019, <https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/scpwps/ecb.wp2263~d433238380.en.pdf>, (03.11.2020), s.2.

266 Dell'Ariccia vd., s.9.

olarak değerlendirilebilir. ECB Yönetim Kurulu'nun ekonomik durum ve geleceğe yönelik bakış açısıyla, hayata geçirdiği politikaların tutarlı olduğu görülmüştür.

Sözlü yönlendirme politikası ECB tarafından sadece faiz oranlarının gelecekteki düzeyi hakkında değil, varlık alım programlarının gidişatı ile ilgili de kullanılmaktadır. ECB'nin para politikası konusundaki niyetlerinin iletişim kanalları kullanılarak bankalar, finansal katılımcılar, işletme ve tüketicilere net bir şekilde anlatılması, ekonomideki belirsizlik ortamını kaldırmakta ve ECB para politikasını daha etkin kılmaktadır.²⁶⁷

3.2.4. Diğer Politikalar

Avrupa Merkez Bankası, Global Kriz öncesinde piyasalara ve ekonomiye yön vermek için standart para politikası aracı olan ve politika faiz oranı niteliğini taşıyan MRO (The Main Refinancing Operation) oranını çoğunlukla kullanmaktaydı. Diğer taraftan Global Kriz sonrasında Yunanistan dışındaki bütün Avrupa ülkelerinin yerel merkez bankaları politika faiz oranında değişiklik yapmıştır. Bunun yanı sıra, teminat çeşitlendirmesi, vade uzatımı, kredi genişlemesi, döviz işlemleri ve swap kanalı gibi politika araçlarını da kullanmıştır. Ayrıca bankacılık sektörünü desteklemek için kredi garantileri de getirmiştir.²⁶⁸

Euro Bölgesi'ne dâhil olan ülkelerden hemen hemen hepsi kriz döneminde mevduat garantileri vermiş, Almanya, Fransa ve İngiltere gibi büyük Avrupa ülkeleri bankacılık sektörüne ilişkin tedbirler kapsamında bankalarda sermaye düzenlemeleri, kredi garantileri ve banka borçlarına devlet garantisi gibi olanaklar sunmuştur. Ayrıca Avrupa ülkelerinin yerel merkez bankaları yurtiçi likidite kolaylığı sağlamış ve piyasa koşullarını iyileştirmeye çalışmışlardır.²⁶⁹

ECB, swap kanalını kullanan önemli merkez bankalarından biridir. Euro ile diğer döviz birimlerini takas etmek için çeşitli ülkeler ve bankalarla karşılıklı swap anlaşmaları yapmış ve bu yöntemle döviz likiditesi elde etmiştir. Euro bölgesindeki ticari bankaların döviz işlemlerini rahatlatmak amacıyla başvuru bu işlemler para politikasının önemli bir aracı haline gelmiştir. Swap işlemleri başlangıçta merkez bankası tarafından belli çapta piyasa müdahalelerini finanse etmek için kullanılmış, son yıllarda ise finansal istikrarı korumak ve piyasada oluşacak olumsuz koşulların reel ekonomiyi

267 European Central Bank, **What is Forward Guidance?**, Explainers, 15.12.2017, https://www.ecb.europa.eu/explainers/tell-me/html/what-is-forward_guidance.en.html, (03.11.2020)

268 Vural, s.36.

269 Vural, s.9'daki tablodan yararlanılmıştır.

etkilemesini önlemek için başvurulmuş önemli bir politika aracı haline gelmiştir.²⁷⁰

Kurulan swap hatlarından en önemlisi FED ile karşılıklı yapılan takas anlaşmasıdır. Lehman Brothers şirketinin 2008 yılında iflas etmesi üzerine, finansal piyasalarda yatırımcıların risk alma korkusundan ötürü finansman kısıtlılığı yaşanmıştır.²⁷¹ Bu koşullar altında, Avrupa Birliği ülkeleri ve diğer gelişmekte olan ülkelerde dolar açığı oluşmuştur. Bunun üzerine Avrupa Merkez Bankası FED ile swap anlaşması yapmıştır. Bu anlaşma kapsamında, FED ECB'ye ve Eurosystemde yer alan tüm ulusal merkez bankalarına ABD Doları satmakta ve karşılığında eşdeğer miktarda Euro satın almaktadır. İşlemin ikinci bacağına, yani işlem vadesi geldiğinde yapılan bu alım-satımlar tersine döndürülmektedir.²⁷²

ECB FED dışında 2011 yılında Kanada ve Japonya Merkez Bankaları ile karşılıklı swap hatları tesis etmiştir. Diğer taraftan Avrupa Birliği'nden geçtiğimiz yıllarda ayrılan İngiltere ile haftalık vadede karşılıklı döviz cinslerini takas edebilecekleri swap anlaşmasının kurulduğu, 5 Mart 2019 tarihi itibarıyla ECB tarafından açıklanmıştır.²⁷³

Euro Bölgesi ile Çin arasında artan ticaret ve yatırım işlemlerine dayanarak 2013 yılında Çin ile swap hattı kurmuştur. Bu swap hattı sayesinde, Eurosystem'de yer alan ülkelere piyasalarda bozulma olsa bile Çin Yuan'ı temin edebileceğine dair garanti vermektedir. 25 Ekim 2019 tarihinde ECB tarafından yapılan açıklama ile Çin Merkez Bankası (BBOC) ile yapılan 45 milyar dolar tutarındaki swap anlaşmasının 3 yıl daha uzatıldığı bildirilmiştir. Çin ile ECB arasındaki bu anlaşma ilk olarak 2013'te 3 yıllık vadede yapılmış, 2016 yılında 3 yıl daha uzatılmıştır. Söz konusu swap anlaşması üçüncü kez yenilenmektedir.²⁷⁴

270 European Central Bank, What Are Currency Swap Lines?, Explainers, 27 September 2016, https://www.ecb.europa.eu/explainers/tell-me-more/html/currency_swap_lines.en.html, (04.11.2020)

271 Dell'Ariccia vd., s.7.

272 European Central Bank, What Are Currency Swap Lines?, Explainers, 27 September 2016, https://www.ecb.europa.eu/explainers/tell-me-more/html/currency_swap_lines.en.html, (04.11.2020)

273 Reuters Business News, ECB and BOE Activate Swap Line Ahead of Brexit, 5 March 2019, <https://www.reuters.com/article/us-britain-cu-ecb/ecb-boe-activate-swap-line-ahead-of-brex-it-idUSKCN1QM103>, (04.11.2020)

274 European Central Bank, ECB and China Extend Bilateral Currency Swap Arrangement, Press Release, 25 October 2019, https://www.ecb.europa.eu/press/pr/date/2019/html/ecb.pr191025_1~a1221c41cd.en.html, (25.12.2020)

3.3. Japonya Merkez Bankası (BOJ) Uygulamaları

Global Kriz'in başladığı dönemde Japonya, başlangıcı 1990'lı yıllara dayanan düşük büyüme ve düşük enflasyon süreci içerisindeydi. Ancak kriz ile birlikte ekonomik atmosfer daha da kötüleşti. Krizin patlak verdiği 2008 yılında GSYH yıllık %8,5 daralma gösterdi. Bu gelişmenin ardından Japonya Merkez Bankası (Japan's Nippon Ginko) politika faiz oranını 50 bps düşürerek ve bankacılık sektörüne likidite sağlayarak ekonomik aktivitenin toparlanmasını sağlamaya çalıştı. Büyüme oranı 2009 yılında ılımlı bir seyir izlese de 2010 yılından sonraki süreçte tekrar durağanlaştı.²⁷⁵ Aşağıdaki grafikte bu durum yansıtılmıştır:



Grafik 17. Japonya'nın Yıllık GSYH Artış Oranları (%)

Kaynak: E-Stat, Official Statistics of Japan, Economic and Financial Data for Japan, <https://www.e-stat.go.jp/en>, (25.12.2020)

Kriz dönemindeki ekonomik durağanlığa rağmen, Japonya Merkez Bankası'nın Global Kriz'e ilk tepkileri nispeten zayıf kalmış, çoğunlukla sözlü yönlendirme politikasını ve 2010 – 2012 yılları arasında sınırlı miktarda varlık alımlarını içermiştir.²⁷⁶ 2012 yılından sonra Japonya Merkez Bankası, Başbakan Shinzo Abe'nin seçilmesinin ardından, hükümet değişikliğinin de etkisiyle daha güçlü adımlar atma imkânına kavuşmuştur. Yeni hükümet

²⁷⁵ Dell'Ariccia vd., s.15.

²⁷⁶ Takafumi Sato, Global Financial Crisis: Japan's Experience and Policy Response, **Asia Economic Policy Conference, Panel Discussion**, 2012, https://www.frbsf.org/economic-research/files/Panel_Sato.pdf, (25.12.2020)

tarafından %2 seviyesinde enflasyon hedefi benimsenmiş ve çok daha güçlü parasal teşviklere ihtiyaç duyulmuştur.²⁷⁷

Aşağıdaki grafikte Japonya'nın geçtiğimiz 10 yıllık dönemdeki enflasyon oranları gösterilmektedir:



Grafik 18. Japonya'nın Enflasyon Oranları (%)

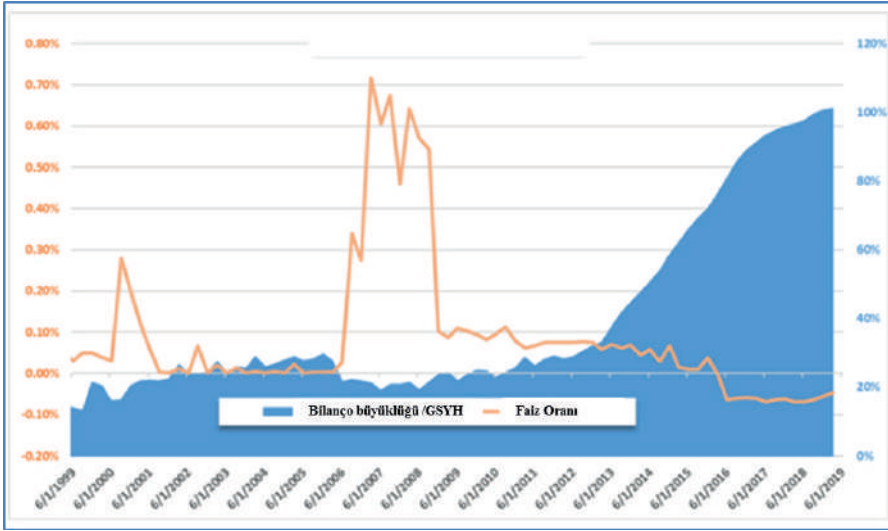
Kaynak: E-Stat, Official Statistics of Japan, Economic and Financial Data for Japan, <https://www.e-stat.go.jp/en>, (25.12.2020)

Japonya Merkez Bankası 2010 yılında geleneksel olmayan para politikası uygulamalarına küçük çaplı varlık alım programları ile başlamıştır. İlk aşamada 5 trilyon Yen tutarında planlanan varlık alımları, daha sonra 20 trilyon Yen'e çıkarılmıştır. Bu miktar, GSYH'nın %4'üne tekabül etmektedir. Başlangıçta bu varlık alımları düşük seviyede kalsa da, 2013 ve 2014 yıllarında çok büyük tutarlarda miktarsal genişleme adımlarına dayanan genişletici para politikası uygulamaları hayata geçirilmiştir. 2013 yılında ilk LSAP programı niteliğinde sayılan “quantitative and qualitative monetary easing – QQE1” programı açıklanmıştır. Bu program kapsamında 50 trilyon Yen tutarında devlet tahvili ve 30 milyar Yen gayrimenkul yatırım ortaklığı senedinin satın alınacağı belirtilmiştir. Enflasyonda geçici bir yükseliş yaşansa da 2014 yılı sonlarına doğru deflasyonist baskılar tekrar etmiştir. Bunun üzerine QQE2 programı yayınlanmış ve program çerçevesinde 80 trilyon Yen devlet tahvili ve 90 milyar Yen gayrimenkul yatırım ortaklığı senedi satın alınmıştır.²⁷⁸ Diğer taraftan sözlü yönlendirme politikası ile de piyasaya “fiyat istikrarının

²⁷⁷ Dell'Ariccia vd., s.15.

²⁷⁸ Dell'Ariccia vd., s.16.

sağlandığı görülünceye kadar faiz oranlarının yükseltilmeyeceği” mesajı verilmiştir.²⁷⁹



Grafik 19. Japonya Merkez Bankası Bilanço Büyüklüğü / GSYH Oranı (%)

Kaynak: Bloomberg Terminali, Daily FX, https://www.dailymfx.com/forex/fundamental/article/special_report/2019/06/14/Quantitative-Easing-QE-Explained-Central-Bank-Tool-for-Growth.html, (06.11.2020)

Grafikte görülebileceği üzere, geleneksel olmayan para politikası uygulamalarının başladığı 2010 yılında BOJ'un bilanço büyüklüğü ülkenin GSYH'sı içerisinde yaklaşık %30'luk bir dilime sahipken, büyük çaplı varlık alım programlarının hayata geçirildiği 2013 - 2014 yıllarından sonra bu oran hızlı bir biçimde yükseliş kaydetmiş ve %60'ların üzerine çıkmıştır. 2019 yılına kadar hala sürdürülmekte olan varlık alımlarının neticesinde, Japonya Merkez Bankası'nın bilançosu ülkenin toplam hasılasının %100'ünü aşmıştır.

Büyük çaplı varlık alım programları ve sözlü yönlendirmelere rağmen, enflasyon oranları 2015 yılında sıfıra yakın düzeylerde yatay seyretmiştir. Bu durumun oluşmasında petrol fiyatlarındaki düşüş ve bölgesel çapta ekonomik yavaşlama (özellikle Çin ekonomisi) etkili olmuştur. Bu bağlamda Japonya Merkez Bankası (BOJ) ilave tedbirlere ihtiyaç duymuştur. 2016 yılında genişletici para politikası uygulamalarına negatif faiz oranları da dâhil edilmiştir. Merkez Bankası Ocak 2016'da finansal kurumların veya

279 Bank of Japan, Annual Review 2019, Date: 30 August 2019, <https://www.boj.or.jp/en/about/activities/act/data/ar2019.pdf>, (05.11.2020)

bankaların merkez bankasında tuttuğu rezervlere (-)%0,1 oranında negatif faiz uygulanacağını duyurmuştur.²⁸⁰

Negatif faiz uygulaması Japonya için yeni bir yöntem olmayıp, daha önce de denenmiştir. 1990'lı yıllarda Japonya'da ekonomik kriz patlak vermiş, emlak ve hisse senedi piyasaları çökmüştür. Bu dönem Japonya için “Kayıp 10 yıl” olarak tabir edilmiştir.²⁸¹ Kriz döneminde ekonomik durgunluk yaşanmış ve enflasyon oranları düşüş kaydetmiştir. 1999 yılında da deflasyonist baskıyla mücadele etmek ve ekonomik aktiviteyi canlandırmak için merkez bankası tarafından negatif faiz oranları uygulanmıştır.²⁸²

Negatif faiz uygulamasının en önemli etkisi 10 yıllık tahvilin getiri eğrisinde görülmüş, getiri eğrisinde aşağı yönlü bir kayma gerçekleşmiştir. Diğer taraftan negatif oranlar, piyasalarda borç verme oranı ve mevduat oranlarında da düşüşe yol açmıştır. Ancak negatif oranları mevduat müşterisine yansıtmaktan kaçınan bankaların kârlılık oranları azalış kaydetmiştir. Bu bağlamda negatif faiz uygulaması bankacılık sektörünün kârlılığı üzerinde baskı oluşturmuştur.²⁸³



Grafik 20. Japonya'nın Politika Faiz Oranları (%)

Kaynak: Bank of Japan (BOJ), <https://www.boj.or.jp/en/index.htm/>, (25.12.2020)

280 Pankaj Nishad, Effectiveness of Japan's Zero and Negative Interest Rate Policy, Indira Gandhi Institute of Development Research, Munich Personal Repec Archive, 16 May 2018, https://mpra.ub.uni-muenchen.de/89442/8/MPRA_paper_88084.pdf, (05.11.2020), s.6.

281 Bibow, s.44.

282 Nishad, s.6.

283 Dell'Ariccia vd., s.17.

Japonya Merkez Bankası'nın geleneksel olmayan para politikasının etkileri incelendiğinde şu hususlar göze çarpmaktadır: Öncelikle miktarsal genişleme adımları, devlet tahvili getirilerinde ılımlı bir düşüş sağlamıştır. Faiz oranlarının oldukça düşük hatta negatif seviyelerde seyrettiği dönemlerde, daha fazla faiz indirimi yapmak etkili olamadığı için, varlık alım programları ile getiri eğrisinin kontrolü sağlanmıştır. Bu bağlamda getiri eğrisinin hâkimiyeti için varlık alım programları küçük miktarlarda günümüze kadar devam etmektedir.²⁸⁴

Japonya Merkez Bankası'nın sözlü yönlendirme politikası temelde faiz oranlarının enflasyon hedefi gerçekleşene kadar düşük tutulacağı yönündeki açıklamalara dayanmıştır. Deflasyonist baskıların dirençli olmasından ötürü sözlü yönlendirme politikası genellikle etkisiz kalmıştır.²⁸⁵

Japonya'nın geleneksel olmayan para politikası uygulamaları miktarsal genişleme, negatif faiz uygulaması ve sözlü yönlendirme politikası ile sınırlı kalmamış, yurtiçi likidite kolaylığı, teminat çeşitlendirmesi, döviz işlemleri, bankacılık sektörüne ilişkin kurumsal düzenlemeler, kredi garantisi ve swap kanalı da politika aracı olarak kullanılmıştır.²⁸⁶ Özellikle swap kanalı krizi aşma noktasında merkez bankasının diğer ülke merkez bankaları ile koordinasyon içerisinde hareket ettiğinin göstergesi niteliğindedir. Bu bağlamda çoğunlukla 2009 – 2013 yılları arasında Amerikan Merkez Bankası (FED), Avrupa Merkez Bankası (ECB), Kanada, İngiltere, İsviçre, Endonezya, Tayland, Güney Kore ve Çin Merkez Bankaları ile yerel para birimleri ve Japon Yeni üzerinden karşılıklı swap anlaşmaları imzalanmış, ihtiyaç duyulduğu takdirde kullanılabilecek swap line'lar oluşturulmuştur. Finansal istikrarın sağlanması noktasında, söz konusu swap hatları etkili bir politika aracı olmuştur.²⁸⁷

Bütün bu gelişmeler çerçevesinde, Japonya'nın geleneksel olmayan para politikası uygulamaları, enflasyon oranlarında hedeflendiği gibi %2'lik düzeyde istikrar sağlanmasına yardımcı olamamıştır. Bazı yıllarda enflasyon oranları artış gösterse de, 2015 yılından sonra enflasyon %2 düzeyini yakalayamamıştır. Bu durum Japonya'daki deflasyon sorununun yerleşik olduğunu ve ekonomik birimlerin yapısal ve davranışsal reaksiyonları

284 Bank of Japan, Annual Review 2019, Date: 30 August 2019, <https://www.boj.or.jp/en/about/activities/act/data/ar2019.pdf>, (25.12.2020)

285 Dell'Ariccia vd., s.17.

286 Vural, s.9.

287 Bank of Japan, International Finance, Cooperation with Other Central Banks, Bilateral Swap Arrangements, https://www.boj.or.jp/en/intl_finance/cooperate/index.htm/, (06.11.2020)

değişmediği müddetçe deflasyon sorununun ortadan kaldırılamayacağını göstermektedir.

3.4. T.C.M.B. Uygulamaları

Gelişmiş ülkelerin geleneksel olmayan para politikası çerçevesinde attığı miktarsal genişleme adımları küresel çapta likidite bolluğu yaratmış, gelişmekte olan ülkelere yönelen sermaye akımları artış kaydetmiştir. Artan sermaye girişlerinin avantaj ve dezavantajları kitabın birinci bölümünde aktarılmıştır. Bu bölümde Türkiye'ye yönelen sermaye akımlarının finansal piyasalarda oynaklığı arttırması ve finansal istikrarı tehdit eder hale gelmesinin akabinde TCMB'nin ana hedefi olan fiyat istikrarının yanı sıra finansal istikrarı gözeterek uyguladığı geleneksel olmayan para politikası araçları ön plana çıkmaktadır.

T.C.M.B'nin fiyat istikrarını ana hedef olarak belirlemesindeki en önemli faktörlerden biri, geçmişten günümüze kadar sürekli hale gelen yüksek enflasyon problemidir. Enflasyon oranlarının geçmiş yıllardaki seyri Grafik 25'te yansıtılmaya çalışılmıştır. 1990'lı yıllarda %100 seviyesinin üzerinde olan tüketici fiyat enflasyonu, 2000'li yıllarda düşüş kaydetmiştir. 2001 Krizi'nden sonraki dönemlerde ise genellikle tek haneli olarak gerçekleşen yıllık enflasyon oranının, 2008 Global Krizi ile birlikte çift haneli rakamlara yükseldiği ifade edilebilir.



Grafik 21. Türkiye'de Enflasyon Oranları (%)

Kaynak: TCMB, Elektronik Veri Dağıtım Sistemi, Fiyat Endeksi (Tüketici) (2003=100), https://evds2.tcmb.gov.tr/index.php?evds/serieMarket/#collapse_21, (25.11.2021)

Türkiye’de Global Kriz ile birlikte makroekonomik koşulların etkilenmesi, hem krizin kendi yarattığı yıkıma, hem de gelişmiş ülkelerin kriz sonrası attığı adımlara bağlı olmuştur. Krizin ardından Türkiye’de büyüme, işsizlik, enflasyon oranları gibi makroekonomik değişkenler olumsuz etkilenmiştir. Global Kriz’in Türkiye’de ülke ekonomisine olan etkilerinin anlaşılabilmesi için çeşitli makroekonomik değişkenlerin grafiklerine yer verilecektir.



Grafik 22. Türkiye’de Yıllık GSYH Artış Oranları (%)

Kaynak: TCMB, EVDS, https://evds2.tcmb.gov.tr/index.php?evds/serieMarket/#collapse_21, (25.11.2021)

Yukarıdaki grafikte 2001 Türkiye krizi ve 2008 Global Kriz’in ardından Türkiye’de GSYH büyümesinin negatif gerçekleştiği görülmektedir. Global Kriz döneminde gelişmiş ve gelişmekte olan birçok ülkede olduğu gibi, Türkiye’de de (yaklaşık %15’lere varan) bir daralma dönemi yaşanmıştır.

İşsizlik oranı kriz döneminde oldukça yüksek düzeylere ulaşmıştır. Global çapta olduğu gibi Türkiye’de de 2009 ve 2010 yıllarında işsizlik oranı zirve yapmış olup, %14 seviyesinin üzerine çıkmıştır.



Grafik 23. Türkiye’de İşsizlik Oranları (%)

Kaynak: TCMB, EVDS, https://evds2.tcmb.gov.tr/index.php?evds/serieMarket/#collapse_21, (25.11.2021)

Global Kriz’in Türkiye ekonomisi üzerindeki yansımaları sadece reel sektörde değil, finansal piyasalarda da görülmüştür. Sermaye akımlarında yaşanan volatilité nedeniyle para ve sermaye piyasalarında dengesizlikler yaşanmıştır. TCMB’nin Global Krize ilk tepkisi politika faiz oranlarında indirimle gitmek olmuştur. 2009 yılından 2012 yılına kadar kademeli olarak faiz indirimi devam etmiştir. Diğer taraftan 2009 yılında faiz indirimleri ile eş zamanlı olarak parasal genişleme adımları başlatılmıştır.²⁸⁸

TCMB 2008 – 2010 yılları arasında ağırlıklı olarak likidite ve döviz kuru volatilitesi gibi hususlara eğilmek durumunda kalmıştır. Olumsuz etkilerin hafiflediği 2010 yılından sonra TCMB fiyat istikrarı ile beraber finansal istikrarın da önemini gözeterek politika arayışlarına başlamıştır. Bu bağlamda 2010 yılından sonra TCMB için yeni bir politika çerçevesinin oluştuğu ifade edilebilir.²⁸⁹

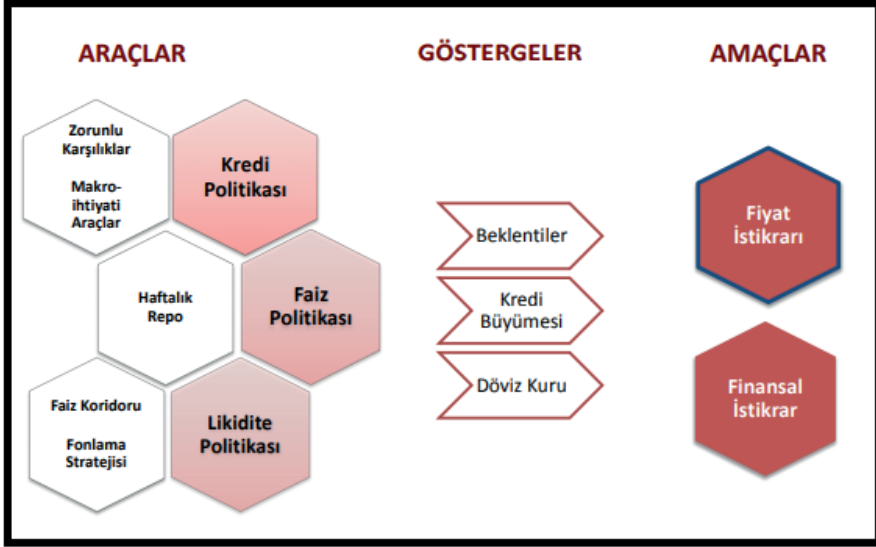
TCMB’nin 2010 yılından sonra kurguladığı geleneksel olmayan para politikası uygulamalarını da içeren yeni politika çerçevesi, eskiden kullandığı tek amaç ve tek araç versiyonunun aksine, birden fazla amacı gerçekleştirmeye yönelik, birden fazla aracın kullanılmasına dayanmaktadır. Bu bağlamda fiyat istikrarı ve finansal istikrarı gözetmeye yönelik olarak, politika faizinin yanı sıra likidite yönetimi, faiz koridoru, rezerv opsiyon mekanizması ve zorunlu

288 Vural, s.58.

289 Nadir Eroğlu ve Funda Kara, Makroihtiyati Para Politikası Araçları ve Türkiye Uygulaması Üzerine Genel Bir Bakış, *İşletme ve Finans Çalışmaları Dergisi*, Vol: 6, No: 2, 2017, s.3.

karşılıkları bir arada kullanmasına fırsat veren politika kompozisyonu oluşmuştur. Aşağıdaki şekilde bu kompozisyon gösterilmektedir:

Şekil 10. TCMB'nin Yeni Para Politikası Çerçevesi



Kaynak: TCMB, Küresel Finans Krizi Sonrasında TCMB Para Politikası, Erdem Başçı'nın 30 Mayıs 2012 tarihli sunumu, <https://www.tcmb.gov.tr/wps/wcm/connect/ae7c4827-64b0-4b76-bd5b> , (06.11.2020)

TCMB'nin yeni para politikası kapsamında, faiz politikasını yürütmek için haftalık repo oranı olan politika faiz aracını kullanılmakta, likidite politikası ise faiz koridoru ve fonlama stratejileri ile yönetilmektedir. Kredi politikası ağırlıklı olarak zorunlu karşılıklar ve rezerv opsiyon mekanizması gibi makroihtiyati araçlarla uygulanmaktadır. Bu yeni politika bileşimi, eskiye nazaran çok çeşitli geleneksel olmayan politika yöntemlerini bünyesinde barındırmaktadır. Gelişmiş ülke merkez bankalarının geleneksel olmayan para politikası araçlarının incelenmesinin akabinde, kitabın bundan sonraki kısmında TCMB'nin geleneksel olmayan para politikası araçlarını nasıl kullandığı ve etkilerinin neler olduğu konusu irdelenecektir.

3.4.1. Faiz Koridoru

TCMB, son borç veren mercii (lender of last resort) statüsü ile piyasanın likidite ihtiyacına cevap vermektedir. Piyasada likidite sıkışıklığı olması durumunda TCMB'nin kısa vadeli borç verme oranı üzerinden fonlama yapılmaktadır. Piyasada likidite fazlalığı olduğu koşulda ise, TCMB kısa

vadeli borç alma faiz oranı üzerinden likiditenin ihtiyaçtan fazlasını piyasadan çekmektedir. Bu bağlamda borç alma ve borç verme faiz oranları arasında bir spread oluşmakta ve faiz koridoru olarak nitelendirilmektedir.²⁹⁰ Diğer taraftan TCMB haftalık repo ile piyasayı fonlamakta ve bu haftalık API işlemleri için politika faiz oranını kullanmaktadır. TCMB bazı dönemlerde politika faiz oranını faiz koridorunun tam orta noktasında simetrik pozisyonda tutmak için çaba sarfetmiştir.

Faiz koridoru piyasalardaki dalgalanmaların finansal istikrar üzerinde oluşturduğu tehdidi bertaraf etmek, sermaye akımlarında oluşan volatilitenin döviz kurları ve diğer makroekonomik değişkenler üzerinde yaratacağı olumsuz etkileri azaltmak amaçlarıyla TCMB tarafından aktif olarak kullanılmaktadır.²⁹¹

Piyasa dengesinde oluşan gecelik (O/N) faiz oranının dalgalanması, faiz koridoru içerisinde olmaktadır. En alt ve en üst noktalarda TCMB'nin sınırsız limitle borç alıp verebilmesi, piyasa katılımcılarının başka kurumlardan daha yüksek/daha düşük oranlardan işlem yapmasının önüne geçmektedir. Bu bağlamda, gecelik vadede işlemlere uygulanan faiz oranı faiz koridoru içerisinde kalmakta ve faizlerde aşırı oynaklık mümkün olmamaktadır. TCMB'nin sıkı likidite politikası uygulaması durumunda, gecelik faiz oranları koridorun üst kısmına yaklaşmaktadır. Genişletici likidite uygulamalarında ise gecelik faiz oranları faiz koridorunun alt noktasına kadar inebilmektedir.²⁹²

Sermaye akımlarında yoğunlaşma olduğu zaman faiz koridoru aşağı yönlü genişletilmekte ve spekülative sermaye akımları engellenmeye çalışılmaktadır. Tersî durumda ise sermaye çıkışlarının yoğunlaştığı dönemlerde döviz kurlarındaki volatilitenin engellenmesi için faiz koridoru yukarı doğru genişletilmektedir. Bu bağlamda faiz koridoru küresel yönlü gelişmelere hızlı yanıt verebilme noktasında TCMB'nin elini güçlendirmiştir.²⁹³

TCMB'nin yeni para politikası çerçevesini oluşturduğu 2010 yılından itibaren faiz koridoru geleneksel olmayan para politikası aracı olarak ihtiyaca binaen aktif olarak kullanılmıştır.²⁹⁴ TCMB'nin likidite yönetimi ile birlikte

290 Vural, s.63.

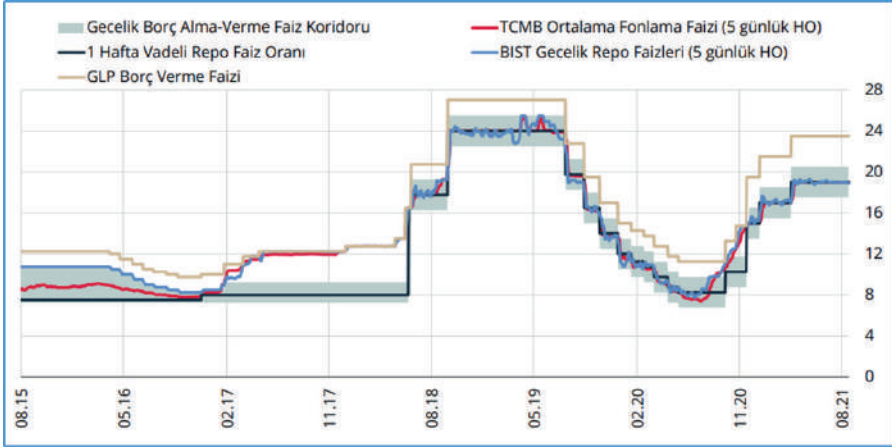
291 TCMB, Merkez Bankası Para Politikası Çerçevesi, <https://www.tcmb.gov.tr/wps/wcm/connect/TR/TCMB+TR/Main+Menu/Temel+Faaliyetler/Para+Politikasi/Para+Politikasi+Cerceve>, (08.11.2020)

292 TCMB, 2015 Yıllık Faaliyet Raporu, <http://www3.tcmb.gov.tr/yillikrapor/2015/files/tr-full.pdf>, (08.11.2020), s.37.

293 Vural, s.65.

294 TCMB, Para Politikası Kurul Kararları, Sayı: 2010-24, 18 Mayıs 2010, <https://www.tcmb.gov.tr/wps/wcm/connect/TR/TCMB+TR/Main+Menu/Temel+Faaliyetler/Para+Politikasi/PPK/2010/>, (09.11.2020)

faiz koridoru aracı günümüzde hala aktif para politikası operasyonlarının önemli bir parçasını oluşturmaktadır. Piyasada uygulanan faiz oranlarını merkez bankası hedefleri doğrultusunda yönetebilmek için, tavan ve taban faiz arasındaki spreadi elinde bir araç olarak bulundurmaktadır. Aşağıdaki grafikte gecelik faizlerin koridor içerisindeki hareketi gösterilmektedir.

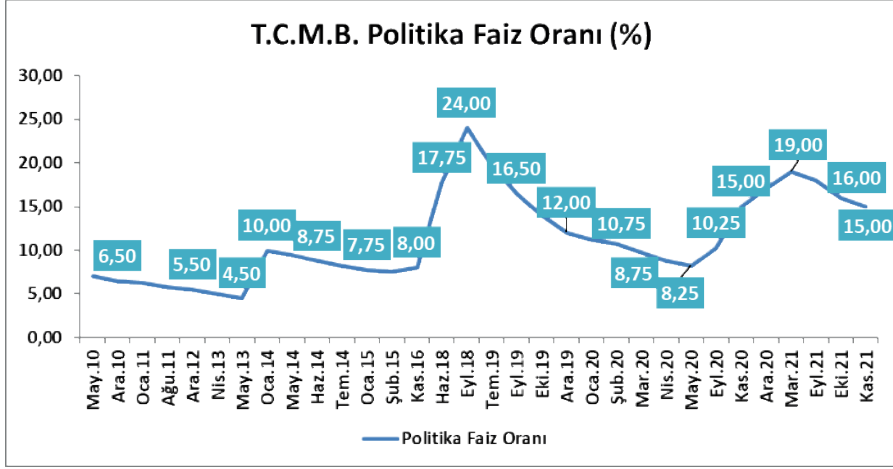


Grafik 24. TCMB Faizleri ve BIST Gecelik Faizler (%)

Kaynak: TCMB, Temel Ekonomik Gelişmeler Raporu, Ağustos 2021, s.76.

Grafikte görüleceği üzere, 2018 yılının ikinci yarısından itibaren TCMB gerek faiz koridorunu, gerek GLP ve politika faizlerini yükseltme ihtiyacı duymuştur. Haziran 2018'den itibaren politika faizinde yaklaşık %8,5; faiz koridorunun alt ve üst sınırlarında da sırasıyla %7,75 ve %8,0'lık artış birden yapılmış ve politika faizi %16,50; faiz koridoru ise %15,0 - %16,0 seviyesine çıkarılmıştır. Bu ihtiyaç 2018 yılında artış kaydeden enflasyon oranından doğmuştur. Bu nedenle TCMB de politika faiz oranını ve diğer faiz araçlarını yükseltme yoluna gitmiştir.

Aşağıdaki grafikte politika faiz oranında yapılan yüksek miktarlı artış görülebilmektedir:



Grafik 25. TCMB Politika Faiz Oranları (%) (2010-2021)

Kaynak: T.C.M.B., Haftalık Repo Faiz Oranları Listesi, (25.11.2021)

Yükselen enflasyon ile mücadele edebilmek adına TCMB faiz oranlarını müdahale politikası olarak tercih etmiştir. 2010 yılından itibaren 9 yıllık süreçte politika faiz oranları en yüksek seviyeleri geçtiğimiz son bir yılda görmüştür. Haziran 2018’de faiz koridorunun %15,0 - %16,0 düzeyine ve politika faizinin %16,50’a çıkarılması enflasyon oranlarını dizginlemek için yeterli gelmemiş, yaklaşık üç ay sonra Eylül 2018’de faiz koridoru %22,50 - %25,50 bandına taşınmış ve politika faizi %24’e yükseltilmiştir. Bu tarihten sonra kullanılan tüm para politikası araçları etkili olmuş ve enflasyon oranlarındaki ılımlı gelişmelerin neticesinde faiz oranları kademeli olarak indirilmiştir.

3.4.2. Rezerv Opsiyon Mekanizması (ROM)

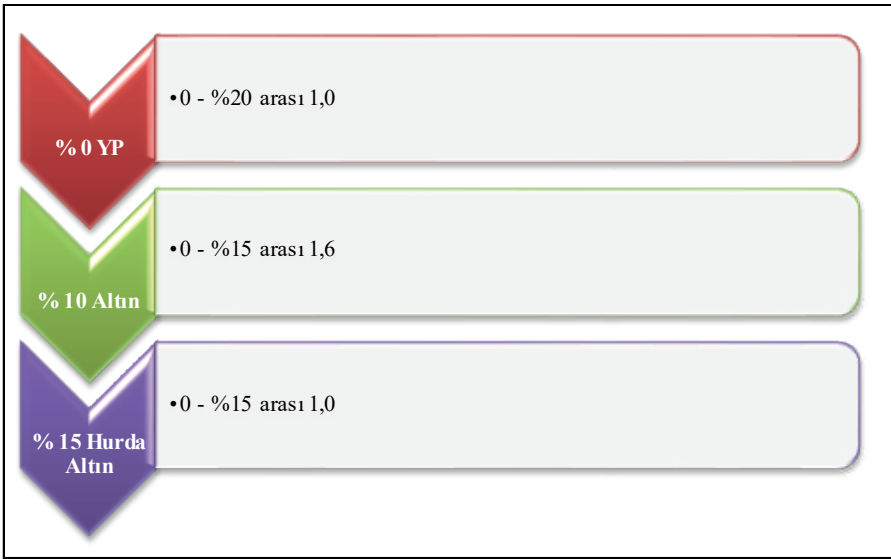
Geleneksel olmayan para politikası araçlarına önemli bir örnek teşkil eden “Rezerv Opsiyon Mekanizması (ROM)” finansal sistemin koşulları göz önünde bulundurularak geliştirilmiştir. Temelde sermaye hareketlerindeki aşırı oynaklığın yarattığı olumsuzlukları azaltmak, bankalara likidite yönetiminde esneklik sağlamak ve kredilerin sermaye hareketlerinden etkilenme seviyesini minimize etmek amaçları ile ROM uygulanmaktadır.²⁹⁵

295 TCMB, 100 Soruda Merkez Bankacılığı, <http://www.tcmb.gov.tr/wps/wcm/connect/2d-9f2c1d-18eb-4124-8fd9-a4ca189a24ad/100+Soruda+TCMB.pdf?MOD=AJPERES&>

Rezerv Opsiyon Mekanizması, TCMB'nin fiyat istikrarı ile birlikte finansal istikrarı gözeterek oluşturduğu yeni para politikasının önemli bir parçası olmuştur. Bu bağlamda para politikası operasyonlarında faiz koridorunun yanı sıra bu mekanizma, hem finansal sisteme ve bankalara kolaylık getirmiş, hem de finansal istikrarın sağlanmasında aktif rol oynamıştır.

2011/10 sayılı zorunlu karşılıklara ilişkin düzenleme ile bankalara zorunlu karşılık hususunda esneklik tanınmış ve tutulması gereken zorunlu karşılıkların belli bir yüzdesinin döviz ve altın olarak tutulabilmesi mümkün kılınmıştır. Bu bağlamda ROM'un yaklaşık 8 yıllık bir geçmişinin bulunduğu ifade edilebilir. ROM'a konu edilen ve yönetmeliklerde bahsedilen belirli yüzdelere "Rezerv Opsiyon Oranı" olarak tanımlanmakta olup, TCMB tarafından ihtiyaca binaen dönem dönem değiştirilmektedir. Bu yüzdelere ve rezerv opsiyon katsayıları para politikası hedefleri ve finansal istikrar unsuru bütününe bakılarak TCMB tarafından yönetilmektedir. Aşağıda güncel ROM katsayılarına yer verilmiştir.

Şekil 11. TCMB Rezerv Opsiyon Katsayıları

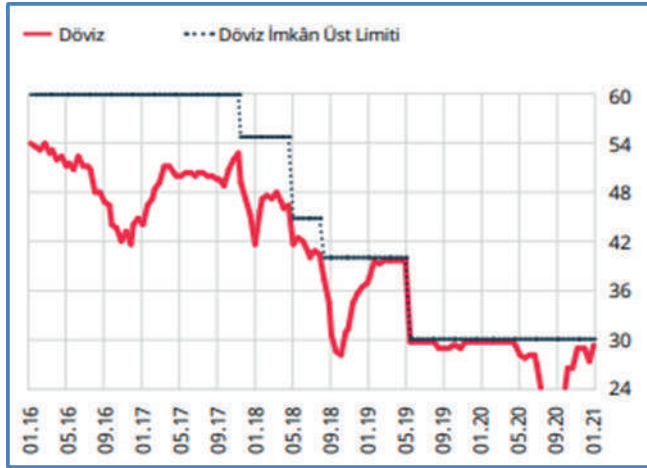


Kaynak: TCMB, Zorunlu Karşılık Oranlarına İlişkin Kararlar, (25.11.2021)

2011 yılında %60 YP, %30 standart altın olarak başlatılan Rezerv Opsiyon Oranları günümüzde para politikası amaçları ve finansal istikrar

unsuru çerçevesinde değişim göstermiştir. Başlangıçtan günümüze geçen süre zarfında Türk Lirası Zorunlu Karşılık Tutarının YP olarak tutulan kısmı önce yarı yarıya düşürülerek %60'tan %30'a getirilmiştir. 2021 yılı son çeyreğinde ise YP oranı sıfırlanmıştır. Diğer taraftan hurda altının da TL zorunlu karşılıkların yerine tutulabilmesine imkân tanınmıştır. Bunun yanı sıra döviz cinsinden tesis edilen zorunlu karşılık (ZK) tutarları öncesinde sadece Amerikan Doları (USD) olarak tutuluyorken, 2018 yılında yapılan yeni bir düzenleme ile Avrupa Para Birimi (EURO) olarak da tesis edilebilmesine imkân tanınmıştır. Özetle Rezerv Opsiyon Mekanizması kapsamında yapılan tüm güncellemeler bankaların lehine gerçekleştirilmiş olup, bankaların zorunlu karşılık yükümlülüklerine esneklik getirilmiş, ihtiyaç duyulduğunda zorunlu karşılık (ZK) karşılığı altın veya döviz miktarlarını arttırarak TL likiditesine sahip olma olanağına kavuşturulmuştur.

Geleneksel olmayan para politikası araçları arasında oldukça önemli hale gelen Rezerv Opsiyon Mekanizması bankalar ve finansman şirketleri tarafından günümüzde aktif olarak kullanılmaktadır. Aşağıda yer alan grafiklerde Rezerv Opsiyon Mekanizması'nın sunduğu imkânların kullanım oranı dönemler itibarıyla gösterilmektedir.

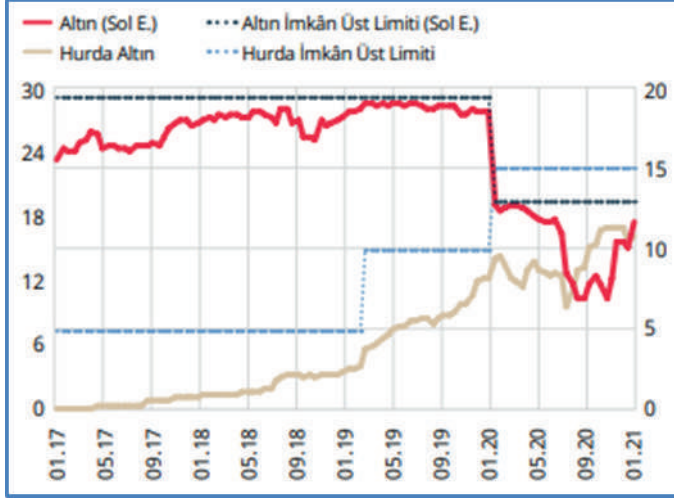


Grafik 26. Rezerv Opsiyon Mekanizması Döviz İmkân Kullanımı (%)

Kaynak: TCMB, 2020 Faaliyet Raporu, (25.11.2021), s.50.

TCMB'nin belirlemiş olduğu altın ve döviz cinsinden tesis imkânının neredeyse tamamına yakını bankalar ve finansman şirketleri tarafından değerlendirilmektedir. Daha açıklayıcı olmak gerekirse, zorunlu karşılığa

tabii kuruluşlar, Türk Lirası Cinsinden zorunlu karşılıkları için verilen döviz ve altın tutabilme imkânından oldukça sık yararlanmaktadır. TCMB'nin yayınlamış olduğu ROM Döviz İmkan Kullanımı (%) ve ROM Altın İmkan Kullanımı (%) verileri bu bağlamda önemli örnek teşkil etmektedir.²⁹⁶



Grafik 27. Rezerv Opsiyon Mekanizması Altın İmkân Kullanımı (%)

Kaynak: TCMB, 2020 Faaliyet Raporu, (25.11.2021), s.50.

Rezerv Opsiyon Mekanizması kapsamında döviz ve altın imkânlarından yararlanma seviyeleri, ROM'un para politikası içerisinde ne denli önemli bir yere sahip olduğunu göstermektedir. Geleneksel olmayan para politikası çerçevesinde uygulanan ROM sermaye hareketlerinin yarattığı finansal kırılganlık ve volatilitésinin azaltılması, kredi kullanım oranlarının kontrol edilmesi ve bankalara esnek likidite yönetimi kazandırılması bağlamında oldukça önemli bir para politikası aracı haline gelmiştir.

3.4.3. İstisnai Gün Uygulaması

İstisnai gün uygulaması, TCMB'nin finansal istikrar çerçevesinde döviz kurları volatilitésini azaltmak, yerel para birimi üzerindeki baskıyı sınırlandırmak için başvurduğu geleneksel olmayan para politikası araçlarından biridir. Bu uygulama aynı zamanda ek parasal sıkılaştırma (EPS) olarak da bilinmektedir. Normal piyasa koşullarında açık piyasa

296 TCMB, 2020 Yıllık Faaliyet Raporu, <http://www3.tcmb.gov.tr/yillikrapor/2020/tr/index.html>, (25.11.2021), s.50.

işlemleri çerçevesinde Merkez Bankası haftalık repo ihaleleri ile piyasayı fonlamaktadır. Ancak finansal istikrarı tehdit eder vaziyette gelişmelerin olması üzerine haftalık repo ihaleleri gerçekleştirilmeyebilir veya verdiği TL miktarını kıskarak ve miktar ihale yönteminin yerine geleneksel ihale yöntemini uygulayarak, en yüksek faiz oranını ödeyen kurumlara TCMB parayı vermeyi tercih edebilir. Bu bağlamda piyasanın TL ihtiyacının fonlanması ek parasal sıkılaştırma dönemi itibarıyla ya tamamen askıya alınmakta ya da bir miktar kısıtlanmaktadır. Bu sıkılaştırma bir tek günden ibaret olabileceği gibi, birbirini takip eden birkaç gün veya hafta boyunca EPS uygulanabilmektedir.²⁹⁷

Merkez Bankası ek parasal sıkılaştırma politikası ile piyasadaki TL miktarını kısıtlamakta ve bu bağlamda politika faizinde değişiklik yapmaksızın, faiz oranlarını geçici olarak yükseltme imkânına sahip olmaktadır.²⁹⁸ Şöyle ki, Merkez Bankası geleneksel ihale yöntemi ile EPS uygulayarak, TL sıkışıklığına göre kurumları yüksek faiz ödemeye zorlamaktadır. Bu şekilde gecelik faiz oranları, TCMB faiz koridorunun üst sınırına yaklaşmaktadır. Diğer taraftan TCMB haftalık repo ihalesini hiç açmamayı da tercih edebilir. Böyle bir durumda da kurumlar arası borçlanmalarda yüksek faizler ödenmekte ve benzer şekilde piyasadaki TL sıkışıklığı nedeniyle gecelik faiz oranları yükselmektedir.

TCMB geleneksel olmayan para politikası aracı olarak istisnai gün uygulamasına 2011 yılından itibaren dönem dönem başvurmaktadır. Önceleri istisnai günlerin hangi günler olacağı açıklanmaz iken, Ağustos 2013'ten sonra söz konusu günlerin zamanlamasına ilişkin daha fazla bilgi paylaşılmaktadır.²⁹⁹ Diğer taraftan TCMB, istisnai günlerde geleneksel ihale yöntemi ile fonladığı TL miktarını kıskarak ek parasal sıkılaştırmaya gitme yöntemini son dönemlerde bırakmıştır. Bunun yerine açık piyasa işlemleri çerçevesinde haftalık repo ihalesini istisnai günlerde hiç açmamayı tercih etmektedir.³⁰⁰

297 Yasin Akçelik, Ergun Ermişoğlu, Arif Oduncu, Temel Taşkın, Ek Parasal Sıkılaştırma'nın Döviz Kurları Üzerindeki Etkisi, TCMB Ekonomi Notları, Sayı: 30, Yıl 2012, <https://www.tcmb.gov.tr/wps/wcm/connect/ca61cc67-c70c-471d-b873-c15fba59a2b4/EN1230eng.pdf?MOD=AJPERES&CACHEID=ROOTWORKSPACE-ca61cc67-c70c-471d-b873-c15fba59a2b4-m3fw5b>, (29.11.2020), s.2.

298 Vural, s.73.

299 TCMB, **Enflasyon Raporu 2013-IV**, <https://www.tcmb.gov.tr/wps/wcm/connect/cc-45c98b-2cb1-4a16-93ef-65eac799380b/1b13-4.pdf?MOD=AJPERES&CACHEID=ROOTWORKSPACE-cc45c98b-2cb1-4a16-93ef-65eac799380b-m3fBaZ7>, (01.12.2020), s.2.

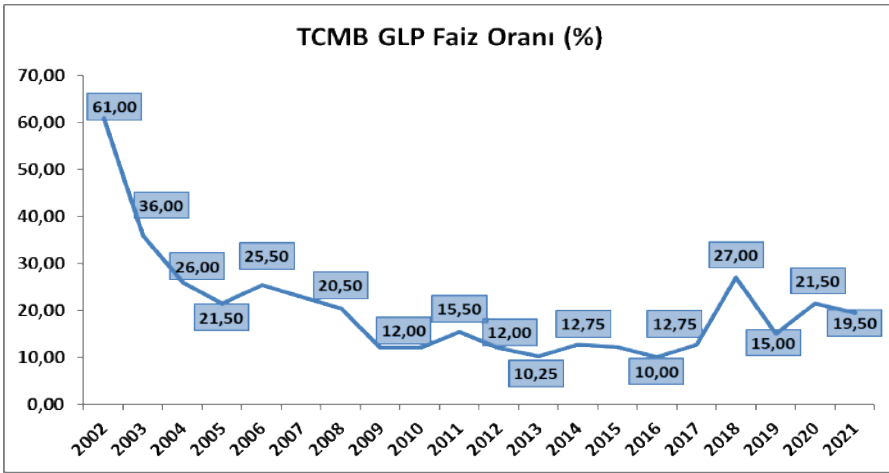
300 TCMB, **Açık Piyasa İşlemleri İhale İle Gerçekleştirilen Repo İşlemleri**, <https://www.tcmb.gov.tr/wps/wcm/connect/tr/tcmb+tr/main+page+site+area/acik+piyasa+islemleri/ihale+ile+gerceklestirilen+repo+islemleri+verileri>, (02.12.2020)

3.4.4. Likidite Yönetimi

TCMB piyasaların likidite ihtiyacını, en temel para politikası araçlarından biri olan “Açık Piyasa İşlemleri” ile karşılamaktadır. Piyasa ihtiyacı öngörülebilir düzeyde olduğu sürece APİ likidite yönetimi için yeterli bir araç olmuştur. Ancak son yıllarda sermaye hareketliliğinin artmasının da etkisiyle dönem dönem piyasanın likidite ihtiyacı öngörülebilir düzeylerin dışına çıkmış, likidite yönetimine yeni bir boyut kazandırılma ihtiyacı doğmuştur. Bu bağlamda, TCMB likidite yönetimine esneklik getirebilmek, gecelik faiz oranlarını belirlemiş olduğu faiz koridoru sınırlarında tutabilmek, ödeme sistemlerinin sorunsuz çalışabilmesi, para piyasalarının etkin ve istikrarlı çalışabilmesi gibi amaçlar doğrultusunda çeşitli araçlar geliştirmiştir.³⁰¹

Likidite yönetiminin yeni perspektifinde, haftalık repo uygulamasının dışında banka ve finansal kuruluşlara çeşitli vadelerde hazır imkânlar sunulmaktadır. TL Depo İşlemleri, Geç Likidite Penceresi (GLP) ve Günlük Likidite gibi araçlar TCMB’nin sunduğu hazır imkânlarla örnektir. Bunun yanı sıra Piyasa Yapıcısı bankalara sağlanan likidite imkânları da hazır imkânlar arasında değerlendirilmektedir.

Kasım 2021 itibarıyla Geç Likidite Penceresi (GLP)’den %19,50 faiz oranıyla bankaların borçlanması mümkündür. Aşağıdaki grafikte GLP faiz oranlarının seyri gösterilmektedir:

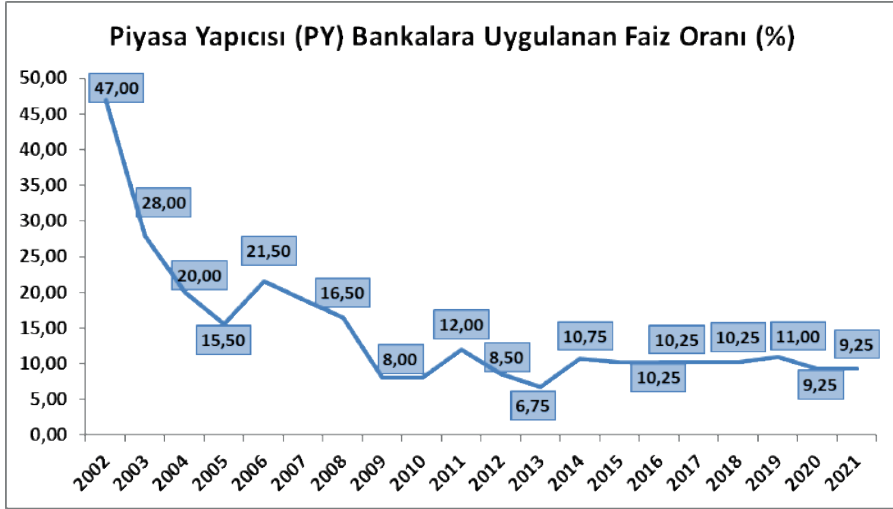


Grafik 28. TCMB GLP Faiz Oranı (%)

Kaynak: TCMB, Faiz Oranları Geç Likidite Penceresi, (25.11.2021)

301 TCMB (c), 100 Soruda Merkez Bankacılığı, <http://www.tcmb.gov.tr/wps/wcm/connect/2d9f2c1d-18eb-4124-8fd9-a4ca189a24ad/100+Soruda+TCMB.pdf?MOD=AJPERES&CACHEID=ROOTWORKSPACE-2d9f2c1d-18eb-4124-8fd9-a4ca189a24ad-mK9oVdo>, (02.12.2020), s.49.

Diğer taraftan Piyasa Yapıcısı bankalar önceden belirlenmiş limitler dâhilinde ve gecelik vadede %9,25 oranından borçlanabilmektedir. (Kasım 2021 itibarıyla) Aşağıdaki grafikte yıllar itibarıyla Piyasa Yapıcısı bankaların borçlanmalarında kullandıkları faiz oranları verilmiştir.



Grafik 29. Piyasa Yapıcısı Bankalara Uygulanan Faiz Oranı (%)

Kaynak: TCMB, Piyasa Yapıcısı Bankalara Sağlanan Likidite İmkânı Sayfası, (25.11.2021)

TCMB'nin likidite yönetimi kapsamında temin ettiği hazır imkânlardan nakit akışı yüksek seviyede olan büyük çaplı bankalar aktif olarak faydalanmaktadır. Bankalar bu seçeneklere başvurmak için gerekli nakit veya menkul kıymet teminatlarını TCMB hesaplarına yatırdıktan sonra likidite ihtiyacını gidermektedir.

3.4.5. Kaldıraç Uygulaması

Kaldıraç oranı bankaların varlıklarını finanse ettikleri kaynaklarının durumunu gösteren ve borçlarını ödeyebilme kabiliyetini yansıtan bir oran olarak tanımlanmaktadır. TCMB'nin kabul ettiği şekliyle, ana sermayenin pasif toplamı ile bilanço dışı yükümlülükler toplamına oranı olarak hesaplanmaktadır ((Ana sermaye veya öz kaynak / (Toplam Pasif + Bilanço Dışı Yükümlülükler))³⁰²

302 Vural, s.74.

TCMB tarafından kaldıracı dayalı zorunlu karşılık uygulaması, 2013/15 sayılı Zorunlu Karşılıklar Hakkında Tebliğ ile belirlenmiş olup, para politikası kapsamına alınmıştır.³⁰³ Bu tebliğ ile kaldıracı dayalı zorunlu karşılık uygulamasına kademeli olarak geçiş yapılacağı bildirilmiş, kaldıraç oranı %3'ün altında kalan bankalar için ilave yaptırımlar getirilmiştir. 2013 ve 2014 yılları geçiş dönemi kabul edildiğinden, bu yaptırımlar nispeten daha düşük kalmıştır. Ancak 2015 yılından itibaren üçer aylık dönemler itibarıyla hesaplanan kaldıraç oranı dikkate alınmak üzere, %3'ün altında kaldığı koşulda %2 ilave zorunlu karşılık tutulması kararlaştırılmıştır. Ayrıca kaldıraç oranı %3 ile %4 arasında kalan bankalara ilave %1,5; %4 ile %5 arasında kalanlara ilave %1 puan zorunlu karşılık yaptırımı getirilmiştir.³⁰⁴

Büyük çaplı bankaların kaldıraç oranları, %3'lük zorunlu oranın oldukça üzerindedir. Bu bağlamda söz konusu bankalar kaldıraç uygulaması kapsamında ilave zorunlu karşılık yaptırımına tabii olmamaktadır. Tüm bankacılık sektörünün kaldıraç oranı ise 2020 yılsonu itibarıyla yaklaşık %8 – 8,5 aralığında olup³⁰⁵, sektörün güçlü yapısına işaret etmekte ve zorunlu karşılık noktasında ek bir maliyet oluşmamaktadır.

3.5. Merkez Bankaları'nın Geleneksel Olmayan Para Politikası Uygulamalarının Genel Değerlendirilmesi

Küresel çapta makroekonomik atmosferin nispeten stabil olduğu 2008 Global Krizi'nden önceki dönemlerde merkez bankaları geleneksel yöntemlerle para politikasını yürütmekteydi. Temel amaç olan fiyat istikrarının sağlanması için zorunlu karşılık, açık piyasa işlemleri, politika faizi gibi para politikası araçları kullanılmaktaydı. Ancak Global Kriz ile birlikte para politikası değişim ve dönüşüm sürecine girmek durumunda kalmıştır. Bu bağlamda gelişmiş ülkeler ile gelişmekte olan ülkelerin para politikası uygulamaları da birbirinden farklılaşmıştır. Gelişmekte olan ülkeler, gelişmiş ülkelerin para politikası uygulamalarından etkilenen taraf olmuştur. Söz konusu ülkelerin attığı adımlar, yabancı sermaye hareketlerini tetiklemiş ve gelişmekte olan ülkelere finansal istikrarı tehdit eder hale gelmiştir.

303 TCMB, **Zorunlu Karşılıklar Hakkında Tebliğ**, Resmi Gazete, Sayı: 2013/15, Tarih: 25.12.2013, <https://www.tcmb.gov.tr/wps/wcm/connect/c0ccc628-3c6b-4a4f-9782-bc9316503fff/zk-teblig%282013-15%29.pdf?MOD=AJPERES&CVID=>, (13.03.2020)

304 TCMB, **Zorunlu Karşılıklar Hakkında Tebliğ**, Resmi Gazete, Sayı: 2013/15, Tarih: 25.12.2013, <https://www.tcmb.gov.tr/wps/wcm/connect/c0ccc628-3c6b-4a4f-9782-bc9316503fff/zk-teblig%282013-15%29.pdf?MOD=AJPERES&CVID=>, (13.03.2020)

305 BDDK, **İnteraktif Bülten, Aylık Bankacılık Sektörü Verileri**, <https://www.bddk.org.tr/BultenAylık>, (14.03.2020)

2008 Global Krizi'nden önce gelişmiş ve gelişmekte olan ülkelerin para politikalarının odak noktasında “politika faizi” bulunmaktaydı. FED, ECB, BOJ gibi gelişmiş ülkelerin merkez bankalarında olduğu gibi TCMB de politika faizinde değişiklikler yaparak para politikasını yönetmeye çalışmaktaydı. TCMB için bakıldığında ise tek amaç olan fiyat istikrarını sağlama hususunda politika faizi tek araç olarak Global Kriz öncesinde birçok dönemde kullanılmıştır. Ancak, kriz ile birlikte eski yöntemde uygulandığı gibi faizlerde yapılan değişikliklerin etkileri yetersiz kalmıştır. Global Kriz'e ilk tepki olarak büyük merkez bankaları (FED, ECB ve BOJ...) faiz indirimine gitmiş; ancak faizler sıfıra yakın bölgede (zero lower bound) olduğu için para politikasında faizlerin etki alanı sınırlı kalmıştır.

FED Merkez Bankası'nın politika faizi olan federal fon faizi 2007 yılında %5'lerin üzerinde olan faiz oranı bu yıldan itibaren kademeli olarak düşürülmüştür. Öyle ki 2008 yılının son çeyreğine gelindiğinde sıfır faiz bandına (zero lower bound) düzeyine gelmiştir. Global Kriz ile birlikte klasik kriz yönetimi tutumuyla FED faiz indirimlerine devam etmiş, federal fon faizi %0,05-%0,10 seviyesine kadar düşürülmüştür. 2009 yılı başından, 2015 yılı sonuna kadar faiz oranları düşük kalmaya devam etmiştir. Ancak söz konusu dönemde FED sözlü yönlendirme kanalını sık sık kullanmış ve faiz oranlarının arttırılacağına ilişkin 2013 yılı başından itibaren söylemlerde bulunmuştur. Henüz gerçek bir faiz artırımını yapılmasa dahi, bu sözlü yönlendirme kanalı bile gelişmekte olan ülkelerin döviz kurlarını dalgalandırmaya yetmiştir. Bugün gelinen noktada, FED federal fon oranını tekrar kademeli olarak düşürmeye başlamıştır. Bunun en önemli sebebi “Covid-19 Salgını'nın” ekonomiye verdiği zararı hafifletme amacıdır. 2020 yılı ilk çeyreği itibarıyla, son yapılan FOMC kararı ile FED federal fon oranı %0 – 0,25 bandına çekilmiştir.³⁰⁶

Avrupa Merkez Bankası (ECB)'nin, FED'e benzer şekilde Global Kriz'e ilk tepkisi faiz oranlarını düşürmek olmuştur. 2008 yılından itibaren ECB'nin politika faizi olan MRO faiz oranını %4'lerden, %1 seviyelerine indirmiş, diğer faiz türlerini de göz önüne aldığı anda faiz indirimi için daha fazla alanı kalmadığını görmüştür. Diğer bir deyişle, açık piyasa işlemleri refinansman operasyonu oranını (MRO) %1'e yakınsadığında, ticari bankaların daha çok kullandığı mevduat faiz oranı (DF) sıfır bölgesine gelmiştir (Zero Lower Bound). Ekonomik aktivitenin canlandırılması için daha fazla faiz indirimine ihtiyacı olduğunu düşünen ECB, Japonya'nın 1990'lı yıllarda

306 Federal Reserve Bank (FED) website, **FOMC's Target Federal Funds Rate, Range, Change(Basis Points) and Level**, <https://www.federalreserve.gov/monetarypolicy/openmarket.htm>, (18.03.2020)

başvurduğu negatif faiz oranı politikasına başvurmuştur. Deposit Facility Rate'i sıfırın altına düşürmüş, aslında ticari bankalara fazla fonlarını reel kesime aktarmaları gerektiği mesajını vermiştir. Bankalar fazla fonlarını merkez bankasına getirdiğinde faiz getirisi değil, aksine faiz kesintisi olacağı anlamına gelmektedir.

ECB politika faiz oranında 2011 yılında kısıtlı bir artış gerçekleştirse de, 2012 yılından itibaren kademeli olarak indirim yapmıştır. O kadar ki; kriz sonrası ilk iki yıl MRO faiz oranını %1 seviyesinde bırakmasına rağmen, ekonomik aktivitenin yeteri kadar canlanmaması ve Avrupa Borç Krizi'nin etkilerinin devam ediyor olması nedenleriyle 2012 yılından itibaren %1'lerin de altına getirmiştir. Bugün gelinen noktada ECB politika faizi sıfır düzeyinde, Deposit Facility Rate ise -0,50 seviyesindedir.³⁰⁷ Özetle, ECB'nin negatif faiz politikası on yıldan fazla süredir günümüze kadar devam etmektedir.

Japonya'nın politika faiz oranı 2008 Global Krizi'nden sonra 0,30'lu seviyelerden, 0,10'a çekilmiştir. Ancak sıfıra oldukça yakın bölgede olan faiz oranında daha fazla indirim yapma imkânı kalmamıştır. Ekonomik aktivitenin canlandırılması noktasında geleneksel yöntem olan politika faizi efektif bir araç olma niteliğini kaybetmiştir. 2016 yılına kadar faiz politikasında ayarlama yapma yöntemini terk etmiştir. Bunun yerine daha farklı para politikası araçlarına yönelmiştir. Bu bağlamda Japonya da geleneksel olmayan para politikası araçlarından miktarsal genişleme ve sözlü yönlendirme kanallarına başvurulmuştur.

2016 yılına gelindiğinde Bank of Japan aldığı kararla, politika faiz oranını 20 baz puan düşürerek -0,10 düzeyine indirmiştir. Böylelikle Japonya 1990'lı yıllarda da kullandığı bir araç olan “negatif faiz uygulamasını” tekrar gündeme almıştır. Günümüze kadar politika faizini hiç değiştirmeyerek -0,10 düzeyinde tutan Japonya Merkez Bankası negatif faiz uygulamasını hala devam ettirmektedir.

Genel olarak gelişmiş ülke merkez bankaları kriz sonrasında yaptıkları faiz indirimlerinden ekonomik aktivitenin canlandırılması, resesyondan çıkılması gibi istenen sonuçlar alamamış, Varlık Alım Programları planlayarak, miktarsal genişleme yoluna gitmiştir. Bu programların temel amacı değersiz hale gelen tahvil, hazine bonosu ve belirlenen nitelikleri taşıyan özel sektör bonolarının merkez bankası tarafından satın alınarak, piyasaya likidite sağlanmasıdır. Faiz düşüşü ile sağlanamayan ekonomik canlanma, likidite artışı ile elde edilmeye çalışılmış ve bu yöntem önemli bir politika aracı

307 European Central Bank (ECB) website, Key ECB Interest Rates, https://www.ecb.europa.eu/stats/policy_and_exchange_rates/key_ecb_interest_rates/html/index.en.html, (18.03.2020)

pozisyonuna gelmiştir. Böylelikle miktarsal genişleme yöntemi geleneksel olmayan para politikası araçlarından biri olarak literatüre geçmiştir.

2008 yılı öncesinde 900 milyar USD seviyesinde bulunan FED'in bilanço büyüklüğü, kriz sonrası gerçekleştirdiği üç farklı “Varlık Alım Programı (QE_1 , QE_2 ve QE_3)” ile kademeli olarak artış göstermiştir. Yaklaşık beş yıllık bir süreçte FED varlık alım programlarını sürdürmüş olup, 2014 yılı başında rezerv büyüklüğü 4,5 trilyon USD'ye ulaşmıştır. 2018 ve 2019 yılı itibarıyla vadesi gelen tahvil ve hazine bonusu kâğıtlarının itfa olması ile birlikte FED bilançosu da 4 trilyon USD seviyesine daralma göstermiştir.

2020 yılına gelindiğinde ise, COVID-19 Salgını sebebiyle FED yardım amaçlı yeni “Varlık Alım Programı” duyurmuştur. Bu bağlamda, Mart 2020 itibarıyla ilk fazda 700 milyar USD tahvil alımı, ikinci fazda 300 milyar USD kredi genişlemesi ve üçüncü fazda 625 milyar USD düzeyinde tahvil alımı yapacağını açıklamıştır.³⁰⁸ Böylelikle, FED'in bilanço büyüklüğü 6 trilyon USD seviyesine yaklaşmıştır.

Avrupa Merkez Bankası (ECB), FED'e benzer şekilde Global Kriz'den itibaren “Varlık Alım Programları” uygulamıştır. 2008 yılı sonunda 1,5 trilyon EUR düzeyinde olan bilanço büyüklüğü, yaklaşık dört yıl sonra 2012 yılı ortalarında iki katını aşmış ve 3 trilyon EUR seviyesini geçmiştir. 2012-2014 yılları arasında itfası gerçekleşen tahvil, hazine bonusu ve özel sektör kâğıtları sebebiyle merkez bankası bilançosu daralsa da, 2015 yılından itibaren tekrar artış kaydederek, 2 trilyon EUR seviyesinden 5 trilyon EUR seviyesine yaklaşmıştır.

Amerikan Merkez Bankası (FED) söz konusu varlık alım programlarına dayanan miktarsal genişleme politikasını 4-5 yıl içerisinde tamamlarken, ECB'nin miktarsal genişleme politikası dönem dönem artıp azalsa da günümüze kadar devam etmiştir. İlk dönemlerde Avrupa Borç Krizi'nin etkileri ile mücadele etmek için devam ettirilen programlar zamanla ECB para politikasının vazgeçilmez bir parçası olmuştur. FED'in yaptığı gibi ECB de COVID-19 Salgını sebebiyle yardım amaçlı olarak Mart 2020'de 750 milyar EUR tutarında varlık alım programı uygulanacağını “Pandemic Emergency Purchase Programme (PEPP)” adı altında duyurmuştur.³⁰⁹ Bu bağlamda son miktarsal genişleme adımı ile birlikte ECB'nin bilanço büyüklüğü 2020 yılı itibarıyla yaklaşık 5 trilyon EUR seviyesine ulaşmıştır.

308 Federal Reserve Bank (FED) website, **Coronavirus Disease 2019 (COVID-19)**, <https://www.federalreserve.gov/covid-19.htm>, (01.04.2020)

309 European Central Bank (ECB), **Coronavirus website page**, <https://www.ecb.europa.eu/home/search/html/coronavirus.en.html>, (01.04.2020)

Japonya Merkez Bankası (BOJ) krizin yıkıcı etkilerine rağmen, 2010 yılına kadar para politikası anlamında oldukça sınırlı tepkilerde bulunmuştur. 2010 yılından itibaren ise çok düşük düzeylerde varlık alım programları uygulanmıştır. Ekonomik aktivitenin yeteri kadar canlandırılmaması üzerine, 2013-2014 yıllarından itibaren yüksek miktartlı varlık alım programları uygulamaya başlamıştır. 2012 yılsonuna kadar yaklaşık 100 – 200 Milyar Yen düzeyinde olan bilanço büyüklüğü, 2013 yılından itibaren artış kaydetmeye başlamış, 2020 yılına kadar hiç azalış göstermeden 610 Milyar Yen düzeyine ulaşmıştır. Mart 2020’de BOJ para politikası toplantısı kararıyla COVID-19 Salgını’nın yaratacağı ekonomik zararı minimize etmek için 112 milyar Yen düzeyinde varlık alım programı yapacağını duyurmuştur.³¹⁰

İncelenen gelişmiş ülke merkez bankalarının miktarsal genişleme adımları, 2008 Global Krizden bu yana para politikası çerçevesinin vazgeçilmez bir parçası olmuştur. Herhangi olumsuz bir ekonomik koşulda, finansal kriz, afet veya salgın olması bile farketmeksizin ülkeler varlık alım programı açklayabilmektedir.

Geleneksel olmayan para politikası araçları arasında önemli bir yere sahip olan miktarsal genişleme politikasının yarattığı etki ile kıyaslandığında geleneksel eski yöntemler yeteri kadar efektif olamamaktadır. Geleneksel yöntemlerden en önemlisi olumsuz ekonomik koşulda politika faizinde indirim yapmaktır; ancak merkez bankaları politika faizini düşürme noktasında yeterli esnekliğe sahip olmamaktadır. Diğer taraftan bunun yerine miktarsal genişleme yoluna gidildiğinde, dolaylı yoldan faiz oranları da düşürülebilmektedir. Böylelikle, kısa dönem faiz oranlarının yanı sıra uzun dönem faiz oranlarını da düşürebilme imkânına kavuşulmaktadır. Geleneksel olmayan para politikası ile ilgili yapılan çalışmalarda miktarsal genişlemenin faiz oranlarını düşürme yönündeki etkisi 10 yıllık tahvil getirileri üzerinden ispatlanmaya çalışılmış, iktisadi literatüre bu şekilde yansımıştır.

Gelişmiş ülke merkez bankalarının miktarsal genişleme politikasının yanı sıra sözlü yönlendirme politikasını da sıklıkla kullandığı gözlemlenmektedir. Özellikle FED bu kanalı efektif bir biçimde çoğu kez kullanmıştır. FED’in tüm söylemleri gelişmekte olan ülkelerdeki yabancı sermaye hareketlerini etkilemiş, bununla bağlantılı olarak döviz kurlarında dalgalanmaya yol açmıştır. Çoğunlukla ülkelerdeki finansal piyasaları etkileyen söylemler, merkez bankalarının finansal istikrarı da sağlayıcı bir fonksiyon üstlenmelerine sebep olmuştur. Özetle, geleneksel olmayan para politikası araçlarından biri

310 Bank of Japan (BOJ), **Summary of Opinions at the Monetary Policy Meeting on March 16 2020**, https://www.boj.or.jp/en/mopo/mpmsche_minu/opinion_2020/opi200316.pdf, (01.04.2020)

olan sözlü yönlendirme kanalı gelişmiş ülke merkez bankaları tarafından küresel değişkenleri etkileyecek kadar güçlü bir faktör ve para politikasının en önemli silahlarından biri olarak görülmüştür.

Ekonomik yapıları bakımından gelişmekte olan ülkelerden farklı olan gelişmiş ülkelerin kriz sonrası dönemden günümüze kadar attığı tüm adımlar küresel çapta etkiler yaratmaktadır. Örneğin, gelişmiş ülke merkez bankalarının miktarsal genişleme politikaları küresel çapta likidite bolluğu yaratmıştır. Küresel likidite artışının akabinde, kâr iştahı ile hareket eden yabancı yatırımcılar, gelişmekte olan ülkelere yönelmiştir. Gelişmekte olan ülkelerde yabancı sermaye girişi ile ilk aşamada döviz bolluğu yaşansa da, yabancı sermayenin küresel gelişmelere çok duyarlı olması sebebiyle zaman içerisinde istikrarsızlık unsuru olduğu görülmüştür. Gelişmekte olan ülkelerin finansal piyasalarında volatilité ve kırılganlık yaratan yapısıyla yabancı sermaye faydadan çok zarar verir olmuştur. Bu bağlamda gelişmiş ülkeler geleneksel olmayan para politikası araçları ile “etkileyen”, gelişmekte olan ülkeler bu politikalardan “etkilenen” kategorisinde sınıflanmıştır. Türkiye de, yer aldığı gelişmekte olan ülke kategorisi ile birlikte, gelişmiş ülke merkez bankalarının attığı tüm adımlardan etkilenmiştir.

Gelişmiş ülke merkez bankalarına ilişkin yapılan değerlendirmelere benzer bir şekilde TCMB’nin faiz politikasını şu şekilde anlatmak mümkündür: TCMB de Global Kriz sonrasında kademeli olarak politika faizi indirimine gitmiş, kriz öncesinde yaklaşık %20’ler seviyesinde olan haftalık repo faiz oranını %7 seviyelerine getirmiştir.³¹¹ Politika faizinde yaptığı ayarlamalardan daha çok gecelik borç alma ve borç verme faiz oranı (yani faiz koridoru), geç likidite penceresi (GLP)faizi, piyasa yapıcısı bankalara tanınan repo işlem faizi gibi diğer faiz türlerinde değişim yapma yolunu tercih etmiştir. TCMB politika faizi sıfıra yakınsamadığı için gelişmiş ülke merkez bankalarına kıyasla daha geniş etki alanına sahip olabilmıştır. Ancak enflasyon probleminden dolayı yüksek miktarlarda faiz ayarlamasına gidememiş, faiz politikasından başka araçlara yönelmek durumunda kalmıştır.

Çoğunlukla yabancı sermaye giriş-çıkışları ile şekil alan USD döviz kuru, yabancı sermaye girişinin yoğun yaşandığı 2010-2014 yılları arasında nispeten düşük seviyede ve 1 USD = 2 TRY düzeyinin altında seyretmiştir. Ancak 2015 yılından itibaren yabancı sermayenin de istikrarsızlığı ile birlikte oldukça dalgalı bir seyir ile günümüze kadar gelen bir yükseliş trendine girmiştir. Bu yükselişte yurtiçi ve yurtdışı gelişmeler etkili olmuştur. Son üç-

311 TCMB, **Merkez Bankası Faiz Oranları**, Gecelik Faiz Oranları ve 1 Hafta Repo Faiz Oranları Listesi, <https://www.tcmb.gov.tr/wps/wcm/connect/tr/tcmb+tr/main+menu/temel+faaliyetler/para+politikasi/merkez+bankasi+faiz+oranlari>, (20.03.2020)

dört aylık süreçte COVID-19 Salgını gelişmekte olan diğer ülkelerde olduğu gibi Türkiye’de de döviz kuru artışına sebebiyet vermiştir.

TCMB döviz kurlarındaki dalgalanmanın da bir gösterge olduğu finansal istikrar olgusunu göz önünde bulundurarak geleneksel olmayan para politikası araçlarını kullanmak durumunda kalmıştır. Bunlardan en önemlileri faiz koridoru, açık piyasa işlemleri dışındaki diğer likidite yönetimi araçları (GLP, Güniçi Likidite gibi), rezerv opsiyon mekanizması araçlarıdır. Diğer taraftan geleneksel yöntemlerden olan zorunlu karşılık politikasına da yeni düzenlemelerle farklı bir boyut kazandırmıştır. Bütün bu geleneksel olmayan para politikası araçları ile TCMB temel hedefi olan fiyat istikrarının yanı sıra finansal istikrarı da gözetken yeni bir para politikası anlayışına sahip olmuştur.

T.C.M.B'nin Uyguladığı Geleneksel Olmayan Para Politikalarının Fiyat İstikrarı ve Finansal İstikrar Üzerine Etkilerinin Ekonometrik Analizi

4.1. Araştırmanın Amacı

Geçtiğimiz on-on beş yıllık süreçte para politikası küresel çapta değişim ve dönüşüm içerisine girmiştir. Alışılmış para politikası yöntemlerinin ekonomik gelişmeler karşısında yetersiz kalışı, merkez bankalarını yeni arayışlara yönlendirmiştir. Ülkeler kendi parasal durumlarına ve finansal/reel yapılarına uygun bir biçimde reçeteler düzenlemiş, bu reçetelerin öngördüğü tedbirler “geleneksel olmayan para politikası araçları” olarak adlandırılmıştır. Bu bağlamda TCMB de makroekonomik değişkenlerimize uygun bir biçimde para politikası kapsamını genişletmiş, birincil hedef olan fiyat istikrarının yanında finansal istikrarı da gözeten geleneksel olmayan para politikası yöntemlerine başvurmuştur.

Kitabın amacı TCMB'nin yeni para politikası çerçevesi doğrultusunda uyguladığı geleneksel olmayan para politikası araçlarının fiyat istikrarını temsilen TUFİ ve finansal istikrarı temsilen döviz kurları, kredi hacmi gibi olgulara etkisinin nasıl ve ne yönde olduğunu ekonometrik analiz yöntemleri ile ortaya koymaktır. Diğer bir deyişle araştırma kapsamında geleneksel olmayan para politikası araçlarının fiyat istikrarı ve finansal istikrarın sağlanmasındaki rolü, çalışmanın amacını oluşturmaktadır.

4.2. Geleneksel Olmayan Para Politikası Araçlarını İnceleyen Çalışmalara Yönelik Literatür Taraması

Merkez Bankaları'nın klasik para politikası yöntemleri, 2008 Global Krizi ile birlikte, özellikle MB hedeflerine ulaşma noktasında geçerliliğini eskiye nazaran kaybetmiş ve yeterli gelmemeye başlamıştır. Bu bağlamda geleneksel olmayan para politikası uygulamalarına başvurulmuş ve bu yeni yöntemlerin çerçevesi 2008 Krizi'nden sonra oluşmuştur. Bu nedenle geleneksel olmayan para politikasına ilişkin yapılan çalışmalar ve iktisadi literatür oldukça yeni sayılabilir ve geleneksel olmayan para politikasına dayanan ekonometrik analizlere aşağıda yer verilmiştir.

Altavilla, Brugnolini ve diğerleri (2019), Avrupa Merkez Bankası (ECB)'nin geleneksel olmayan para politikası kapsamında uygulamış olduğu “Miktarsal Genişleme”, “Negatif Faiz Oranı” ve “Sözlü Yönlendirme” gibi araçların, finansal piyasaları temsilen çeşitli değişkenler ve döviz kuru (EUR/USD paritesi) üzerindeki etkisini araştırmıştır. (Finansal piyasaları temsil eden değişkenler: Almanya, Fransa, İtalya, İspanya 10 yıllık tahvil getirileri, 2 yıl vadeli swap oranları, hisse senedi getiri endeksi, AAA ve BBB kredi notuna sahip özel sektör tahvil getirileri, VIX Korku Endeksi, 5 yıl vadeli tahvillerin getirisi.) Ekonometrik yöntem olarak VAR metodu kullanılmış olup, 2008 Krizi'nden 2018'e kadar olan dönemi yapısal kırılmadan ötürü ikiye ayırarak analiz yapılmıştır. (2008-2014 ve 2014-2018) Sonuç olarak, sözlü yönlendirme politikasının düşünüldüğü gibi ekonomik şok etkisi yaratarak değişkenleri yönlendirme noktasında başarılı olduğu ancak buna karşın sözlü yönlendirmenin getiri eğrisinin sadece kısa vade kısımlarında etkili olduğu, orta ve uzun dönemde etkisinin sınırlı olduğu belirtilmiştir. Ayrıca miktarsal genişleme programlarının (QE gibi) getiri eğrisinde tüm dönemlerde getirilerin azalmasına ve spreadların daralmasına yol açtığı sonucuna ulaşılmıştır. Diğer taraftan, kriz sonrası tasarlanan ve uygulanan para politikası araçlarının yukarıda bahsedilen değişkenler üzerinde beklendiği şekilde ve amacına uygun bir biçimde etki yarattığı belirtilmiştir.³¹²

Elbourne, Ji ve Duijndam (2018), Euro Bölgesi genelinde ve Euro Bölgesi'ne dâhil olan ülkeler özelinde geleneksel olmayan para politikalarının etkisini ayrı ayrı VAR modelleri ile araştırmışlardır. Analize 2009-2016 yıllarını kapsayan büyüme, enflasyon, finansal stresi yansıtan CISS endeksi, faiz koridorunu yansıtan spread ve kısa dönem faiz oranları verilerini dâhil etmişlerdir. Bir birimlik miktarsal genişlemenin faiz oranlarını 0,20 puan

312 Carlo Altavilla, Luca Brugnolini, Refet Gürkaynak, Roberto Motto, Giuseppe Ragusa, Measuring Euro Area Monetary Policy, *European Central Bank, Working Paper Series*, May 2019, s.7-29.

düşürdüğü sonucuna ulaşmakla birlikte, genel anlamda genişletici yönde etki gösteren tüm geleneksel olmayan para politikası araçlarının enflasyon oranına, üretim artışına ve dolayısıyla büyüme oranına etkisinin oldukça sınırlı olduğu belirtilmiştir.³¹³

Eroğlu, Söylemez ve Alıç (2016), TCMB tarafından 2011 yılından itibaren uygulanan geleneksel olmayan zorunlu karşılık politikasının tüketici kredileri üzerindeki etkilerini ekonometrik bir analiz ile incelemiştir. 2011 ile 2015 yılları arasını kapsayan analizlerinde kullandıkları ekonometrik model “En Küçük Kareler” olarak bilinen regresyon yöntemidir. Değişken olarak seçilen “kredilerin aktife oranı” ve “ağırlıklı ortalama zorunlu karşılık oranı”nın anlamlı bir ilişki içerisinde olduğu sonucuna ulaşılmıştır. Ayrıca zorunlu karşılıklarda yapılan artışların, kredi/aktif oranını düşürdüğünü belirtmişlerdir. Zorunlu karşılıklardaki %1’lik artışın, kredilerin aktife oranında %0,44’lük bir azalışa sebebiyet verdiği tahmin edilmiştir. Diğer taraftan sadece TL cinsi değişkenler kullanılarak yapılan ekonometrik analizde ise zorunlu karşılıklarda yapılan %1’lik artışın, kredi/aktif oranını %0,34 azalttığı ortaya konulmuştur.³¹⁴

Akçelik, Ermişoğlu, Oduncu ve Taşkın (2012), Rezerv Opsiyon Mekanizması ile döviz kuru oynaklığı arasındaki ilişkiyi Ekim 2010-Ekim 2012 tarihleri arasındaki verileri kullanarak GARCH(1,1) ekonometrik modeli ile incelemiştir. Modelde günlük frekans kabul edilmiş, USD ve EUR kurlarının %50’si alınarak hesaplanan “Sepet Kur” ve “ROM kapsamında TL ZK için tutulan döviz miktarı/brüt döviz rezervi” değişkenleri kullanılmıştır. Bunun yanı sıra söz konusu değişkenlere küresel sermaye hareketleri ile ilişkili olduğu düşünülen VIX Korku Endeksi’ni, TCMB’nin döviz piyasasına müdahale etmek amacıyla yaptığı döviz alım-satım işlemlerini ve TCMB’nin ek parasal sıkılaştırma yaptığı günleri baz alan “kukla” değişkenini de ekleyerek ikinci bir model daha kurmuşlardır. Ekonometrik analizde birinci modelde ROM’un kur oynaklığını azaltıcı yönde önemli bir etkiye sahip olduğu tespit edilmiştir. Ayrıca ROM’un sermaye akımlarının yarattığı volatilitiyi kontrol etme noktasında etkin bir politika aracı statüsünde olduğu belirtilmiştir. İkinci modelde ise benzer şekilde ROM’un kur oynaklığını düşürücü etkisi %5 anlamlılık düzeyinde anlamlı bulunmuş, bunun yanı sıra

313 Adam Elbourne, Kan Ji, Sem Duijndam, The Effects of Unconventional Monetary Policy in the Euro Area, **CBP Netherlands Bureau For Economic Policy Analysis, CBP Discussion Paper**, No:371, s.6-28

314 Nadir Eroğlu, Arif Orçun Söylemez, Cemil Alıç, Türkiye’de Zorunlu Karşılıklar ve Tüketici Kredileri: Ekonometrik Bir Model Denemesi, **Marmara Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Dergisi**, Cilt: 38, Sayı: 2, Aralık 2016, ISSN: 2149-1844, s. 63-86

ek parasal sıkılaştırmanın da %5 seviyesinde anlamlı bir etkisinin olduğunu tespit etmişlerdir.³¹⁵

Nishad (2018), VAR ve Granger Nedensellik Analizlerini kullanarak Japonya’da uygulanan negatif faiz uygulamasının makroekonomik etkilerini incelemiştir. Analizinde 1985-2017 dönemini dikkate almış, petrol fiyatları, döviz kuru, kısa ve uzun dönem faiz oranları, enflasyon ve hisse senedi fiyat endekslerini değişken olarak kullanmıştır. Negatif faiz oranı uygulamasının, faiz düzeylerinin düşürülmesi ve dengelenmesi noktasında etkili olduğu; ancak buna rağmen bu politikanın enflasyon oranını uzun vadede etkilemediği sonucuna ulaşmıştır.³¹⁶

Böcüoğlu (2015), ROM’un banka davranışlarına etkisini incelemek için 21 bankanın aylık verilerini kullanarak ekonometrik analiz yapmıştır. Ekonometrik yöntem olarak Panel VAR analizini kullanmış, tüketici kredileri, ticari krediler, ROM kullanımı ve BIST faizi gibi değişkenlerini modeline dâhil etmiştir. Ayrıca bankalar kamu, özel, katılım bankası gibi alt sınıflara ayrılarak etki-tepki fonksiyonlarına göre yorumlanmıştır. Sonuç olarak büyük ve orta ölçekli geleneksel bankaları ile katılım bankalarının ROM kullanımı sebebiyle tüketici kredilerinde azalma meydana geldiğini belirtmiştir. Buna karşın, özel büyük bankaların ise ROM hareketlerinden daha sınırlı çapta etkilendiği sonucuna ulaşmıştır. ROM’dan ziyade faiz oranlarındaki değişimlerin özel büyük banka davranışlarında daha etkili olduğu tespit edilmiştir.³¹⁷

Altuntaş (2019), 2011-2019 dönemine ilişkin oluşturduğu ROM verisi ile TCMB’nin brüt döviz rezervleri arasındaki ilişkiyi ekonometrik bir modelle analiz etmiştir. Kullandığı Doğrusal Olmayan Asimetrik Yumuşak Geçişli Hata Düzeltme Modeli’ne göre iki değişken arasında hem kısa dönemde hem de uzun dönemde eşbütünleşik (koentegre) bir ilişkinin varlığını ispat etmiştir. Aynı zamanda ROM’da meydana gelen %1’lik artışın, brüt döviz rezervlerini %0,1913 oranında arttırdığı sonucuna ulaşmıştır. İki değişken arasında nedenselliğin yönünün, Rezerv Opsiyon Mekanizması’ndan Brüt Döviz Rezervlerine olduğunu belirtmiştir.³¹⁸

315 Akçelik, Ermişoğlu, Oduncu ve Taşkın, s.12-30

316 Pankaj Nishad, Effectiveness of Japan’s Zero and Negative Interest Rate Policy, **Indira Gandhi Institute of Development Research, Munich Personal Repec Archive**, May 2018, s.8-21

317 Mehmet Emin Böcüoğlu, Rezerv Opsiyon Mekanizmasının Banka Davranışlarına Etkisi, **TCMB Piyasalar Müdürlüğü**, Haziran 2015, s.66-81.

318 Mehmet Altuntaş, Rezerv Opsiyon Mekanizması ile Uluslararası Rezerv İlişkisi, **BAİBU Sosyal Bilimler Dergisi**, 2019, Cilt:19, Sayı:3/ Güz, s. 595-609.

Baumeister ve Benati (2010), Amerika Birleşik Devleti, Japonya, Avrupa Birliği ve İngiltere ekonomilerinde toplam çıktı artışı ve enflasyon değişkenlerinin 2008 Global Kriz'in yarattığı resesyondan nasıl etkilendiğini araştırmışlardır. Bu bağlamda resesyon ile birlikte uzun dönem getiri eğrisinde oluşan sıkışmanın çıktı artışı ve enflasyona etkileri VAR yöntemi ile tahmin edilmeye çalışılmıştır. 2008-2009 yıllarını kapsayan analizde, uzun dönem getiri eğrisinde düşüş sağlayan genişletici yöndeki para politikası adımlarının enflasyon ve çıktı açığını olumlu yönde ve güçlü bir biçimde etkilediği ortaya konulmuştur. Diğer taraftan, özellikle Amerikan Merkez Bankası FED'in ve İngiltere Merkez Bankası BOE'nin gerçekleştirmiş olduğu varlık alım programlarının, Büyük Buhran'da olduğu şekilde ekonominin çöküşünün önüne geçtiği ve riskleri bertaraf ettiği sonucuna ulaşılmıştır.³¹⁹

Negro, Gianonne ve diğerleri (2018), düşük faiz trendinin geçerli olduğu bir ortamda yaşanan Global Krizin aşılması için faiz oranları dışında geleneksel olmayan para politikası araçlarına ihtiyaç olduğunu belirtmiştir. Bu bağlamda dünya çapında oluşan düşük faiz ortamının nedenlerini VAR ekonometri metodu ile incelemiştir. 1870'li yıllara kadar dayanan tarihi verileri ile yaptıkları analizde değişken olarak devlet tahvili getirileri, tüketim, büyüme, enflasyon, küresel sermaye hareketleri gibi faktörler kullanılmıştır. Yüzyıldan fazla süredir gelişmiş ülkelerde (ABD, Almanya, İngiltere, Japonya...) ortalama bazda %2 civarında olan reel faiz oranının son 30 yıllık süreçte büyük ölçüde düştüğü gözlemlenmiştir. Sonuç olarak, küresel çapta güvenli varlıklara yani devlet tahvili gibi risksiz araçlara yönelimin, faiz oranları düşüş trendinde önemli rol oynadığı belirtilmiştir. Özellikle 1980'den sonraki dönemde risksiz varlıkların satın alınmasının son faiz trendi düşüşüne katkısı 1980-90 dönemi için 75 baz puan, 1990'dan sonraki dönemde Global Kriz dönemine kadar ise 60 baz puan olarak hesaplanmıştır.³²⁰

Akgül ve Özdemir (2018), Türkiye ekonomisinde önemli rol oynayan faiz oranı-enflasyon ve döviz kuru- enflasyon arasındaki ilişkiyi çözümlemek üzere nedensellik analizi yapmıştır. Ekonometrik yöntem olarak Diks-Panchenko doğrusal olmayan nedensellik testleri kullanılan bu araştırma ile para politikası yapımcılarına yol göstermek ve değişkenler arasındaki ilişkiyi nasıl ele almaları gerektiği yönünde önemli bulgular sunmak amaçlanmıştır.

319 Christiane Baumeister, Luca Benati, Unconventional Monetary Policy and Great Recession Estimating The Impact of a Compression In The Yield Spread at The Zero Lower Bound, *European Central Bank, Working Paper Series*, No:1258, October 2010, s.8-23.

320 Marco Del Negro, Domenico Giannone, Marc P. Giannoni, Andrea Tambalotti, Global Trends in Interest Rates, *Federal Reserve Bank of Newyork, Staff Reports*, No:866, September 2018, s.8-36.

2003-2016 dönemini Global Kriz'den ötürü iki döneme ayırmış, (yapısal kırılmadan dolayı) 2003-2008 ve 2008-2016 olmak üzere iki alt dönemin analizi yapılmıştır. Söz konusu dönemler için enflasyon ve faiz oranı arasında karşılıklı nedensellik ilişkisi bulunmuştur. Döviz kuru-enflasyon arasında ise döviz kurundan enflasyona tek yönlü nedensellik ilişkisi bulunmuştur. Diğer bir deyişle, “döviz kurundaki değişimler UFE unsuru nedeniyle enflasyon oranı değişimlerine neden olmaktadır” şeklinde bir sonuca ulaşılmıştır.³²¹

Belke (2018), FED'in geleneksel olmayan para politikası kapsamında gerçekleştirdiği miktarsal genişleme programlarının uzun dönem faiz oranları üzerindeki etkisini ekonometrik bir modelle (Vektör Oto Regresyon) ortaya koymaya çalışmıştır. 2008 – 2013 dönemini kapsayan araştırmada, miktarsal genişleme (QE) programlarının, uzun dönem faiz oranlarını düşürme yönünde yetersiz kaldığı sonucuna ulaşılmıştır. Global Kriz'den sonra Avrupa'da başlayan borç krizi FED'in gerçekleştirmiş olduğu miktarsal genişleme adımlarının faiz oranları üzerindeki etkisinin sınırlı kalmasına yol açtığı belirtilmiştir. Küresel çapta olumsuz şokların devam etmesi, FED'in söz konusu politika aracıyla başarıya ulaşmasını engelleyen önemli bir faktör olmuştur.³²²

Peersman (2011), “alışılmışın dışında para politikası araçları” diye tabir ettiği uygulamaların etkisini ölçmek amacıyla Euro Bölgesi için banka kredi hacmi, kredi oranları, merkez bankası politika faiz oranı (MRO), merkez bankası parasal taban, tüketici fiyatları düzeyi, çıktı düzeyi değişkenlerini kullanarak SVAR modeli ile 1999-2009 dönemini kapsayan ekonometrik analiz yapmıştır. Merkez bankasının para tabanında meydana gelen genişletici alışılmadık politikaların (QE gibi), geleneksel yöntem olan merkez bankası faiz oranı (MRO) düşürülmesine kıyasla ekonomik aktivite, tüketici fiyatları enflasyonu ve kredi hacmi üzerinde önemli etkilerinin olduğu sonucuna ulaşılmıştır. Örneğin, ekonomik aktivitenin canlandırılması noktasında, miktarsal genişleme 25 baz puan, politika faizi (MRO)'nun düşürülmesi 10 baz puan etki yaratmaktadır.³²³

Eroğlu ve Kara (2017), TCMB'nin 2008 Global Kriz sonrasında uygulamış olduğu makro ihtiyati tedbirlerin ekonomi üzerindeki etkisini VAR ekonometrik modelini kullanarak analiz etmiştir. Çalışmada Ocak

321 Işıl Akgül, Selin Özdemir, Enflasyon-Faiz Oranı ve Enflasyon- Döviz Kuru İkilemi: GEG Programı Döneminde Türkiye Gerçeği, *Ege Akademik Bakış Dergisi*, Cilt: 18, Sayı:1, Ocak 2018, s.153-166.

322 Ansgar Belke, The Effectiveness of the FED's Quantitative Easing Policy- A Survey of the Econometrics, *Estudios De Economia Aplicada*, Vol: 36:1, Year: 2018, s. 291-308.

323 Gert Peersman, Macroeconomic Effects of Unconventional Monetary Policy in the Euro Area, *European Central Bank, Working Paper Series*, No: 1397, November 2011, s.7-24.

2010- Haziran 2016 arasındaki aylık veriler dikkate alınmak üzere, temelde para politikası araçlarının finansal istikrarı temsilen sermaye hareketleri, dış ticaret dengesi, kapasite kullanım oranı ve kredi hacmi, fiyat istikrarını gösteren TUFİ üzerindeki etkisi araştırılmıştır. Modele dâhil edilen tüm değişkenlerin esas olarak kendi gelişmelerinden kaynaklı ekonomik şoklara daha çok tepki verdiği ifade edilmiştir. Ayrıca TUFİ değişkeninin para politikası araçlarına düşük tepki verdiği gözlemlenmiştir. Diğer bir deyişle, modele dâhil edilmeyen dışsal değişkenlerden (petrol fiyatları, döviz kuru gibi) daha çok etkilenmektedir. Benzer şekilde sermaye hareketleri, dış ticaret dengesi ve bankacılık kredi hacmi gibi değişkenler de kendinden kaynaklı gelişmelerle daha çok şekillenmektedir. Para politikası araçlarının bu değişkenlere etkisi sınırlı kalmıştır.³²⁴

Curdia ve Woodford (2010), Global Kriz döneminde uygulanan geleneksel olmayan para politikası araçlarından miktarsal genişleme ve sıfıra yakın faiz oranının yönetimi olgularını dikkate alarak araştırma yapmıştır. Bu çalışmada kriz sürecindeki verilerle kredi hacmini temsil etmek üzere konut kredilerini, tüketimi, gecelik faiz oranlarını, politika faiz oranını, merkez bankası bilanço büyüklüklerini, bankaların zorunlu karşılık rezervlerini, ekonominin üretim kapasitesini değişken olarak modeline dâhil etmiştir. Sonuç olarak faiz oranları politikasının normal ekonomik koşullarda söz konusu değişkenler üzerinde etkili olduğu; ancak olumsuz ekonomik koşullarda sıfıra yakın düzeyde gerçekleşen faiz oranlarının yetersiz kaldığı görüşüne ulaşılmıştır. Finansal koşullar normalleştikçe geleneksel olmayan para politikası araçlarının terk edilip, geleneksel yöntemlere dönüş yapmanın gerekliliği belirtilmiştir. Krizden çıkış stratejisi netleştikçe geleneksel yöntemlerin tekrar başarılı olacağı ifade edilmiştir. Özellikle faiz oranı aracının para politikasının odağında olması gerektiği, krizden sonra geleneksel olmayan politikaların bitirilmesi gerektiği düşüncesi çalışmada hâkimdir.³²⁵

Gambacorta, Hofmman ve Peersman (2012), ABD, Avrupa Birliği, Kanada, Japonya, Norveç, İsveç, İsviçre, İngiltere olmak üzere 8 ülkenin geleneksel olmayan para politikalarını analiz etmiştir. Yapılan ekonometrik çalışmada VAR modeli kullanılmış ve Ocak 2008-Haziran 2011 dönemine ilişkin GSYH, tüketici fiyat endeksi, çıktı düzeyi, merkez bankası bilanço büyüklüğü, VIX volatilité endeksi ve ulusal hisse senedi endeksleri değişken

324 Nadir Eroğlu, Funda Kara, Türkiye’de Makro İhtiyatı Para Politikası Araçlarının Makroekonomik Değişkenlere Etkisinin VAR Analizi ile İncelenmesi, *İstanbul Journal of Economics*, No: 67, 2017/2, s. 59-88

325 Vasco Curdia, Michael Woodford, Conventional and Unconventional Monetary Policy, Federal Reserve Bank of San Francisco, August 2010, s.s.253-261.

olarak kullanılmıştır. Geleneksel olmayan genişletici politikaların merkez bankası bilançolarını 6 aylık gecikme dikkate alındığında ortalama %3 arttırdığı, borsa endekslerindeki oynaklığa %1 civarında etki ettiği sonucuna ulaşılmıştır. Ayrıca çıktı düzeyi ve tüketici fiyat endeksinin geleneksel olmayan politikalardan olumlu etkilendiği, üretimin ve fiyatların arttığı, üretimin yaklaşık 6 ay sonra en yüksek düzeyine ulaşarak, yaklaşık 18 ay sonra ise dengelendiği ifade edilmiştir.³²⁶

4.3. Ekonometrik Yöntem ve Veri Setinin Tanımlanması

Kitabın ekonometrik analiz bölümünde TCMB'nin geleneksel olmayan para politikası çerçevesi doğrultusunda kullandığı faiz koridoru, likidite yönetimi faiz oranı (GLP), rezerv opsiyon mekanizması (ROM) gibi araçların, fiyat istikrarı (temsil eden değişken: TUFİ) ve finansal istikrara (temsil eden değişkenler: döviz kuru ve kredi hacmi) etkileri araştırılmaktadır. Analizler E-Views 9.0 sürümü kullanılarak yapılmış olup, değişkenlerin 2013:01 - 2020:12 dönemine ilişkin aylık verileri modellere dâhil edilmiştir. Ekonometrik analizler Johansen Eşbütünleşme Analizi ve VAR Analizi olarak yapılmıştır.

Veri setinin tanımlanması noktasında öncelikle bağımlı ve bağımsız değişkenlerin ayrımını yapmak gerekmektedir. Kitapta bağımsız değişkenler geleneksel olmayan para politikası araçları (ROM YP, ROM Altın, ROM Toplam, Politika Faizi, Faiz Koridoru, GLP Faizi, TCMB Borç Alma ve Verme Faizi ve 2-14 günlük vadedeki Repo faiz oranları); bağımlı değişkenler ise TUFİ, döviz kuru ve kredi hacmi değişkenleridir. Söz konusu değişkenler aşağıdaki tabloda özetlenmektedir:

Geleneksel olmayan para politikası araçlarının ekonometrik analizi için ihtiyaç duyulan bağımlı ve bağımsız değişkenlere ilişkin açıklamalar, elde edildiği kaynaklar ve kısaltmaları aşağıdaki tabloda gösterilmektedir.

326 Gambacorta, Hofmman ve Peersman, s.9-18.

Tablo 18. Değişkenlerin Kısaltması ve Açıklaması

Kısaltma	Açıklama	Kaynak
TUFE	Tüketici Fiyat Endeksi	TCMB-EVDS
REDK	Reel Efektif Döviz Kuru	TCMB-EVDS
TOP.KREDİ	Toplam Kredi Hacmi	BDDK-İnteraktif Bülten
ROMYP	ROM Kapsamında Tutulan YP	TCMB-EVDS
ROMALT	ROM Kapsamında Tutulan Altın	TCMB-EVDS
ROMTOPLAM	ROM YP ve ROM Altın Toplamı	TCMB-EVDS
REPO	2-14 Günlük Repo Ort. Faizi	TCMB-EVDS
POLFAİZ	Politika Faiz Oranı	TCMB-EVDS
FAİZKOR	Faiz Koridoru	TCMB-EVDS
GLP	Geç Likidite Penceresi Faiz Oranı	TCMB-EVDS
BALFAİZ	TCMB Borç Alma Faiz Oranı	TCMB-EVDS
BVERFAİZ	TCMB Borç Verme Faiz Oranı	TCMB-EVDS

Ekonometrik analizlerde kullanılan değişkenlere ilişkin zaman serileri aylık frekansta düzenlenmiştir. Zaman serileri 2013:01-2020:12 dönemini kapsamakta olup toplam 96 gözlem değerinden oluşmaktadır.

İktisadi verilerin ekonometrik analizlerde etkin ve verimli bir şekilde kullanılması için değişkenlerin logaritmalarının alınması, literatürde sıkça karşılaşılan bir yöntemdir. Orijinal değerleri ile analizlere dâhil edilen değişkenler, değişen varyans, otokorelasyon gibi bazı varsayım problemlerine yol açabilmektedir. Serilerin logaritmalarının alınması, zaman serilerinin ortalamasını ve varyansını stabilize etmenin önemli yollarından biridir. Diğer taraftan logaritmik dönüşümün yapılması, serilerin şiddetli dalgalanma değerlerini küçülterek değişim miktarlarında azalma sağlamaktadır. Bu bağlamda değişkenlerin logaritmik değerleri ile analiz yapılması daha sağlıklı sonuçlar doğurmaktadır.³²⁷

Logaritmik serilerin yukarıda bahsedilen faktörlerden ötürü etkin sonuç vermesi nedeniyle çalışmada değişkenlerin logaritmik dönüşümleri yapılarak analiz yapılmıştır. Özellikle belirtmek gerekir ki; negatif değerlerin mutlak değer yöntemi kullanılarak logaritmasının alınmasının veri kaybına yol açacağı düşüncesi göz önünde bulundurulmuş olup, bağımlı-bağımsız değişkenlerimizde negatif değer bulunmadığından ilgili yöntemle logaritma aldırma işlemi yapılmıştır.

327 Dina ÇAKMUR YILDIRTAN, “E-Views Uygulamalı Temel Ekonometri, (Makro Ekonomik Verilerle)”, Türkmen Kitabevi, İstanbul: 2011, s.61.

4.4. Zaman Serilerinde Durağanlık Kavramı ve Eşbütünleşme Analizi

Zamanın bir fonksiyonu olarak adlandırılan stokastik süreçlerde durağanlık özelliği, zaman serisine ait ortalama ve varyans özelliklerinin istatistiki olarak bir denge şekli olarak görselleştirilebildiği yani ilgili özelliklerin zamandan bağımsız olduğu durumu ifade etmektedir. Özellikle zaman serisine ait verilerle geleceğe yönelik yapılacak olan öngörü çalışmalarında iyi bir öngörü modelinin oluşturulması ve doğruluk derecesi yüksek tahmin değerlerinin elde edilmesi durağanlık özelliğinin sağlanması durumunda mümkün olmaktadır. Adhikari ve Agrawal (2013), durağanlık seviyelerinin zayıf, kesin ve güçlü olmak üzere üç farklı yapıda olduğunu ifade etmiştir. Her ne kadar istenen güçlü ve kesin seviyelerde durağanlık olması olsa da, pratik uygulamalarda bu seviyelerin sağlanması zor veya imkânsız olmasından dolayı zayıf seviyede durağanlık özelliğinin sağlanması kabul görmektedir.³²⁸

Seriye ait birim kökün olması durumunda deterministik veya stokastik süreç olarak farklı iki yapıda olabilir. Durağan özelliğe sahip olmayan zaman serisinin yapısının deterministik yapı göstermesi, seriye ait trendin tamamen öngörülebilir olmasıyla mümkündür. Bu şartın gerçekleşmesi durumunda serinin deterministik ya da trend durağan süreçte sahip olduğu ifade edilir. Ters durumda yani trendin öngörülememesi durumunda, fark durağan olarak da adlandırılan bütünlük stokastik trend yapısı söz konusu olmaktadır. Özellikle uzun dönemli ekonometrik çalışmalarda seriye ait yapının entegre süreçte olması, seriye ait uzun vadede gelişimi etkileyen kritik bir faktör olmaktadır. Bu yüzden zaman serisi verilerinin analizine yönelik çalışmalarda anlamlı bulgular ve doğru yorumlamalar için öncelikle serinin karakteristik yapısını ortaya koymak çok önemlidir. Bahsi geçen süreç yapılarını barındıran serilerin tespit edilmesi durumunda trendden arındırma veya birim kök özelliğinin tespit edilip, varlığı durumunda serinin fark işlemi gerçekleştirilip durağan hale getirilerek analiz edilmesi sağlıklı sonuçlar elde edilmesini sağlamaktadır.³²⁹

Verilerin analizi için kullanılacak denklemlerin belirlenebilmesi için en önemli noktalardan birisi durağanlığın incelenmesidir. Zaman serileri içinde barındırdığı bileşenlerden dolayı çoğunlukla durağan olmama özelliği göstermektedir. Dolayısıyla birim köklerin yani durağanlığın olmaması

328 Adhikari, R., & Agrawal, R. K., "An introductory study on time series modeling and forecasting", 2013, <https://arxiv.org/abs/1302.6613>, (26.04.2021)

329 Nkoro, E., & Uko, A. K., "Autoregressive Distributed Lag (ARDL) cointegration technique: application and interpretation", *Journal of Statistical and Econometric methods*, 2016, 5(4), http://www.scienpress.com/Upload/JSEM%2fVol%205_4_3.pdf, s. 63-91, (26.04.2021)

zaman serilerinde analiz tüm analizlerden önce tespit edilmesi gereken bir noktadır. Birçok ekonomik gösterge olan ekonomik serilerinin stokastik bir eğilim içerdiği dolayısıyla ortalamasının sabit kalmayıp zaman içerisinde değişme gösterebildiği araştırmacılar tarafından kabul edilmiştir. Bu nedenle birim kök varlığı göz ardı edilerek yapılacak olan hipotezlerin geçerliliği güvenilir olmayabilir.³³⁰

Gujarati (2004) zaman serilerine ilişkin durağanlığı aşağıdaki gibi ifade etmiştir.

$$E(Y_t) = \mu \rightarrow \text{Ortalama}$$

$$\text{Var}(Y_t) = E(Y_t - \mu)^2 = \sigma^2$$

$$\text{Cov}(Y_t - Y_{t+k}) = \gamma_k \rightarrow \text{Kovaryans (Tüm t'ler için, tüm k ≠ için)}$$

Eğer bir zaman serisinin (μ), varyansı (σ^2) ve kovaryansı (γ_k) zaman boyunca sabit kalıyorsa serinin durağan olduğu söylenebilir.³³¹

Bir serinin durağanlığı (birim köke sahip olup olmadığı) görsel yolla tespit edilebileceği gibi, birim kök testi uygulayarak da anlaşılabilir. Herhangi bir serinin durağan olup olmadığını belirlemede kullanılan yöntemlerin en başında birim kök testi gelmektedir. Durağan olmayan seriler birim köke sahiptir. Grafik inceleyerek görsel yöntemle bir serinin durağan olup olmadığını belirleyebilmek için serinin zaman içindeki seyrini veren grafiğine ve otokorelasyon fonksiyonunun korelogramı incelenerek karar verilir. Grafiğin seyri zamana göre belli bir ortalama etrafında dağılım gösteriyorsa serinin durağan olduğu; ancak dengeli bir şekilde dağılım göstermiyorsa serinin durağan olmadığı kabul edilir.³³²

Eşbütünlüşme analizlerinin sağlıklı bir biçimde yapılabilmesi için modele dâhil edilen değişkenlerin aynı düzeyde durağan olması gerekmektedir. Bu durum, ekonometrik analizlere zemin oluşturan en önemli varsayımdır. Farklı bir anlatımla durağanlık, serilerin varyans ve ortalamasının zaman içerisinde sistematik bir değişim göstermemesi olarak tanımlanmaktadır. Diğer bir deyişle, serinin ortalaması zaman ilerledikçe farklılaşmıyor ve varyansı periyodik olarak değişim göstermiyorsa, bu serilerin durağan olduğu ifade edilebilir. İktisadi veriler kullanılarak yapılan analizlerin çoğunda, serilerde durağanlık problemi yaşanmaktadır. İktisadi değişkenler

330 Abdullah Takım, "Türkiye'de GSYİH ile İhracat Arasındaki İlişki: Granger Nedensellik Testi", Atatürk Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi 2010 14 (2), <https://dergipark.org.tr/tr/pub/ataunisobil/issue/2826/38224>, s.330, (11.05.2021)

331 Damodar N. Gujarati, "Temel Ekonometri", Sekizinci Baskı, (Çev. Ü. Şenese, G. Günlük Şenese), İstanbul: Literatür Yayıncılık. (çeviri kitap), 2004, s.802.

332 Gujarati, s.802.

zamana bağlı değişim göstermekte, genellikle trend unsurunu bünyesinde barındırmaktadır.³³³

Trend içeren, diğer bir deyişle durağan olmayan serilerin ekonometrik analizlere dâhil edilmesi, analizlerin sağlıklı sonuç vermemesine neden olmaktadır. Durağan olmayan serilerin kullanılması, gerçekte aralarında ilişki olmamasına rağmen, modelde ilişkili gibi gözükmeye sebebiyet vermektedir. Varyans ve ortalaması sürekli değişim gösteren söz konusu seriler ile yapılan eşbütünleşme testleri doğru sonuç vermemektedir. Diğer taraftan, değişkenlerden birine trend katan unsurlar, diğer değişkenlere de benzer trend etkisi yapabilir, bu durumda “sahte regresyon” olgusu oluşur. Bu bağlamda regresyon veya eşbütünleşme gibi ekonometrik analizlere ilişkin yapılan yorumlar hatalı olur. Bütün bu durağan olmamanın yarattığı sorunların ortak çözümü, iktisadi serilerin trend unsurundan arındırılmasıdır. Bağımlı veya bağımsız değişkenler düzey değerlerinde durağan olmuyorsa, bu durumda serilerin birinci veya ikinci farklarının alınması gerekmektedir. Söz konusu farklar alındığı koşulda genellikle serilerin stokastik trendden kurtulduğu ve durağan hale geldiği görülmektedir.³³⁴

Zaman serilerine ait verilerde durağanlık özelliğinin olmaması, seriler arasındaki ilişkinin ortaya koyulması amacıyla farklı yaklaşımların geliştirilmesine neden olmuştur. Bu gelişimlerden ilki Engle ve Granger tarafından 1980’li yıllarda zaman serisi analizinde kullanılan egzogen veya bağımlı değişken olarak da adlandırılan dışsal değişkenin, endojen veya bağımsız olarak da adlandırılan içsel değişkenlerle tek yönlü eşbütünleşme ilişki yapısının incelenmesi olmuştur. Takip eden 90’lı yıllarda ise ikinci önemli gelişim Johansen tarafından gerçekleştirilen çalışma ile literatürde yer almıştır. İlgili çalışmada çoklu denklem yaklaşımı ile elde bulunan her bir değişkene ait serinin içsel olduğu kabulüyle eşbütünleşme ilişkisinin vektörel tanımı yapılarak uzun vadeli denge ilişkisinin analiz edilmesi mümkün hale gelmiştir. Zaman serisi analizinde çalışılan örneklemin sonlu olması durumunda Engle-Granger tarafından ortaya atılan yaklaşımın birim kök ve eşbütünleşme sınamalarının test sonuçları zayıf güçte kalmaktadır. Bu noktada Johansen tarafından geliştirilen yöntemin daha güçlü sonuçlar vermesi, bu testi avantajlı konuma taşımıştır.

Genişletilmiş Dickey Fuller (ADF) analizi, ekonometrik programlarda en yaygın kullanılan birim kök testi olmuştur. Dickey Fuller testi, hata terimleri dağılımının normal, ortalamasının sıfır ve varyansın sabit olduğu varsayımsal atmosfer üzerinden işlemektedir. Genişletilmiş Dickey Fuller testi ise

333 Çakmur Yıldıztan, s.243.

334 Çakmur Yıldıztan, s.243.

otokorelasyon varsayımını da dikkate almakta, otokorelasyon sorununu gideren bir yapı ile birim kök testini tekrar hesaplamaktadır.³³⁵ Kitabın ekonometrik analiz bölümünde Genişletilmiş Dickey Fuller test istatistiği ile birim kök araştırması yapılacaktır.

4.4.1. Serilerin Durağanlık Araştırması ve Birim Kök Testleri

Analizlere dâhil edilen değişkenler, fiyat istikrarını gösteren TUFİ ve finansal istikrarı temsil eden REDK, TOPKR değişkenleri ile geleneksel olmayan para politikası araç seti değişkenleridir. Bu değişkenlerin durağanlığı Genişletilmiş Dickey Fuller (ADF) Birim Kök Testi ile sınanmıştır.

ADF birim kök testi genel itibarıyla aşağıdaki denklemlerden oluşmaktadır.

$$\Delta y_t = \delta y_{t-1} + \sum_{j=1}^p \delta_j \Delta y_{t-j} + \varepsilon_t \quad \tau \text{ istatistiği}$$

$$\Delta y_t = \mu + \delta y_{t-1} + \sum_{j=1}^p \delta_j \Delta y_{t-j} + \varepsilon_t \quad \tau_\mu \text{ istatistiği}$$

$$\Delta y_t = \mu + \beta t + \delta y_{t-1} + \sum_{j=1}^p \delta_j \Delta y_{t-j} + \varepsilon_t \quad \tau_t \text{ istatistiği}$$

(Δ : birinci fark işlemini, Y_t : t dönem için kullanılan zaman serisini, βt : zaman trendini, μ : sabit terimi, ε_t : hata terimini, p : gecikme uzunluğunu, göstermektedir.)

335 D.A. Dickey ve W.A. Fuller, "Distribution of the Estimators for Autoregressive Time Series with a Unit Root", *Journal of the American Statistical Association*, Vol: 74, 1979, https://www.researchgate.net/publication/243644934_Distribution_of_the_Estimators_for_Autoregressive_Time_Series_With_a_Unit_Root, (15.04.2020), s.427.

Tablo 19. Değişkenlerin ADF Birim Kök Testi Sonuçları

	Seviye ADF		1. Fark ADF	
	τ (tau)	p	τ (tau)	p
Log_Balfaiz				
Sabitli	-1,378	0,589	-8,865*	0,000
Sabitli ve trendli	-1,901	0,645	-3,572**	0,037
Log_Faiz Kor				
Sabitli	-2,219	0,2	-4,999*	0,000
Sabitli ve trendli	-2,377	0,389	-4,940**	0,000
Log_GLP				
Sabitli	-1,502	0,528	-6,829*	0,000
Sabitli ve trendli	-2,486	0,334	-4,303**	0,004
Log_redk				
Sabitli	-0,233	0,929	-7,961*	0,000
Sabitli ve trendli	-2,274	0,443	-7,954**	0,000
Log_romalt				
Sabitli	-1,71	0,422	-10,289*	0,000
Sabitli ve trendli	-2,504	0,325	-10,231**	0,000
Log_romtoplamlam				
Sabitli	-2,28	0,18	-8,713*	0,000
Sabitli ve trendli	-2,795	0,202	-8,663**	0,000
Log_romyp				
Sabitli	-2,045	0,267	-8,374*	0,000
Sabitli ve trendli	-2,211	0,477	-8,328**	0,000
Logtoplamlamkredi				
Sabitli	-0,994	0,752	-8,222*	0,000
Sabitli ve trendli	-2,683	0,246	-8,215**	0,000
Log_tufe				
Sabitli	2,048	0,999	-5,136*	0,000
Sabitli ve trendli	-1,163	0,911	-5,729**	0,000
Log_Polfaiz				
Sabitli	-1,381	0,588	-8,915*	0,000
Sabitli ve trendli	-1,952	0,619	-8,866**	0,000
Log_Repo				
Sabitli	-1,809	0,374	-5,691*	0,000
Sabitli ve trendli	-2,191	0,488	-5,673**	0,000

	Seviye ADF		1. Fark ADF		2. Fark ADF	
	τ (tau)	p	τ (tau)	p	τ (tau)	p
Log Bver Faiz						
Sabitli	-1,295	0,628	-3,418	0,012	-13,372	0,000
Sabitli ve trendli	-3,043	0,126	-3,389	0,059	-13,304	0,000
Anlamlılık düzeyi	Sabitli to istatistik değeri			Sabitli ve trendli to istatistik değeri		
1%	-3,500669			-4,060874		
5%	-2,892200			-3,459397		
10%	-2,583192			-3,155786		

0,05 önem değeriindeki T_0 istatistik değeri baz alınmıştır.

ADF birim kök testine göre hipotez:

H_0 : X_t serisi sabitli birim kök içerir. (i serileri ifade etmek için kullanılan indis)

H_0 : X_t serisi sabitli ve trendli birim kök içerir.

Denklem;

$$\Delta y_t = \alpha + \beta t + \gamma y_{t-1} + \delta_1 \Delta y_{t-1} + \dots + \delta_{p-1} \Delta y_{t-p+1} + \varepsilon_t,$$

Burada α sabiti, β zaman serisindeki trendin katsayısı ve P ise otoregresif süreçteki gecikme sayısını ifade etmektedir. Gecikme sayıları SIC bilgi kriterine göre belirlenmiş olup, ADF için lag=2 gecikme sayısı hesaplanmıştır.

Tüm serilere ADF uygulanmış olup, seriler için düzeyde durağan olmadığı ve birim kök içerdiği sonucuna varılmıştır. Serilerin birinci farkı alındığında durağan olduğu ve birim kök içermediği sonucuna varılmıştır. BVERFAİZ değişkenine uygulanan ADF testinde ise uygun gecikme uzunluğuna rağmen, düzeyde ve birinci farkta durağan olmadığı, ancak ikinci farkta durağanlaştığı görülmüştür.

4.4.2. Fiyat İstikrarını Temsil Eden TUFİ Değişkeni ile Geleneksel Olmayan Para Politikası Araçlarının Johansen Eşbütünleşme Analizi

Geçtiğimiz on yıllık süreçte TCMB'nin değişen yeni politika çerçevesi doğrultusunda kullanmış olduğu geleneksel olmayan para politikası araçları, merkez bankasının esas hedefi olan fiyat istikrarını da doğrudan veya dolaylı yollardan etkilemektedir. Bu bağlamda ekonometrik yönden etkileşimin daha net anlaşılabilmesi için fiyat istikrarını temsil eden TUFİ değişkeni ile geleneksel olmayan para politikası araç seti değişkenleri Johansen Eşbütünleşme yöntemi ile analiz yapılmıştır. Bu bağlamda faiz koridoru, borç alma-verme faiz oranı, GLP oranı, politika faizi, 2-14 günlük repo

faizi, ROM için tutulan YP, ROM için tutulan altın, ROM toplam şeklinde belirlenen değişkenler ile TUF arasında tek tek 5 gecikmeye kadar modeller kurulmuştur.

Model 1: Hem kısa dönem modelinde hem de uzun dönem modelinde sabit terim ve trend yoktur.

$$\delta_1 = \delta_2 = \mu_1 = \mu_2 = 0$$

$$\Delta Z_t = \Gamma_1 \Delta Z_{t-1} + \Gamma_2 \Delta Z_{t-2} + \dots + \Gamma_{p-1} \Delta Z_{t-p+1} + \alpha \beta Z_{t-1} + \varepsilon_t$$

Model 2: Uzun dönem modelinde sabit terim var trend yok iken, kısa dönem modelinde sabit terim ve trend yoktur.

$$\delta_1 = \delta_2 = \mu_1 = 0$$

$$\Delta Z_t = \Gamma_1 \Delta Z_{t-1} + \Gamma_2 \Delta Z_{t-2} + \dots + \Gamma_{p-1} \Delta Z_{t-p+1} + \alpha \begin{pmatrix} \beta \\ \mu_1 \end{pmatrix} (Z_{t-1} \quad 1) + \varepsilon_t$$

Model 3: Uzun dönem modelinde sabit terim var trend yok, kısa dönem modelinde sabit terim var ancak trend yoktur.

$$\delta_1 = \delta_2 = 0$$

$$\Delta Z_t = \Gamma_1 \Delta Z_{t-1} + \Gamma_2 \Delta Z_{t-2} + \dots + \Gamma_{p-1} \Delta Z_{t-p+1} + \alpha \begin{pmatrix} \beta \\ \mu_1 \end{pmatrix} (Z_{t-1} \quad 1) + \mu_2 + \varepsilon_t$$

Model 4: Uzun dönem modelinde sabit terim ve trend var, kısa dönem modelinde sabit terim var ancak trend yoktur.

$$\delta_2 = 0$$

$$\Delta Z_t = \Gamma_1 \Delta Z_{t-1} + \Gamma_2 \Delta Z_{t-2} + \dots + \Gamma_{p-1} \Delta Z_{t-p+1} + \alpha \begin{pmatrix} \beta \\ \mu_1 \\ \delta_1 \end{pmatrix} (Z_{t-1} \quad 1 \quad t) + \mu_2 + \varepsilon_t$$

Model 5: Uzun dönem modelinde sabit terim var trend (tend doğrusal olmayan kuadratik bir formdadır) var, kısa dönem modelinde sabit terim ve trend vardır.

Tablo 20. TUFÉ - GOPP Araçları Johansen Eşbütünleşme Testi

lag	Model 1						Model 2					
	Eşbüt.	VECT	LM	White	AIC	SIC	Eşbüt.	VECT	LM	White	AIC	SIC
1	+	-					+	+	-			
2	+	-					+	+	-			
3	+	+	-				+	+	-			
4	-						+	+	+	+	-46,44	-34,74
5	+	+	-				+	+	-			
lag	Model 3						Model 4					
	Eşbüt.	VECT	LM	White	AIC	SIC	Eşbüt.	VECT	LM	White	AIC	SIC
1	+	+	-				+	+	-			
2	+	+	-				+	+	-			
3	+	+	-				+	+	-			
4	+	+	+	+	-46,25	-34,30	+	+	+	+	-46,23	-34,26
5	+	+					+	-				
lag	Model 5											
	Eşbüt.	VEC	T	LM	White	AIC	SIC					
1	+	+	-									
2	+	+	-									
3	+	+	-									
4	+	+	+	+	+	-46,08	-33,86					
5	+	-										

Yukarıdaki tabloda 5 gecikmeye kadar tüm modeller denenmiş, eşbütünleşme ilişkisinin olup olmadığı, hata düzeltme katsayısının istenilen özelliklerde olup olmadığı, modelde otokorelasyon ve değişen varyans sorunlarının olup olmadığı (uygun ise '+', değilse '-' şeklinde belirtilmiştir) AIC ve SIC değerleri gösterilmektedir. TUFÉ'yi bağımlı değişken, geleneksel olmayan para politikası araç setini bağımsız değişken olarak kabul eden söz konusu modellerin 5 gecikmeye kadar denenmesinin nedeni 5 gecikmeden sonra gözlem kaybının oldukça artmasıdır. Model 1'e göre tahmin edilen modellerden uygun model belirlenememiştir. Model 2'ye göre tahmin edilen modellerden TUFÉ(4) modeli uygun model olarak belirlenmiştir. Model 3'e göre tahmin edilen modellerden TUFÉ(4) modeli uygun model olarak belirlenmiştir. Model 4'e göre tahmin edilen modellerden TUFÉ(4) modeli uygun model olarak belirlenmiştir. Model 5'e göre tahmin edilen modellerden TUFÉ(4) modeli uygun model olarak belirlenmiştir. Model 5 tercih edilemez, bu modelde kuadratik trend terimi bulunmaktadır. Modeller arasından AIC ve SIC değeri en küçük olan model en uygun model olarak belirlenmiştir. Bu kriterler çerçevesinde en uygun model olarak Johansen

tarafından önerilen Model 2 yardımıyla tahmin edilen TUF(4) modeli tahmin edilmiştir. Model 2 ve 4 gecikme ile seçilen modelin en uygun olduğu tespit edilmiştir. İlgili modelin VECT (hata düzeltme terimi) -0,665 olarak hesaplanmıştır. Seriler arasında eşbütünleşme ilişkisinin varlığını test eden Johansen eşbütünleşme testi sonuçları Tablo 21’de verilmiştir.

Tablo 21. Johansen Eşbütünleşme Testi Sonuçları

Yokluk Hipotezi	İz istatistiği	0,05 için kritik değer	p
Eşbütünleşme yoktur	462,08 *	273,18	0,000
En çok 1 eşbütünleşme vardır	358,98*	228,29	0,000
En çok 2 eşbütünleşme vardır	283,91*	187,47	0,000
En çok 3 eşbütünleşme vardır	211,62*	150,55	0,000
En çok 4 eşbütünleşme vardır	150,98*	117,70	0,000
En çok 5 eşbütünleşme vardır	106,79*	88,80	0,001
	Max. Özdeğer	0,05 kritik değer	p
Eşbütünleşme yoktur	103,09*	68,81	0,000
En çok 1 eşbütünleşme vardır	75,07*	62,75	0,002
En çok 2 eşbütünleşme vardır	72,28*	56,70	0,000
En çok 3 eşbütünleşme vardır	60,64*	50,59	0,003
En çok 4 eşbütünleşme vardır	44,59*	44,49	0,050
En çok 5 eşbütünleşme vardır	39,76*	38,33	0,034

**:0,05 yanılma ile anlamlıdır.*

Yukarıdaki tabloda verilen eşbütünleşme testi sonuçlarından; iz istatistiği ve maksimum öz değerlerden seriler arasında 6 adet eşbütünleşme denklemi olduğu görülmektedir. En iyi modele karar verildikten sonra her bir değişken için zayıf dışsallık testinin yapılması gerekir. ³³⁶

Bu nedenle TUF değişkenine ait dışsallık testi sonucuna ilişkin değişkenlere göre, olabilirlik oran testi istatistiği 8,594 ve $p=0,003$ olarak elde edilmiştir. $P<0,05$ olduğundan TUF değişkeninin dışsal olduğunu ima eden yokluk hipotezi reddedilecektir. Dolayısıyla TUF içsel bir değişkendir ve bağımlı değişken olarak kullanılabilir. Serimizde de TUF

³³⁶ Zaman serisi verisi analizlerinde önemli varsayımlardan bir tanesi, dışsallık varsayımdır. “Dışsallık”, bağımsız değişkenler ile hata teriminin korelasyonlu olmaması olarak tanımlanmaktadır. Bağımsız değişkenin ve hata teriminin aynı dönemde korelasyonsuz olduğu durumda “zayıf dışsallık” söz konusu olmaktadır.

bağımlı ve diğer değişkenler bağımsız olarak düşünülmüştür. Bu düşüncenin doğruluğu böylelikle ispatlanmış olmaktadır.

TUFE değişkenininin bağımlı değişken olduğu uzun dönem denklemi $f(tufe/balfaiz, eur, faizkor, glp, polfaiz, repo, romalt, romtoplamlam, romyp)$ olarak ifade edilirse bu denklemin tahminiyle elde edilen VECT katsayısı (hata düzeltme katsayısı) -0,665 olarak negatif ve anlamlı olduğundan ‘balfaiz, eur, faizkor, glp, polfaiz, repo, romalt, romtoplamlam, romyp; tufe’yi uzun dönemde etkilemektedir’. Diğer yandan, seriler arasındaki kısa ve uzun dönemli nedensellik ilişkileri de araştırılmıştır. Araştırma sonucunda bağımsız değişkenler, TUFEden değişkenininin kısa ve uzun dönemde etkilemektedir. ($\chi^2 = 64,314$ ve $p=0,000<0,01$ olarak elde edilmiştir.)

Model 2 kullanılarak tahmin edilen TUFEden(4) tahmin sonuçlarına ilişkin uzun dönem tahmin modeli:

Denklem 1:

$$\begin{aligned}
 Logtufe_t = & 0,004 - 0,199Logbalfaiz_t - 0,037Logeur_t + 0,019Logfaizkor_t + 0,093Logglp_t + \\
 \text{t ist :} & \quad (-12,67) \quad (5,73) \quad (1,78) \quad (-3,041) \quad (-3,31) \\
 & 0,260Logpolfaiz_t - 0,113Logrepo_t + 0,484Logromalt_t - 1,585Logromtoplamlam_t + \\
 & \quad (-6,48) \quad (7,89) \quad (-3,41) \quad (2,57) \\
 & 1,248Logromyp_t \\
 & \quad (-2,68)
 \end{aligned}$$

Parantez içindeki değerler t istatistik değerlerini ifade etmektedir. Denklem (1)’e göre, Türkiye ekonomisinde 2013-2020 dönemi için fiyat istikrarını temsil eden TUFEden değişkeni ile BALFAİZ, EUR, REPO, ROMTOPLAM arasında uzun dönem ilişki istatistiksel olarak anlamlıdır. Buna göre, Borç Alma Faizi’ndeki %1’lik bir artış, TUFEden’yi %0,19 oranında ve Repo Faizi’ndeki %1’lik bir artış ise TUFEden’yi %0,11 azaltmaktadır. Faiz oranları – ekonomide toplam talebin canlılığı – enflasyon döngüsünü dikkate alarak şöyle bir yorum yapmak mümkündür: Ekonomide iç talebin canlı olması enflasyon oranlarının yükselmesinde önemli bir faktördür ve özellikle hanchalkının kredi kullanımı iç talebi canlı tutmakta, bu durumda enflasyon olumsuz etkilenmektedir. Merkez Bankası enflasyonun yükselişe girdiği dönemlerde politika faiz oranında artış yaparak veya faiz alt ve üst bantlarında değişime giderek sıkı para politikası duruşu sergilemektedir. Bu faiz artışları, MB faizini referans olarak kabul eden finansal piyasalara ve bankacılık sektörüne yansımakta, bankaların hem repo faizlerini hem de mevduat- kredi oranlarını arttırmaktadır. Bununla birlikte kredi faiz oranlarının yükselmesi hanchalkı ve firmaların kredi kullanım oranlarını düşürmektedir. Diğer bir deyişle, enflasyonun yükseliş trendinde olduğu dönemlerde Merkez Bankası’nın faiz

artışları dolaylı yoldan ekonomide, banka kredileriyle borçlanma imkânını daraltmaktadır. Ve faiz oranlarının enflasyona olan etkisini bu doğrultuda yönlendirmeye çalışmaktadır. Denklemin diğer ayağına bakacak olursak; ROMTOPLAM'daki %1'lik artış, TUFİ'yi %1,58 oranında azaltmaktadır. Bu analizden Rezerv Opsiyon Mekanizması kapsamında bankaların TCMB nezdinde bulundurduğu döviz ve altın miktarı da TUFİ değişkeni ile dolaylı bir ilişki içerisinde olduğu sonucuna ulaşılmaktadır. Bu durum ise şu şekilde açıklanabilir: ROM sisteminin döviz piyasasını stabilize etme kapasitesi vardır. Döviz kurlarındaki dalgalanmanın azaltılması, piyasada sakinlik yaratmakta, hanehalkı ve diğer ekonomik birimlerin yaşayacağı belirsizlik ve güvensizlik duygusunu asgari düzeye çekmektedir. Döviz kurlarının nispeten daha az volatil olduğu ekonomik atmosferde, enflasyon oranları da olumlu etkilenebilir. Esasen, rezerv opsiyon mekanizması kapsamında tutulan döviz+altın tutarının yükselmesinin ilk bakışta enflasyona olumsuz yansıması olacağı düşünülmektedir. Şöyle ki, döviz kurlarının düşüş gösterdiği dönemlerde, bankalar Merkez Bankası sistemine daha çok döviz yatırmakta ve TL'yi serbest bırakmaktadır. TL likiditesinin piyasada çoğalması, faiz oranlarını düşürücü yönde etki etmektedir. Bunun yanı sıra TL'nin ROM ve zorunlu karşılıklardan arta kalan kısmı, bankalarca krediye yönlendirilmektedir. Kredi kullanımının artması, iç talebi arttırmakta ve enflasyon üzerinde yükseltici yönde etki etmektedir. Ancak analiz sonucu tersi bir durumu işaret etmiştir. Bu bağlamda ROM kullanımının, enflasyon azalışı yaratmasında, döviz kurlarındaki stabilizasyon, ekonomik birimlerin önünü görebilmeleri ve ekonomiye güven duymaları gibi faktörlerin daha baskın geldiği düşünülmektedir. İstatistiksel olarak analiz edildiğinde, ROM'un TUFİ'yi etkileme düzeyinin, faiz oranlarına kıyasla daha kuvvetli olduğu sonucuna ulaşılmıştır.

4.4.3. TUFİ Değişkenine Dayalı Varyans Ayırıştırması Sonuçları

Varyans ayrıştırılmaları her bir değişkendeki öngörü hatasının varyansını her bir içsel değişkene göre ayırtmaktadır. Sistemde kullanılan değişkenlerden birinde meydana gelecek olan bir değişimin yüzde kaçının kendisinden, yüzde kaçının da diğer değişkenlerden kaynaklandığını göstermektedir.

Tüketici fiyat endeksi değişkeninin diğer tüm bağımsız değişkenler üzerindeki etkilerini görebilmek için düzenlenen aşağıdaki tabloda değişkenlerin on dönemlik varyans ayırıştırma sonuçları verilmektedir.

Tablo 22. TUF E Varyans Ayrıştırma Tablosu

Periyot	S.E.	TUFE	Balfaiz	Faizkor	GLP	Polfaiz	Repo	Romalt	Romyp
1	0,003	100,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000
2	0,004	71,747	0,430	0,642	0,751	0,103	0,003	0,024	1,792
3	0,004	67,086	0,415	0,611	1,131	0,290	0,005	0,352	1,932
4	0,004	66,861	0,446	0,837	1,173	0,286	0,012	0,346	1,902
5	0,004	66,468	0,442	0,910	1,166	0,285	0,013	0,351	1,920
6	0,004	66,348	0,442	0,910	1,167	0,286	0,013	0,360	1,923
7	0,004	66,344	0,444	0,912	1,168	0,286	0,013	0,360	1,922
8	0,004	66,336	0,444	0,914	1,168	0,286	0,013	0,360	1,923
9	0,004	66,333	0,444	0,914	1,168	0,286	0,013	0,361	1,923
10	0,004	66,333	0,444	0,914	1,168	0,286	0,013	0,361	1,923

Varsayım kontrol			
		Test değeri	p değeri
LM Testi	Gecikme1	151,588	0,007
	Gecikme2	147,527	0,001
	Gecikme3	76,151	0,963
	Gecikme4	136,949	0,008
	Gecikme5	126,057	0,040
	Gecikme6	107,042	0,296
	Gecikme7	93,939	0,651
	Gecikme8	112,917	0,177
	Gecikme9	103,117	0,395
	Gecikme10	94,669	0,631
	Gecikme11	71,862	0,984
	Gecikme12	121,800	0,068
White Testi		1327,352 ^{KK}	0,000
Jarque Bera Normallik Testi		2494,944	0,000

KK: Ki-kare test istatistiği

Yukarıdaki tabloda tüketici fiyat endeksi değişkenine ilişkin varyans ayrıştırması varsayım sonuçları ve varyans ayrıştırma katsayıları gösterilmektedir. Varyans ayrıştırma analizinin ilk aşaması olan birim kök testi sonucu serimiz birinci farkları alınarak durağanlaştırılmıştır. Sonuç olarak serimiz için uygun model VAR (1) modeli olmuştur. İyi bir model

elde etmek için istikrar koşulu, otokorelasyonun olmaması, sabit varyans koşulu ve normallik varsayımının sağlanması gerekmektedir. Tüketici fiyat endeksi VAR (1) modeli sonucuna bakıldığında, otokorelasyonun olduğu anlaşılmaktadır ($p < 0,05$). Tahmin edilen modelde değişen varyans sorunu bulunmaktadır ($p = 0,000 < 0,05$). Normallik varsayımına bakıldığında ise, Jarque-Bera testine göre kalıntılar 0,05 yanılma düzeyinde çok değişkenli normal dağılıma uymamaktadır ($p = 0,000 < 0,05$). Serimize ilişkin uygun varsayımlar karşılanmadığı için uygun bir modele karar verilememiştir. Dolayısıyla Varyans Ayırıştırma testi yorumlanmamıştır.

4.4.4. Finansal İstikrarı Temsil Eden Reel Efektif Döviz Kuru Değişkeni ile Geleneksel Olmayan Para Politikası Araçlarının Johansen Eşbütünleşme Analizi

Genel anlamda finansal sistemde dengesizlik yaratacak unsurların yönetilmesi ve ekonominin güçlendirilmesi hususlarını bünyesinde barındıran finansal istikrar kavramı, Global Kriz'in ardından önem kazanan olgulardan biri olmuştur. Küresel çapta olumsuz makroekonomik gelişmeler yaşanması neticesinde merkez bankasının sadece fiyat istikrarına odaklanıp, finansal sistemin işleyişini göz ardı etmesi doğru bir yaklaşım olmayacağı için, küresel krizden sonra TCMB birincil hedefi olan fiyat istikrarının yanında finansal istikrarı da gözeten para politikası araçlarını uygulamaya başlamıştır. Bu bağlamda kitabın bu başlığı altında TCMB'nin finansal istikrarı sağlamak adına kullandığı çeşitli geleneksel olmayan para politikası araçları ile finansal istikrarı temsil eden Reel Efektif Döviz Kuru ile bağımsız değişkenler (geleneksel olmayan para politikası araç seti) arasında Johansen Eşbütünleşme yöntemi ile analiz yapılmıştır. Bu bağlamda faiz koridoru, borç alma-verme faiz oranı, GLP oranı, politika faizi, 2-14 günlük repo faizi, ROM için tutulan YP, ROM için tutulan altın, ROM toplam şeklinde belirlenen değişkenler ile REDK arasında tek tek 5 gecikmeye kadar modeller kurulmuştur.

Model 1: Hem kısa dönem modelinde hem de uzun dönem modelinde sabit terim ve trend yoktur.

$$\delta_1 = \delta_2 = \mu_1 = \mu_2 = 0$$

$$\Delta Z_t = \Gamma_1 \Delta Z_{t-1} + \Gamma_2 \Delta Z_{t-2} + \dots + \Gamma_{p-1} \Delta Z_{t-p+1} + \alpha \beta Z_{t-1} + \varepsilon_t$$

Model 2: Uzun dönem modelinde sabit terim var trend yok iken, kısa dönem modelinde sabit terim ve trend yoktur.

$$\delta_1 = \delta_2 = \mu_1 = 0$$

$$\Delta Z_t = \Gamma_1 \Delta Z_{t-1} + \Gamma_2 \Delta Z_{t-2} + \dots + \Gamma_{p-1} \Delta Z_{t-p+1} + \alpha \begin{pmatrix} \beta \\ \mu_1 \end{pmatrix} (Z_{t-1} \quad 1) + \varepsilon_t$$

Model 3: Uzun dönem modelinde sabit terim var trend yok, kısa dönem modelinde sabit terim var ancak trend yoktur.

$$\delta_1 = \delta_2 = 0$$

$$\Delta Z_t = \Gamma_1 \Delta Z_{t-1} + \Gamma_2 \Delta Z_{t-2} + \dots + \Gamma_{p-1} \Delta Z_{t-p+1} + \alpha \begin{pmatrix} \beta \\ \mu_1 \end{pmatrix} (Z_{t-1} \quad 1) + \mu_2 + \varepsilon_t$$

Model 4: Uzun dönem modelinde sabit terim ve trend var, kısa dönem modelinde sabit terim var ancak ve trend yoktur.

$$\delta_2 = 0$$

$$\Delta Z_t = \Gamma_1 \Delta Z_{t-1} + \Gamma_2 \Delta Z_{t-2} + \dots + \Gamma_{p-1} \Delta Z_{t-p+1} + \alpha \begin{pmatrix} \beta \\ \mu_1 \\ \delta_1 \end{pmatrix} (Z_{t-1} \quad 1 \quad t) + \mu_2 + \varepsilon_t$$

Model 5: Uzun dönem modelinde sabit terim var trend (tend doğrusal olmayan kuadratik bir formdadır) var, kısa dönem modelinde sabit terim ve trend vardır.

Tablo 23. REDK Johansen Eşbütünleşme Testi

		Model 1						Model 2					
lag		Eşbüt.	VECT	LM	White	AIC	SIC	Eşbüt.	VECT	LM	White	AIC	SIC
1		+	-	-				+		-	-		
2		+	-	-				+		-	-		
3		+	-	-				+	+	+	+	-45,3	-36,44
4		+	-	-				+		-			
5		+	-					+		-			
		Model 3						Model 4					
lag		Eşbüt.	VECT	LM	White	AIC	SIC	Eşbüt.	VECT	LM	White	AIC	SIC
1		+	-	-				+		-			
2		+	-	-				+		-			
3		+	-	-				+		-	-		
4		+	-	-				+		-	-		
5		+	-					+		-			
		Model 5											
lag		Eşbüt.	VECT	LM	White	AIC	SIC						
1		+	-	-									
2		+	-	-									
3		+	+	+	+	-44,93	-35,55						
4		+	+	+	+	-45,51	-33,29						
5		+	-										

Yukarıdaki tabloda 5 gecikmeye kadar tüm modeller (Model 1, 2, 3, 4 ve 5) denenmiş, eşbütünleşme ilişkisinin olup olmadığı, hata düzeltme katsayısının istenilen özelliklerde olup olmadığı, modelde otokorelasyon ve değişen varyans sorunlarının olup olmadığı (uygun ise '+', değilse '-') şeklinde belirtilmiştir) AIC ve SIC değerleri gösterilmektedir. REDK modelleri 5 gecikmeye kadar denenmiştir Bunun nedeni 5 gecikmeden sonra gözlem kaybının oldukça artmasıdır. Model 1, Model 3 ve Model 4'e göre tahmin edilen modellerden uygun bir model belirlenememiştir. Model 2'ye göre tahmin edilen modellerden REDK (3) modeli uygun model olarak belirlenmiştir. Model 5'e göre tahmin edilen modellerden REDK (4), REDK (5) modelleri uygun modeller olarak belirlenmiştir. Model 5 araştırmacılar tarafından tercih edilmez, bu modelde kuadratik trend terimi bulunmaktadır. Modeller arasından AIC ve SIC değeri en küçük olan model en uygun model olarak belirlenmiştir. Bu kriterler çerçevesinde en uygun model olarak Johansen tarafından önerilen Model 2 yardımıyla tahmin edilen REDK (3) modeli tahmin edilmiştir. Model 2 ve 3 gecikme ile seçilen modelin en uygun olduğu tespit edilmiştir. İlgili modelin VECT (hata düzeltme terimi) -0,463 olarak hesaplanmıştır. Seriler arasında eşbütünleşme ilişkisinin varlığını test eden Johansen eşbütünleşme testi sonuçları aşağıda verilmiştir.

Tablo 24. Johansen Eşbütünleşme Testi Sonuçları

Yokluk Hipotezi	İz istatistiği	0,05 için kritik değer	p
Eşbütünleşme yoktur	394,68*	251,26	0,000
En çok 1 eşbütünleşme vardır	275,29*	208,43	0,000
	Max. Özdeğer	0,05 kritik değer	p
Eşbütünleşme yoktur	119,38*	65,30	0,000
En çok 1 eşbütünleşme vardır	73,59*	59,24	0,001

*:0,05 yanılma ile anlamlıdır.

Yukarıda verilen eşbütünleşme testi sonuçlarından; iz istatistiği ve maksimum öz değerlerden seriler arasında 2 adet eşbütünleşme denklemi olduğu görülmektedir. Model 2 kullanılarak tahmin edilen REDK (3) tahmin sonuçlarına ilişkin uzun dönem tahmin modeli Denklem 2’de verilmiştir.

Denklem 2:

$$\begin{aligned}
 \text{Logredk}_t = & 0,002 - 0,216\text{Logbalfaiz}_t - 0,391\text{Logeur}_t + 0,031\text{Logfaizkor}_t - 0,078\text{Logglp}_t + \\
 \text{t ist : } & (-5,25) \quad (5,24) \quad (15,44) \quad (-4,30) \quad (2,29) \\
 & 0,327\text{Logpolfaiz}_t - 0,044\text{Logrepo}_t + 0,085\text{Logromalt}_t + 0,504\text{Logromtoplant}_t - \\
 & (-7,56) \quad (2,59) \quad (-0,53) \quad (-0,70) \\
 & 0,410\text{Logromtyp}_t \\
 & (0,75)
 \end{aligned}$$

Denklem (2)’ye göre, Türkiye ekonomisinde 2013-2020 dönemi için döviz kurunu temsil eden REDK değişkeni ile BALFAİZ, GLP, REPO ve ROMYP arasında uzun dönem ilişki istatistiksel olarak anlamlıdır. Bu denklemin tahminiyle elde edilen VECT katsayısı (hata düzeltme katsayısı) -0,463 olarak hesaplanmış olup, bu değer negatif ve anlamlıdır. Buna göre, Borç Alma Faizi’ndeki %1’lik artış, REDK’da %0,21’lik azalış yaratmaktadır. GLP’deki %1’lik artış, REDK’yı %0,07 ve REPO’daki %1’lik artış REDK’yı %0,04 düşürmektedir. Genel olarak faiz oranlarındaki artışlar döviz kurunu düşürücü etkiye sahiptir şeklinde yorumlanabilir. Teorik kapsamda ve gözleme dayalı verilerin ışığında, faiz oranlarında yapılan artışın, döviz kurlarını düşürücü yönde etkisi yaratmaktadır. Bu bağlamda döviz kuru değişkeni ile para politikasına konu edilen faiz oranı çeşitleri arasında bu şekilde bir ilişkinin analizde tahminlenmesi, teorik bilgiyi ispat eder bir nitelik taşımaktadır. Bu durum, yabancı sermaye hareketleri ile ilişkilendirilebilir. Finansal piyasalarda yabancı sermayenin girişi, çoğunlukla faiz oranına bağlı olmaktadır. Hisse senedi piyasasında faiz oranı etkisinden bahsedilemez

ancak özellikle borçlanma araçları piyasasında ve mevduat olarak yabancı portföy yatırımlarının girişinde faiz oranı en önemli etkidir. Yabancı fon sahiplerinin finansal piyasaları ani bir biçimde terk etmesi döviz kurlarında artışa yol açmaktadır. Fakat faiz oranı artışı yaşandığında yabancı fon sahipleri yönünü tekrar ülkeye çevirebilmektedir. Bu bağlamda, faiz oranı türlerindeki yükselişin, döviz kurlarını düşürmesi analiz sonucunda da tespit edilmiştir. Ancak bu noktada yabancı sermayenin kendi kazancına odaklanarak finansal piyasalara giriş-çıkış yapması, piyasaları ve ekonomiyi kırılgan hale getirmekte olduğunu belirtmekte fayda görülmektedir. Yabancı sermayeye dayanarak ekonominin döviz açığının kapatılmaya çalışılması veya yabancı sermayeyi sürekli bir biçimde ülkeye dönmesi için teşvik edecek bir biçimde en önemli makroekonomik göstergelerden birinin değişime uğraması doğru olmayacaktır. Bunun yerine yabancı sermaye akımlarının uzun vadeli doğrudan yatırım (fabrika kurulması gibi...) şekline evrilebilmesi veya ülkeye döviz kazandırıcı faaliyetlere yoğunlaşılması (ihracatı arttırma gibi yapısal dönüşümler) makroekonomik dengeleri olumlu etkileyebilecektir.

Diğer taraftan ROMYP'deki %1'lik artış, REDK'yı %0,41 oranında azaltmaktadır. Döviz kurlarının yükselişe geçtiği dönemlerde TCMB'nin attığı ROM adının, döviz kurlarını stabilize etme kapasitesinin bir göstergesi olduğunu ispatlar nitelikte bir denklem sonucu oluşmuştur. Döviz kurlarında yaşanan volatilité, finansal istikrarı en çok tehdit eden unsurlardan biri olmaktadır ve TCMB'nin döviz kuru hareketleri karşısında yaptığı ROM katsayısı değişiklikleri, finansal istikrarın güçlendirilmesine yönelik önemli etkiler yaratmaktadır. Bankaların ROM için merkez bankasında bulundurduğu döviz tutarları, döviz kuru arttıkça azalış kaydetmektedir. Bankalar döviz kurlarının yükseliş gösterdiği dönemlerde merkez bankasına daha az döviz yatırmaktadır. Bu yolla döviz likiditesini nakit akış durumuna göre elinde bulundurmaya çalışmaktadır. Bu bağlamda rezerv opsiyon mekanizması sayesinde dövizin bol olduğu (döviz kurlarının düştüğü) dönemlerde merkez bankasına döviz yatırma; dövizin kıt olduğu (döviz kurlarının yükseldiği) dönemlerde merkez bankasından dövizlerini çekerek döviz likiditesini elinde bulundurma imkânına sahip olmaktadır. Burada var olan negatif ilişki uzun dönem tahmin modelinin sonuçlarına da yansımıştır. Döviz kuru ve bağımsız değişkenlerin analizinden "rezerv opsiyon mekanizmasının döviz kuru ile ilişkisi; faiz oranlarının döviz kuru ile ilişkisine oranla daha kuvvetlidir." sonucu çıkarılabilir. Faiz oranı artışı yaparak ülkeye döviz girişinin sağlanmasıyla birlikte, döviz kurlarında düşüş gerçekleştirilmesi mümkündür; ancak TCMB'nin Rezerv Opsiyon Mekanizması'yla bankalara likidite tercihi sunması da güçlü bir biçimde döviz kurlarındaki dalgalanmayı stabilize edebilmektedir. Bunun yanı

sıra TCMB'nin geleneksel olmayan para politikası stratejisiyle geliştirdiği ROM aracı, uzun dönemde finansal istikrarı etkilemekte ve denge ilişkisi kurulmasına yardımcı olmaktadır. Bu bağlamda "TCMB'nin tasarlayıp geliştirdiği Rezerv Opsiyon Mekanizması'nın Merkez Bankası'nın finansal istikrar hedefine ulaşmasında önemli bir araç olma özelliği taşıdığı" sonucuna ulaşılmıştır.

4.4.5. REDK Değişkenine Dayalı Varyans Ayırıştırması Sonuçları

Reel efektif döviz kuru değişkeninin diğer tüm bağımsız değişkenler üzerindeki etkilerini görebilmek için düzenlenen aşağıdaki tabloda değişkenlerin on dönemlik varyans ayırıştırma sonuçları verilmektedir.

Tablo 25. REDK Varyans Ayırıştırma Tablosu

Periyot	S.E.	TUFE	Balfaiz	Faizkor	GLP	Polfaiz	Repo	Romalt	Romyp
1	0,011	100,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000
2	0,013	87,259	0,028	0,77	0,051	0,261	0,74	2,155	0,869
3	0,015	69,969	7,658	4,243	2,433	1,517	0,779	1,873	1,518
4	0,015	66,229	7,817	4,293	4,271	1,642	0,813	2,728	1,846
5	0,016	63,252	9,248	4,157	6,151	1,575	0,794	2,647	1,854
6	0,016	62,075	9,285	4,159	6,208	1,557	0,79	2,911	1,822
7	0,016	61,498	9,206	4,148	6,8	1,563	0,786	2,95	1,838
8	0,016	61,195	9,229	4,128	6,99	1,565	0,794	2,968	1,83
9	0,016	61,129	9,23	4,133	6,984	1,564	0,819	2,985	1,833
10	0,016	61,106	9,225	4,131	6,998	1,568	0,822	2,985	1,843
Varsayım kontrol									
					Test değeri		p değeri		
LM Testi					Gecikme 1		89,215		
					Gecikme 2		94,791		
					Gecikme 3		101,91		
					Gecikme 4		132,897		
					Gecikme 5		110,333		
					Gecikme 6		97,093		
					Gecikme 7		92,379		
					Gecikme 8		109,372		
					Gecikme 9		86,985		
					Gecikme 10		69,667		
					Gecikme 11		80,173		
					Gecikme 12		98,016		
White Testi					2494,429 ^{KK}		0,000		
Jarque Bera Normallik Testi					2177,683		0,000		

Yukarıdaki tabloda görüldüğü üzere reel efektif döviz kuru değişkenine ilişkin varyans ayırıştırması varsayım sonuçları ve varyans ayırıştırma katsayıları gösterilmektedir. Varyans ayırıştırma analizinin ilk aşaması olan

birim kök testi sonucu serimiz birinci farkları alınarak durağanlaştırılmıştır. Sonuç olarak serimiz için uygun model VAR (2) modeli olmuştur. İyi bir model elde etmek için istirar koşulu, otokorelasyonun olmaması, sabit varyans koşulu ve normallik varsayımının sağlanması gerekmektedir. VAR (2) modeli sonucuna bakıldığında, otokorelasyonun olduğu anlaşılmaktadır ($p < 0,05$). Tahmin edilen modelde değişen varyans sorunu bulunmaktadır ($p = 0,000 < 0,05$). Normallik varsayımına bakıldığında ise, Jarque-Bera testine göre kalıntılar 0,05 yanılma düzeyinde çok değişkenli normal dağılıma uymamaktadır ($p = 0,000 < 0,05$). Serimize ilişkin uygun tüm varsayımlar karşılanmadığı için uygun bir modele karar verilememiştir. Dolayısıyla Varyans Ayrıştırma testi yorumlanmamıştır.

4.4.6. Toplam Kredi Hacmi Değişkeni ile Geleneksel Olmayan Para Politikası Araçlarının Johansen Eşbütünleşme Analizi

FED ve ECB başta olmak üzere büyük merkez bankalarının kriz sonrası miktarsal genişleme politikaları, likidite bolluğu yaratmıştır. Sermaye hareketleri ile beraber gelişmekte olan ülkelere yönelen likidite, GOÜ'lerde varlık fiyatlarında artışa yol açmış, finansal piyasalarda dalgalanma oluşturmuş, bunun yanı sıra ekonomide risk iştahını arttırmıştır. Diğer taraftan gelişmekte olan ülkelerde döviz kuru düşmüş, yerli paranın değer kazanmasının akabinde kredi hacmi genişlemiştir. Bu bağlamda kredi hacmindeki artış, sermaye hareketleri ile yakın ilişkisi sebebiyle finansal istikrarı veya istikrarsızlığı temsil eden önemli bir olgu olmuştur. Ekonometrik analizde bu nedenle finansal istikrara yönelik alt kırıllımlardan biri olan kredi hacmi bağımlı değişken olarak kabul edilmiştir.

Toplam Kredi Hacmi ile bağımsız değişkenler (geleneksel olmayan para politikası araç seti) arasında Johansen Eşbütünleşme yöntemi ile analiz yapılmıştır. Bu bağlamda faiz koridoru, borç alma-verme faiz oranı, GLP oranı, politika faizi, 2-14 günlük repo faizi, ROM için tutulan YP, ROM için tutulan altın, ROM toplam şeklinde belirlenen değişkenler ile REDK arasında tek tek 5 gecikmeye kadar modeller kurulmuştur.

Model 1: Hem kısa dönem modelinde hem de uzun dönem modelinde sabit terim ve trend yoktur.

$$\delta_1 = \delta_2 = \mu_1 = \mu_2 = 0$$

$$\Delta Z_t = \Gamma_1 \Delta Z_{t-1} + \Gamma_2 \Delta Z_{t-2} + \dots + \Gamma_{p-1} \Delta Z_{t-p+1} + \alpha \beta Z_{t-1} + \varepsilon_t$$

Model 2: Uzun dönem modelinde sabit terim var trend yok iken, kısa dönem modelinde sabit terim ve trend yoktur.

$$\delta_1 = \delta_2 = \mu_1 = 0$$

$$\Delta Z_t = \Gamma_1 \Delta Z_{t-1} + \Gamma_2 \Delta Z_{t-2} + \dots + \Gamma_{p-1} \Delta Z_{t-p+1} + \alpha \begin{pmatrix} \beta \\ \mu_1 \end{pmatrix} (Z_{t-1} \quad 1) + \varepsilon_t$$

Model 3: Uzun dönem modelinde sabit terim var trend yok, kısa dönem modelinde sabit terim var ancak trend yoktur.

$$\delta_1 = \delta_2 = 0$$

$$\Delta Z_t = \Gamma_1 \Delta Z_{t-1} + \Gamma_2 \Delta Z_{t-2} + \dots + \Gamma_{p-1} \Delta Z_{t-p+1} + \alpha \begin{pmatrix} \beta \\ \mu_1 \end{pmatrix} (Z_{t-1} \quad 1) + \mu_2 + \varepsilon_t$$

Model 4: Uzun dönem modelinde sabit terim ve trend var, kısa dönem modelinde sabit terim var ancak trend yoktur. $\delta_2 = 0$

$$\Delta Z_t = \Gamma_1 \Delta Z_{t-1} + \Gamma_2 \Delta Z_{t-2} + \dots + \Gamma_{p-1} \Delta Z_{t-p+1} + \alpha \begin{pmatrix} \beta \\ \mu_1 \\ \delta_1 \end{pmatrix} (Z_{t-1} \quad 1 \quad t) + \mu_2 + \varepsilon_t$$

Model 5: Uzun dönem modelinde sabit terim var trend (tend doğrusal olmayan kuadratik bir formdadır) var, kısa dönem modelinde sabit terim ve trend vardır.

Tablo 26. Toplam Kredi Johansen Eşbütünleşme Testi

lag	Model 1						Model 2					
	Eşbüt.	VECT	LM	White	AIC	SIC	Eşbüt.	VECT	LM	White	AIC	SIC
1	+	-					+	-				
2	+	-					+	-	-			
3	+	-	-				+	-				
4	+	-	-				+	-				
5	+	-					+	-				
lag	Model 3						Model 4					
	Eşbüt.	VECT	LM	White	AIC	SIC	Eşbüt.	VECT	LM	White	AIC	SIC
1	+	-					+	-				
2	+	-	-				+	-				
3	+	-	-	-			+	-				
4	+	-	-	-			+	-				
5	+	-					+	-				
lag	Model 5											
	Eşbüt.	VECT	LM	White	AIC	SIC						
1	+	-										
2	+	-										
3	+	-										
4	+	-										
5	+	-										

Yukarıdaki tabloda 5 gecikmeye kadar tüm modeller (Model 1, 2, 3, 4 ve 5) denenmiş, eşbütünleşme ilişkisinin olup olmadığı, hata düzeltme katsayısının istenilen özelliklerde olup olmadığı, modelde otokorelasyon ve değişen varyans sorunlarının olup olmadığı (uygun ise '+', değilse '-' şeklinde belirtilmiştir) AIC ve SIC değerleri gösterilmektedir. TOPKR modelleri 5 gecikmeye kadar denenmiştir Bunun nedeni 5 gecikmeden sonra gözlem kaybının oldukça artması ve değişen varyans için White testinin yapılamamasıdır. Tahmin edilen modeller arasından uygun bir model tespit edilememiştir.

4.4.7. Toplam Kredi Değişkenine Dayalı Varyans Ayırıştırması Sonuçları

TCMB'nin para politikası kararları kredi olgusunu yönlendirmektedir. Merkez Bankası çoğunlukla fiyat istikrarını göz önünde bulundurarak, kredi hacminin kontrolüne odaklanmakta olup, para politikası kararlarını buna

göre şekillendirmektedir. Ancak kredi hacminin fiyat istikrarı ile olduğu kadar finansal istikrar ile de ilişkisi vardır. Bu nedenle son on yıllık süreçte kredi faktörü ayrı bir öneme sahip olmuştur. Toplam kredi değişkeninin diğer tüm bağımsız değişkenler üzerindeki etkilerini görebilmek için Varyans Ayırıştırması analizi yapılmış, ardından düzenlenen aşağıdaki tabloda değişkenlerin on dönemlik varyans ayırıştırma sonuçları verilmiştir.

Tablo 27. Toplam Kredi Varyans Ayırıştırması

Periyot	S.E.	Toplam kredi	Balfaiz	Faizkor	GLP	Polfaiz	Repo	Romalt	Romyp
1	0,006	100,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000
2	0,006	89,531	0,42	0,205	3,145	0,035	0,006	0,06	0,747
3	0,007	61,681	4,928	4,832	11,329	0,797	0,024	0,39	2,171
4	0,01	38,164	8,732	5,116	25,614	3,757	3,504	0,396	3,273
5	0,011	33,448	10,908	5,092	22,722	3,396	3,333	6,13	4,041
6	0,011	34,192	10,697	4,84	22,449	3,871	3,167	5,753	4,453
7	0,011	33,175	11,047	5,007	23,629	3,994	3,044	5,595	4,282
8	0,011	32,519	11,198	4,963	23,626	3,904	3,496	5,876	4,341
9	0,011	31,441	10,829	4,983	23,239	5,229	4,266	5,781	4,198
10	0,012	30,567	10,66	5,136	23,965	5,46	4,208	5,816	4,163

Varsayım kontrol			
		Test değeri	p değeri
LM Testi	Gecikme 1	117,01	0,117
	Gecikme 2	121,896	0,067
	Gecikme 3	110,948	0,213
	Gecikme 4	70,972	0,987
	Gecikme 5	98,829	0,514
	Gecikme 6	110,999	0,212
	Gecikme 7	95,443	0,61
	Gecikme 8	131,217	0,019
	Gecikme 9	85,353	0,851
	Gecikme 10	80,451	0,924
	Gecikme 11	76,143	0,963
	Gecikme 12	105,993	0,321
White Testi		4466,814 ^{KK}	0,237
Jarque Bera Normallik Testi		861,13	0,000

Yukarıdaki tabloda görüldüğü üzere toplam kredi değişkenine ilişkin varyans ayırıştırması varsayım sonuçları ve varyans ayırıştırma katsayıları gösterilmektedir. Varyans ayırıştırma analizinin ilk aşaması olan birim kök testi sonucu serimiz birinci farkları alınarak durağanlaştırılmıştır. Sonuç olarak serimiz için uygun model VAR (4) modeli olmuştur. İyi bir model elde etmek için istirar koşulu, otokorelasyonun olmaması, sabit varyans koşulu ve

normallik varsayımının sağlanması gerekmektedir. VAR (4) modeli sonucuna bakıldığında, otokorelasyonun olduğu anlaşılmaktadır ($p < 0,05$). Tahmin edilen modelde değişen varyans sorunu bulunmamaktadır ($p = 0,237 > 0,05$). Normallik varsayımına bakıldığında ise, Jarque-Bera testine göre katılıntılar 0,05 yanılma düzeyinde çok değişkenli normal dağılıma uymamaktadır ($p = 0,000 < 0,05$). Serimize ilişkin uygun tüm varsayımlar karşılanmadığı için uygun bir modele karar verilememiştir. Dolayısıyla Varyans Ayırıştırma testi yorumlanmamıştır.

Yapılan uygulamalarda tahmin edilen denklemler arasından sadece fiyat istikrarını temsil eden TUFFE değişkeni ile yapılan analizler, finansal istikrarı temsil eden değişkenlerden ise sadece REDK değişkeni ile yapılan analizler anlamlı sonuç vermiştir.

Sonuç

Günümüz ekonomik koşullarında iktisadi parametreler çok yönlü bir denklem halini almış, adeta yapboz parçaları gibi iç içe geçmiştir. Finansal kesimde yaşanan bir şok etkisinin veya parametrelerde yaşanan bir bozulmanın çözümlenmesi geçmişe nispeten çok daha zor olmaktadır. Makroekonomik bir değişkende meydana gelen değişme, doğrudan veya dolaylı etkilerle başka bir makroekonomik değişkeni kolayca etkileyebilmektedir. Bu bağlamda, reel ve finansal alanda uygulanan tüm politikaların satranç hamleleri misali etki ve sonuçlarının doğru tahmin edilerek gerçekleştirilmesi gerekmektedir. Küreselleşme olgusunun, ekonomik durumun böyle bir noktaya gelmesindeki rolü çok büyüktür. Zaman geçtikçe karmaşık yapıya bürünen ülke ekonomileri arasında küreselleşme ile birlikte entegrasyon artmış, bir bütünün alt kolları gibi birlikte hareket etme gerekliliği doğmuştur. Ekonomik yönden küreselleşme nedeniyle, herhangi bir ülkede yaşanan olumsuzluk, domino etkisi gibi diğer ülkelere de kolayca sıçramaktadır. Bunun en yakın örneği 2008 Global Krizi'dir. 2008 Global Krizi ile birlikte küreselleşmenin ne denli büyük bir maliyetinin olabileceği gözler önüne serilmiştir. Küreselleşme krizin hem sebebi, hem de sonucu olmuştur. Global Kriz, içinde bulunulan koşullar itibarıyla finansal krizlerin küresel ölçeğe yayılımının son derece kolay olduğunu ispat etmiştir.

Global Krizi aşmak için para ve maliye politikaları birlikte kullanılmış ve bu noktada hükümet ve merkez bankaları koordineli hareket etmiştir. Genel anlamda maliye politikası kapsamında vergi düzenlemeleri, konsolidasyon programları, sosyal yardım destekleri, güvenlik reformu, ihracat destekleri gibi uygulamalar gerçekleştirmiştir. Söz konusu maliye politikalarının yanı sıra zor duruma düşen bankacılık sektörüne ilişkin de bazı düzenlemeler yapılmıştır. Örneğin, kredi veya mevduat garanti programları yayınlanmış, birtakım kurumsal düzenlemeler ve sermaye ile ilgili düzenlemeler hayata geçirilmiştir. Ayrıca banka borçlarına devlet garantisi getirilmiştir. Kriz dönemini atlattık için alınan önlemler bununla da sınırlı kalmamış,

uluslararası kuruluşlarla yardımlaşma kapsamında karşılıklı ilişkiler geliştirilmiştir. Bu bağlamda, özellikle IMF ile ilişkiler ön plana çıkmıştır. Birçok ülke IMF kurumundan yardım almıştır.

Global Kriz sürecinin yönetilmesinde hükümetle beraber merkez bankaları da aktif rol oynamıştır. Bu bağlamda, yukarıda bahsedilen maliye politikası, uluslararası kurumlarla ilişkiler, bankacılık sektörüne ilişkin düzenlemelerin yanı sıra, aynı zamanda merkez bankalarının para politikası yaklaşımları etki ve sonuçları bakımından son derece önemlidir. Global Kriz'e ilk tepki olarak merkez bankaları klasik bir yaklaşım sergilemiş olup, peş peşe faiz indirimi gerçekleştirmiştir. Ancak faizlerde yapılan değişiklikler, ekonomiyi canlandırma hususunda yetersiz kalmıştır. Ayrıca büyük çaplı merkez bankalarının (FED, ECB, BOJ... gibi) politika faiz oranları sıfıra yakın bölgede (zero lower bound) olduğu için, hareket alanları kısıtlanmıştır. Genel olarak Merkez Bankaları'nın geleneksel para politikası yaklaşımının kriz döneminde etkisiz ve yetersiz kaldığını söylemek mümkündür. Global Kriz bir nevi para politikası çerçevesinin değişim ve dönüşüm içerisine girmesi gerektiği yönünde sinyal etkisi yaratmıştır. Küreselleşme olgusuna ayak uydurmayan para politikasının geçerliliğini kaybedeceğini gözler önüne serilmiştir. Bu gerçeğin ortaya çıkmasının üzerine merkez bankaları hali hazırda hâkim oldukları politikaların yanında, çeşitli yeni politikalar veya araç kompozisyonları oluşturup, uygulamaya geçirmişlerdir.

“Geleneksel olmayan para politikası araçları” kriz döneminden itibaren kullanılmaya başlanmıştır. Geleneksel bakış açısıyla faizlerde daha fazla indirim yapılmak istenmiş olsa faiz indirimlerinin istenen etkiyi yaratmadığı tespit edildiğinde, gelişmiş ve gelişmekte olan merkez bankaları genişlemeci politikalar uygulamaya başlamıştır. Bu kapsamda, FED, ECB ve BOJ piyasalarda “değersiz hale gelen tahvillerin satın alınıp, piyasaya likidite enjekte etme” yöntemine dayanan “Varlık Alım Programları (QE)” planlamış ve uygulamıştır. Bunun yanı sıra faiz koridoru oluşumları sağlanmış, alt/üst bantta veya marjda değişimler yaparak faiz oranları yönlendirilmeye çalışılmıştır. O dönemde sıfıra yakın bölgede faiz oranı bulunan Avrupa ve Japonya'da faiz politikası kapsamında, negatif faiz uygulamasına geçmiştir. Faiz Koridoru, Negatif Faiz Uygulaması ve Varlık Alım Programları'nın yanı sıra merkez bankaları sözlü yönlendirme ve iletişim kanallarını da devreye sokmuştur. Bu yolla iktisadi birimlerin beklentilerini para politikası hedefleri doğrultusunda yönlendirme amacı gütmüşlerdir. Diğer taraftan merkez bankaları kendi aralarında yaptıkları anlaşmalarla “Swap İşlemleri” yapmışlardır. Swap kanalı, iktisadi literatürde bazı kaynaklar tarafından “uluslararası kurumlarla ilişkiler” şeklinde sınıflandırılrsa da, aslında para politikası kapsamında sınıflandırmak daha doğru bir yaklaşımdır. Swap

kanalı ile merkez bankaları birbiriyle ilişki kurmuş ve para birimlerinin belli bir vadede değişimi üzerinden anlaşmıştır. Piyasa koşullarının normalizasyondan uzaklaştığı, parasal aktarım mekanizmalarının sekteye uğradığı kriz sürecinde, “swap işlemleri” ülkeye vade boyunca fon sağlanmış, bankaların karşı karşıya kaldığı döviz cinsi likidite riskini minimize etme konusunda etkili bir yöntem olmuştur. ABD, Japonya, Kanada, Avustralya, Norveç gibi örnek verilebilecek birçok ülke swap kanalını kullanmıştır. Özellikle IMF ve FED krizden etkilenen ülkelere “Swap Kolaylığı” adı altında kredi imkânı sağlamıştır. Genel anlamda merkez bankalarının başvurduğu varlık alım programları, faiz koridoru, negatif faiz oranı, sözlü yönlendirme, swap işlemleri gibi sayılabilecek yeni yöntemler iktisadi literatüre “geleneksel olmayan para politikası” olarak geçmiştir.

Geleneksel olmayan para politikası yaklaşımı, Global kriz başlangıcından bugüne geçen on iki yıllık dönemde kullanılmaya devam edilmiştir. Kriz sürecinden sonra alışılmışın dışında kullanılan bu para politikası araçlarının terk edilip, klasik yöntemlere geri dönülmesi gerektiğini savunan birçok ekonomiste rağmen, geleneksel olmayan para politikası çerçevesi kökleşmesini sürdürmüştür. Bu yaklaşımda kullanılan araçlar, ülkelerin para politikası kapsamının vazgeçilmez parçasını oluşturmuştur. Krizlerin yanı sıra afet, salgın hastalık dönemleri gibi herhangi bir olumsuz ekonomik koşulda geleneksel olmayan para politikası araçları devreye girmektedir. Örneğin, COVID-19 Salgını’nın ekonomiye verdiği zararı minimize etmek adına, FED, ECB ve BOJ gibi gelişmiş ülke merkez bankaları yeni dönemli varlık alım programları planlayıp uygulamışlardır.

Genel anlamda genişlemeci politikalara dayanan gelişmiş ülkelerde kullanılan bazı araçların etkileri küresel ölçüğe ulaşmıştır. Şöyle ki; gelişmiş ülkelerin miktarsal genişleme veya sözlü yönlendirme gibi araçları kullanmaları üzerine, gelişmekte olan ülkelerin sermaye hareketlerinde yaşanan oynaklık sebebiyle ekonomik istikrar olgusu sarsılmıştır. Özellikle miktarsal genişleme politikası küresel likiditede artış meydana getirmiş ve gelişmekte olan ülkelere yoğun sermaye girişi yaşanmıştır. Söz konusu yabancı sermaye fazlalığı, gelişmekte olan ülkelerde fiyat istikrarını ve finansal istikrarı etkilemiştir. Bu nedenle gelişmekte olan ülkeler sermaye hareketlerindeki volatilitayı yönetmek ve yabancı sermaye girişlerinde yaşanan kredi genişlemesini önlemek üzere çeşitli para politikası bileşimleri oluşturmak durumunda kalmışlardır. Türkiye de finansal piyasalarda benzer süreçleri yaşamış, yabancı sermaye hareketlerinin yarattığı dengesizliklerle mücadele etmiştir. Bu bağlamda, finansal piyasalarda istikrarın ne denli önemli olduğu anlaşılmış, kriz sürecinden sonra TCMB de klasik para politikası çerçevesine yeni bir boyut kazandırmıştır.

TCMB'nin “temel amaç fiyat istikrarı, temel araç faiz oranı” şeklinde özetlenebilen para politikası çerçevesi 2010 yılından sonra değişim göstermiştir. Finansal piyasalarda ekonomiyi alt-üst edecek gelişmelerin yaşanması ile birlikte ekonomide denge için finansal istikrarın önem kazanması üzerine, TCMB finansal istikrarı fiyat istikrarının destekleyici bir unsuru olarak görmüştür. Bu bağlamda fiyat istikrarı hedefini terk etmeden finansal istikrarı da gözeten “çok amaçlı ve çok araçlı”, esnek yapıya yeni bir para politikası kompozisyonu oluşturmuştur. Yeni para politikası, enflasyon hedefine odaklı kısa vadeli (1 haftalık repo) faiz oranının yanı sıra, finansal istikrar hedefine odaklı faiz koridoru, rezerv opsiyon mekanizması (ROM), GLP ve Günlük Likidite gibi hazır imkânları barındıran yeni likidite yönetimi, kaldırıca dayalı ve kredi büyümesine dayalı zorunlu karşılık gibi geleneksel olmayan araçları kapsamaktadır.

“Geleneksel olmayan para politikası araçları”nın ekonometrik yönden analiz edilmesi noktasında, iktisadi literatürde yapılan çalışmaların sınırlı olduğu ifade edilebilir. Yaklaşık 10-12 yıllık bir geçmişi bulunmasına karşın, son dört veya beş yıllık süreçte ekonometrik analizler yoğunlaşmıştır. Bu noktada yeni para politika araçlarının etkilerinin daha iyi anlaşılabilmesi için zamana ihtiyaç duyulduğu ifade edilebilir. Merkez bankalarının yeni para politikası çerçevesini ifade eden geleneksel olmayan para politikası çerçevesi, bu kitapta detaylı olarak ele alınmıştır. Bu konunun odakta olduğu çalışmada, Johansen Eşbütünleşme Analizi ve Vektör Otoregresyon analizi ile TCMB özelinde fiyat istikrarı ve finansal istikrara olan etkileri incelenmiştir. Fiyat istikrar göstergesi olarak TUFİ değişkeni, finansal istikrarı temsil etmek üzere döviz kuru ve toplam kredi hacmi değişkenleri kullanılmıştır. Diğer taraftan geleneksel olmayan para politikası araç setinde Rezerv Opsiyon Mekanizması kapsamında tutulan YP ve Altın, faiz koridoru, TCMB borç alma ve borç verme faiz oranları, politika faiz oranı, 2-14 günlük repolara uygulanan faiz oranı ve GLP faiz oranı değişkenleri yer almıştır.

Enflasyonun iç talep ile ilgili olan kısmını belirten ve tüketicilerin en çok kullandığı mal ve hizmetlerin fiyatları üzerinden hesaplanan TUFİ verisi, fiyat istikrarını araştıran ekonometrik analizlerde çoğunlukla kullanılmaktadır. Kitapta TUFİ'ye bağlı olarak yapılan Johansen Eşbütünleşme Analizi'nde geleneksel olmayan para politikası araç seti ile TUFİ değişkeni arasında kısa ve uzun dönemli nedensellik ilişkileri araştırılmıştır. Ekonometrik analiz sonucunda bağımsız değişkenlerden “TCMB Borç Alma Faizi, Repo Faizi ROM kapsamındaki döviz + altın tutarı TUFİ değişkenini kısa ve uzun dönemde etkilemektedir” şeklinde bir sonuca ulaşılmıştır. Diğer bir deyişle, TUFİ değişkeni ile analize katılan rezerv opsiyon mekanizması kapsamındaki döviz ve altın toplamı, borç alma faizi ve repo faizi değişkenleri

kısa ve uzun dönemde birlikte dengeye gelmektedir. Bu değişkenler enflasyon olgusunu doğrudan veya dolaylı bir biçimde etkilemektedir. Türkiye ekonomisinde 2013 - 2020 dönemi için fiyat istikrarını temsil eden TUFİ değişkeni ile BALFAİZ, REPO, ROMTOPLAM arasındaki ilişki istatistiksel olarak anlamlıdır. Buna göre, Borç Alma Faizi'ndeki %1'lik bir artış, TUFİ'yi %0,19 oranında ve Repo Faizi'ndeki %1'lik bir artış ise TUFİ'yi %0,11 azaltmaktadır. Faiz oranlarının toplam talebin canlılığına etkisi, toplam talebin ise enflasyona olan etkisi dikkate alınarak şöyle bir yorum yapmak mümkündür: Ekonomide iç talebin canlı olması enflasyon oranlarının yükselmesinde önemli bir faktördür ve özellikle hanehalkının kredi kullanımı iç talebi canlı tutmakta, bu da enflasyonu yükseltmektedir. Merkez Bankası enflasyonun yükselişe girdiği dönemlerde politika faiz oranında artış yaparak veya faiz alt ve üst bantlarında değişime giderek sıkı para politikası duruşu sergilemektedir. Bu faiz artışları, MB faizini referans olarak kabul eden finansal piyasalara ve bankacılık sektörüne yansımakta, bankaların hem repo faizlerini hem de mevduat- kredi oranlarını arttırmaktadır. Bununla birlikte kredi faiz oranlarının yükselmesi hanehalkı ve firmaların kredi kullanım oranlarını düşürmektedir. Diğer bir deyişle, enflasyonun yükseliş trendinde olduğu dönemlerde Merkez Bankası'nın faiz artışları dolaylı yoldan ekonomide, banka kredileriyle borçlanma imkânını daraltmaktadır. Ve faiz oranlarının enflasyona olan etkisini bu doğrultuda yönlendirmeye çalışmaktadır. Denklemin diğer ayağına bakacak olursak; ROMTOPLAM'daki %1'lik artış, TUFİ'yi %1,58 oranında azaltmaktadır. Bu analizden Rezerv Opsiyon Mekanizması kapsamında bankaların TCMB nezdinde bulundurduğu döviz ve altın miktarı da TUFİ değişkeni ile dolaylı bir ilişki içerisinde olduğu sonucuna ulaşılmaktadır. Bu durum ise şu şekilde açıklanabilir: ROM sisteminin döviz piyasasını stabilize etme kapasitesi vardır. Döviz kurlarındaki dalgalanmanın azaltılması, piyasada sakinlik yaratmakta, hanehalkı ve diğer ekonomik birimlerin yaşayacağı belirsizlik ve güvensizlik duygusunu asgari düzeye çekmektedir. Döviz kurlarının nispeten daha az volatil olduğu ekonomik atmosferde, enflasyon oranları da olumlu etkilenebilir. Esasen, rezerv opsiyon mekanizması kapsamında tutulan döviz+altın tutarının yükselmesinin ilk bakışta enflasyona olumsuz yansımaları olacağı düşünülmektedir. Şöyle ki, döviz kurlarının düşüş gösterdiği dönemlerde, bankalar Merkez Bankası sistemine daha çok döviz yatırmakta ve TL'yi serbest bırakmaktadır. TL likiditesinin piyasada çoğalması, faiz oranlarını düşürücü yönde etki etmektedir. Bunun yanı sıra TL'nin ROM ve zorunlu karşılıklardan artı kalan kısmı, bankalarca krediye yönlendirilmektedir. Kredi kullanımının artması, iç talebi arttırmakta ve enflasyon üzerinde yükseltici yönde etki etmektedir. Ancak analiz sonucu tersi bir durumu işaret etmiştir. Bu bağlamda ROM kullanımının, enflasyon

azalışı yaratmasında, döviz kurlarındaki stabilizasyon, ekonomik birimlerin önünü görebilmeleri ve ekonomiye güven duymaları gibi faktörlerin daha baskın geldiği düşünülmektedir. ROM'un TUFİ'yi etkileme gücünün, faiz oranlarının TUFİ'yi etkileme gücünden fazla olduğu sonucu ekonometrik analiz bulgularına dayanarak söylenebilmektedir.

Döviz kurlarındaki dalgalanma, finansal ve reel kesimde birçok makroekonomik parametreyi etkilemektedir. Enflasyondan, dış ticarete dengesine kadar her alanda döviz kurları önemli roller oynamaktadır. Ekonomik koşullarda meydana gelen bir bozulma, çok geçmeden döviz kurlarında volatiliteye yol açmaktadır. Yabancı sermaye hareketlerinin etkileri de döviz kurlarına yansımaktadır. Bu nedenlerle döviz kuru ekonometrik analizde finansal istikrarı temsil eden değişken olarak kabul edilmiştir. Gözlemsel olarak değerlendirildiğinde faizde meydana gelen artış, döviz kurlarını düşürmektedir şeklinde bir çıkarım yapılmaktadır. Faiz oranlarında yapılan artışın, yabancı sermaye çıkışlarını frenlemesi ve bunun üzerine döviz kurlarını düşürücü yönde etki yaratması teorik kapsamda ve gözleme dayalı verilerin ışığında bilinen bir gerçektir. Döviz kuruna bağlı olarak yapılan Johansen Eşbütünleşme Analizi'nden yola çıkarak; "döviz kuru değişkeni ile analize katılan rezerv opsiyon mekanizması kapsamındaki döviz (ROMYP), GLP faizi, borç alma faizi ve repo faizi değişkenleri uzun dönemde birlikte dengeye gelmektedir" sonucuna ulaşılmıştır. Bu değişkenlerin döviz kuru olgusu üzerinde belirleyici roller üstlendiğini söylemek mümkündür. Türkiye ekonomisinde 2013- 2020 dönemleri için döviz kurunu temsil eden REDK değişkeni ile BALFAİZ, GLP, REPO ve ROMYP arasında ilişki istatistiksel olarak anlamlıdır. Buna göre, Borç Alma Faizi'ndeki %1'lik artış, REDK'da %0,21'lik azalış yaratmaktadır. GLP'deki %1'lik artış, REDK'yı %0,07 ve REPO'daki %1'lik artış REDK'yı %0,04 düşürmektedir. Genel olarak faiz oranlarındaki artışlar döviz kurunu düşürücü etkiye sahiptir şeklinde yorumlanabilir. Bu bağlamda döviz kuru değişkeni ile para politikasına konu edilen faiz oranı çeşitleri arasında bu şekilde bir ilişkinin analizde tahminlenmesi, teorik bilgiyi ispat eder bir nitelik taşımaktadır. Bu durum, yabancı sermaye hareketleri ile ilişkilendirilebilir. Finansal piyasalarda yabancı sermayenin girişi, çoğunlukla faiz oranına bağlı olmaktadır. Hisse senedi piyasasında faiz oranı etkisinden bahsedilemez ancak özellikle borçlanma araçları piyasasında ve mevduat olarak yabancı portföy yatırımlarının girişinde faiz oranı en önemli etkidir. Yabancı fon sahiplerinin finansal piyasaları ani bir biçimde terk etmesi döviz kurlarında artışa yol açmaktadır. Fakat faiz oranı artışı yaşandığında yabancı fon sahipleri yönünü tekrar ülkeye çevirebilmektedir. Bu bağlamda, faiz oranı türlerindeki yükselişin, döviz kurlarını düşürmesi analiz sonucunda da tespit edilmiştir. Ancak bu noktada yabancı sermayenin kendi kazancına odaklanarak

finansal piyasalara giriş-çıkış yapması, piyasaları ve ekonomiyi kırılgan hale getirmekte olduğunu belirtmekte fayda görülmektedir. Yabancı sermayeye dayanarak ekonominin döviz açığının kapatılmaya çalışılması veya yabancı sermayeyi sürekli bir biçimde ülkeye dönmesi için teşvik edecek bir biçimde en önemli makroekonomik göstergelerden birinin değişime uğraması doğru olmayacaktır. Bunun yerine yabancı sermaye akımlarının uzun vadeli doğrudan yatırım (fabrika kurulması gibi...) şekline evrilebilmesi veya ülkeye döviz kazandırıcı faaliyetlere yoğunlaşılması (ihracatı arttırma gibi yapısal dönüşümler) makroekonomik dengeleri olumlu etkileyebilecektir. Diğer taraftan ROMYP'deki %1'lik artış, REDK'ı %0,41 oranında azaltmaktadır. Döviz kurlarının yükselişe geçtiği dönemlerde TCMB'nin attığı ROM adımının, döviz kurlarını stabilize etme kapasitesinin bir göstergesi olduğunu ispatlar nitelikte bir denklem sonucu oluşmuştur. Döviz kurlarında yaşanan volatilité, finansal istikrarı en çok tehdit eden unsurlardan biri olmaktadır ve TCMB'nin döviz kuru hareketleri karşısında yaptığı ROM katsayısı değişiklikleri, finansal istikrarın güçlendirilmesine yönelik önemli etkiler yaratmaktadır. Bankaların ROM için merkez bankasında bulundurduğu döviz tutarları, döviz kuru arttıkça azalış kaydetmektedir. Bankalar döviz kurlarının yükseliş gösterdiği dönemlerde merkez bankasına daha az döviz yatırmaktadır. Bu yolla döviz likiditesini nakit akış durumuna göre elinde bulundurmaya çalışmaktadır. Bu bağlamda rezerv opsiyon mekanizması sayesinde dövizin bol olduğu (döviz kurlarının düştüğü) dönemlerde merkez bankasına döviz yatırma; dövizin kıt olduğu (döviz kurlarının yükseldiği) dönemlerde merkez bankasından dövizlerini çekerek döviz likiditesini elinde bulundurma imkânına sahip olmaktadır. Burada var olan negatif ilişki uzun dönem tahmin modelinin sonuçlarına da yansımıştır. Döviz kuru ve bağımsız değişkenlerin analizinden “rezerv opsiyon mekanizmasının döviz kuru ile ilişkisi; faiz oranlarının döviz kuru ile ilişkisine oranla daha kuvvetlidir.” sonucu çıkarılabilir. Faiz oranı artışı yaparak ülkeye döviz girişinin sağlanmasıyla birlikte, döviz kurlarında düşüş gerçekleştirilmesi mümkündür; ancak TCMB'nin Rezerv Opsiyon Mekanizması'yla bankalara likidite tercihi sunması da güçlü bir biçimde döviz kurlarındaki dalgalanmayı stabilize edebilmektedir. Bunun yanı sıra TCMB'nin geleneksel olmayan para politikası stratejisiyle geliştirdiği ROM aracı, uzun dönemde finansal istikrarı etkilemekte ve denge ilişkisi kurulmasına yardımcı olmaktadır. Bu bağlamda “TCMB'nin tasarlayıp geliştirdiği Rezerv Opsiyon Mekanizması'nın Merkez Bankası'nın finansal istikrar hedefine ulaşmasında önemli bir araç olma özelliği taşıdığı” sonucuna ulaşılmıştır.

Sonuç olarak, geleneksel olmayan para politikası araçları doğrudan veya dolaylı yollarla fiyat istikrarı ve finansal istikrarı etkilemektedir. TCMB Borç

Alma Faizi, GLP Faizi, Repo Faizi gibi faiz türleri ekonometrik analizde anlamlı katsayılarla ön plana çıkarken, TCMB politika faizinin gerek TUFİ ile gerek döviz kuru ile ilişkisi anlamlı bulunamamıştır. Finansal piyasalarda politika faizi önem derecesini yitirmiştir ve son dönemlerde sadece referans olması açısından kullanılmaktadır. Son on yıla yakın süreçte TCMB aktif olarak politika faizini kullanma düşüncesini terk etmiş, daha çok alternatif faiz türleri ile piyasaya yön vermiştir. Başka bir deyişle, politika faizi etkinliğini ve aktif rolünü son dönemde kaybetmiştir.

Makroekonomik perspektifte faiz oranı TUFİ üzerinde etkili olsa da, geçmişten farklı olarak ekonominin geneli basit denklemden çok değişkenli denkleme dönüşmüş olduğu için, tek başına faiz oranı TUFİ'yi yönlendirmekte yetersiz kalacaktır. Bu bağlamda enflasyonla ilgili bütün yükün merkez bankası tarafından taşınması hem doğru olmamakta hem de etkinliği tam hedefe ulaştırmakta yetersiz kalmaktadır. Faiz politikasının yanı sıra yapısal bazı önlemlerle enflasyonun düşürülmeye çalışılması gerekmektedir. Bu yapısal önlemler arasında önemli görülen bazı faktörler, yüksek oranlı ithal girdi kullanımının düzenlenmesi, dolarizasyonla mücadele, üretimin arttırılmasının desteklenmesi, üretimde verimliliğin sağlanması olarak sayılabilir. 2018 yılından bu yana geçen iki yıllık süreçte temel ihtiyaç maddelerinden olan gıda fiyatları artışından kaynaklı olarak enflasyon yükseliş kaydetmiştir. Bu durum göz önüne alındığında gıda fiyatlarının düzenlenmesinin ne denli önemli olduğu görülmüştür. Gıda fiyatlarının düşürülmesi bağlamında, ithalat yapılarak iç piyasadaki talebi karşılamaya çalışma veya ihracatı kısıtlayarak ürünlerin içerde kalmasını sağlama gibi yöntemlerden ziyade, iç piyasa üretimini desteklenmesi, ürün arzının planlı bir şekilde artırılmaya çalışılması öneriler arasında yer almaktadır. Diğer taraftan, enflasyon olgusuna karşı tek başına para politikası ile mücadele etmektense, maliye politikası ve doğrudan yabancı yatırımcıları destekleyecek hukuki alanlarda da reformlara ihtiyaç duyulmaktadır. Örneğin, Türkiye'nin mali dengelerindeki bir bozulma, makroekonomiyi etkileyebilmektedir. Bu nedenle kamu harcamalarının disipline edilmesi enflasyon problemine katkı sağlayacaktır. Ayrıca hukuki altyapının sağlamlaştırılması, şirketlere yatırım yapmak için zemin oluşturacak, devamında istihdam, üretim, enflasyon gibi makroekonomik değişkenler olumlu etkilenecektir. Böyle bir durumun başarılabilmesi aynı zamanda ülke ekonomisine olan güveni arttıracak, CDS primleri gibi çeşitli göstergelerdeki düzelme ile birlikte başta döviz kurları olmak üzere finansal piyasalara istikrar getirecektir. Enflasyonla ilgili problemlerin çözülmesi, uzun vadede ülke ekonomisini ileri noktalara taşıyacaktır. Diğer taraftan enflasyon sorununun rayına oturması, TCMB'nin karşı karşıya olduğu çok değişkenli denklemin finansal istikrar ve diğer hedeflerine ulaşılmasına da katkı sağlaması bakımından önem taşımaktadır.

Kaynakça

- Adhikari, R. & Agrawal, R. K. (2013), “An introductory study on time series modeling and forecasting”. arXiv preprint arXiv:1302.6613., <https://arxiv.org/abs/1302.6613>, (26.04.2021)
- Afşar, M. (2011), “Küresel Kriz ve Türk Bankacılık Sektörüne Yansımaları”, Eskişehir Osmangazi Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi, Ekim 2011, 6(2), 143-171, <https://dergipark.org.tr/download/article-file/65517>, (31.08.2019)
- Akçay, M. A. (1997), Para Politikası Araçları, Türkiye ve Çeşitli Ülkelerdeki Uygulamalar, <http://www.ekutup.dpt.gov.tr/para/akcayma//politika.pdf>, (05.10.2018).
- Akçelik, Y. Ermişoğlu, E. Oduncu, A. Taşkın, T. (2012), Ek Parasal Sıkılaştırma'nın Döviz Kurları Üzerindeki Etkisi, TCMB Ekonomi Notları, Sayı: 30, <https://www.tcmb.gov.tr/wps/wcm/connect/ca61cc67-c70c-471d-b873-c15fba59a2b4/EN1230eng.pdf?MOD=AJPERES&CACHEID=ROOTWORKSPACE-ca61cc67-c70c-471d-b873-c15fba59a2b4-m3fw5b>, (29.02.2020)
- Akgül, I. ve Özdemir, S. (2018), Enflasyon-Faiz Oranı ve Enflasyon- Döviz Kuru İkilemi: GEG Programı Döneminde Türkiye Gerçeği, Ege Akademik Bakış Dergisi, Cilt: 18, Sayı:1, <https://dergipark.org.tr/tr/pub/cab/issue/39984/475245>, (31.03.2020)
- Alper, K., Kara, H. ve Yörükoğlu, M. (2012), “Rezerv Opsiyon Mekanizması”, TCMB Ekonomi Notları.
- Albeni, M. ve Eroğlu, Ö. (2002), Küreselleşme, Ekonomik Krizler ve Türkiye, Isparta: Bilim Kitabevi.
- Alexander, W. E., Balino, T. J. T. ve Ernoch, C. (1995). The Adoption of Indirect Instruments of Monetary Policy. Washington DC: IMF Occasional Paper 126. https://ascan.elibrary.imf.org/doc/IMF084/06788-9781557754899/06788-9781557754899/Other_formats/Source_PDF/06788-9781452705613.pdf, (18.09.2019)

- Altavilla, C. Brugnolini, L. Gürkaynak, R.S. Motto, R. Ragusa, G. (2019), Measuring Euro Area Monetary Policy, **European Central Bank, Working Paper Series**, <https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/scpwps/ecb.wp2281~3303fd281b.en.pdf>, (25.02.2020)
- Altuntaş, M. (2019) Rezerv Opsiyon Mekanizması ile Uluslararası Rezerv İlişkisi, BAİBU Sosyal Bilimler Dergisi, Cilt:19, Sayı:3/ Güz, <https://dergipark.org.tr/tr/download/article-file/833410>, (31.03.2020)
- Aslan, N. (2005), “Dünya Ekonomisinde Gelişmeler: Küreselleşme”, Ed: Osman Küçükahmetoğlu vd. “Ekonomik Entegrasyon Küresel ve Bölgesel Yaklaşım”, Ankara: Ekin Yayınevi.
- Balino, T. J. T. (1985). Instruments of Monetary policy: Technical Aspects. IMF Seminar on Central Banking. <https://www.imf.org/en/Publications>, (13.09.2019)
- Başçı E. ve Kara H. (2011), Finansal İstikrar ve Para Politikası, TCMB Çalışma Tebliği.
- Başçı E. (2012), Zorunlu Karşılıklar ve Diğer Makro- İhtiyati Tedbirler: Gelişmekte olan Ülkeler Deneyimleri Konferansı, <https://www.tcmb.gov.tr/wps/wcm/connect/87dd013c-2f86-4ba9-95e2-c6c7e13986cc/Basci-ZorunluKarsilik-konusma.pdf?MOD=AJPERES&CACHEID=ROOTWORKSPACE-87dd013c-2f86-4ba9-95e2-c6c7e13986cc-m3fC4-V>, (29.09.2019).
- Batirel, Ö. F. (2008), “Global Ekonomik Kriz ve Türk Kamu Maliyesi”, İstanbul Ticaret Üniversitesi Sosyal Bilimler Dergisi, 2008, Yıl: 2013, Sayı: 7.
- Baumeister, C & Benati, L. (2010), Unconventional Monetary Policy and Great Recession Estimating The Impact of a Compression In The Yield Spread at The Zero Lower Bound, European Central Bank, Working Paper Series, No:1258, <https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/scpwps/ecbwp1258.pdf>, (31.03.2020)
- Beaud, M. (2003), *Kapitalizmin Tarihi*, (Çev.) Fikret Başkaya, Ankara: Dost Yayınevi.
- Belke, A. (2018), The Effectiveness of the FED’s Quantitative Easing Policy- A Survey of the Econometrics, Estudios De Economia Aplicada, Vol: 36:1, https://econpapers.repec.org/article/lrkecaart/36_5f1_5f20.htm, (31.03.2020)
- Beirne, J. (2011), The Impact of the Eurosystem’s Covered Bond Purchase Programme on the Primary and Secondary Markets, ECB Occasional Paper, 122, European Central Bank, <https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/scpops/ecbocp122.pdf>, (29.10.2019)
- Berg, A. (1999). “The Asia Crisis: Causes, Policy Responses and Outcomes”. IMF Working Paper No: 99/138, <https://www.imf.org/external/pubs/ft/wp/1999/wp99138.pdf>, (08.06.2021).

- Bernanke, B. S. (2000). *Essays on the Great Depression*, Princeton: Princeton University Press.
- Bibow, J. (2018). *Unconventional Monetary Policies and Central Bank Profits, Seigniorage as Fiscal Revenue in the Aftermath of the Global Financial Crisis*, Levy Economics Institute of Bard College, Working Paper No: 916, http://www.levyinstitute.org/pubs/wp_916.pdf, (18.10.2019)
- Blot, C. Creel, J. & Ragot, X. (2019). "The Euro at 2020", European Parliament. <https://spire.sciencespo.fr/hdl:/2441/5vh68vsbm9akb9r0rkcdi4tmi/resources/2019-the-euro-at-20-a-critical-assessment-jcreel.pdf>, (08.06.2021).
- Boissay, F. Collard, F. Smets, F. (2016). *Booms and Banking Crises*, BIS Working Papers, No:545, <https://www.bis.org/publ/work545.pdf>, (16.06.2021).
- Boratav K., (2001), 2000-2001 Krizinde Sermaye Hareketleri, http://www.bilkent.edu.tr/~yeldanc/Yazilar_Uyc/Boratav_agu01 (10.10.2018)
- Böcüoğlu, M.E. (2015), Rezerv Opsiyon Mekanizmasının Banka Davranışlarına Etkisi, TCMB Uzmanlık Yeterlilik, <https://www.tcmb.gov.tr/wps/wcm/connect/4bb379a3-b125-499c-ac55-ac981b9b580d/mehmet+Emin+B%C3%B6c%C3%BCo%C4%9Flu.pdf?MOD=AJPERES&CACHEID=ROOTWORKSPACE-4bb379a3-b125-499c-ac55-ac981b9b580d-m4IhEyG>, (31.03.2020)
- Bulutoglu, K. (2002). *Yöresel ve Küresel Para Krizleri*. Batı Türkeli Yayıncılık. İstanbul.
- Candemir, A. (2006), *Türkiye’de Doğrudan Yabancı Sermaye Yatırımını Etkileyen Faktörler: Bir Uygulama Cilt I*, İstanbul: YASED Yayınları.
- Calvo, G. A., & Talvi, E. (2005), "Sudden Stop, Financial Factors and Economic Collapse in Latin America: Learning from Argentina and Chile", NBER Working Paper No. 11153, <https://www.nber.org/papers/w11153.pdf>, (15.01.2019)
- Carter, S. B., Gartner, S. S., Haines, M. R., Olmstead, A. L., Sutch, R. & Wright, G. (2006), *Historical Statistics of the United States*, Millennial Baskısı, Cambridge University Press.
- Carver, J. (2017). "QE works, right? Unintended consequences of quantitative easing and why it rarely Works", <https://illuminate.nucleusfinancial.com/blog/qe-works-right-unintended-consequences-quantitative-easing-it-rarely-works>, (08.06.2021).
- Curdia, V. And Woodford, M. (2010), *Conventional and Unconventional Monetary Policy*, Federal Reserve Bank of San Francisco, https://www.researchgate.net/publication/324511345_Conventional_and_Unconventional_Monetary_Policy, (31.03.2020)

- Claessens, S. ve Köse, A. (2013). “Financial Crises: Explanations, Types and Implications”, SSRN Electronic Journal, No: 13/28, https://www.researchgate.net/publication/256045890_Financial_Crises_Explanations_Types_and_Implications, (03.06.2021)
- Claudio B. ve William W. (2004), ‘Whither Monetary and Financial Stability? The Implications of Evolving Policy Regimes’, BIS Working Papers, No 147.
- Çakmur Y. Dina (2011), *E-Views Uygulamalı Temel Ekonometri*, (Makro Ekonomik Verilerle), İstanbul: Türkmen Kitabevi.
- Danişoğlu, A. Ç. (2007). Para Krizleri: Türkiye’de Yaşanmış Krizlerin Değerlendirilmesi. Sosyal Bilimler Dergisi. Sayı:2. <https://dergipark.org.tr/tr/download/article-file/100783>, (16.06.2021).
- Darıcı, B. (2012), Finansal İstikrar ve Finansal İstikrara Yönelik Kamusal Sorumluluk Çerçevesinde Para Politikası: Türkiye Analizi, https://www.tbb.org.tr/Dosyalar/Arastirma_ve_Raporlar/TBB_finansal_istikrar_raporu_19092012.pdf, (02.09.2019)
- Dell’Ariccia, G. Rabanal, P. Sandri, D. (2018). Unconventional Monetary Policies in the Euro Area, Japan and the United Kingdom, Hutchins Center Working Paper, No:48, <https://www.brookings.edu/wp-content/uploads/2018/10/WP48-DellAriccia-et-al.pdf>, (27.10.2019)
- Demircan, D. (1971), *Türkiye’de Yabancı Sermaye*, Dilek Matbaası. İstanbul
- Demirgüç- Kunt, A. and E. Detragiache (1998), The Determinants of Banking Crises: Evidence from Developed and Developing Countries, IMF Staff Papers 45(1). https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=882631.
- Dickey, D.A. and Fuller, W.A. (1979). “Distribution of the Estimators for Autoregressive Time Series with a Unit Root”, Journal of the American Statistical Association, https://www.researchgate.net/publication/243644934_Distribution_of_the_Estimators_for_Autoregressive_Time_Series_With_a_Unit_Root, (15.04.2020)
- Edwards, S. (2001) “Exchange Rate Regimes, Capital Flows and Crisis Prevention”, NBER Working Paper No. 8529, <https://www.nber.org/papers/w8529.pdf> (28.08.2019)
- Efe, B. (2002), Küreselleşme Sürecinde Doğrudan Yabancı Sermaye Yatırımlarının Analizi: İzmir Örneği, Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi, Dokuz Eylül Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, İzmir.
- Eğilmez, M. (2014), Lehman Brothers’ın Battığı Gün, Radikal Gazetesi, http://www.radikal.com.tr/yazarlar/mahfi_egilmez/lehman_brothersin_battigi_gun-954486, (10.10.2018)

- Eğilmez, M. (2013), Küresel Krizin Neresindeyiz?, Kendime Yazılar Serisi, <http://www.mahfiegilmez.com/2013/04/kuresel-krizin-neresindeyiz.html> (31.08.2019)
- Ehrmann, M. Gaballo, G. Hoffmann, P. Strasser, G. (2019), Can More Public Information Raise Uncertainty? The International Evidence on Forward Guidance, **European Central Bank, Working Paper Series**, No: 2263, <https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/scpwps/ecb.wp2263~d433238380.en.pdf>, (03.11.2019)
- Elbourne, A. Ji, K. Duijndam, S. (2018), The Effects of Unconventional Monetary Policy in the Euro Area, **CBP Netherlands Bureau For Economic Policy Analysis, CBP Discussion Paper**, No:371, <https://www.cpb.nl/sites/default/files/omnidownload/cpb-discussion-paper-371-the-effects-of-unconventional-monetary-policy-in-the-euro-area.pdf>, (25.02.2020)
- Eng, H. (2003). "An Empirical Devaluation Model of the Mexican Peso", Duke University Department of Economics, <https://sites.duke.edu/djepapers/files/2016/08/Eng.pdf>, (08.06.2021).
- Engin, M. (2007), "Gelişmiş ve Yükselen Piyasalarda 1990 Sonrası Görülen Finansal Krizler ve Dünya Ekonomisi Üzerine Etkileri", İstanbul Üniversitesi Sosyal Bilimler Dergisi, (2) 35-60, <https://dergipark.org.tr/tr/pub/iusosbil/issue/9500/118723>, (20.01.2019)
- Engle, R.F, Granger, C.W.J. (1987). "Co-Integration and Error Correction: Representation Estimation and Testing", **Econometrica**, Vol:55, No: 2
- Erdönmez, Ataman, P. (2009), "Küresel Kriz ve Ülkeler Tarafından Alınan Önlemler Kronolijisi" Bankacılar Dergisi, Sayı 68. https://www.tbb.org.tr/Dosyalar/Arastirma_ve_Raporlar/kuresel_kriz.pdf, (30.08.2019)
- Ergin, A ve Aydın, H.İ. (2017) **Finansal İstikrarı Sağlamaya Yönelik Bir Araç: Rezerv Opsiyon Mekanizması**, Batman Üniversitesi Yaşam Bilimleri Dergisi, Cilt 7, Sayı: 1/1, <https://dergipark.org.tr/tr/download/article-file/313227>, (30.09.2019).
- Eroğlu, N. ve Eroğlu, İ. (2009), "Enflasyon Hedeflemesi Rejimi Çerçevesinde Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası'nın Kredibilite ve Hesap Verebilirlik Sorunu", *Maliye Finans Yazıları*, Yıl 23, c.1, s. 85, ss. 79-109.
- Eroğlu, N. ve Eroğlu, İ. (2010), "Merkez Bankalarının Bağımsızlığı ve Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası (TCMB)'nin Bağımsızlık Tartışması Üzerine Bir Değerlendirme", Kocaeli Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi, 19(1), ss. 121-144.
- Eroğlu, N. ve Kara, F. (2017), Türkiye'de Makro İhtiyati Para Politikası Araçlarının Makroekonomik Değişkenlere Etkisinin VAR Analizi ile İncelenmesi, *Istanbul Journal of Economics*, No: 67, https://www.researchgate.net/publication/322134061_Turkiye'de_Makro_Ihtiyati_

- Para_Politikasi_Araclarinin_Makroekonomik_Degiskenlere_Etkisinin_VAR_Analizi_ile_Incelenmesi, (31.03.2020)
- Eroğlu, N. Söylemez, A.O. Alıç, C. (2016), Türkiye’de Zorunlu Karşılıklar ve Tüketici Kredileri: Ekonometrik Bir Model Denemesi, Marmara Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Dergisi, Cilt: 38, Sayı: 2, ISSN: 2149-1844, <https://dergipark.org.tr/tr/pub/muiibd/issue/26572/281323>, (28.02.2020)
- Evirgen, D. (2004), “Arjantin Krizi’nin Nedenleri – Sonuçları ve Türkiye Karşılaştırması”, *Mevzuat Dergisi*, Yıl: 7, Sayı: 77. ss. 1-15.
- Fischer, S. (2003), “Globalization and Its Challenges”, *American Economic Review*, Vol. 93 (2), ss. 1-30.
- Flood, R. Garber, P. (1984). Collapsing Exchange Rate Regimes: Some Linear Examples, *Journal of International Economics*, No:17, <https://www.sciencedirect.com/science/article/abs/pii/0022199684900023>, (17.06.1984)
- Gambacorta, L., Hofmann, B. and Peersman, G. (2012). “The Effectiveness of Unconventional Monetary Policy at the Zero Lower Bound: A Cross-Country Analysis”. BIS Workin Paper Series. <https://www.bis.org/publ/work384.pdf>, (03.09.2019)
- Garber, P.M. (1993). “The Collapse of the Bretton Woods Fixed Exchange Rate System”, The National Bureau of Economic Research, ISBN: 0-226-06587-1, <https://www.nber.org/system/files/chapters/c6876/c6876.pdf>, (03.06.2021)
- Gedikli, A. (2010), “Gelişmekte Olan Ülkelerde Küreselleşme, Uluslararası Sermaye Hareketleri ve Finansal Krizler Arasındaki İlişki” International Conference on Eurasian Economies 2010 Issues, Session 3A, ss.173-182.
- Goldstein, M. ve Turner, P. (1999), Bankacılık Krizleri: Kökenler ve Politika Seçenekleri, (Çev. Karacan, A. İ.), İstanbul: Dünya Yayınları, 7-8.
- Goldstein, M. Kaminsky, G.L. ve Reinhart, C.M. (2000), Assessing Financial Vulnerability: An Early Warning System for Emerging Markets, IIE Publication, Washington D.C.
- Göktaş, A. (2000). Küresel Kriz ve Türkiye, Özen Yayıncılık, Ankara, ISBN: 975-97023-2-0.
- GPF (2018), Globalization, <https://www.globalpolicy.org/globalization.html>, (Erişim Tarihi, 15.10. 2018)
- Gujarati, D.N. (2011). Temel Ekonometri, Sekizinci Baskı, (Çev. Ü. Şenesen, G. Günlük Şenesen), İstanbul: Literatür Yayıncılık. (çeviri kitap).
- Gündoğan, H. (2014). “Fiyat İstikrarından Finansal İstikrara Enflasyon Hedeflemesi”, *Finans Politik ve Ekonomik Yorumlar Dergisi*, Cilt: 51, Sayı: 598, http://www.ekonomikyorumlar.com.tr/files/articles/152820005794_4.pdf, (12.04.2020)

- Heilbroner, R. L. & Milberg, W. (2002), "The Making of Economic Society", (11. Baskı), New Jersey: Pearson Prentice Hall.
- Hobsbawm, E. (2006), "Kısa 20. Yüzyıl: 1914-1991 Aşırıliklar Çağı", (Çev.) Yavuz Alogan, (10. Baskı), İstanbul: Everest Yayınları.
- Humanicki, M. Kelm, R. Olszewski, K. (2013). "Foreign Direct Investment and Foreign Portfolio Investment in the Contemporary Globalized World", Economic Institute Warsaw, NBP Working Paper, No: 167, https://www.researchgate.net/publication/259581794_Foreign_Direct_Investment_and_Foreign_Portfolio_Investment_in_the_Contemporary_Globalized_World_Should_They_Still_Treated_Separately, (03.06.2021)
- Işık, N. Duman, E. (2012), Reel ve Finansal Göstergeler Açısından 1929 Ekonomik Buhranı ve 2008 Küresel Krizi: Karşılaştırmalı Bir Analiz, Yönetim ve Ekonomi, 19(2)
- Kar, M. ve KARA, M. A. (2003), "Türkiye'ye yönelik Sermaye Hareketleri ve Krizler", Dış Ticaret Dergisi, (29), <https://dergipark.org.tr/tr/pub/gopsbad/issue/48556/616525>, (05.05.2018)
- Karabulut, G. (2002), Finansal Krizlerin Nedenleri, Der Yayınları, No 328, İstanbul.
- Karataş, Z. (2015). Regresyon, Korelasyon ve Faktör Analizi, İleri İstatistik Uygulamaları https://www.academia.edu/9850404/Regresyon_Korelasyon_ve_Fakt%C3%B6r_Analizi, (11.04.2020)
- Kahler, M. (1998), "Capital Flows and Financial Crises in the 1990s", Capital Flows and Financial Crises, (Ed. Miles KAHLER), Cornell University Press, Ithaca, New York.
- Kazgan, G. (1988), Ekonomide Dışa Açık Büyüme, İstanbul: Altın Kitaplar Yayınevi.
- Kerner, I. (2018), The Implementation of the ECB's Monetary Policy, ECB Central Banking Seminar, https://www.ecb.europa.eu/pub/conferences/shared/pdf/20180709_ecb_central_banking_seminar/2018-07-12_The_implementation_of_the_ECB-s_monetary_policy_-_Kerner.pdf, (02.11.2019)
- Kennedy, P. (1991), Büyük Güçlerin Yükseliş ve Çöküşleri: 1500'den 2000'e Ekonomik Değişme ve Askeri Çatışmalar, (Çev.) Birtane Karanakçı, (3. Baskı), Ankara: Türkiye İş Bankası Kültür Yayınları.
- Kıvılcım, F. (2013), "Küreselleşme Kavramı ve Küreselleşme Sürecinin Gelişmekte Olan Ülke Türkiye Açısından Değerlendirilmesi", *Sosyal ve Beşerî Bilimler Dergisi*, 5(1), ss. 219-230.
- Kindleberger, C. P. (1986), The World in Depression, 1929-39, Berkeley ve Los Angeles: University of California Press.

- Kindleberger, C. (1978), *Manias, Panics and Crashes*, New York: Basic Books, 1978.
- Klein, L. R. (1947), *The Keynesian Revolution*, New York: Macmillan.
- Koç, U. ve Şahin, H. (2014). “Monetary Transmission Mechanism: Firm Balance Sheet Channel and Turkey”, Munich Personal Repec Archive, Faculty of Political Sciences Department of Economics, https://mpra.ub.uni-muenchen.de/71979/9/MPra_paper_71979.pdf, (08.06.2021).
- Köse, Y. Atik, M. Yılmaz, B. (2015). Türkiye için Negatif Faiz Oranının Uygulanabilirliği ve Analitik Olarak İncelenmesi, *Finansal Araştırmalar ve Çalışmalar Dergisi*, Cilt: 7, Sayı: 13. <http://dspace.marmara.edu.tr/bitstream/handle/11424/5133/10.14784-jfrs.11457-4017.pdf?sequence=1&isAllowed=y>), (31.10.2019)
- Kuttner, K. (2018), *Outside the Box: Unconventional Monetary Policy in the Great Recession and Beyond*, National Bureau of Economic Research, Hutchins Center Working Paper, No: 47, <https://www.brookings.edu/wp-content/uploads/2018/10/WP47-Kuttner.pdf>, (18.10.2019).
- Krugman, P. (1979). A Model of Balance Payment Crises, Ohio State University Press, *Journal of Money, Credit Banking*, Vol:11, No:3.
- Krugman, P. (2000). *Currency Crisis*, Chicago: The University of Chicago Press.
- Larrain, Jorge (1995), *İdeoloji ve Kültürel Kimlik-Üçüncü Dünya Gerçeği*, (Çev.) Neşe Nur Domaniç, İstanbul: Sarmal Yayınevi.
- Lipsey, R. G., Steiner, P. O., Purvis, D. D., (1984), *İktisat*, 7. Baskıdan çeviri, Bilim Teknik Yayınevi, İstanbul.
- Lustig, N. (1995). “The Mexican Peso Crisis: The Foreseeable and The Surprise”, Brookings Institution, <https://www.brookings.edu/wp-content/uploads/2016/06/bdp114.pdf>, (04.06.2021), s.5.
- Madsen, Jakob B. (2001), Trade Barriers and the Collapse of World Trade During the Great Depression, *Southern Economic Journal*, 67(4): 848-868.
- Marshall, D. (1998). Understanding the Asian Crisis: Systemic Risk as Coordination Failure, Economic Perspectives, Federal Reserve of Chicago, 3rd Quarter, <https://www.chicagofed.org/publications/economic-perspectives/1998/3qcpart2>, (16.06.2021).
- Meulendyke, A-M. (1992). Reserve Requirements and The Discount Window in Recent Decades. *Quarterly Review* 17, No.3, Federal Reserve Bank of New York. https://www.newyorkfed.org/medialibrary/media/research/quarterly_review/1992v17/v17n3article3.pdf, (12.09.2019)
- Mishkin, F. S. (1999a), “Global Financial Instability: Framework, Events, Issues,” *Journal of Economic Perspective*, Vol 13(4)

- Mishkin, F. S. (1999b), "Lessons from the Asian Crisis", <https://www0.gsb.columbia.edu/faculty/fmishkin/PDFpapers/w7102.pdf>, (12.09.2019)
- Mishkin, F. S. (2001), Financial Policies and the Prevention of Financial Crises in Emerging Market Countries, NBER Working Paper Series: 8087.
- Musacchio, A. (2012). "Mexico's Financial Crisis of 1994-1995". Harvard Library, Working Paper No: 12-101. <https://dash.harvard.edu/bitstream/handle/1/9056792/12-101.pdf>, (08.06.2021).
- Naude, W. (2009). "The Financial Crisis of 2008 and the Developing Countries". United Nations University World Institute for Development Economic Research, Tartışma Tebliği, 2009/01.
- Negro, M. D., Giannone, D. Giannoni, M. P., and Tambalotti, A., (2018), Global Trends in Interest Rates, Federal Reserve Bank of Newyork, Staff Reports, No:866, https://www.newyorkfed.org/medialibrary/media/research/staff_reports/sr866.pdf, (31.03.2020)
- Nishad, P. (2018), Effectiveness of Japan's Zero and Negative Interest Rate Policy, Indira Gandhi Institute of Development Research, Munich Personal Repec Archive, https://mpira.ub.uni-muenchen.de/89442/8/MPra_paper_88084.pdf, (31.03.2020).
- Nkoro, E., & Uko, A. K. (2016). "Autoregressive Distributed Lag cointegration technique: application and interpretation. Journal of Statistical and Econometric methods", 5(4), http://www.scienpress.com/Upload/JSEM%2fVol%205_4_3.pdf. (26.04.2021)
- Ocampo, J.A. (2009). "Latin America and the Global Financial Crisis", Cambridge Journal of Economics, https://www.researchgate.net/publication/227464490_Latin_America_and_the_Global_Financial_Crisis, (08.06.2021).
- Oktar, S. Dalyancı, L. (2010). Finansal Kriz Teorileri ve Türkiye Ekonomisinde 1990 Sonrası Finansal Krizler, Marmara Üniversitesi, İİBF Dergisi, Yıl: 2010, Cilt: XXIX, Sayı: II, <https://dergipark.org.tr/en/download/article-file/3639>, (16.06.2021).
- Oktar, S., Eroğlu, N., Eroğlu, İ. (2013), "2008 Global Finans Krizi, Parasal Aktarım Kanalları ve T.C.M.B.'nin Deneyisel Politika Çabaları", Marmara Üniversitesi, İ.İ.B Dergisi, Yıl: 2013, CİLT XXXV, SAYI II, Doi No: 10.14780/iibdergi.201324457.
- Önder, T. (2005). "Para politikası: Araçları, Amaçları ve Türkiye Uygulaması". TCMB Piyasalar Genel Müdürlüğü, Ankara.
- Özatay, F. (2009). Finansal Krizler ve Türkiye. I. Baskı. ISBN: 978-605-111-425-5. Doğan Yayınevi.
- Özkalp, Enver ve Kirel, Çiğdem (2011), Örgütsel Davranış, 8. basım, Eskişehir: Anadolu Üniversitesi Yayınları.

- Paksoy, S. (2000), Ekonomik Bütünleşmeler ve Avrupa Birliği, Şanlıurfa: Özdal Matbaacılık.
- Parasız M. İ. (1994), Para Banka ve Finansal Piyasalar. 5. Baskı, Bursa. Ezgi Yayınları.
- Peersman, G. (2011), Macroeconomic Effects of Unconventional Monetary Policy in the Euro Area, European Central Bank, Working Paper Series, No: 1397, <https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/scpwps/ecbwp1397.pdf?99cf78cb1aa613f60d8716d0db59b585>, (31.03.2020)
- Peersman, G. (2014). The Effectiveness of Unconventional Monetary Policies, Global Financial Institute, Universiteit Gent, Working Paper, http://wps-feb.ugent.be/Papers/wp_14_875.pdf, (05.10.2019), s.8.
- Perera, R.A.A. (2010), Conducting Monetary Policy In Turbulent Times: Impact of Unconventional Monetary Policies, Central Bank of Sri Lanka International Research Conference, https://www.cbsl.gov.lk/sites/default/files/Unconventional_Monetary_Policies_Full.pdf, (03.10.2019)
- Radelet, S. ve Sachs, J.D. (1998). The East Asian Financial Crises: Diagnosis, Remedies, Prospects. Brooking Papers on Economic Activity. I. <https://www.certh.columbia.edu/sitefiles/file/about/director/documents/BPEA19981withRadelet-TheEastAsianFinancialCrisis.pdf>, (19.01.2019)
- Rudebusch, G. (2018), A Review of the FED's Unconventional Monetary Policy, Economic Letter, Research From the Federal Reserve Bank of San Francisco, No: 27, <https://www.frbsf.org/economic-research/files/el2018-27.pdf>, (18.10.2019)
- Sato, T. (2012), Global Financial Crisis: Japan's Experience and Policy Response, Asia Economic Policy Conference, Panel Discussion, https://www.frbsf.org/economic-research/files/Panel_Sato.pdf, (05.11.2019)
- Seyidoğlu, H. (2003), Uluslararası İktisat Teori Politika ve Uygulama, İstanbul: Güzem Can Yayınları.
- Sheng, A. (2011). "Central Banking in an Era of Quantitative Easing", Levy Economic Institute, Working Paper No: 684, http://www.levyinstitute.org/pubs/wp_684.pdf, (08.06.2021).
- Smaghi, L.B. (2009) Conventional and Unconventional Monetary Policy, BIS Review 52, <https://www.bis.org/review/r090429c.pdf>, (27.09.2019).
- Somçağ, S. (2006), Türkiye'nin Ekonomik Krizi, Oluşumu ve Çıkış Yolları, İstanbul: 2006 Yayınevi.
- Şeker, H. ve Demirel, B. (2019), 2008 Finansal Krizi Sonrası Para Politikası Üzerine Teorik Bir İnceleme, Politik Ekonomik Kuram Dergisi, Cilt 3(1), <https://dergipark.org.tr/en/download/article-file/748079>, (28.09.2019)
- Takım, A. (2010) "Türkiye'de GSYİH ile İhracat Arasındaki İlişki: Granger Nedensellik Testi", Atatürk Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü

- Dergisi, Sayı: 2010 14 (2), <https://dergipark.org.tr/tr/pub/ataunisobil/issue/2826/38224>, (11.05.2021)
- Talash, İ. A. (2012), Türkiye’de Bankacılık Sistemi Zorunlu Karşılık Yönetimi. (Uzmanlık Yeterlilik Tezi), Ankara: TCMB Piyasalar Genel Müdürlüğü.
- Tarzi, S. M. (2000), “Hot Money and the Emerging Markets: Global Political and Economic Determinants of Portfolio Capital Flows”, *The Journal of Social, Political and Economic Studies*, Vol. 25 (1), ss. 27-49.
- Taylor, J. B. (1995). The Monetary Transmission Mechanism: An Empirical Framework, *Journal of Economic Perspectives*, Volume 9, Number 4, <https://pubs.acaweb.org/doi/pdfplus/10.1257/jep.9.4.11>, (11.10.2019)
- Teber, H. (2018) Geleneksel Olmayan Para Politikası Araçları ve Türkiye, Çukurova Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü, Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi, Adana.
- Thornton D. L. (1986) The Discount Rate and Market Interest Rates: Theory and Evidence, Federal Reserve Bank of St. Louis Review, 1986, Cilt 68, Sayı 7, <https://research.stlouisfed.org/publications/review/1986/08/01/the-discount-rate-and-market-interest-rates-theory-and-evidence>, (23.09.2019)
- Türkey, M. (2016), International Transmission Mechanism of Unconventional Monetary Policy, Hacettepe University Graduate School of Social Sciences, Department of Economics, **Ph.D. Dissertation**, www.openaccess.hacettepe.edu.tr, (05.04.2018)
- Twomey, M. (2001). “A Century of Foreign Investment in Mexico”. University of Michigan, Department of Social Science, <http://www-personal.umd.umich.edu/~mtwomey/econhelp/MexInv.pdf>, (08.06.2021).
- Uzunoglu, S. Alkin, K. Gürlesel, F. (1995), Uluslararası Sermaye Hareketlerinin Gelişmekte Olan Ülkelerde Makroekonomik Etkileri ve Türkiye, No: 6, İstanbul: İMKB Araştırma Yayınları.
- Vural, U. (2013), Geleneksel Olmayan Para Politikalarının Yükselişi. Ankara: TCMB İletişim ve Dış İlişkiler Genel Müdürlüğü.
- Walther, T. (2002), Dünya Ekonomisi, (The World Economy), (Çev. Ünal ÇAĞLAR), Alfa Yayınevi, 1. Baskı, İstanbul.
- Weir, D. R. (1992), A Century of U.S. Unemployment, 1890-1990: Revised Estimates and Evidence for Stabilization, *Research in Economic History*, 14: 301-346.
- Wolf, N. (2010), Europe’s Great Depression: Coordination Failure After the First World War, *Oxford Review of Economic Policy*, 26(3): 339-369
- Yılmaz, D. (2011), Türkiye Ekonomi Kurumu Tartışma Metni, http://www.tek.org.tr/Toplantı_Ve_Konferanslar/Paneller#, (02.09.2019)

Yeldan, E. (2003), “Neoliberal Küreselleşme İdeolojisinin Kalkınma Söylemi Üzerine Değerlendirmeleri”, *Praksis Dergisi*, ss.1-14.

Yücel F. ve Kalyoncu H., (2010), “Finansal Krizlerin Öncü Göstergeleri ve Ülke Ekonomilerini Etkileme Kanalları: Türkiye Örneği”, *Maliye Dergisi*, 159, 54-69.

İnternet Kaynakları

Bank of Japan, International Finance, Cooperation with Other Central Banks, Bilateral Swap Arrangements Pages, https://www.boj.or.jp/en/intl_finance/cooperate/index.htm/, (06.11.2019)

Bank of Japan, Annual Review 2019, Date: 30 August 2019, <https://www.boj.or.jp/en/about/activities/act/data/ar2019.pdf>, (05.11.2019)

BM (1995), Sosyal Kalkınmaya dair Kopenhag Bildirgesi, BM A/Conf.166/9 (1995) no.lu doküman (<http://www.un-documents.net/cope-dec.htm>, (24.09.2018).

Board of Governors of the Federal Reserve Bank, Central Bank Liquidity Swap Lines, Transaction Data December 2010, <https://www.federalreserve.gov/regreform/reform-swaplines.htm>, (27.10.2019)

Board of Governors of the Federal Reserve System. Open Market Operations, <https://www.federalreserve.gov/monetarypolicy/openmarket.htm>, (24.10.2019)

BDDK, İnteraktif Bülten, Aylık Bankacılık Sektörü Verileri, <https://www.bddk.org.tr/BultenAylık>, (14.03.2020)

Business HT, Merkezin Cephesinde Hangi Silahlar Var? <https://businessht.bloomberght.com/piyasalar/haber/1347710-merkezin-cephanesinde-hangi-silahlar-var>, (01.10.2019)

CBRT Blog, Predictable Monetary Policy: What Does The Deviation Index Say? <http://tcmbblog.org/wps/wcm/connect/blog/en/main+menu/analyses/predictable+monetary+policy>, (24.10.2019)

DPT, Onuncu Beş Yıllık Kalkınma Planı, <http://www.sbb.gov.tr/wp-content/uploads/2018/11/Onuncu-Kalk%C4%B1nma-Plan%C4%B1-2014-2018.pdf>, (02.09.2019)

European Monetary Policy, Article 119-144 of the Treaty on the Functioning of the European Union, http://www.europarl.europa.eu/ftu/pdf/en/FTU_2.6.3.pdf, (29.10.2019).

European Central Bank, Annual Report 2009, <https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/annrep/ar2009en.pdf>, (01.11.2019)

European Central Bank, Key Interest Rates, https://www.ecb.europa.eu/stats/policy_and_exchange_rates/key_ecb_interest_rates/html/index.en.html, (02.11.2019)

- European Central Bank, ECB Introduces a Negative Deposit Facility Interest Rate, Press Release 5 June 2014, https://www.ecb.europa.eu/press/pr/date/2014/html/pr140605_3.en.html, (31.10.2019).
- European Central Bank, What is Forward Guidance?, Explainers, 15.12.2017, https://www.ecb.europa.eu/explainers/tell-me/html/what-is-forward_guidance.en.html, (03.11.2019)
- European Central Bank, Monetary Policy Decisions, Press Release 12.09.2019, <https://www.ecb.europa.eu/press/pr/date/2019/html/ecb.mp190912~08de50b4d2.en.html>, (02.11.2019).
- European Central Bank, ECB and China Extend Bilateral Currency Swap Arrangement, Press Release, 25 October 2019, https://www.ecb.europa.eu/press/pr/date/2019/html/ecb.pr191025_1~a1221c41cd.en.html, (04.11.2019)
- European Central Bank, What Are Currency Swap Lines?, Explainers, 27 September 2016, https://www.ecb.europa.eu/explainers/tell-me-more/html/currency_swap_lines.en.html, (04.11.2019)
- Federal Reserve Bank, FOMC Statement, Press Release, 25.01.2012, <https://www.federalreserve.gov/monetarypolicy/fomcpresconf20120125.htm>, (25.10.2019)
- Federal Reserve Bank, FOMC Statement, Press Release, 21.09.2011, <https://www.federalreserve.gov/newsevents/pressreleases/monetary20110921a.htm>, (21.10.2019)
- Federal Reserve Bank, FOMC Statement, Press Release, 18.03.2009, <https://www.federalreserve.gov/newsevents/pressreleases/monetary20090318a.htm>, (21.10.2019)
- Federal Reserve Bank, <https://www.federalreserve.gov/>, (24.10.2019)
- Federal Reserve Bank, Emerging Capital Flows and US Monetary Policy, Economic and Research Data, <https://www.federalreserve.gov/econresdata/notes/ifdp-notes/2016/emerging-market-capital-flows-and-us-monetary-policy-20161018.html>, (21.10.2019)
- Federal Reserve Bank, <https://www.federalreserve.gov/econres.htm>, (21.10.2019)
- Federal Reserve Bank, FOMC Statement, Press Release, 12.12.2012, <https://www.federalreserve.gov/monetarypolicy/fomcpresconf20121212.htm>, (25.10.2019)
- FOMC Meeting Transcript, December 2008, <https://www.federalreserve.gov/monetarypolicy/files/FOMC20081216meeting.pdf>, (23.10.2019)
- IMF (1998), Carnegie Endowment for International Peace, Russian and Eurasian Program: Briefing on the Russian Economy by Anders Aslund, June 8.

- Reuters Business News, ECB and BOE Activate Swap Line Ahead of Brexit, 5 March 2019, <https://www.reuters.com/article/us-britain-cu-ccb/ccb-boe-activate-swap-line-ahead-of-brexid-idUSKCN1QM103>, (04.11.2019)
- Sermaye Piyasası Kurulu, Altın Fiyatlarını Etkileyen Faktörler, SPK Araştırma Raporu, Ocak 2010, <https://www.spk.gov.tr/SiteApps/Yayin/YayinGoster/1016>, (11.04.2020)
- TCMB (a) (2013) Parasal Aktarım Mekanizması, ISBN (elektronik) : 978-605-5758-89-9, <https://www.tcmb.gov.tr/wps/wcm/connect/4c99834c-179b-4a08-820c-f2b259032afd/ParasalAktarim.pdf?MOD=AJPERES&CVID=>, (02.09.2019)
- TCMB (b), Araştırma Bülteni, Sayı: 28, Aralık 2012, <https://www.tcmb.gov.tr/wps/wcm/connect/aa4c238c-7272-4d52-811b-8dc0ccb54fb2/Bulten28.pdf?MOD=AJPERES&CACHEID=ROOTWORKSPACE-aa4c238c-7272-4d52-811b-8dc0ccb54fb2-m3fB9BK>, (29.09.2019)
- TCMB (c), Araştırma Bülteni, Sayı: 6, Haziran 2007, https://www.tcmb.gov.tr/wps/wcm/connect/a9a86bff-f063-4f51-875d-8551e909f1ab/Bulten_Turkce6.pdf?MOD=AJPERES&CACHEID=ROOTWORKSPACE-a9a86bff-f063-4f51-875d-8551e909f1ab-m3fB9z6, (09.10.2019)
- TCMB (d), Araştırma Bülteni, Sayı 33, Mart 2014, <https://www.tcmb.gov.tr/wps/wcm/connect/213a830b-7ed5-4ddc-93ed-c26f0545eb8d/Bulten33.pdf?MOD=AJPERES&CACHEID=ROOTWORKSPACE-213a830b-7ed5-4ddc-93ed-c26f0545eb8d-m3fB9EI>, (20.10.2019).
- TCMB Finansal İstikrar Raporu Kasım (2016), <http://www.tcmb.gov.tr>, (13.08.2018).
- TCMB Enflasyon Raporu 2016-IV, <http://www.tcmb.gov.tr>, (14.09.2018).
- TCMB, Enflasyon Raporu 2013-IV, <https://www.tcmb.gov.tr/wps/wcm/connect/cc45c98b-2eb1-4a16-93ef-65eac799380b/1b13-4.pdf?MOD=AJPERES&CACHEID=ROOTWORKSPACE-cc45c98b-2eb1-4a16-93ef-65eac799380b-m3fBaZ7>, (01.03.2020)
- TCMB, Hazır İmkanlar Sayfası, <https://www.tcmb.gov.tr/wps/wcm/connect/TR/TCMB+TR/Main+Menu/Temel+Faaliyetler/Piyasalar/Hazir+imkanlar/>, (01.10.2019)
- T.C.M.B. Enflasyon Hedefleri Sayfası, <https://www.tcmb.gov.tr/wps/wcm/connect/TR/TCMB+TR/Main+Menu/Temel+Faaliyetler/Para+Politikasi/Fiyat+Istikrari+ve+Enflasyon/Enflasyonun+Hedefleri>, (22.09.2019)
- TCMB, Açık Piyasa İşlemleri, <https://www.tcmb.gov.tr/wps/wcm/connect/TR/TCMB+TR/Main+Menu/Temel+Faaliyetler/Piyasalar/Acik+Piyasa+Islemleri/>, (16.09.2019)
- T.C.M.B., 2019 Para ve Kur Politikası Raporu, Yayın Tarihi 05.12.2018, Ankara, <https://www.tcmb.gov.tr/wps/wcm/connect/c8681c26->

c3c6-4476-b79d-b2aa9c8f34d2/2019ParaKur.pdf?MOD=AJPERES&CACHEID=ROOTWORKSPACE-c8681c26-c3c6-4476-b79d-b2aa9c8f34d2-mtZhGm2, (22.09.2019)

TCMB Merkezın Güncesi, FED'in Bilanço Küçültme Süreci: Yeni Normal Ne? <http://www.tcmbblog.org/wps/wcm/connect/blog/tr/main+menu/analizler/fedin+bilanco>, (24.10.2019)

TCMB, 2018 Faaliyet Raporu, <http://www3.tcmb.gov.tr/yillikrapor/2018/files/tr-full.pdf>, (19.12.2019)

TCMB, 2015 Yıllık Faaliyet Raporu, <http://www3.tcmb.gov.tr/yillikrapor/2015/files/tr-full.pdf>, (08.11.2019)

TCMB, Açık Piyasa İşlemleri İhale İle Gerçekleştirilen Repo İşlemleri, <https://www.tcmb.gov.tr/wps/wcm/connect/tr/tcmb+tr/main+page+site+area/acik+piyasa+islemleri/ihale+ile+gerceklestirilen+repo+islemleri+verileri>, (02.03.2020)

TCMB, Merkez Bankası Para Politikası Çerçevesi, <https://www.tcmb.gov.tr/wps/wcm/connect/TR/TCMB+TR/Main+Menu/Temel+Faaliyetler/Para+Politikasi/Para+Politikasi+Cerceve>, (08.11.2019)

TCMB, 100 Soruda Merkez Bankacılığı, <http://www.tcmb.gov.tr/wps/wcm/connect/2d9f2c1d-18eb-4124-8fd9-a4ca189a24ad/100+Soruda+TCMB.pdf?MOD=AJPERES&CACHEID=ROOTWORKSPACE-2d9f2c1d-18eb-4124-8fd9-a4ca189a24ad-mK9oVdo>, (02.10.2019)

T.C.M.B., Zorunlu Karşılıklar Hakkında Tebliğde Değişiklik Yapılmasına Dair Tebliğ, Sayı: 2011/10, Resmi Gazete Tarihi: 12 Eylül 2011, https://www.verginet.net/Dokumanlar/2011/zorunlu_karsiliklar_hakkinda_tebliğde_degisiklik_yapilmasina_dair_tebliğ_2011_10.pdf, (29.09.2019)

TCMB, Zorunlu Karşılıklar Hakkında Tebliğ, Resmi Gazete, Sayı: 2013/15, Tarih: 25.12.2013, <https://www.tcmb.gov.tr/wps/wcm/connect/c0ece628-3c6b-4a4f-9782-bc9316503fff/zk-tebliğ%282013-15%29.pdf?MOD=AJPERES&CVID=>, (13.03.2020)

TCMB, Zorunlu Karşılıklara İlişkin Basın Duyurusu, Sayı: 2020:12, Tarih: 07.03.2020, <https://www.tcmb.gov.tr/wps/wcm/connect/tr/tcmb+tr/main+menu/duyurular/basin/2020/duy2020-12> (17.03.2020)

TCMB, Zorunlu Karşılıklara İlişkin Basın Duyurusu, Tarih: 09.05.2019, Sayı: 2019-21, <https://www.tcmb.gov.tr/wps/wcm/connect/TR/TCMB+TR/Main+Menu/Duyurular/Basin/2019/DUY2019-21>, (17.12.2019).

TCMB, Zorunlu Karşılıklara İlişkin Basın Duyurusu, Sayı: 2019:47, Tarih: 09.12.2019, <https://www.tcmb.gov.tr/wps/wcm/connect/tr/tcmb+tr/main+menu/duyurular/basin/2019/duy2019-47> (17.03.2020)

- TCMB, Zorunlu Karşılıklara İlişkin Basın Duyurusu, Sayı: 2019:34, Tarih: 19.08.2019, <https://www.tcmb.gov.tr/wps/wcm/connect/tr/tcmb+tr/main+menu/duyurular/basin/2019/duy2019-34>, (17.03.2020)
- TCMB, Finansal İstikrar Sayfası, <https://www.tcmb.gov.tr/wps/wcm/connect/TR/TCMB+TR/Main+Menu/Temel+Faaliyetler/Para+Politikasi/Finansal+Istikrar/>, (12.04.2020)
- TCMB, Merkez Bankası Faiz Oranları, Gecelik Faiz Oranları ve 1 Hafta Repo Faiz Oranları Listesi, <https://www.tcmb.gov.tr/wps/wcm/connect/tr/tcmb+tr/main+menu/temel+faaliyetler/para+politikasi/merkez+bankasi+faiz+oranlari>, (20.03.2020)
- TCMB, 2019 Yılı Para ve Kur Politikası, 5 Aralık 2018, <https://www.tcmb.gov.tr/wps/wcm/connect/c8681c26-c3c6-4476-b79d-b2aa9c8f34d2/2019ParaKur.pdf?MOD=AJPERES&CVID>, (10.11.2019)
- TCMB, Para Politikası Kurul Kararları, Sayı: 2010-24, 18 Mayıs 2010, <https://www.tcmb.gov.tr/wps/wcm/connect/TR/TCMB+TR/Main+Menu/Temel+Faaliyetler/Para+Politikasi/PPK/2010/>, (09.11.2019)
- 1211 Sayılı T.C.M.B. Kanunu, Madde 52, http://www.tcmb.gov.tr/wps/wcm/connect/4b4d0592-f3c1-46d2-9814-11e0ad94ab7c/TCMB_Kanun.pdf?MOD=AJPERES&CACHEID=ROOTWORKSPACE-4b4d0592-f3c1-46d2-9814-11e0ad94ab7c-m4fukXa, (15.09.2019)
- UNCTAD, (2010). The Financial and Economic Crisis of 2008-2009 and Developing Countries, United Nations Conference on Trade and Development in Berlin, https://unctad.org/en/Docs/gdsmdp20101_en.pdf, (19.10.2019)
- UNCTAD, (1998). **The Russian Crisis**, <https://unctad.org/system/files/official-document/poirrsd002.en.pdf>, (08.06.2021).
- Yale School of Management, Charting the Financial Crisis, Hutchins Center on Fiscal and Monetary Policy at Brookings, 2018, <https://www.brookings.edu/wp-content/uploads/2018/08/2018-09-10-10am-FINAL-Crisis-deck-00-85.pdf>, (25.10.2019)

Küresel Dalgalanmaların Gölgesinde Para Politikaları: Ekonometrik Bir Yaklaşım

Dr. Sezgin Keskin Gündoğdu