



**FİNANSAL İSTİKRAR VE OTOMATİK  
DENGELEYİCİ OLARAK REZERV  
OPSİYON MEKANİZMASI  
YÜKSEK LİSANS TEZİ**

**Burak Buyun**

**Eskişehir 2019**

**T.C. ANADOLU ÜNİVERSİTESİ**  
**SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ**  
**İKTİSAT ANABİLİM DALI**

**FİNANSAL İSTİKRAR VE OTOMATİK DENGELİYİCİ OLARAK**  
**REZERV OPSİYON MEKANİZMASI**

**YÜKSEK LİSANS TEZİ**

**Burak Buyun**

**Danışman: Doç. Dr. Bengül Gülümser Kaytancı**

**Eskişehir**

**2019**

## ETİK İLKE VE KURALLARA UYGUNLUK TAAHHÜTNAMESİ

Anadolu Üniversitesi Bilim Etiği Kılavuzunu okuduğumu ve anladığımı, lisansüstü çalışmalarım boyunca bu kılavuzda belirtilen hususlara uyacağımı, çalışmalarım kapsamında kendi başıma ve/veya başkalarıyla birlikte yürüteceğim anket, görüşme, gözlem, alan araştırması, uygulama ve inceleme, vb. etkinliklerde sağlık, güvenlik, insan hakları, mevcut mevzuat hükümleri, hukukun genel ilkeleri ve etik ilkeleri ihlal etmeyeceğimi; etik açıdan tereddüt yaratan gelişmeleri en kısa zamanda Anadolu Üniversitesi Etik Kuruluna bildireceğimi kabul ve taahhüt ederim.

*B. B. B.*

Kayıtlı olunan Program: *Teknoloji Anabilim Dalı Tezli Yüksek Lisans Programı*

Çalışmanın Adı: *Finansal İstikrar ve Otomatik Depoziteler Olarak Rezerv Opsiyon Mekanisması*

Çalışmanın Türü:

Tez:

Dönem Projesi:

Danışmanın Adı-Soyadı: *Doç. Dr. Berpol Gülümser Kaytanlı*

Danışmanın Adresi:

Telefon (İş/Cep) :

E-posta :

2. Danışmanın Adı-Soyadı (eğer varsa):

Danışmanın Adresi:

Telefon (İş/Cep) :

E-posta :

## JÜRİ VE ENSTİTÜ ONAYI


**Burak BUYUN'un "Finansal İstikrar ve Otomatik Dengeleyici Olarak Rezerv Opsiyon Mekanizması" başlıklı tezi 12 Temmuz 2019 tarihinde, aşağıdaki jüri tarafından Lisansüstü Eğitim Öğretim ve Sınav Yönetmeliğinin ilgili maddeleri uyarınca toplanan İktisat Anabilim Dalında, yüksek lisans tezi olarak değerlendirilerek kabul edilmiştir.**

Üye (Tez Danışmanı) : Doç.Dr.Bengül Gülümser KAYTANCI

Üye : Dr.Öğr.Üyesi Ayla YAZICI

Üye : Dr.Öğr.Üyesi Esin KILIÇ

İmza



Prof.Dr.Bülent GÜNŞOY  
Anadolu Üniversitesi  
Sosyal Bilimler Enstitüsü Müdürü



## İÇİNDEKİLER

İÇİNDEKİLER .....	i
TABLolar DİZİNİ .....	iii
ŞEKİLLER DİZİNİ .....	iii
GRAFİKLER DİZİNİ .....	iv
KISALTMA LİSTESİ .....	v
ÖZET .....	vii
ABSTRACT.....	vii
GİRİŞ .....	1
BİRİNCİ BÖLÜM: FİNANSAL İSTİKRAR KAVRAMI.....	3
1.1. Finansal Sistem.....	5
1.2. Finansal İstikrar ve İstikrarsızlığın Tanımı .....	7
1.3. Finansal İstikrarı Tehdit Eden Unsurlar .....	9
1.4. Finansal İstikrarın Korunması .....	11
1.5. 2008 Küresel Finansal Krizi.....	13
1.6. Kriz Sonrası Para Politikası ve Finansal İstikrar .....	16
1.7. Makro İhtiyati Politikalar .....	19
İKİNCİ BÖLÜM: PARA POLİTİKASI.....	23
2.1. Para Politikası Yaklaşımları .....	25
2.1.1. Klasik Modelde Para Politikası .....	25
2.1.2. Keynesyen Para Politikası .....	26
2.1.3. Monetarist Para Politikası .....	27
2.2. Parasal Aktarım Mekanizması .....	30
2.2.1. Faiz Oranı Kanalı .....	31
2.2.2. Kredi Kanalı.....	31
2.2.3. Varlık Fiyatları Kanalı.....	32
2.2.3.1. Hisse Senedi Kanalı .....	32
2.2.3.2. Konut ve Arazi Fiyatları Kanalı.....	33
2.2.4. Döviz Kuru Kanalı .....	34
2.2.5. Beklentiler Kanalı.....	34
2.3. Para Politikasının Amaçları ve Stratejileri.....	34
2.3.1. Parasal Hedefleme Stratejisi .....	37

2.3.2. Döviz Kuru Hedefleme Stratejisi .....	37
2.3.3. Enflasyon Hedefleme Stratejisi .....	38
2.4. Para Politikası Araçları .....	39
2.4.1. Doğrudan (Direkt) Para Politikası Araçları .....	40
2.4.1.1. Faiz Oranı Kontrolleri.....	40
2.4.1.2. Kredi Tavanı Kontrolleri .....	40
2.4.1.3. Farklılaştırılmış Reeskont Kotaları .....	41
2.4.1.4. Disponibilite Uygulaması .....	41
2.4.2. Dolaylı (Endirekt) Para Politikası Araçları .....	41
2.4.2.2. Reeskont Kredileri .....	42
2.4.2.3. Döviz İşlemleri.....	43
2.4.2.4. Kısa Vadeli Faiz Haddi ve Koridor Sistemi .....	43
2.4.2.5. Zorunlu Karşılıklar .....	44
<b>ÜÇÜNCÜ BÖLÜM: 2000 SONRASI TCMB POLİTİKALARI ve REZERV OPSİYON MEKANİZMASI .....</b>	<b>46</b>
3.1. 2010 Sonrası TCMB Para Politikası.....	52
3.1.1. Yeni Para Politikası Çerçevesi .....	57
3.1.1.1.Faiz Koridoru .....	59
3.1.1.2. Zorunlu Karşılıklar .....	60
3.2. Rezerv Opsiyon Mekanizması.....	61
3.2.1. ROM'un İnşa Süreci .....	62
3.2.2. ROM ve Finansal İstikrar.....	63
<b>DÖRDÜNCÜ BÖLÜM: OTOMATİK DENGELEYİCİ OLARAK ROM.....</b>	<b>67</b>
4.2. Metodoloji .....	69
4.2.1. Birim Kök Testi .....	69
4.2.2. VAR Modeli .....	70
4.2.2.1. Etki Tepki Fonksiyonu .....	71
4.3. Ampirik Bulgular .....	71
4.3.2. VAR Modeli Sonuçları .....	73
4.3.2.1. Etki Tepki Analizi Sonuçları .....	75
<b>KAYNAKÇA.....</b>	<b>83</b>

## TABLolar DİZİNİ

Tablo 1.1. Finansal İstikrarı Tehdit Eden İçsel ve Dışsal Kaynaklar.....	10
Tablo 1.2. Finansal Sistemin Korunmasına Yönelik Alınacak Tedbirler.....	12
Tablo 1.3. Makro İhtiyati ve Mikro İhtiyati Yaklaşımın Karşılaştırılması.....	20
Tablo 1.4. Makro İhtiyati Politika Araçları.....	22
Tablo.3.1. 2008-2009 TCMB Faiz Kararları.....	56
Tablo.3.2. Yeni Politika Araçları ve Aktarım Kanalları.....	59
Tablo.4.1. Değişkenlere İlişkin Temel İstatistik Göstergeler.....	68
Tablo.4.2. Değişkenlerin Düzey Değerleri İçin ADF Testi Sonuçları.....	73
Tablo.4.3. Birinci Farkı Alınmış Serilerin Birim Kök Testi Sonuçları.....	73
Tablo.4.4. LM Otokolerasyon Testi.....	74

## ŞEKİLLER DİZİNİ

Şekil.2.1. Keynesyen Görüşte Genişlemeci Para Politikasının Etkisi.....	27
Şekil.2.2. Para Stokundaki Artışın Kısa Dönem Etkisi.....	28
Şekil.2.3. Para Stokundaki Artışın Uzun Dönem Etkisi.....	28
Şekil.2.4. Para Arzındaki Beklenmedik Bir Artışın Etkisi.....	29
Şekil.2.5. Para Arzındaki Beklenen Bir Artışın Etkisi.....	30
Şekil 2.6. Hedef Seçimi.....	35
Şekil.2.7. Koridor Sistemi.....	44
Şekil.3.1. Fiyat İstikrarı ve Finansal İstikrar.....	57
Şekil.3.2. Alternatif ROM Kullanımları.....	62
Şekil 3.3. ROM'un İnşa Süreci.....	62
Şekil.3.4. ROM'un Otomatik Dengeleyici Olarak Çalışması.....	64
Şekil.4.1. VAR(2) Modelinin Karakteristik Polinomunun Ters Kökleri.....	74
Şekil.4.2. ROM Kullanımının BİST Gecelik Repo Faizine Tepkisi.....	75
Şekil.4.3. ROM Kullanımının Politika Faizine Tepkisi.....	76
Şekil.4.4. ROM Kullanımının AOFM'ye Tepkisi.....	76
Şekil.4.5. ROM Kullanımının Libor Faizine Tepkisi.....	77

Şekil.4.6. ROM Kullanımının Yabancı Para Mevduat Faizine Tepkisi.....	78
Şekil.4.7. ROM Kullanımının CDS Primine Tepkisi.....	78
Şekil.4.8. ROM Kullanımının Döviz Kuruna Tepkisi.....	79
Şekil.4.9. Döviz Kurunun ROM Kullanımına Tepkisi.....	80

## GRAFİKLER DİZİNİ

Grafik 3.1. Büyüme Oranları (1999-2002).....	46
Grafik 3.2. Enflasyon Oranları (1995-2001).....	46
Grafik 3.3. Bankalar Arası Gecelik Repo Faizi.....	47
Grafik3.4. Portföy Yatırımları (2000 Yılı).....	48
Grafik 3.5. Kamu Borç Stoku / GSYH.....	49
Grafik 3.6. TCMB ve Piyasa Faizleri.....	50
Grafik 3.7. Enflasyon Hedefleri ve TCMB Faiz Oranları.....	52
Grafik 3.8. Gelişmiş ve Gelişmekte Olan Ülkelerin Büyüme Oranları.....	53
Grafik 3.9. Avrupa Merkez Bankası ve FED'in Politika Faizleri.....	54
Grafik 3.10. İhracat ve İthalat, Milyon ABD Doları, 2008-2009, Aylık.....	55
Grafik 3.11. Kredi Hacmi.....	55
Grafik.3.12. ROM'un Brüt Rezervlere Katkısı (Milyon ABD Doları).....	66
Grafik.4.1. ROM Kullanımı ve Bankaların İmkandan Faydalanma Oranı (Yüzde).....	67

## KISALTMA LİSTESİ

**ABD:** Amerika Birleşik Devletleri

**ADF:** Augmented Dickey Fuller (Birim Kök Testi)

**AIC:** Akaike Bilgi Kriteri

**AOFM:** Ağırlıklı Ortalama Fonlama Maliyeti

**APİ:** Açık Piyasa İşlemleri

**BİST:** Borsa İstanbul Anonim Şirketi

**CDO:** Collateralized Debt Obligations (Teminatlandırılmış Borç Yükümlülüğü)

**CDS:** Credit Default Swap (Kredi Temerrüt Takası)

**DF:** Dickey Fuller Birim Kök Testi

**DTI:** Borç Gelir Oranı

**ECB:** European Central Bank (Avrupa Merkez Bankası)

**FED:** Federal Reserve (Amerikan Merkez Bankası)

**FPE:** Final Prediction Error (Bilgi Kriteri)

**GSYH:** Gayrisafi Yurtiçi Hasıla

**HQ:** Hannan Quinn Bilgi Kriteri

**IMF:** Uluslararası Para Fonu

**KPSS:** Kwiatkowski-Phillips-Schmidt-Shin (Birim Kök Testi)

**LM:** Langrange Multiplier Test (Otokolerasyon Testi)

**LR:** Likelihood Ratio Test (Bilgi Kriteri)

**LTI:** Kredi Değer Oranı

**OECD:** Ekonomik İşbirliği ve Kalkınma Örgütü

**PP:** Phillips Perron Birim Kök Testi

**ROK:** Rezerv Opsiyon Katsayısı

**ROM:** Rezerv Opsiyon Mekanizması

**ROO:** Rezerv Opsiyon Oranı

**SC:** Schwarz Bilgi Kriteri

**TCMB:** Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası

**TL:** Türk Lirası

**TÜFE:** Tüketici Fiyat Endeksi

**TÜİK:** Türkiye İstatistik Kurumu

**VAR:** Vector Autoregression Model (Vektör Otoregresyon Modeli)

**VaR:** Riske Maruz Değer

**YP:** Yabancı Para

**Yy:** Yüzyıl

## ÖZET

Rezerv Opsiyon Mekanizması (ROM), Türk Lirası zorunlu karşılıkların belli bir kısmının döviz ya da altın cinsinden tutulmasına olanak tanıyan makro ihtiyati politika aracıdır. Bu çalışma TCMB'nin kriz sonrası finansal istikrarı sağlamaya yönelik olarak tasarladığı ROM'un, otomatik dengeleyici özelliğinin VAR modeli ile incelenmesini içermektedir. Çalışmada ROM'un otomatik dengeleyici işlevi, ROM kullanımına etki eden değişkenlerin ve sermaye hareketleri ile döviz kurunun ROM üzerindeki etkileri etki tepki analizi ile incelenmiştir.

Etki tepki analizi sonucunda elde edilen bulgular, ROM'un otomatik dengeleyici olarak çalıştığı ancak bu işlevin simetrik olmadığı ve farklı bir kanalla çalıştığı yönünde olmuştur. ROM, otomatik dengeleyici olarak çalışmakta ancak bu TL ve yabancı para kaynakların maliyetinin yanında ROM kullanımını etkileyen diğer değişkenlerin katkısı ile gerçekleşmektedir.

**Anahtar Kelimeler:** Rezerv Opsiyon Mekanizması, Finansal İstikrar, Makro İhtiyati Politikalar, Etki Tepki Analizi

## ABSTRACT

This study contains the automatic stabilizer feature of Reserve Options Mechanism designed by the CRBT to provide financial stability which investigate through VAR model. Automatic stabilizer function of ROM was investigated the effect of capital flows, exchange rate and usage of ROM variables on ROM by the impulse response analysis.

As a result of impulse response analysis findings show that the ROM works as an automatic stabilizer, but this function is not symmetrical and works with a different channel. ROM works as an automatic stabilizer however this function is came true by the contribution of the other variables that affect ROM utilization as well as the cost of Turkish Lira and foreign currency resources.

**Key Words:** Reserve Options Mechanism, Financial Stability, Macro Prudential Policies, İmpulse Response Analyses

## GİRİŞ

2008 küresel finansal krizi ile birlikte finansal istikrara atfedilen önem büyük ölçüde artmıştır. Birçok merkez bankası, enflasyon hedefinin yanına finansal istikrarı da eklemiştir. Ancak finansal istikrar ve fiyat istikrarının kısa vadede birbirinin ikamesi olması, finansal istikrarı sağlama politikalarının ve enflasyon hedeflemesi ile finansal istikrarın eşzamanlı olarak nasıl sağlanması gerektiği yönündeki tartışmaları beraberinde getirmiştir. Dolayısıyla finansal istikrarı sağlamak için ek politika araçlarına duyulmuştur. Fiyat istikrarından ödün vermeden finansal istikrarın sağlanması konusunda makro ihtiyati politika araçlarının ve sisteme makro perspektiften bakılmasının önemine yapılan vurgu giderek artmaya başlanmıştır. Ancak finansal istikrarın tanımının ülkeden ülkeye farklılık göstermesi, finansal istikrarı sağlamada hangi politikaların ve politika araçlarının kullanılması gerektiği konusunda fikir birliği oluşturulamamasına neden olmuştur.

2008 krizinden sonra TCMB, finansal istikrarı hedeflerine ekleyen ilk merkez bankalarından biri olmuştur. TCMB'nin finansal istikrar hedefi Türkiye ekonomisinin finansal yapısına ait bir çerçeve çizmektedir. Bu noktada TCMB, finansal istikrar hedefini; Türkiye ekonomisinin sermaye akımlarına olan duyarlılığına ve kurdaki oynaklığın finansal piyasalar üzerindeki olumsuz etkisine vurgu yaparak oluşturmaktadır. Aynı zamanda enflasyon hedefleme stratejisi uygulayan TCMB, finansal istikrarın sağlanmasında bir takım yeni politika araçları geliştirmiştir. Rezerv Opsiyon Mekanizması (ROM), sermaye hareketlerinin yarattığı ve kurdaki oynaklığın finansal sistem üzerindeki olumsuz etkilerin sınırlandırılmasına yönelik olarak TCMB tarafından geliştirilmiş makro ihtiyati bir politika aracıdır. ROM bankalara Türk Lirası (TL) zorunlu karşılıklarının bir kısmının, yabancı para ya da altın cinsinden tutulmasına olanak tanımaktadır. ROM'un sermaye hareketlerine olan duyarlılığı ve döviz kurunda meydana gelen oynaklığı sınırlandırmasının dolayısıyla finansal istikrara katkısının, bankaların karını maksimum yapma güdüsüyle kendiliğinden gerçekleşeceği şeklinde beklenilmektedir.

Bu çalışmada ROM'un otomatik dengeleyici olma özelliği VAR modeline dayanan etki tepki fonksiyonları ile test edilmiştir. Bu bağlamda çalışmanın birinci bölümünde finansal istikrar, makro ihtiyati politika kavramlarından ve 2008 küresel krizinden bahsedilmektedir. Çalışmanın ikinci bölümünde para politikasının temel

kavramları ve parasal aktarım mekanizması ile birlikte para politikası stratejisi ortaya konulmaktadır. Üçüncü bölümde ise Türkiye’de para politikası anlayışının 2000 yılından bu yana değişimi ve finansal istikrar hedefi ile birlikte ROM mekanizması teorik betimsel bir şekilde anlatılmaktadır. Dördüncü bölümde ROM’un otomatik dengeleyici olarak finansal istikrara katkısı VAR modeli ile ortaya konulmaktadır.



## BİRİNCİ BÖLÜM: FİNANSAL İSTİKRAR KAVRAMI

Merkez bankaları için finansal istikrar yeni bir kavram değildir. 19. yy. sonlarında finansal istikrar, bazı merkez bankalarının hedefleri arasında yer almıştır. Ancak finansal istikrar, kuruluşu 17. yy sonlarına dayanan ilk merkez bankalarının (Riksbank, Bank of England) hedefleri arasında yer almamıştır. Çünkü bu merkez bankalarının o zamanki sorumlulukları bugünkünden çok farklıydı. Merkez bankalarının, günümüz merkez bankalarına ait faaliyetleri evrim geçirerek bugünkü haline gelmiştir (Chant, 2003: 1-2).

Merkez bankaları için finansal istikrar, 1820'lerin başında bir hedef olarak öngörülmeğe başlamasına ve çağdaş merkez bankalarının faaliyetlerinde önem kazanmasına rağmen, 20.yy'ın ikinci yarısında da finansal istikrar hedefi, merkez bankalarının, öncelikli hedefi olmamıştır (Chant, 2003: 2). Bretton Woods sisteminde sabit kur rejimi, para politikasının ana odak noktası olmuştur. 1960 ile 1970 dönemi arasında ekonominin kısa dönem istikrarı ön planda tutulmuştur. 1990'larda ise düşük ve istikrarlı bir fiyat düzeyi ile birlikte uzun dönemli parasal istikrar ana hedef haline gelmiştir. Bununla birlikte finansal istikrar üzerindeki vurgu giderek artmaya başlamıştır (Chant, 2003: 3). Ancak yine de 1980'lerin sonundan itibaren finansal istikrara verilen önem, güçlü olmamıştır. Bu dönemden 2008 küresel krizine kadar merkez bankalarının uzun dönemde fiyat istikrarını sağlamaları halinde finansal istikrarın da kendiliğinden sağlanacağı görüşü kabul görmüştür (Özatay, 2018: 301). Nitekim Fama (1970)'nin ileri sürdüğü etkin piyasalar hipotezi ile birlikte, fiyat istikrarının sağlanmasıyla uzun dönemde belirsizliklerin de ortadan kalkacağı ve finansal piyasaların dengede olacağı görüşü, fiyat istikrarının finansal istikrarı kendiliğinden sağlayacağı görüşünü pekiştirmiştir.

2008 küresel krizinden önce, para politikası yürütülürken finansal istikrarın da göz önüne alınmasına dair çeşitli argümanlar ileri sürülmüştür. Bu argümanlar temel olarak finansal krizlerle başa çıkabilmenin mümkün olduğu ile ilgilidir.

Ancak 2008 küresel krizi "...finansal sistemin bir bölümünde oluşabilecek aksaklıkların tüm sisteme yayılmasına neden olabilecek sistematik risklerin tespit edilmesinde, finansal sistemde oluşan kırılmalıkların kontrol altında tutulmasına ve dışsal şokların sisteme olan olumsuz etkilerinin azaltılmasında, geleneksel ekonomi

politikalarının, finansal düzenlemelerin, mikro riskleri azaltıcı politikaların ve mevduat güvence sisteminden oluşan finansal güvenlik ağlarının yetersiz kaldığını göstermiştir (TCMB, 2015: 1)''.

Aynı zamanda finansal sektörde yaşanan gelişmeler birçok ülkenin makroekonomik çıktılarının şekillenmesinde önemli rol oynamıştır. Finansal sektörde yaşanan problemler konjonktürel hareketleri arttırmıştır ve birçok ülkede ekonomik faaliyetlerin aksamasına neden olmuştur (Borio vd. 2001: 1). Buna ek olarak finansal serbestleşme ve finansal küreselleşme ile birlikte finansal işlemlerin hacminde büyük artışlar yaşanmış, herhangi bir finansal sistemde meydana gelen bir aksaklık hızla diğer ülkelere yayılmıştır (Mishkin, 2006: 6). Bu gelişmeler ışığında merkez bankaları, yalnızca fiyat istikrarının sağlanması halinde parasal istikrarın sağlanamayacağı görüşü ile hareket ederek fiyat istikrarı hedeflerine finansal istikrarı da eklemiş ve tek bir amaca yönelik politika çerçevelerini, finansal istikrarı gözetecek biçimde düzenlemeye başlamışlardır.

Finansal istikrarın, fiyat istikrarının tamamlayıcısı mı yoksa ikamesi mi olduğu ayrı bir tartışmanın konusu olmakla birlikte finansal istikrarın, parasal istikrar kadar net ve genel kabul görmüş bir tanımı bulunmamaktadır

Finansal istikrar, politika yapıcıların ulaşmak için çaba gösterdikleri bir kavram olsa da bu terim farklı yorumcular için farklı anlamlar ifade etmektedir (Driffill, vd. 2004: 4-5).

Parasal istikrar, fiyat istikrarının eşanlamlısıdır. Fiyat istikrarı ise sabit bir fiyat düzeyini ya da düşük bir enflasyon oranını ihtiva eder. Fiyat istikrarını ölçme ve yürütmeye bazı ayrımlar olsa da genel olarak fiyat istikrarı tanımı, hem kavramsal olarak hem de merkez bankacılığı pratiğinde oldukça kabul gören bir tanımdır. Ancak finansal istikrar için fiyat istikrarındaki gibi net bir tanım yapmak zor olacaktır (Issing, 2003: 1).

Örneğin Mishkin (1991), finansal istikrarı, tasarrufların sürekli, büyük bir aksama olmaksızın etkin bir şekilde verimli yatırımlara kanalize edilmesini sağlayan bir finansal sistemin varlığı ile tanımlamıştır. Ancak bu tanım finansal sistemin bir bütün olarak dayanıklılığına odaklanmasından dolayı finansal sistemin herhangi bir bileşeninde meydana gelecek başarısızlık ya da dalgalanma, finansal istikrarın olmadığı

anlamını taşımaktadır. Tersine reel ya da finansal bir şokun akabinde oluşan dalgalanmalar veya finansal kurumların başarısızlıkları, etkin bir finansal aracılık ve finansman süreci devam ettiği takdirde, kendi kendini temizleyen istikrarlı bir finansal sistemin göstergesi de olabilir (Issing, 2003: 3).

Diğer taraftan finansal istikrar ile ilgili olarak, bir varlığın temel değerinden aşırı bir şekilde sapsması olarak nitelendirilen “balon”ların olmaması ya da finansal krizlerin olmadığı bir finansal sistemin varlığı şeklindeki tanımları da iktisat literatüründe mevcuttur. Ancak finansal krizler basit bir şekilde öngörülebilir değildir ve krizlerin önüne geçmeyi yalnızca finansal kurum ve finansal araçlara dayandırmak yeterli değildir. Önemli olan merkez bankalarının, finansal istikrarın ne derece risk altında olduğunu gözlemleyebilmesidir (Woodford, 2012: 3-4).

Finansal istikrara ilişkin kesin bir tanım verebilmenin zorluğu, yalnızca anlamsal açıdan değildir. Net bir finansal istikrar tanımının yapılamaması, merkez bankalarının finansal istikrarı koruma ve katkı sağlama çabalarını da zora sokmaktadır (Issing, 2003: 4-5).

Finansal istikrarın net bir tanımının yapılamaması; finansal sistemde meydana gelen değişimlerin tahmin edilmesinin oldukça güç olması, sistemin dinamik yapısının ülkeden ülkeye hatta aynı ekonomi içinde zamanlar arasında farklılık göstermesinden kaynaklanmaktadır (TCMB, 2015: 6).

Finansal istikrarı tanımlamadan önce finansal sistemin ne olduğunu ve ekonomi üzerinde nasıl etkilerinin olduğunu ortaya koymak, finansal istikrarın anlamını ve kapsamını kavramakta faydalı olacaktır.

### **1.1. Finansal Sistem**

Paranın kullanılmadığı bir takas ekonomisinde kıt kaynakların dağıtımı; hesap birimi, mübadele ve tasarruf aracı olma fonksiyonlarına sahip paranın kullanıldığı bir ekonomiye nazaran daha verimsiz olacaktır. Buna karşılık paranın yalnızca işlem aracı olarak kullanılmadığı, aynı zamanda finansal sistemin de var olduğu bir ekonomide kaynak dağılımı çok daha verimli olacaktır (Schinasi, 2004: 4).

Finansal sistemler doğası gereği, işlem amaçlı kullanılan paranın aksine, gelecekte belli bir yükümlüğü ödemeyi taahhüt eder ve dolayısıyla belirsizlik içerir.

Finansal sistemler bu belirsizliği, ölçülebilir ve fiyatlandırılabilir risklere dönüştürmek için gelişmiştir. Dolayısıyla finans, ekonomik ve finansal belirsizliklerin ve risklerin; dağıtılması, fiyatlandırılması ve dönüştürülmesi için bir mekanizma sağlamıştır (Schinasi, 2004: 5).

“Finansal sistem, fon talebi ve fon arzı olan birimlerin, fon akımını düzenleyen kurumların ve finansal araçların, düzenleyici hukuki ve idari kurallar kapsamında bir araya gelmesi ile oluşan yapıdır.” (TCMB, 2015: 2).

Temel işlevi fon akışını sağlamak olan finansal sistemin diğer görevleri ise (TCMB, 2015, 2);

- Risk dağıtımını ve risk yönetimini sağlamak,
- Bir varlığın ödeme aracına dönüşümünün hızlı ve kolay olmasını sağlamak,
- Finansal varlıkların getirileri ile ilgili beklentiler hakkında bilgi toplanması ve dağıtılmasını sağlamak,
- Büyük ölçekli projelerin finansmanını kolaylaştırmak,
- Fiyatların pürüzsüz şekilde bilgi vermesini sağlamak,

şeklinde sıralanabilir.

Finansal piyasaların ana görevi karlı yatırım olanaklarına sahip ekonomik birimlere fon akışı sağlamaktır. Finansal piyasalar bu işlevi yerine getirmediğinde ekonomi etkili bir şekilde çalışmaz ve ekonomik daralmalar meydana gelir. Finansal piyasaların fon akışını sağlama işlevi, özünde hangi yatırım fırsatlarının daha güvenilir olduğu konusunda yargıda bulunma yeteneğini ifade eder. Bunun sonucunda ise finansal sistem asimetrik bilgi sorunu ile mücadele eder. Asimetrik bilgi sorunu ise finansal sistemde ters seçim ve ahlaki tehlike problemlerine yol açar. (Mishkin, 1999: 3-4).

Finansal sistemin sağlıklı çalışmasını sağlamak, bir ekonomin temel işlevlerinin başarı ile sağlanması ve ekonomik kalkınma için kilit rol oynar. Finansal sistem, sermayenin verimli yatırım fırsatlarına dönüşmesinin bir koordinasyon mekanizmasıdır. Sermayenin etkisiz dağılması ya da yatırımlara kanalize olmaması durumunda

ekonomi verimsiz çalışacak ve ekonomik büyüme hızı yavaşlayacaktır (Mishkin, 2006: 1).

## 1.2. Finansal İstikrar ve İstikrarsızlığın Tanımı

Finansal sistemin, mekansal ve zamansal çeşitlilik ve değişim göstermesi, genel kabul gören bir finansal istikrar ya da istikrarsızlık tanımı yapılmasını zorlaştırmaktadır. Yapılan tanımların çok geniş ya da çok spesifik olması finansal istikrar hedefini amaçlayan politika yapıcılar için soyut kalmakta ve bu hedefi sağlamakta açık bir çerçeve çizememektedir.

Finansal istikrar kavramı yalnızca; finansal sistemin, kaynakların dağılımı ve risk dağıtımı, tasarrufların yatırımlara dönüşmesi, servet birikimi ve büyümeyi desteklemesi rolünü ifade etmez. Aynı zamanda ekonominin genelinde ödeme sistemlerinin sorunsuz bir şekilde çalışmasını da ifade etmektedir. Dolayısıyla finansal istikrar, paranın evrensel olarak kabul edilen değer biriktirme ve ödeme aracı olma fonksiyonlarını yeterince yerine getirmesini gerektirir. Diğer bir ifade ile finansal istikrar, parasal istikrarın bir parçası ve tamamlayıcısıdır (Schinasi, 2004: 6-7).

Schinasi (2004)' e göre operasyonel bir finansal istikrar tanımı;

- Yalnızca finansal krizlerin yokluğunu değil aynı zamanda ekonomide bir tehdit meydana gelmeden önce finansal sistemin bunu sınırlandırmasını ve dolayısıyla finansal istikrarın hem önleyici hem de düzeltici boyutlarını,
- Finansal sistemin dinamik ve karmaşık yapısını,
- Finansal kurumların sağlamlığını, finansal piyasa koşullarını ve finansal alt yapının çeşitli bileşenlerinin etkililiğini,

İçermelidir.

Aynı zamanda bir finansal sistem ekonominin performansını engellemekten ziyade ivmelendirdiği ve içsel ya da dışsal olumsuz ve beklenmeyen şokların yol açtığı finansal dengesizlikleri dağıtma kabiliyetine sahip olduğu sürece istikrarlıdır (Schinasi, 2004: 8-9).

Bernanke ve Gertler (1990), finansal istikrarı, yatırım projelerinde kullanmak üzere borçlanan borçluların, projelerinin büyüklüklerine göre daha az servetlerinin olduğu durum olan finansal kırılganlık üzerinden tanımlamıştır. Bu durum varlıkların daha düşük değerlenmesine yol açacak ve finansal piyasada sorun yaratacaktır (Bernanke ve Gertler, 1990: 87-114).

Mishkin (1999) finansal istikrarsızlığın, finansal sistemden kaynaklanan ya da finansal sisteme yönelik şokların bilgi akışına müdahale ettiği durumda ortaya çıkacağını ileri sürmüştür. Finansal istikrarsızlık, yeterince şiddetli ise, finansal piyasaların işleyişinde tamamen bir bozukluğa yol açabilir. Bu durum finansal kriz olarak adlandırılabilir (Mishkin, 1999: 6).

Crocket (1997) finansal istikrarı, ölçülebilir bir ekonomik zarara neden olma potansiyeli yüksek streslerin olmaması şeklinde tanımlamıştır.

Ferguson (2003) finansal istikrarı, finansal istikrarsızlık ile tanımlamanın en uygun görüş olduğunu ileri sürmüştür. Finansal istikrarsızlığı ise reel ekonomik faaliyete potansiyel olarak zarar verebilecek bazı piyasa başarısızlıkları ve dışsallıklar olarak nitelemiştir.

Deutsche Bank (2003); finansal istikrar kavramını finansal sistemin fonksiyonlarının en iyi şekilde çalışabilmesi olarak ifade etmiştir. Finansal sistemin ekonominin kaynak dağıtımını, riskin yayılması ve fiyatlandırılması gibi ana fonksiyonlarını şok, durgunluk ya da herhangi bir yapısal kırılmanın varlığında dahi yerine getirmesi istikrarlı bir finansal sistemin göstergesidir.

Chant (2004), finansal istikrarı tanımlamanın en iyi ve kullanışlı yolunun, onun yokluğu yani finansal istikrarsızlık durumu ile tanımlanacağını ileri sürmüştür. Finansal istikrarsızlık, finansal sistemdeki bir bozukluğa ya da finansal sistemin kötü işlemesi vasıtasıyla ekonominin performansına negatif etki etmesine işaret etmektedir. Chant, 2004: 4-6).

TCMB (2015: 6)'ye göre "... Finansal istikrar, finansal istemin parçası olan ekonomik fonksiyonların (ödeme sistemi, risk dağıtımını, kaynakların etkin dağılımını) beklenmeyen bir durumda oluşabilecek şoklara karşı dayanıklılığını ve faaliyetlerini sağlıklı bir şekilde sürdürmesini ifade etmektedir."

### 1.3. Finansal İstikrarı Tehdit Eden Unsurlar

Finansal istikrarsızlığın kaynaklarına ilişkin çalışmalar, 1990'lı yıllara kadar, "parasal" ve "döngüsel" olarak iki şekilde kategorize edilebilir. Friedman ve Schwartz gibi iktisatçılar, finansal istikrarın fiyat istikrarı sağlandığı takdirde kendiliğinden sağlanacağı görüşünü savunmuşlardır. Dolayısıyla "parasal" görüşe göre finansal istikrarsızlığın kaynağı yanlış yürütülen para politikasıdır. Minsky ve Kindleberger gibi iktisatçılar ise, varlık fiyatlarındaki döngüsellik, finansal istikrarı tehdit eden en önemli unsur olarak görmüşlerdir (Crockett, 1996: 553).

Uluslararası ticaretin gelişmesi ve finansal serbestleşme ile birlikte finansal araçların finansal sistemdeki rolü oldukça artmaya başlamıştır (Gertler, 1988). Finansal araçlar, özellikle bankalar, asimetrik bilgi sorununu çözmede önemli bir role sahiptir. Dolayısıyla finansal aracılık yapma ve kredi verme kabiliyetindeki bir düşüş, doğrudan yatırımları etkileyecek ve ekonomik faaliyetlerin daralmasına yol açacaktır. Buna ek olarak finansal araçlarda meydana gelen bir istikrarsızlık, ters seçim ve ahlaki tehlike problemlerini daha kötü hale getirecektir. Bu doğrultuda, finansal araçların asimetrik bilgi sorununu çözme yeteneklerini zora sokacak ve finansal sistemde istikrarsızlık yaratacak durumlar aşağıdaki gibi sıralanabilir (Mishkin, 1999: 6-9):

- Faiz Oranındaki artışlar
- Belirsizliğin Artması
- Bilanço Bozuklukları
- Bankacılık Sektöründe Yaşanan Problemler

**Tablo 1.1.** *Finansal istikrarı tehdit eden içsel ve dışsal kaynaklar*

<b>İçsel Kaynaklar</b>	<b>Dışsal Kaynaklar</b>
<p><b>1. Kurum Bazlı Riskler:</b></p> <ul style="list-style-type: none"><li>• <b>Finansal Riskler</b><ul style="list-style-type: none"><li>○ Kredi</li><li>○ Piyasa</li><li>○ Likidite</li><li>○ Faiz Oranı</li><li>○ Döviz Kuru</li></ul></li><li>• <b>Operasyonel Riskler</b></li><li>• <b>Bilgi Teknolojileri Zayıflığı</b></li><li>• <b>Hukuksal Yapının Zayıflığı</b></li><li>• <b>Yolsuzluk</b></li><li>• <b>Firmaların Yanlış Strateji Belirlemesi</b></li><li>• <b>Sermaye Yetersizliği</b></li></ul>	<ul style="list-style-type: none"><li>• <b>Makroekonomik Görünümün Bozulması</b></li><li>• <b>Politik Sorunlar</b></li><li>• <b>Çevresel Sorunlar</b></li><li>• <b>Etkinsiz Ekonomi Politikaları</b></li></ul>
<p><b>2.Piyasa Bazlı Riskler:</b></p> <ul style="list-style-type: none"><li>• <b>Diğer Kurumların Risk Altında Olması</b></li><li>• <b>Varlık Fiyatlarındaki Oynaklık</b></li><li>• <b>Daralmalar</b><ul style="list-style-type: none"><li>○ Kredi</li><li>○ Likidite</li></ul></li><li>• <b>Bulaşma Etkisi</b></li></ul>	
<p><b>3.Alt yapı Bazlı Riskler:</b></p> <ul style="list-style-type: none"><li>• <b>Takas ve Ödeme Sistemi Yetersizlikleri</b></li><li>• <b>Yapısal Eksiklikler</b><ul style="list-style-type: none"><li>○ Yasal Düzenlemelerin Yetersizliği</li><li>○ Denetim Yetersizliği</li><li>○ Etkinsiz Muhasebe Standartları</li></ul></li><li>• <b>Domino Etkisi</b></li></ul>	

**Kaynak:** Houben, Kakes ve Schinasi; (2004: 19).

Finansal istikrarı tehdit eden riskler, finansal sistem içinde içsel olarak gelişebileceği gibi, reel ekonomiden kaynaklanıp finansal sisteme de yayılabilir. Yukarıda Tablo1.1'de finansal sistemin üç ana bileşeni (finansal kurumlar, finansal piyasalar, finansal altyapı) doğrultusunda finansal istikrarsızlık yaratacak içsel ve dışsal kaynaklar gösterilmiştir (Houben, Kakes ve Schinasi; 2004: 16-19).

Bunların dışında finansal istikrarı tehdit eden diğer bir unsur da uluslararası sermaye hareketlerindeki oynaklıktır. Özellikle kısa vadeli sermaye hareketleri, bir yandan krediye erişimi kolaylaştırarak tüketimi hızlandırırken diğer taraftan yerli paranın aşırı değerlenmesine yol açarak iç ve dış talebi ayrıştırabilmektedir. Öte yandan ani sermaye çıkışları finansal araçların bilançoları üzerinde olumsuz etkiler yaratabilmekte ve finansal sistemin işleyişinde bozukluklara yol açabilmektedir. Uluslararası sermaye hareketlerindeki oynaklığı sınırlamada makro ihtiyati politikalar çok büyük önem kazanmaktadır (Başçı; 2012: 3-4).

#### **1.4. Finansal İstikrarın Korunması**

Finansal serbestleşme ve küreselleşme sürecinin hız kazanması ile birlikte finansal işlemlerin hacmindeki artışlar birçok krizi de beraberinde getirmiştir. Yaşanan bu krizlerle birlikte ülkeler, finansal istikrarın gözetilmesi ve korunması adına çeşitli politikalar ve düzenlemeler geliştirmiştir. Öngörülemeyen risklere karşı daha dirençli bir finansal sistemi ortaya koymayı amaçlayan bu politikalar finansal istikrara da katkı sağlayacaktır (Başçı; 2012: 3-5).

Finansal istikrarın sürdürülmesine yönelik herhangi bir operasyonel yapının mikro değil makro ihtiyati çerçevede olması gerekmektedir. Finansal istikrarın korunması için makro ihtiyati bir bakış, finansal kurumlara odaklanmak yerine finansal sistemin tümüne odaklanmayı olanaklı kılacaktır. Finansal istikrarın korunmasına yönelik oluşturulacak çerçevede dikkat edilmesi gereken bir diğer unsur da bazı finansal kurumların finansal sistem içindeki rolünün göz ardı edilmemesidir. Bu kurumların kaldıraç oranları, likidite olanakları ve diğer kurumlarla olan bağları itibari ile herhangi bir başarısızlıkları tüm sistem için yıkıcı etkilere sahip olabilecektir. Üçüncü olarak, finansal istikrarın korunmasına yönelik bir politika çerçevesi sistematik riski göz önüne almalıdır. Sistematik riskin artması finansal istikrarı doğrudan tehdit etmektedir. Dördüncü unsur ise ekonomik konjonktürün iyi olduğu zamanlarda, finansal stres

dönemleri için çeşitli tamponların oluşturulması gerekliliğidir. Beşincisi, operasyonel yapının otomatik dengeleyici unsurlarına bırakılmasıdır. Otomatik dengeleyiciler risklerin tanımlanması ve dağıtılmasında, takdir yetisine dayalı sistemlere göre daha başarılıdır. Son olarak finansal istikrarın korunmasına yönelik oluşturulacak bir politika çerçevesi belli bir düzen içinde olmalıdır (Borio ve Drehmann; 2009: 22-27).

Finansal istikrarın korunmasına yönelik tasarlanan politika araçları ise önleyici, düzeltici ve çözümleyici olmalıdır. Önleyici politika araçları, finansal sistemin sorunsuz bir şekilde çalıştığı ortamı korumaya ve gelecekte oluşabilecek dengesizliklerin önlenmesine yönelik eylemler olarak tanımlanabilir. Düzeltici önlemler ise finansal istikrarı tehdit edecek bir durumun oluşması ve bu durumun finansal sistemi iflasa sürükleyecek şiddette devam etmesi halinde, devreye giren aksiyonlardır. Çözümleyici önlemler finansal sistemin fonksiyonlarını sağlıklı bir şekilde yerine getiremediği durumlarda uygulanmaktadır (Houben, Kakes ve Schinasi; 2004: 22-25).

Aşağıda Tablo1.2’de finansal istikrarın korunmasına yönelik alınacak tedbirler gösterilmiştir

**Tablo 1.2.** *Finansal Sistemin korunmasına Yönelik Alınacak Tedbirler*

Araçlar	Önleme	Düzeltilici Eylem	Çözüm
	<i>Finansal istikrarın korunması için mevcut politikaların uygulanması</i>	<i>Finansal istikrarı tehdit eden risklerin azaltılması</i>	<i>Finansal istikrarın yeniden sağlanmasına yönelik politika hedefleri</i>
Piyasa Disiplini mekanizmaları	Devam, Güncelleme	Güçlendirme	İsteğe bağlı tedbirler
Kurumsal Düzenleme	Devam, Güncelleme	Güçlendirme	İsteğe Bağlı Tedbirler
Finansal Güvenlik Ağları	Devam, Güncelleme	Yoğunlaştırma	Likidite, Mevduat Sigortası
Gözlemeleme	Devam,	Yoğunlaştırma	Ek Yoğunlaştırma

	Güncelleme		
Düzenleme	Devam, Güncelleme	Yoğunlaştırma	İsteğe Bağlı Tedbirler
Resmi İletişim Kanalları	Mevcut Politikalar	İkna	Güvenin Yeniden Kazanılması
Makroekonomik Politikalar	Devam, Güncelleme	Dengesizlikleri Azaltma	İsteğe Bağlı Tedbirler
Hukuk Sistemi	Devam, Güncelleme	Güçlendirme	İsteğe Bağlı Tedbirler

**Kaynak:** Houben, Kakes ve Schinasi (2004: 23)

### 1.5. 2008 Küresel Finansal Krizi

1929'da ABD'de başlayan ve finansal piyasaların çöküşü ile sonuçlanan Büyük Buhran'ın ardından, finansal piyasaların doğası gereği dengesiz olduğu, manipülasyona maruz kaldığı bu sebepten de ekonomik krizlerle birlikte siyasi ve sosyal huzursuzluğu tetikleyebileceği görüşü kabul görmüştür. Ülkeler kendilerini bu tehlikelerden korumak için, 1930'larda başlayan sıkı bir finansal düzenleme sistemi yaratmıştır. Bu düzenlemeler finansal piyasaların içsel istikrarsızlığını yansıtan, Keynes ve Minsky'nin teorilerine dayanmıştır. Bu sıkı finansal piyasa düzenlemelerini destekleyen politikalar, 1970'lerde ve 1980'lerin başında yaşanan ekonomik ve finansal krizlerle birlikte hem paradigma açısından hem de politika açısından değişime uğramıştır. Değişen bu konjonktürün temelinde Yeni Klasik makro teori ve etkin piyasalar hipotezi yer almıştır. Bununla birlikte mevcut finansal düzenleme sistemi yerini serbestleşme, küreselleşme ve finansal inovasyona bırakmıştır (Crotty, 2009: 564).

1980'lerde başlayan değişim ile birlikte finansal sistemler ekonominin verimli çalışabilmesi için gelişmiştir. Bu doğrultuda finansal sistemler, riski bölmüş fiyatlandırmış ve hemen hemen her türlü ödeme aracının alınıp satılmasını mümkün hale getirmiştir. Kredi kartı borçları, tüketici kredileri, konut kredileri ve benzerleri bir araya toplanıp gruplandırılmıştır. Bu gruplar sigortalanmış ve sigortalara dayalı varlıklar düzenlenmiştir. Oluşturulan varlık havuzları hem bu varlıklara dayalı menkul kıymetlerin alıcıları tarafından karşı karşıya kalınacak riski azaltacak şekilde hem de

borçluların normal şartlarda erişemeyecekleri kredilere erişebilmelerini sağlayacak şekilde yapılandırılmıştır. Konut ipoteği havuzundaki kredilerin olması gerektiği kalitede olmadığının anlaşıldığı 2007 yılına kadar, bu durum her iki tarafın da kazançlı olduğu bir hal almıştır (Cecchetti, 2008: 2).

Krizin kaynağı, ABD'deki ipotekli konut kredilerinden oluşan balonlar olduğu için ABD'deki konut piyasasını incelemek faydalı olacaktır. Cecchetti (2008), ABD'deki konut değerinin konutun kira bedeline oranlarını incelemiş ve 1960 yılından 2000 yılına dek yaklaşık 10 değerinde olan bu oranın 2000 yılından itibaren 14.5 seviyelerine geldiğini tespit etmiştir (Cecchetti, 2008: 2-4).

Konut değeri/kira bedeli oranının artmasının iki önemli negatif sonucu olmaktadır. Bunlardan ilki konut değerinin artması ile birlikte servetin artması ve servetin artmasına bağlı olarak tüketimin artmasıdır. Konut fiyatlarının artmasının etkisi ile artan serveti tüketime dönüştürmenin yolu, borç almaktır. Dolayısıyla konut değerinin artması, bireylerin kaldıraç oranını arttırmış ve bireyleri daha fazla borçlanmaya itmiştir. Borç verenler ise verdikleri borç karşısında topladıkları ipotekleri bilançolarında tutmak yerine, çok sayıda benzer ipotekleri bir havuzda toplamışlardır. Bu havuzda toplanan ipotekler sigortalı ve böylece bu havuzdan ihraç edilen menkul kıymetlerin alıcıları, ipoteklerin temerrüde düşme korkusu olmadan bu menkul kıymetlerle işlem yapabilmıştır (Cecchetti, 2008: 3-4).

Bununla birlikte yüksek riskli kredilere dayanan menkul kıymetlerin pazarını genişletmek amacıyla, havuzlarda toplanan ipoteklerin menkul kıymetleştirilmesinden oluşan ürünler tekrar gruplandırılıp bir havuzda toplanmıştır. Bu havuzdan yaratılan menkul kıymetler "Teminatlandırılmış Borç Yükümlülüğü (CDO)" olarak adlandırılmıştır (Özatay, 2018: 567-574). Daha sonra CDO'lar farklı kredi derecelerine sahip dilimler halinde bölünmüştür. Burada CDO'lara verilen kredi notları önemli rol oynamaktadır. En yüksek notu alan CDO'lar daha düşük fiyatlanacak dolayısıyla daha yüksek nota sahip CDO'lara talep daha yüksek olacaktır (Cecchetti, 2008: 5-6). CDO'ların dilimlenmesi üç bölüme ayrılabilir. En üstteki dilim de kredi derecesi en yüksek, borçlarını ödemekte zorluk çekmeyecek, dolayısıyla riski en düşük kısım yer almaktadır. En alt dilimde ise batık kredi oranının en yüksek olduğu menkul kıymetler bulunmaktadır. Bu bölüm "eşik altı (subprime)" olarak adlandırılmaktadır (Özatay, 2018: 565).

2006 yılı itibarıyla konut fiyatlarında oluşan balonun giderek büyümesine ek olarak, eşik altı kredilerin geri ödenmemesi, oluşturulan zincirin bozulması ve balonun patlaması ile sonuçlanmıştır. 2007 yılının Ağustos ayında, BNP-Paribas' a bağlı üç büyük fonun ödemelerini askıya alması ile kriz patlak vermiştir (Özatay, 2018: 567-575). 2008 yılına gelindiğinde; önemli yatırım fonlarının ve büyük bankaların iflasın eşiğine gelmesi, kredi başarısızlıkları, iç borçlanmadaki kötü yönetim, ihracat kazançlarındaki azalma ve gelişmekte olan ülkelere yapılan fon akışının azalması ile birlikte kriz daha da derinleşmiş ve küresel bir şekil almıştır (Naude, 2009: 4-7).

Kriz merkez bankalarının kararlı bir şekilde hareket etmesini ve çeşitli politika eylemlerini gerçekleştirmelerini gerekli kılmıştır. Merkez bankalarının politika rolleri; uygun kriz yönetimi araçlarının bulunamaması, ekonomik krizin büyüklüğü ve olağanüstü finansal stres ile birlikte genişletilmiştir (Vinals, 2010 : 10-12).

Birçok gelişmiş ülke merkez bankası, faizlerini tarihi bir biçimde düşük seviyelere indirmiştir. Bununla birlikte bu ekonomiler, likiditeyi büyük ölçüde genişleterek finansal piyasalardaki stresi az da olsa azaltmıştır. Küresel piyasalara hızla yabancı para likiditesi enjekte edilmiştir. Yabancı para likiditesi, döviz likiditesi karşılığı swap işlemleri ile kolaylaştırılmıştır. Gelişmekte olan ülkelerin yabancı para likidite karşılıkları büyük ölçüde zarar görmüş ve swap olanaklarının çoğu 2010 yılının ilk çeyreğinde sona ermiştir. Bu doğrultuda 2010 yılının Mayıs ayında beş ülke merkez bankası FED (Federal Reserve - ABD merkez bankası) ile swap olanaklarını tekrar etkinleştirmiştir (Vinals, 2010: 10-12).

Birçok gelişmiş ülke merkez bankası, uzun vadeli özel ve kamu menkul kıymetleri satın alarak finansal piyasalarda yaşanan gerginliği bastırmaya çalışmıştır. FED kredi piyasalarını desteklemek amacıyla büyük miktarda özel menkul kıymet satın almıştır. Merkez bankası bilançolarındaki kredi riskleri, genellikle hükümetlerle yapılan zarar paylaşım düzenlemeleri ile azaltılmıştır. FED ve Bank of England, politika faizleri düşük seviyelerde iken büyük miktarlarda kamu kesimi menkul kıymeti satın almıştır. Bu alımlarla birlikte uzun vadeli faiz oranlarının düşürülmesi ve kredi koşullarının iyileştirilmesi amaçlanmıştır. Aynı zamanda merkez bankaları, büyük sistematik role sahip kurumların ayakta kalmasında da önemli rol oynamıştır (Vinals, 2010: 12-13).

Sonuç olarak yaşanan kriz, merkez bankalarının konvansiyonel politika çerçevelerine sert ve eleştirel bir şekilde bakılmasına sebep olmuştur. Bu eleştirilerin olumlu yanı; merkez bankalarının, finansal sistemin dengelenmesinde ve ekonomik canlanmanın sağlanması konusunda önemli rol oynamaları gerektiği şeklinde geniş bir fikir birliği oluşmuş olmasıdır. Aynı zamanda merkez bankaları, kriz öncesi fiyat istikrarını sağlamadaki güvenilirliklerini büyük ölçüde korumuştur. Ancak kriz, merkez bankalarının politika çerçevelerinde önemli boşluklar olduğunu ortaya çıkarmıştır. Politika çerçeveleri içinde finansal istikrar ve likidite şartları çeşitli açılardan sistematik bir şekilde ele alınmamıştır. Ek olarak fiyat istikrarı ve finansal istikrar arasındaki ilişkinin dikkate alınmadığı net bir şekilde ortaya konmuştur (Vinals, 2010: 12-13).

### **1.6. Kriz Sonrası Para Politikası ve Finansal İstikrar**

Finansal kriz yaşanmadan önce merkez bankaları, uzun bir zaman süresince fiyat istikrarını hedeflemiş, finansal istikrarı göz ardı etmiştir. Geçtiğimiz otuz yılda, neredeyse tüm gelişmiş ekonomiler ve birçok gelişmekte olan piyasa ekonomisi, para politikası çerçevelerini fiyat istikrarını sağlamaya dönük olarak tasarlamıştır (Vinals 2010: 3-7).

Kriz öncesinde düşük ve istikrarlı bir fiyat seviyesinin, finansal istikrara katkı sağlayan ana etmen olduğu düşünülmüştür. Enflasyonun düşük seviyelerde tutulmasının, finansal istikrarı da sağlayacağı şeklinde bir söylem olmasa bile, fiyat istikrarının sağlanmasının, öngörülebilirliğin artması ile şoklardan kaynaklanabilecek istikrarsızlığı azaltacağı düşüncesi hakim olmuştur. Bu görüş doğrultusunda para politikaları, krizden önce, finansal sistemdeki gelişmelere ve kırılmalara daha az odaklanma eğiliminde olmuştur. Dolayısıyla konvansiyonel politika çerçevesi, enflasyona nispeten daha hızlı tepki verebilen aktarım kanallarına odaklanmış ancak finansal piyasalardaki açıklıklar iyi anlaşılmamış ve politika çerçevelerine dahil edilmemiştir. Düzenleme ve denetleme, tekil kurumların istikrarına odaklanılarak mikro ihtiyati bir perspektiften yürütülmüştür (Vinals, 2010: 3-7).

Kriz öncesi finansal istikrar çerçevesi, finansal piyasaların etkin olduğu görüşü ile şekillendirilmiştir. Dolayısıyla finansal piyasaların etkin olduğu görüşü gerçekçi bir finansal sistem değerlendirmesinin önüne geçmiştir. Tüm ekonomik birimler finansal gelişme ve inovasyonun faydalı olduğu, krediye erişimi kolaylaştırdığı ve sistemdeki

riskleri dağıttığı görüşü ile hareket etmiştir. Banka dışındaki kurumların ve bazı piyasaların potansiyel sistematik riski göz ardı edilmiştir. Düzenleme ve denetlemeye gereken önem verilmemiş ve piyasa genel olarak kendini düzelteren mekanizmalara bağlı kalmıştır. Krizden önce uluslararası likidite standartları gelişmemiştir ve denetçiler, kurumlar arasında karmaşık etkileşimlerden doğacak likidite risklerine çok az önem vermiştir (Vinals, 2010: 5-7).

Yaşanan kriz, istikrarsız bir finansal sistemin reel ekonomiye büyük maliyet yüklediğini, kamu maliyesini zorladığını ve fiyat istikrarının sağlanmasını güçleştirdiğini göstermiştir (Vinals, 2010: 3-7).

Vinals'a göre krizden çıkarılan en önemli derslerden birincisi, finansal istikrarın makro ihtiyati politikalar tarafından ele alınması gerektiğidir. Tüm sistematik kurumlar ve piyasalar makro ihtiyati düzenleyici çerçeve içinde olmalıdır. Krizden çıkarılan derslerden ikincisi; fiyat istikrarının, para politikasının ana hedefi olarak kalması gerektiğidir. Merkez bankaları, krizden önce kazandıkları fiyat istikrarı güvenilirliklerini gözden geçirip korumalıdır. Finansal sistemdeki gelişmelerin ve risklerin, izlenmesi ve risk analizinin para politikası oluşturulmasında daha fazla entegre edilmesi gerekmektedir. Diğer taraftan; kriz, merkez bankası likidite operasyonlarında değişiklik yapılması ve ahlaki tehlike problemini de içeren geniş kriz yönetimi çerçevelerinin gerekli olduğunu göstermesi krizden çıkarılan üçüncü derstir (Vinals, 2010: 3-7).

Svensson'a göre krizden çıkarılması gereken önemli derslerden bir diğeri ise fiyat istikrarının finansal istikrarı sağlamada yetersiz kaldığıdır. Bununla birlikte geleneksel faiz oranı aracının da finansal istikrarı sağlamada yetersiz kaldığı ortaya çıkmıştır. Ancak kriz para politikasından kaynaklanmamakta, küresel dengesizliklerden oluşan reel faizin düşük seviyelerde olması, ABD'deki konut finansmanı politikasının yanlış yürütülmesi ve düzenleyici ve denetleyici otoritenin başarısızlıklarından kaynaklanmaktadır. Dolayısıyla finansal istikrarın sağlanması için ayrı bir politika çerçevesi geliştirilmelidir (Svensson, 2011: 35-36).

Svensson'a göre daha iyi bir finansal istikrar politikası oluştururken para politikasının, finansal istikrar politikası ile farklı olduğunu ortaya koymak önemli olacaktır. İki politikanın farklı amaçları ve farklı araçları vardır. Ayrıca para politikası

ve para politikası araçlarının sorumluluğu merkez bankasına aitken, finansal istikrar politikaları ve araçları birçok ekonomide çeşitli otoriteler tarafından paylaşılmaktadır. Para politikası araçlarını finansal istikrarı sağlamak için kullanmak, hem para politikası için daha zayıf sonuçlara yol açmakta hem de finansal istikrarı sağlamak ve sürdürmek için etkisiz bir yol olarak kalmaktadır (Svensson, 2011: 35-36).

Svensson'a göre para politikası ve finansal istikrar politikası arasında belirgin farkların olması, aralarında etkileşimin olmadığı anlamını taşımamaktadır. Para politikası yürütülürken tıpkı maliye politikasının göz önüne alındığı gibi finansal istikrarın da göz önüne alınması gerekmektedir. Öte yandan finansal istikrar, para politikası tarafından değil finansal istikrar politikaları tarafından yürütülmelidir. Para politikası, finansal istikrar için son savunma hattı olmalıdır (Svensson, 2011: 36-38).

İktisadi yazında para politikasının, finansal istikrarı içerecek şekilde genişletilmesi gerektiği söylenmektedir. Bu tür öneriler para politikası ve finansal istikrarın aynı kavramlar olduğu izlemine ortaya koyar. Ancak iki kavram birbirinden farklıdır. Finansal istikrarı, para politikasından kavramsal olarak ayırmak, iki politika arasındaki pratik karışıklığı önlemek açısından oldukça önemli olacaktır. İki politikayı karıştırmak, her iki politika için daha zayıf sonuçlara yol açabilecek ve politika yapımcıların hesap vermesini zorlaştıracaktır (Svensson, 2011: 39).

Esnek enflasyon hedeflemesine sahip para politikası çerçevesi, hem enflasyon oranının hedeflenen orana yakın olmasını hem de kaynak kullanımının optimum seviyede olması anlamını içermektedir. Normal şartlar altında, esnek enflasyon hedeflemesine ait uygun politika araçları; politika faizi ve iletişim politikasıdır. Ancak kriz dönemlerinde, politika faizinin sıfır ya da sıfırın altında olduğu seviyelerde konvansiyonel olmayan araçların da kullanıldığı görülmüştür (Svensson, 2011: 40).

Finansal istikrar politikası ise, finansal istikrarın korunması ve desteklenmesi hedefine sahiptir. Finansal istikrar politikası için uygun araçlar, normal şartlar altında; denetim, düzenleme ve finansal istikrar raporları ile birlikte finansal istikrarı tehdit edebilecek herhangi bir gelişmeyi öngörülebilir kılan endekslerdir (Svensson, 2011: 40-41).

Bu bağlamda finansal istikrar ve para politikasının kavramsal olarak farklı olduğu ve dolayısıyla farklı hedefler ve araçlar içerdiği görülmektedir. Aynı zamanda

karar alma sıklıklarında da belirgin farklar vardır. Para politikasında kararlar, genellikle yılda altı ya da sekiz defa verilirken finansal istikrar politikalarında, kararlar yılda bir ya da iki defa verilir. Söz konusu araçlara gelince, geleneksel politika faizi aracı finansal istikrarı etkilemek için uygun bir araç değildir ve bu nedenle finansal istikrar hedefini para politikası içinde değerlendirmek pek anlamlı bir yol olmayacaktır. Ancak eğer merkez bankasına uygun denetim, düzenleme ve kriz yönetim araçları sağlanıyorsa finansal istikrar hedefini para politikası içinde değerlendirmek anlamlı olacaktır (Svensson, 2011: 40-42).

### **1.7. Makro İhtiyati Politikalar**

Makro ihtiyati denetim, yeni bir kavram olmamakla birlikte, 2008 krizine zemin hazırlayan firma düzeyinde denetim (mikro ihtiyati denetim) ortamının eleştirilmesi ile uluslararası finansal piyasaların korunması, düzenlenmesi ve denetlenmesi için daha etkili bir yaklaşım ihtiyacına cevap vermektedir (Pooran, 2009: 534). Genel bir ifade ile makro ihtiyati yaklaşım içeren bir finansal düzenleme, finansal sistemin bütününde oluşan bir şokun yol açtığı sosyal maliyetlerin önüne geçme çabası olarak nitelendirilebilir (Hanson. Kashyap ve Stein, 2011: 5).

Makro ihtiyati denetim, finansal sistemin tüm unsurlarını kapsayan ve finansal sistemin risklerinin analizine yönelik sistematik ve daha kapsamlı bir yaklaşım sunmaktadır. Makro ihtiyati bir yaklaşım, finansal istikrarı teşvik eden, finansal sistemdeki riskleri daha iyi gösteren ve finansal sistemdeki risklerin daha faydalı bir şekilde denetlenmesini sağlayan bir potansiyele sahiptir. Dolayısıyla 2008 krizine zemin hazırlayan bir düzenleme ortamını düzeltme ve uluslararası finansal piyasalarda benzer nitelikteki krizlerin tekrarlanmasını önleme imkanı da sunmaktadır (Pooran, 2009: 534-535).

Makro ihtiyati bir yaklaşımın finansal istikrarı teşvik etmedeki ve finansal sistemdeki rolünü kavramak için finansal kriz sırasında ve öncesinde mevcut olan mikro ihtiyati yaklaşımı ele almak faydalı olacaktır. Öncelikle mikro ihtiyati bir denetim, finansal sistem içindeki kurumların bireysel olarak sağlamlığına odaklanmaktadır. Bir finansal kurumun işlemlerini izler ve böylece kurumsal düzeyde oluşabilecek bir sıkıntıyı sınırlamak ister. Böyle bir yaklaşım ayrıca finansal kurumların bu şekilde denetlenmesinin ve denetimin kurumsal sağlamlıkla sınırlandırılmasının, finansal

istikrarı sağlamada güvenilir ve yeterli bir araç olduğunu varsayar. Finansal sisteme gelen şokların daha geniş görüşüne izin vermez (Pooran, 2009: 535). Ancak bireysel kurumların sisteme etkileri ne olursa olsun başarısızlıkları, finansal istikrarsızlık anlamına gelmez (Borio ve Drehman, 2009: 25).

**Tablo 1.3.** *Makro İhtiyati ve Mikro İhtiyati Yaklaşımın Karşılaştırılması*

	<b>Makro ihtiyati Yaklaşım</b>	<b>Mikro ihtiyati Yaklaşım</b>
<b>Yakın Hedef</b>	Finansal sistemin tümünde oluşabilecek riskleri sınırlama	Bireysel kurumlarda meydana gelebilecek riskleri sınırlama
<b>Nihai Hedef</b>	Finansal istikrarsızlığın yarattığı çıktı maliyetlerini sınırlamak	Tüketiciyi (yatırımcı/mevduat sahibi) korumak
<b>Risk Tanımları</b>	Kollektif davranışa dayalı (içsel)	Kurumların davranışlarından bağımsız (dışsal)
<b>Kurumlar Arası İlişkiler</b>	Önemli	Önemsiz
<b>İhtiyati Kontrollerin Ayarlanması</b>	Sistemin tümünde; yukarıdan aşağıya	Bireysel kurumların riskleri; aşağıdan yukarı

**Kaynak:** Borio (2003).

Tablo 1.3.'de makro ihtiyati ve mikro ihtiyati yaklaşımların farklı yanları ele alınmıştır. Sonuç olarak mikro ihtiyati denetim, bir finansal kurumun sistemdeki diğer finansal kurumlarla ilişkisine dair yeterli bilgi ve güvenilir göstergeler sağlamaz. Mikro ihtiyati bir yaklaşımın diğer bir dezavantajı da denetlenen bir finansal kurumun ekonomiyle veya finansal sistemin diğer bileşenleri ile ilişkisini geniş bir anlamda yansıtamamasıdır (Pooran, 2009: 535).

Makro ihtiyati politikalar, küresel finansal ortamdaki değişiklikler karşısında etkili bir politika tepkisi olarak görülebilir. Ancak makro ihtiyati politikaların hatlarına ilişkin görüşler, politika yapıcılarında büyük ölçüde değişebilir. IMF (Uluslararası Para Fonu) ve Finansal İstikrar Kurulu üç tanımlayıcı unsuru referans alarak makro ihtiyati politikaları tanımlamıştır (Lim, vd. 2011: 7):

- Amacı: Finansal sistemin işlevlerini yerine getirme aşamasında, oluşacak herhangi bir aksaklığı önlemek ve böylelikle bu aksaklıkların ekonomi üzerindeki negatif etkilerini en aza indirmektir.
- Analitik kapsamı: Finansal sistemin bileşenlerine tek tek odaklanmaktan ziyade finansal sistemin tümüne ve finansal sistem ile reel sektör arasındaki etkileşime odaklanmaktadır.
- Araçlar ve ilgili yönetim: Öncelikle sistematik riski hedef alan ve uyarlanabilir ihtiyati araçlar kullanılmaktadır. Makro ihtiyati çerçevenin parçası olmayan araçlar, çeşitli düzenlemelerle sistematik riski hedef alarak tasarlanabilir.

Makro ihtiyati politikalar dört geniş sistematik risk unsurunu hafifletme hedefine sahiptir (Lim, vd. 2011: 8):

- Kredi büyümesi ve varlık fiyatlarında oluşan balonların yarattığı riskleri sınırlamak
- Aşırı kaldıraç kullanımının yarattığı riskleri sınırlamak
- Sistemik likidite riskini sınırlamak
- Yabancı para cinsinden borç verme gibi büyük ve değişken sermaye akışlarına ilişkin riskleri sınırlamak

Gösterilen dört risk unsurunun sınırlanması ile öncelikle, sistematik şoklara karşı tamponlar oluşturularak şokların etkisinin azaltılması ve böylece finansal sistemin ekonomiye fon akışı sağlama işlevini devam ettirmesi beklenmektedir. Daha sonra kredi ve varlık fiyatları arasındaki konjonktürel hareketlerin sınırlanması ve yüksek kaldıraç kullanımının önüne geçilmesi ile oluşabilecek sistematik kırılmalıkların önüne geçilmesi beklenmektedir. Son olarak finansal sistem içindeki birbirine bağımlılıktan ortaya çıkabilecek kırılmalıkların önüne geçilmesi beklenmektedir (TCMB, 2004: 3).

Makro ihtiyati politikalar temelde finansal sistemde oluşabilecek sistematik riskin önüne geçmeyi hedeflemektedir. Ancak bu hedefin gerçekleşmesi için gereken enstrümanların hangileri olduğu konusunda fikir birliği bulunmamaktadır. Çünkü birçok politika aracı sistematik riski etkilemektedir. Ancak sistematik riski etkileyen her politika aracı makro ihtiyati bir enstrüman niteliği taşımayabilir. Diğer bir taraftan makro ihtiyati politika araçlarını temel olarak iki grup altında toplamak mümkündür. Bunlardan ilki, sistematik riskin zaman boyutunu (oluşabilecek risklerin zaman içinde birikmesi) ve kesit boyutunu (ortaya çıkan riskin o an içindeki etkisi ve sistem geneline yayılması) sınırlamak için tasarlanan araçlardır. Diğer gruptaki araçlar ise ilk olarak sistematik risk göz önüne alınarak tasarlanmamış, ancak daha sonra makro ihtiyati politika aracı olacak şekilde geliştirilebilecek araçlardır (Lim, vd. 2011: 22). Tablo 1.4.'te iki gruba ait makro ihtiyati politika araçları gösterilmiştir.

**Tablo 1.4. Makro İhtiyati Politika Araçları**

Araçlar	Risk Boyutu	
	Zaman Boyutu	Yatay Kesit Boyutu
<b>1. Grup: Sistemik riski sınırlamak için geliştirilmiş politika araçları</b>		
	<ul style="list-style-type: none"><li>• Konjonktür karşıtı sermaye tamponları</li><li>• Repo piyasası marjlarının döngü boyunca aldığı değer</li><li>• Çekirdek olmayan yükümlülüklerle ilişkin vergiler</li><li>• Sektörel risk ağırlıklarının konjonktürel değişimleri</li><li>• Zamanla değişen sistemik likidite ilaveleri</li></ul>	<ul style="list-style-type: none"><li>• Sistemik sermaye ilaveleri</li><li>• Sistemik likidite ilaveleri</li><li>• Çekirdek olmayan yükümlülüklerle ilişkin vergiler</li><li>• Aracı kuruluşlar tarafından gerçekleştirilmeyen işlemlerde daha yüksek sermaye ilaveleri</li></ul>
<b>Grup 2: Yeniden tasarlanabilir Araçlar</b>		
	<ul style="list-style-type: none"><li>• Kredi-değer oranı (LTI) ve borç-gelir oranı (DTI) tavanı</li><li>• Net döviz pozisyonuna ilişkin sınırlamalar</li><li>• Kredi – mevduat oranına ilişkin sınırlamalar</li><li>• Kredilere ve kredi büyümesine ilişkin sınırlamalar</li><li>• Dinamik karşılıklar</li><li>• Sermaye tamponları oluştururken “riske maruz değer” (VaR) ölçümleri</li><li>• Risk ağırlıklarının resesyon koşullarına göre yeniden şekillendirilmesi</li></ul>	<ul style="list-style-type: none"><li>• Finansal kurumların sistemik risk kaygılarını önlemeye yönelik faaliyetler</li><li>• Sistemik riske duyarlı mevduat sigortası risk primleri</li><li>• İzin verilen faaliyetlere ilişkin kısıtlamalar</li></ul>

**Kaynak:** Lim vd. (2011).

## İKİNCİ BÖLÜM: PARA POLİTİKASI

Ortodoks iktisada göre takas, uzmanlaşmanın önünü açarak ekonominin kendi kendine yeterliliğini ve verimliliğini arttırmıştır. Ardından talep edilen nesnelerin tesadüfi gerekliliğini ortadan kaldırmak ve takas işlemini gerçekleştirmek için değişim aracı olarak bir nesneyi kullanmanın etkinliği daha çok arttıracığı keşfedilmiştir. Böylece daha önce takasa dayanan piyasa mekanizmasının daha verimli çalışması sağlanmış ve para ortaya çıkmıştır. Paranın ve piyasaların gelişmesi takas işleminin gerçekleşmesi için harcanan zaman başına maliyeti düşürmüştür (Wray, 2012: 4-5).

17. yy.'da emtia para, kuyumcuların müşterilerine verdikleri makbuzların ekonomik işlemlerde kullanılması ile genişlemiştir. Kuyumcular bazı makbuzların dolaşımında olduğunu ve makbuzların temsil ettiği değerli madenlerin geri çekilmeyeceğini keşfetmiştir. Böylece kuyumcular ellerinde bulunan bu altın rezervlerini güvenilir bir şekilde borç verebilmişler ya da günümüz rezerv bankacılığının bir benzerini yaratacak şekilde borç olarak ek makbuzlar vermişlerdir. Bu şekilde kağıt para, emtia paranın yerini almaya başlamıştır (Wray, 2012: 4-5).

Bununla birlikte kuyumcular, diğer kuyumcularla takas yapmayı kolaylaştırmak ve mevduatların geri çekilmesine karşı rezerv olarak bir miktar maden tutmak zorunda olduklarından, verilen kağıt para miktarı, rezerv tutulan emtia miktarı tarafından yönetilmiş oluyordu. Böyle bir durumda, kuyumcuların birçoğu uzmanlaşmış ve günümüz mevduat bankacılığının temelleri oluşmuştur. Öte yandan bu primitif bankaların, devletin bastığı kağıt ya da emtia paraları rezerv olarak tutmasına izin verilmiştir. Bu durumda ise devletin bastığı para miktarındaki bir artış, borç verilen para miktarının artmasına neden olacaktır (Wray, 2012: 4-5).

Aşırı paranın yaratılmasını önlemek için devletler ya da merkez bankaları, para arzını kontrol etmişlerdir. Fazla para basılması, ekonomik birimlerin daha fazla harcama yapmasına ve dolayısıyla enflasyona neden olmaktadır. Sonuç olarak merkez bankalarının veya devletlerin para politikasının yönetilmesi adına ilk görevleri, enflasyonu kontrol altında tutmak amacıyla ortaya çıkmıştır (Wray, 2012: 4-5).

20. yy, parasal sistemin insanlık tarihi boyunca görülen en büyük değişiminin yaşandığı bir dönem olmuştur. Daha önceki dönemlerde, birkaç istisna dışında para, ya kıt malların fiziksel varlıkları ile temsil edilmiş ya da değerini altın veya gümüşten alan

kağıt paralardan oluşmuştur. Günümüz merkez bankalarının politikaları, paranın ve dünyanın evrimi ile belirlenmiştir. 20. yy.'da bugünkünden çok daha farklı görünen ekonomik çerçevede, altın para standardı hakim olmuştur. Böyle bir rejim altında merkez bankalarının politikaları, sahip oldukları altın rezervlerinin değişimi ile belirlenmiştir. Dolayısıyla merkez bankalarının politika çerçeveleri, ödemeler bilançosu ile sınırlandırılmıştır. 20. yy.'ın başlarında altın paritesine dayanan yerli para biriminin değerini, yabancı paralara karşı korumak, para politikasının yürütülmesi için tek uygun hedef olmuştur (Issing, 2010: 3-4).

Altın standardına dayanan para politikası rejimi, Birinci Dünya Savaşı'nın başlaması ile birlikte etkinliğini yitirmiştir. Savaşlar arası dönemde ise iki farklı politika rejimi belirgin olmuştur. Bunlardan ilki, altın para standardı rejimini geri kazanma istediğidir. Bu rejimin en büyük temsilcisi, savaş öncesinde dünyanın finans lideri olan ve bu konumunu savaş sonrasında tekrar kazanmak isteyen İngiltere'dir. İngiltere; para ticaret ve bütçe politikalarını sterlinin değer kazanması amacı ile yürütmüştür. Ancak sterlinin diğer paralar karşısında aşırı değer kazanması ve 1929'da yaşanan Büyük Buhran ile birlikte altın para standardının, yeni ekonomik çerçeveye uygun politika rejimi olmadığı görülmüştür. Birinci Dünya Savaşı sonrası ortaya çıkan diğer bir parasal rejim ise saf kağıt para standardı olmuştur. Altın standardını terk eden ilk ülke Almanya olmuştur. Ancak Almanya'da görülen hiperenflasyon, pür kağıt para sisteminin çökmesine yol açmıştır (Issing, 2010: 3-4).

Savaşlar arası dönemde yaşanan Büyük Buhran, para politikasının ekonomik faaliyetleri etkileme kabiliyeti hakkındaki görüşleri önemli ölçüde etkilemiştir. Amerika merkez bankasının 1929'da yaşanan resesyonu önleyememesi, para politikasının deflasyonist bir ortamda etkisiz olduğunu ve resesyon durumunda sıkı para politikasının daha kötü sonuçlara yol açtığını göstermiştir (Cargill, 2001:116-118).

İkinci Dünya Savaşı'ndan 1960'ların ortasına kadar olan dönemde Keynes'in politika önerileri kabul görerek uygulanmıştır. Ancak 1960'ların ortasından 1970'lerin sonuna kadar olan dönemde, yüksek işsizlikle birlikte yüksek enflasyonun görülmesi, yaşanan petrol krizleri; merkez bankalarının para politikalarını nasıl yönetmeleri gerektiği sorularını tekrar gündeme getirmiştir. Modigliani, paranın bir önemi olmadığını ancak merkez bankalarının politikalarını nasıl yönettiğinin önemi olduğunu vurgulamıştır. Bu doğrultuda, birçok merkez bankası, enflasyon ve işsizlik arasında bir

ödünleşim olduğu varsayımını ve politika gecikmelerini dikkate alarak aktivist bir para politikası oluşturup ekonomiyi etkilemişlerdir (Cargill,2001:116-118).

Merkez bankalarının, Modigliani'nin savunduğu hedeflere ulaşma kabiliyeti, 1980'lerin sonuna doğru şüphe uyandırmaya başlamıştır. 1980'lerde birçok sanayi ülkesinin yaşadığı yüksek enflasyon ve buna bağlı olarak finansal sistemde ve reel ekonomide yaşanan aksaklıklar, aktivist para politikasının bir sonucu olarak görülmüştür. Dolayısıyla para politikasının, reel üretimde yalnızca kısa dönemli ve geçici etkilere sahip olduğu ve ekonominin fiili performansını değiştirme çabasının yalnızca enflasyonla sonuçlandığı konusunda geniş bir uzlaşa sağlanmıştır. Uzun ve değişken politika gecikmeleri, enflasyon ve istihdam arasında kalıcı bir ödünleşimin olmayışı ve para politikasının zaman tutarsızlığı problemlerinin tanınması, para politikasının temel hedefinin kısa vadeli ekonomik istikrar değil, uzun vadeli fiyat istikrarı olması gerektiği sonucunu göstermiştir (Cargill, 2001: 116-118).

1980'lerin ortasından günümüze değin, uzun vadeli fiyat istikrarına en çok katkı sağlayacak merkez bankası politika tasarımına ilişkin çalışmalar artış göstermiştir. Aynı zamanda bu dönemde merkez bankası bağımsızlığı ile fiyat istikrarı arasında anlamlı istatistiksel ilişkinin bulunduğunu öne süren ampirik çalışmaların arttığı da gözlemlenmiştir (Cargill, 2001: 116-118).

## **2.1. Para Politikası Yaklaşımları**

### **2.1.1. Klasik Modelde Para Politikası**

Klasik modelin özellikleri, parasal teorinin merkezini oluşturmaktadır. 1790 ve 1936 yıllarını kapsayan dönemin hakim iktisadi düşüncesi olan klasik iktisat, aynı zamanda parasal iktisadın başladığı bir düşüncedir (Lewis ve Mizen: 2000:51-62).

Klasik iktisadın özelliği, reel ve nominal değişkenleri ayırmasıdır. Klasiklere göre para, uzun dönemde; üretim ve istihdam gibi reel değişkenlerin belirlenmesinde yansızdır. Klasik iktisatçılar, sistemdeki nominal değişkenlerin belirlenmesini açıklamak için paranın miktar teorisini ortaya sürmüşlerdir. Miktar teorisinin son derece önemli iki versiyonu bulunmaktadır. Bunlardan ilki, Cambridge nakit dengesi yaklaşımı iken diğeri Fisher eşitliği olarak adlandırılmaktadır (Snowdon ve Vane, 2005: 50-53).

Fisher eşitliği, denklem (2.1)'de, Cambridge yaklaşımı ise denklem (2.2)'de gösterilmiştir.

$$M \times V = P \times T \quad (2.1)$$

Denklem (2.1)'e göre  $M$ , dolaşımdaki parayı;  $V$ , paranın dolaşım hızını;  $P$ , fiyat düzeyini;  $T$  ise ekonomideki işlem hacmini göstermektedir. Klasik miktar teorisine göre, tüm işlemlerin değeri, o işlemlere ödeme yapmak için kullanılan para miktarına eşittir. Aynı zamanda ekonomideki mal miktarını ve bu malların tekrar satılma sayısını sabit kabul edersek; paranın değeri, paranın miktarına eşit olacaktır (Lewis ve Mizen, 2000: 51-62).

Cambridge yaklaşımında ise Fisher eşitliğinde küçük bir değişim yapılmaktadır:

$$M \times k = P \times Y \quad (2.2)$$

Denklemden  $k = (1/V)$  olarak tanımlanmakta,  $Y$  ise denklem (2.1)'deki  $T$  değişkeninden farklı olarak yalnızca milli hasılanın hesabına giren işlemleri tanımlamaktadır. Cambridge yaklaşımında da paranın dolaşım hızı ve milli gelir kısa dönemde sabit varsayıldığından; her iki yaklaşıma göre para arzındaki bir artış yalnızca fiyat artışları ile sonuçlanacaktır (Yıldırım, 2014: 132-134).

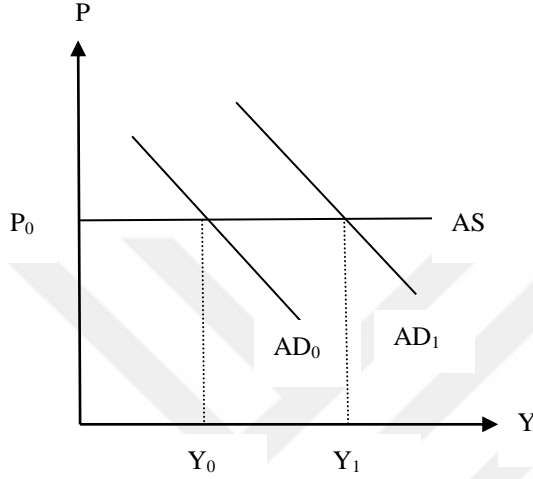
### 2.1.2. Keynesyen Para Politikası

Keynes, klasik modelin hem Say Yasası hem de emek piyasasına ilişkin önermelerini reddetmektedir. Dolayısıyla Keynes, reel çıktının tam istihdam düzeyinde önceden belirlendiği çıkarımının da özel bir durum olduğunu varsaymaktadır. Bu doğrultuda Keynes'e göre toplam arz eğrisinin sonsuz esnek olması durumunda; para arzındaki artışlar, efektif talebi arttıracak ve böylece ekonomi tam istihdam seviyesine ulaşana dek fiyat düzeyine etki etmeden çıktı ve istihdamın artmasına neden olacaktır (Şekil.2.1) (Snowdon ve Vane, 2005: 68-70).

Diğer taraftan Keynes, para arzındaki bir değişikliğin efektif talep üzerinde yarattığı değişim arasındaki bağlantının; faiz oranları, yatırım ve çarpanın büyüklüğü üzerindeki etkisi gibi dolaylı olacağını öngörmektedir. Ayrıca Keynes'in likidite tercihi teorisinde, para talebinin öngörülemez şekilde değişebileceği önermesi, paranın dolaşım hızının da değişebileceğini ima etmektedir. Dolayısıyla Keynes'e göre para

arzındaki değişimler, paranın dolaşım hızının değişimleri ile telafi edilebilmektedir. Buna göre miktar denklemindeki  $Y$  ve  $V$  sabit kabul edilmiyorsa, para arzındaki bir değişim,  $P$ ,  $V$  ya da  $Y$ 'nin değişebileceği ve paranın yansız olmadığı anlamına gelmektedir (Snowdon ve Vane, 2005: 68-70).

**Şekil.2.1.** Keynesyen Görüşte Genişlemeci Para Politikasının Etkisi



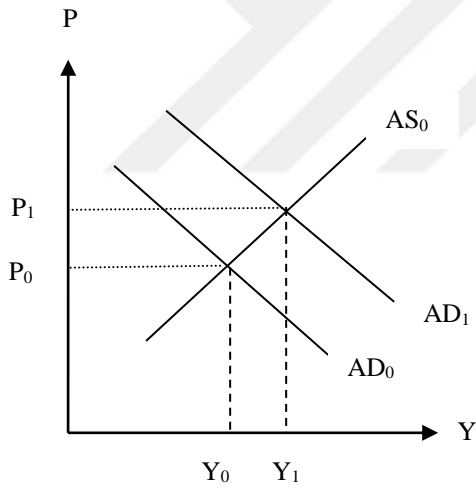
### 2.1.3. Monetarist Para Politikası

İkinci Dünya Savaşı'ndan 1960'ların ortalarına kadar, Hicks-Hansen IS-LM modeli ile özdeşleştirilen Keynesyen iktisat, hem teorik olarak hem de politika yapımı açısından baskın bir kuram olmuştur. Serbest piyasa ekonomisinin doğası gereği dengesiz olduğu ve ekonominin uzun bir süre eksik istihdam dengesinde kalabileceğini iddia eden Keynesyen teori, para balanslarında ve nominal gelirdeki dalgalanmaların ana nedeninin tüketim, yatırım gibi reel değişkenlerdeki dalgalanmalar olduğunu vurgulamıştır (Snowdon ve Vane, 2005: 163). Monetaristler 1960'ların sonuna doğru geliştirdikleri teorik çatıda, para arzındaki değişimlerin, reel değişkenleri kısa dönemde etkileyeceğini ileri sürmüştür (Yay, 2001: 8-9).

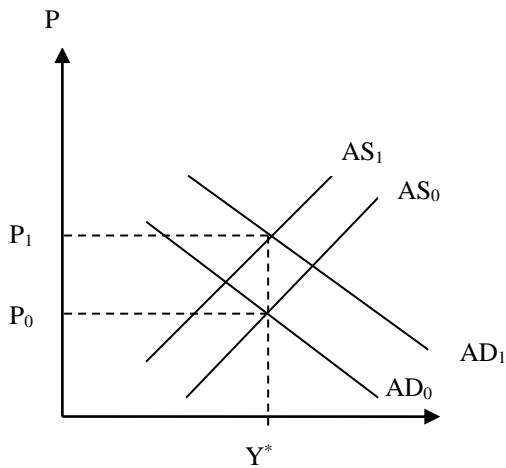
Moneterizmde para arzının reel değişkenleri kısa dönemde etkileme mekanizması, monetarist iktisatçıların geliştirdikleri Adaptif Bekleyişler Hipotezi, Sürekli Gelir Hipotezi, Doğal İşsizlik Oranı Hipotezi ile birlikte çalışmaktadır. Bu doğrultuda para stokunda beklenmedik bir artış yaşandığında, ekonomik birimlerin ellerinde tutmak isteyecekleri para miktarı artmaktadır. Elleri tuttukları para miktarı artan birimler, portföylerini dengeleme eğiliminde olmaktadır. Bunun için önce riski az, sabit getirili (tahvil, mevduat gibi) varlıklara yönelirler; bu da tahvil fiyatlarını artırır ve

dolayısıyla tahvilin getirisini düşürür. Bunun sonucunda ise ekonomik birimler getirileri düşen tahvillerin yerine hisse senetlerini, reel aktifleri ve dayanıklı tüketim mallarını ikame etmektedirler. Böylece likit olmayan varlıklar edinmek ve tüketim yapmak, ekonomik birimler için cazip hale gelmektedir. Bu şekilde talepteki artışın yarattığı fiyat artışları, firmaların kar beklentisini arttırdığından yatırım harcamaları da artma eğiliminde olmaktadır. Yatırımların artması, kısa dönemde, emek talebini ve üretim miktarını artırmaktadır. Uzun döneme gelindiğinde ise para arzının para talebine eşitlendiği durumda, işçiler reel ücretlerinin düştüğünü görecektir ve emek arzlarını kısıcaklardır. Bu durumda kısa dönem arz eğrisi sola doğru kayacak ve işsizlik ve gelir eski düzeyine dönecektir. Sonuç olarak kısa dönemde fiyatlar ve reel gelir artmakta iken uzun dönemde reel gelir eski düzeyine dönecek artan yalnızca fiyatlar olacaktır. Bu durum aşağıda Şekil.2.2 ve Şekil.2.3'te gösterilmiştir (Yay, 2001: 8-9).

**Şekil 2.2.** Para Stokundaki Artışın Kısa Dönem Etkisi



**Şekil 2.3.** Para Stokundaki Artışın Uzun Dönem Etkisi

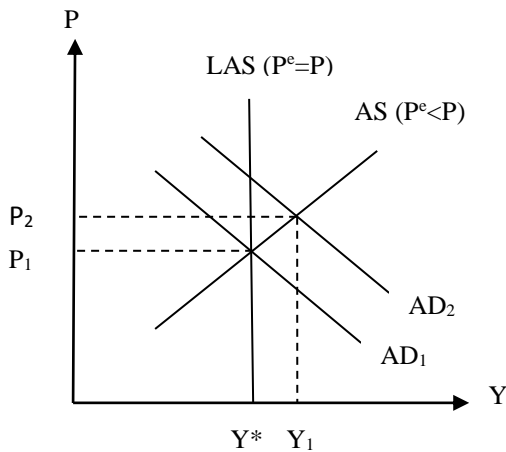


#### 2.1.4. Yeni Klasik İktisatta Para Politikası

Yeni Klasik görüşün önermelerinin temelinde rasyonel beklendişler hipotezi yatmaktadır. Rasyonel beklentiler hipotezinden önce monetaristlerin ortaya koyduğu adaptif beklendişler hipotezi kabul görmüştür. Adaptif beklendişler hipotezine göre; bireyler, gelecekle ilgili beklentilerini geçmişte yaşanan olaylardan ders çıkararak oluşturmaktadır. Ancak rasyonel beklendişlere göre; bireyler geleceğe ilişkin görüşlerini mevcut tüm bilgileri kullanarak en iyi tahmini yapacak şekilde oluşturmaktadır. Buna ek olarak; Yeni Klasikler, piyasaların sürekli dengeye yöneleceğini savunan Walrasgil denge hipotezini modellerine dahil ederek ekonomik birimlerin, arz ve talep kararlarını reel değişkenlerin bir fonksiyonu olarak ele aldığını ve nispi fiyat değişimlerini en iyi şekilde tahmin ettiklerini ileri sürmüşlerdir. Dolayısıyla Yeni Klasikler'e göre fiyatlar ve ücretler tam esnektir (Parasız, 2009: 567-568).

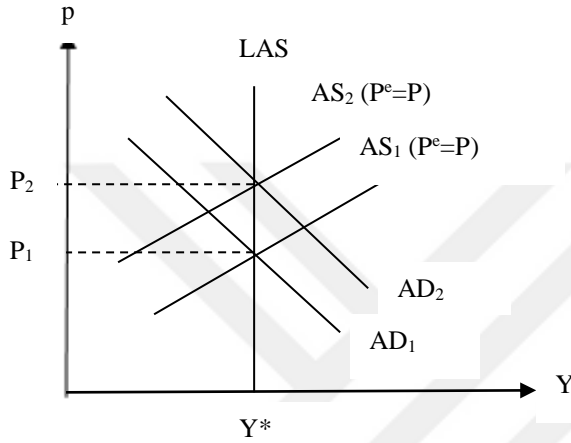
Yeni klasik modelde para arzındaki değişimlerin kısa dönemli etkisi beklentilerin gerçekleşip gerçekleşmemesine bağlı olmaktadır. Buna göre para arzındaki beklenmedik bir artış kısa dönemde toplam talebi arttıracaktır. Uygulanan genişlemeci para politikası, ekonomik birimler tarafından beklenmediği için kısa dönem arz eğrisi bir süre sabit kalmaktadır ve bu da toplam üretim ve istihdamın doğal seviyenin üstüne çıkması ile sonuçlanmaktadır. Rasyonel beklentilere sahip ekonomik birimler, genişletici politikaların fiyat artışları ile sonuçlandığını öngöreceklelerinden, reel ücretlerinin aynı kalması için daha yüksek ücret talep edecekler ve sonuç olarak ekonomi, doğal üretim ve istihdam düzeyine geri dönecek, genişlemeci para politikası yalnızca fiyat artışı ile sonuçlanacaktır. Bu durum Şekil 2.4'te gösterilmiştir (Parasız, 2009: 567-568).

**Şekil 2.4.** Para Arzındaki Beklenmedik Bir Artışın Etkisi



Öte yandan Yeni Klasik modelde para arzındaki artış beklenmekte ise kısa dönemde dahi üretim artışı olmayacaktır. Çünkü ekonomik birimler politika uygulanır uygulanmaz reel ücretlerinin değişmemesi için nominal ücret artışı talep edeceklerdir. Bu durumda ise ekonomide kısa dönemde dahi istihdam ve üretim artışı olmadan yalnızca fiyat seviyesi artacaktır. Sonuç olarak Yeni Klasik iktisatta para politikası etkisizdir. Bu durum Şekil 2.5'te gösterilmiştir (Parasız, 2009: 567-568).

**Şekil.2.5. Para Arzındaki Beklenen Bir Artışın Etkisi**



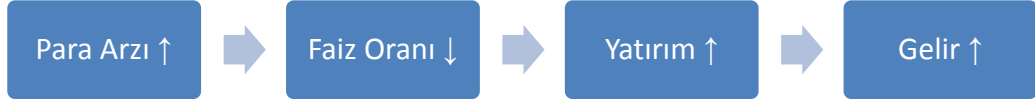
## 2.2. Parasal Aktarım Mekanizması

Merkez bankalarının politika hedeflerine ulaşabilmeleri için etkin politika araçları seçmeleri gerekmektedir. Politika araçlarının doğru seçilmesi, politika uygulamalarının ve bu esnada kullanılacak araçların ekonomi üzerindeki etkilerinin hangi kanallar vasıtasıyla ve ne kadar sürede gerçekleşeceği konusunda doğru değerlendirmelere sahip olunmasını gerektirmektedir. Parasal aktarım mekanizması, merkez bankalarının hedeflerine ulaşmak için kullandıkları değişkenlerin hedeflerini hangi kanallar aracılığı ile ve ne ölçüde etkilediğini ifade etmektedir (TCMB, 2013:2).

Parasal aktarım mekanizması genel olarak üç aşama ile açıklanmaktadır. İlk olarak, para politikasındaki değişikliklerin; faiz oranları, varlık fiyatları, beklentiler ve döviz kuru değişkenlerine aktarımı belirlenmektedir. Daha sonra söz konusu değişkenler, yurtiçi ve ithal mallara olan talebi belirlemekte ve son olarak toplam talep ve yurtiçi fiyatlandırma davranışları belirlenmektedir. Ayrıca, faiz oranlarının enflasyon oranları üzerinde, döviz kurunun ise ithal mallara olan talep üzerinde doğrudan etkisi bulunmaktadır (TCMB, 2013: 2).

### 2.2.1.Faiz Oranı Kanalı

Keynesyen IS-LM modeline dayanan faiz oranı kanalı görüşüne göre para arzındaki bir değişme, sermayenin maliyeti olan faizleri etkilemekte, faizlerdeki değişme ise yatırım harcamaları ve toplam talebi uyararak çıktıda bir değişikliğe yol açmaktadır (Mishkin, 1995: 5). Bu durum aşağıda şematik olarak gösterilmiştir:



Her ne kadar Keynes faiz oranı kanalının firmaların yatırım harcamaları vasıtasıyla çalıştığını ileri sürse de yapılan çalışmalar faiz oranı kanalının tüketim harcamaları vasıtası ile de çalıştığını göstermektedir (Miskhin, 1995:5).

Faiz oranı kanalının önemli bir özelliği, tüketicilerin ve firmaların harcama kararlarının nominal faiz oranlarından ziyade reel faiz oranları tarafından etkilendiğini vurgulamasıdır. Nitekim harcamalar üzerinde, kısa vadeli nominal faizlerin yanı sıra uzun vadeli reel faizlerin etkisi daha büyüktür (Miskin, 1995: 6).

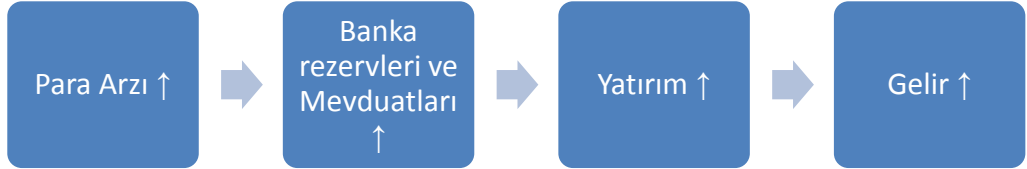
Taylor (1995) yapmış olduğu çalışmada faiz oranı kanalının harcamalar üzerinde önemli etkisinin olduğunu ampirik olarak ispatlamıştır. Çalışmada yapmış olduğu varsayımlar ve çalışmanın yöntemi ciddi eleştiriler almıştır. Daha sonra Bernanke ve Gertler (1995) faiz oranı kanalının sermaye maliyeti üzerinden harcamaları uyardığını ampirik olarak ispatlayarak faiz oranı kanalının işlerliğine tekrar vurgu yapmışlardır.

### 2.2.2 Kredi Kanalı

Faiz oranlarının harcamalar üzerindeki etkisinin açıklanmasında geleneksel teorilerin yetersizliği, finansal piyasalardaki asimetrik bilgilerin varlığını vurgulayan yeni bir aktarım mekanizması görüşüne yol açmıştır (Kashyap ve Stein, 2000). Kredi piyasalarında asimetrik bilgi probleminin olması sonucu ortaya çıkan, kredi kanalı ve bilanço kanalı olarak isimlendirilen iki temel aktarım kanalı vardır (Mishkin, 1995: 8-9).

Kredi kanalı, bankaların piyasalar hakkında yapıları gereği daha fazla bilgiye sahip olmanın verdiği avantajla kredi piyasalarındaki asimetrik bilgi problemini

çözmede kilit bir rol oynadığına vurgu yapmaktadır. Bu varsayım altında, genişletici bir para politikası, bankaların rezervlerini ve mevduatlarını arttıracaktır. Bu durumda asimetric bilgi sorununu sınırlayan bankaların artan rezervleri ve mevduatları, bankaların daha fazla kredi yaratabilmelerine olanak sağlayacaktır (Bernanke ve Gertler,1995: 36). Aşağıda bu durum şematik olarak ifade edilmiştir:



Kredi kanalı görüşünde para politikası şoklarının, kredi piyasalarına nispeten daha az ihtiyaç duyan ve hisse senedi, bono piyasalarından da borçlanabilen büyük ölçekli firmalardan ziyade kredi piyasalarına daha bağımlı olan ve diğer piyasalardan borçlanma olanakları sınırlı olan orta ve küçük ölçekli firmalar üzerinde daha etkili olduğu vurgulanmaktadır (Mishkin, 1995: 9).

### 2.2.3. Varlık Fiyatları Kanalı

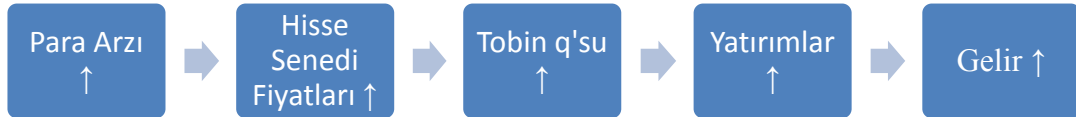
Keynesyen iktisatçılar, parasal aktarım mekanizması ile ilgili çalışmalarında yalnızca tahvil faizini dikkate almaktadırlar. Ancak monetarist iktisatçılara göre bir para politikası yalnızca tahvil fiyatını değil aynı zamanda diğer tüm varlıkların fiyatını etkilemektedir. Dolayısıyla varlık fiyatı kanalı, parasal değişikliklerin piyasadaki yerli ve yabancı tüm varlıkların beklenen ve fiili fiyatlarını değiştirerek reel ekonomiyi etkileyeceğini söyleyen monetarist görüşe dayanır (Meltzer, 1995: 51).

Literatürde varlık fiyatını içeren iki tip parasal aktarım kanalından bahsedilebilir. Bunlar hisse senedi fiyatları kanalı ile konut ve arazi fiyatları kanalıdır.

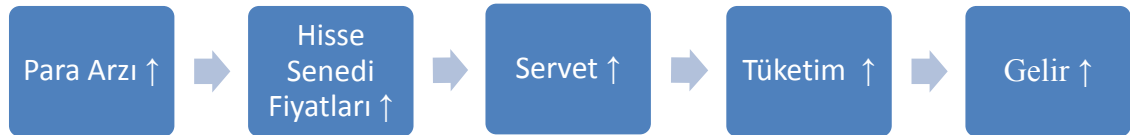
#### 2.2.3.1. Hisse Senedi Kanalı

Hisse senedi kanalı Tobin'in q Teoremine dayanır. Burada "q" katsayısı firmanın ihraç ettiği finansal enstrümanların piyasa değerinin, sermaye yenileme maliyetine oranını temsil etmektedir (Tobin, 1963: 410). Dolayısıyla "q" katsayısının yüksek olması yani firma tarafından ihraç edilen hisse senedinin piyasa değerinin firmanın yapacağı sermaye yatırımlarından daha yüksek olması, firmaların daha az hisse

senedi ihraç ederek sabit sermaye yatırımlarını arttırabilmesi anlamını taşımaktadır. Bu durumda merkez bankası faiz oranını düşürdüğünde, tahvil fiyatları yükseldiğinden yatırımcılar taleplerini firmanın hisse senetlerine yöneltecek bu da hisse senetlerinin fiyatını yükseltecektir. Firmanın hisse senetlerinin fiyatının artması, firmanın piyasa değerini sermaye maliyetine oranla arttıracığından, firmanın yatırım harcamaları artacaktır. Bu durum aşağıda şematik olarak ifade edilmiştir (Mishkin, 1995: 6):



Parasal aktarımın hisse senedi yoluyla aktarımının diğer bir yorumu ise Franco Modigliani'nin "*Sürekli Gelir Hipotezi*" temel alınarak yapılmıştır. Bu modelde tüketim harcamalarının, tüketicilerin tüm yaşamı boyunca elde ettikleri reel sermaye, beşeri sermaye ve finansal servetleri tarafından belirleneceği ileri sürülmüştür. Bu durumda finansal servetin en önemli belirleyicilerinden hisse senetlerinin fiyatının yükselmesi tüketicinin tüketim harcamalarını arttıracaktır. Genişletici para politikasının hisse senedi fiyatları ve servet düzeyi üzerindeki etkisi aşağıda şematik olarak ifade edilmiştir (Mishkin, 1996: 5):



### 2.2.3.2. Konut ve Arazi Fiyatları Kanalı

Tobin "q" teorisi ile servet etkisi kanalı finansal olmayan varlıklar için de uygulanabilir. Servetin önemli bir unsuru olan gayrimenkul sektörü ayrı bir aktarım kanalı olarak ele alınabilir (Akkılıç, 2007: 15).

Genişletici para politikası faiz oranlarının düşmesine neden olur. Düşen faiz oranları konut ve arazi fiyatlarının yenileme maliyetine göre yükselmesine neden olur. Bu durum Tobin'in "q" sunun artmasına neden olacak ve bireyin kişisel serveti

artacaktır. Servetin artması tüketim harcamalarının artmasına neden olacaktır (Mishkin, 1996: 8).

#### **2.2.4. Döviz Kuru Kanalı**

Döviz kuru kanalı, kurların ekonomi üzerindeki etkisinin hem toplam talep hem de toplam arz açısından yarattığı etkiyi açıklamaktadır (Horvart ve Maino, 2006: 4). Genişletici bir para politikası sonucu yurtiçi faiz oranları düşecek ve portföy yatırımcıları için o ülkede yatırım yapmak daha az karlı hale gelecektir. Bu da ülkeden sermaye çıkışına neden olacaktır. Bunun sonucunda ise ulusal paranın değeri düşecek ve yurtiçinde üretilen malların değeri yabancı mallardan daha ucuz olacaktır. Yaşanan bu gelişmeler net ihracatı ve toplam talebi değiştirecektir.

Sermaye çıkışları ile döviz kurunun yükselmesi, ithal malların fiyatlarını ulusal para cinsinden arttıracak ve enflasyonun doğrudan artmasına da sebep olabilecektir. Ayrıca ithal malların fiyatlarının yükselmesi toplam arzın azalmasına da sebep olabilecektir. Bu durumlar göz önüne alındığında döviz kuru kanalının; ülkenin dışa açıklık, dışa bağımlılık ve tüketim alışkanlıkları gibi faktörler karşısında işlerliğinin değişeceğini söylemek mümkündür (TCMB, 2013: 7).

#### **2.2.5. Beklentiler Kanalı**

Beklentiler kanalı, ekonomik birimlerin, ekonomik şartlarda yaşanmasını beklediği değişimler aracılığı ile çalışan bir aktarım kanalıdır. Merkez bankasının şeffaflık ilkesi doğrultusunda gelecekte uygulayacağı politikaları açıklamasının piyasalar üzerinde hedeflediği etkiyi yaratabilmesi için, ekonomik birimlerin bankanın uygulayacağı politikaların başarıya ulaşacağına inanması gerekmektedir. Bir başka deyişle merkez bankasının yaptığı açıklamalara bağlı kalacağı yönünde güven tesis etmesi büyük önem taşımaktadır. Güvenilir ve şeffaf merkez bankaları ekonomik birimlerin beklentilerini yönlendirebilme yetisine de sahip olmaktadır (TCMB, 2013: 7).

### **2.3. Para Politikasının Amaçları ve Stratejileri**

Uzun dönemde ekonomik istikrarın sağlanmasında ve yüksek istihdam seviyelerine ulaşmada, ekonominin doğasında olan otomatik mekanizmaların varlığı uzun dönemler boyunca kabul edilmiştir. Ancak yaşanan krizler, bu mekanizmaların zayıflayabileceğini ve istikrarlı bir ekonomik büyümenin sağlanması için etkin

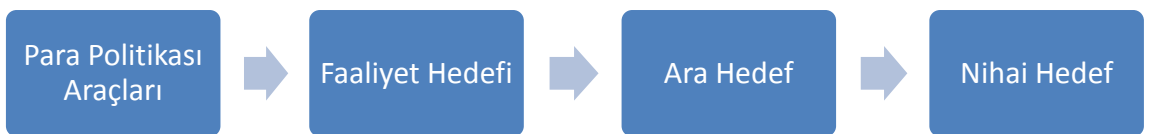
yönetilen hükümet politikalarına ihtiyaç duyulabileceğini göstermiştir. Merkez bankaları da para arzı ve faiz oranları üzerindeki güçlü etkileri ile aşağıdaki amaçların her birini etkileme gücüne sahiptir (Rose, 1983: 484-485):

- Fiyat İstikrarının Sağlanması
- Sürdürülebilir Bir Ekonomik Büyüme
- Tam İstihdamın Sağlanması
- Ödemeler Bilançosu Dengesinin Sağlanması
- Finansal İstikrarın Sağlanması

Ancak tüm bu hedeflerin eşzamanlı olarak başarılması çoğu zaman mümkün değildir. Bunun önemli bir nedeni bazı amaçların birbiri ile çatışmasıdır. Örneğin merkez bankalarının, fiyat istikrarının sağlanmasına yönelik olarak izleyeceği politikalar (daha yüksek faiz oranı gibi), ekonomik büyümenin yavaşlamasına ve işsizlik oranlarının artmasına neden olabilmektedir. Bu yüzden merkez bankaları hedef seçerken birçok hedef arasında ödünleşim yapmak durumundadır (Rose, 1983: 484-485).

Ayrıca para politikası eylemlerinin, hedefler üzerinde yarattığı etkinin geçici ve dolaylı olması, merkez bankalarının nihai hedeflerinin başarabilmek amacıyla kullanacakları para politikası araçları ile nihai hedefleri arasında faaliyet hedefi ve ara hedef koymalarına yol açmaktadır (Şekil.2.6). Çünkü para politikası araçlarının nihai hedeflerle doğrudan ilişkisi bulunmazken, ara hedefler ve faaliyet hedefleri ile arasında doğrudan bir ilişki söz konusudur. Dolayısıyla merkez bankalarının, ara hedefler koyarak nihai hedefleri başarabilme olasılıkları daha yüksek olmaktadır (Aktan, 1998: 35).

**Şekil 2.6.** *Hedef Seçimi*



İşsizlik ile enflasyon arasında uzun dönemli bir ödünleşim ilişkisinin olmaması ve uzun dönemde fiyat istikrarının belirsizlikleri ortadan kaldırarak beklentileri olumlu şekilde etkilemesi, fiyat istikrarının uzun dönemde ekonomik büyüme, tam istihdam gibi amaçlarla çelişmediği konusunda fikir birliğine varılmasını sağlamıştır. (Fisher, 1996: 34-37). Günümüzde merkez bankalarının nihai hedefinin fiyat istikrarı olması gerektiği konusunda da geniş uzlaşa sağlanmıştır (Benigno ve Benigno, 2003: 734).

Fiyat istikrarı hedefi, ekonomideki fiyat seviyesinin arzulanır bir şekilde olmasını ima etmekte ve dolayısıyla enflasyon ve deflasyondan kaçınma anlamına gelmektedir. Fiyat istikrarının ekonomik faaliyetlere ve istihdama katkısı çeşitli yollarla olmaktadır (ECB, 2011: 55).

İlk olarak fiyat istikrarı, ekonomik birimlerin nispi fiyat değişimlerini genel fiyat seviyesindeki değişikliklerden ayırmasını kolaylaştırmaktadır. İkincisi; borç verenler, gelecekte fiyatların sabit kalacağından emin olabilirlerse, uzun vadede nominal varlıkları tutmakla ilgili riskleri telafi etmek için ekstradan risk primi talep etmeyeceklerdir. Üçüncü olarak, fiyat istikrarının sürdürüldüğü bir ortamda ekonomik birimler, enflasyona karşı korunma sağlamak için kaynakları verimli alanlardan ayırma eğilimlerini azaltacaklardır. Kaynakların verimli alanlardan ayrılmasına örnek olarak, yüksek enflasyonun olduğu ortamda malların stoklanması, gösterilebilir. Fiyat istikrarının diğer bir faydası, fiyatların öngörülemez şekilde değiştiği enflasyonist ya da deflasyonist ortamlarda ortaya çıkan servet ve gelirin çarpık bir şekilde yeniden dağılmasının önüne geçmesidir. Son olarak varlık fiyatlarında balonlar oluşması, bankacılık sektörü bilançosunda bozukluklara yol açabilmekte ve ekonomik birimlerin servetlerini azaltabilmektedir. Buna karşılık fiyat istikrarının sürdürülmesi, varlık fiyatlarının hem enflasyonist hem de deflasyonist şoklardan korunmasını sağlamaktadır (ECB, 2011: 55-56).

Fiyat istikrarı amacının sağlanması için izlenebilecek para politikası stratejileri; parasal hedefleme, döviz kuru hedeflemesi, enflasyon hedeflemesi olarak sıralanabilir.

### **2.3.1. Parasal Hedefleme Stratejisi**

Parasal hedefleme stratejisinde; merkez bankaları, kontrol ettikleri belirli parasal büyüklüklerin (M1, M2, M3 gibi) büyüme oranlarını etkileyerek enflasyonu kontrol altında tutmaya çalışmaktadırlar (Güney, 2006: 31-33). Bu doğrultuda fiyat seviyesi ile ilişkisi en kuvvetli olan parasal büyüklük, ara hedef olarak seçilmektedir. Seçilen parasal büyüklük hedefinin başarılması ile birlikte nihai hedefin başarılması beklenmektedir (Özatay, 2018: 370).

Parasal hedefleme stratejisi ile hem para politikasının zaman tutarsızlığı problemi çözülerek hem de düzenli olarak yayımlanan raporlarla birlikte ekonomik birimlerin enflasyon beklentilerinin rasyonel bir şekilde ayarlanmasına yardımcı olarak istikrarlı bir fiyat seviyesine ulaşmak amaçlanmaktadır. Aynı zamanda parasal hedefleme, yurtiçinde yaşanan gelişmelere bağlı olarak para politikasının ayarlanmasına olanak tanımaktadır (Mishkin, 1997: 19-20).

Ancak parasal hedefleme stratejisinin kontrol edilebilirliği seçilen para arzının büyüklüğüne bağlı olarak değişecektir. Örneğin M1 parasal büyüklüğünü kontrol etmek M2 parasal büyüklüğünü kontrol etmeye göre daha kolay olacaktır. Diğer taraftan parasal büyüklüklerin daralması ile birlikte bu parasal büyüklüklerin enflasyon ile ilişkisi de zayıflamaktadır. Buna ek olarak parasal hedeflemenin ana sorunlarından bir diğeri ise parasal büyüklüklerin enflasyon ile doğrudan ilişkisinin bulunmamasıdır. Bu sorun temelde Friedman'ın ortaya koyduğu, para arzı ve enflasyon arasındaki uzun ve değişken gecikme problemi nedeniyle ortaya çıkmaktadır. Finansal yeniliklerin artması ve finansal piyasaların küreselleşmesi ile birlikte bu problem daha da ciddi bir hal almıştır (Cukierman, 1996: 5-6).

### **2.3.2. Döviz Kuru Hedefleme Stratejisi**

Fiyat istikrarının sağlanması adına yaygın olarak kullanılan bir diğer strateji ise enflasyon oranı yüksek ülkenin para birimini, enflasyon oranı düşük olan diğer bir ülkenin para birimine çapalamaktır. (Mishkin, 1997: 11-19). Katı bir sabit kurdan yarı esnek sabit kur uygulamasına kadar farklı uygulamalara sahip olan (Bkz. Edwards ve Savastano, 1999: 7-8) döviz kuru hedeflemesi, döviz kurunun fiyat seviyesi ile güçlü ilişkisi olan gelişmekte olan ekonomilerde yaygın bir şekilde uygulanmıştır (Cukierman, 1996: 5-6). Döviz kuru hedefleme stratejisi temelde, ara hedef olarak

enflasyon oranı düşük bir ülkenin nominal döviz kurunun seçilmesini ve merkez bankalarının yerli para birimini hedef olarak seçilen yabancı para birimi karşısında belirli aralıklarla revalüe ya da devalüe ederek fiyat seviyesine etki etmesini amaçlamaktadır (Mishkin, 1997: 11-19).

Döviz kuru hedeflemesinin avantajlarından bir tanesi, kısa dönemde istihdam ve büyümeyi arttırmaya yönelik uygulanan genişlemeci politikaların yol açtığı zaman tutarsızlığı problemini çözmede nominal bir çıpa sağlamasıdır. Döviz kuru hedeflemesinin diğer bir avantajı da nominal kurun açık ve şeffaf bir hedef olması sebebi ile para politikalarının da anlaşılır olmasını sağlamasıdır (Mishkin, 1997: 11-19).

Döviz kuru hedeflemesinin avantajları olduğu kadar birtakım dezavantajları da bulunmaktadır. Bunlardan ilki, çıpalama yapan ülkenin para politikasının bağımsızlığını kaybetmesiyle ortaya çıkmaktadır. Döviz kuru hedeflemesi, çıpalama yapan ülkenin para politikasının yurtiçi şoklar karşısında tepki verme kabiliyetini zayıflatmaktadır. Örneğin yurtiçinde yaşanan negatif bir talep şoku karşısında, merkez bankaları genişlemeci politikalar izleyerek tepki veremeyecektir. Çünkü faiz oranı gibi politika araçları çıpalama yapılan ülkeye bağlı olacaktır (Miskhin, 1997: 11-19).

Döviz kuru hedeflemesinin diğer bir dezavantajı ise, çıpalama yapan ülkenin para birimine yönelik spekülasyon ataklara karşı ülkeyi savunmasız bırakması ve bu ataklar sonucu olarak ülkeyi daha yüksek bir enflasyon ile karşı karşıya bırakmasıdır. Çünkü döviz kuru hedeflemesi yapan ülkelerin geçmişlerinde yüksek enflasyon görülmektedir ve bu ülkelerin merkez bankalarına enflasyonla mücadele konusunda pek fazla güven duyulmamaktadır (Miskhin, 1997: 11-19).

### **2.3.3. Enflasyon Hedefleme Stratejisi**

Enflasyon hedeflemesi rejiminde, döviz kuru hedefleme rejiminin ve parasal hedefleme rejiminin aksine, merkez bankaları fiyat istikrarına ulaşmak için herhangi bir ara hedef koymaksızın doğrudan enflasyonun kendisini hedeflemektedir. Enflasyon hedeflemesinde merkez bankaları, enflasyon oranına ilişkin rakamsal bir hedef belirleyip bu hedefi kamuoyu ile paylaşmaktadır. Aynı zamanda merkez bankaları bu hedefe ulaşılması konusunda sıkı bir taahhüt vermekte ve hedefe ulaşamaması durumunda kamuoyuna hesap vermekle yükümlü olmaktadır (Kara ve Orak, 2008: 2-3). Dolayısıyla enflasyon hedeflemesi rejimi yüksek derecede şeffaflık ve hesap

verilebilirlik içermektedir. Enflasyonu hedef alan merkez bankaları düzenli olarak yayınladıkları enflasyon raporları ile birlikte kamuoyuna hesap vermekte ve uygulanan politikalara ilişkin bilgilendirme yapmaktadırlar (Svensson, 1998: 156).

Enflasyon hedeflemesinin önemli avantajlarından birisi; enflasyon hedeflemesinin, fiyat istikrarına ilişkin açık bir taahhüt sunması ile birlikte şeffaflık içermesidir. Dolayısıyla merkez bankalarını da fiyat istikrarını sağlama konusunda daha hesap verilebilir bir hale getirerek enflasyonla mücadelede daha kararlı bir çerçeve çizmektedir. Buna ilaveten enflasyon hedeflemesi, döviz kuru hedeflemesinin aksine, para politikasının yurtiçi şoklar karşısında tepki verebilmesine de olanak tanımaktadır. Bununla birlikte enflasyon hedeflemesi, merkez bankalarının mevcut tüm bilgileri kullanarak birçok aracı içeren bir araç setini bağımsız bir şekilde kullanmasını da olanaklı kılmaktadır (Mishkin, 1997: 22-27).

Enflasyon hedefleme stratejisinin enflasyonu kontrol altında tutma konusundaki kabiliyeti her ne kadar genel kabul görmüşse de enflasyon hedeflemesine yönelik çeşitli eleştiriler de bulunmaktadır. Bunlardan en önemlisi; para politikasının etkisinin ve enflasyona ait gelişmelerin belli bir gecikme sonucunda görülmesi nedeniyle hem piyasaların hem de ekonomik birimlerin para politikasının durumu ile ilgili sinyalleri açık bir şekilde alamaması olarak görülebilir. Diğer taraftan enflasyon hedeflemesi uygulayan merkez bankalarının, dışsal şoklar nedeni ile enflasyon hedeflerinden sapabilecekleri ve hedefe ulaşma konusunda isteksiz davranabilecekleri ileri sürülmektedir (Mishkin, 1997: 22-27).

#### **2.4. Para Politikası Araçları**

Para politikası araçları merkez bankalarının hedeflerine ulaşabilmek amacıyla kullandıkları büyüklükler ya da değişkenlerdir. Merkez bankaları, para arzını para politikası hedefleri ile tutarlı seviyede tutabilmek amacıyla kendi bilançolarını ve parasal çarpanı kontrol etmektedirler. Bununla birlikte merkez bankaları, doğrudan kredi verilebilir kaynakların miktarını ve bu kaynakların maliyetini de etkileyebilme gücüne sahiptir. Bu doğrultuda para politikası araçlarını, doğrudan ve dolaylı para politikası araçları olarak sınıflamak mümkündür (Önder, 2005: 55-59).

### **2.4.1. Doğrudan (Direkt) Para Politikası Araçları**

Direkt (doğrudan) para politikası araçları; finansal kurumlara yatırılan fonların miktarını ya da fiyatını ve finansal kurumlar tarafından sağlanan krediyi kontrol etmek için merkez bankası tarafından verilen direktiflerdir (Gray ve Talbot, 2006: 32).

#### **2.4.1.1. Faiz Oranı Kontrolleri**

Faiz oranı kontrolleri; merkez bankalarının, kredi ve mevduat faizlerine ilişkin maksimum ya da minimum bir oran belirlemesi ya da kredi ve mevduat faizleri arasındaki farka bir sınır koyması şeklinde uygulanan politika araçlarıdır. Ancak faiz oranı kontrolleri; merkez bankalarının optimal faiz oranı belirlemede piyasalara göre daha yetersiz olması, bankaların optimizasyon yapmasına imkan tanımaması gibi nedenlerle günümüz merkez bankacılığı sisteminde kullanılmayan bir enstrümandır (Önder, 2005: 61).

#### **2.4.1.2. Kredi Tavanı Kontrolleri**

Kredi tavanı kontrolleri ile ticari bankaların toplam krediler içindeki payları ve sektörün toplam kredi hacmi kontrol edilmektedir. Üç türlü kredi tavanından bahsetmek mümkündür (Önder, 2005: 61-63):

- Merkez bankalarının ticari bankalara verdiği krediler, ticari bankaların pasiflerinde yer alan mevduatlar ile sınırlandırılabilir.
- Bankaların verdiği krediler öz kaynaklarının belli bir katı ile sınırlandırılabilir.
- Bankaların verdikleri krediler, kredi alanlar için sınırlandırılabilir.

Kredi kontrolleri, piyasalarda faizlerin farklılaşmasına neden olarak etkinsizlik yaratmaktadır. Bu da tasarrufların etkin olmayan bir biçimde kullanılmasına neden olmaktadır. Diğer taraftan; kredi tavanı uygulamasında, bankaların mevduatları büyürken kredilerine sınırlama getirilmesi bankacılık sektöründe likidite bolluğuna neden olacaktır. Daha sonra kredi sınırlamalarının kaldırılması söz konusu olduğunda bu likidite bolluğu enflasyonist bir baskıya neden olabilecektir (Önder, 2005: 61-63).

#### **2.4.1.3. Farklılaştırılmış Reeskont Kotaları**

Reeskont kotaları, merkez bankalarının ticari bankalara vereceği kredilerin, ticari bankaların; amaçlarına, risk durumlarına ve likidite ihtiyaçlarına bağlı olarak farklılaştırılması şeklinde uygulanabilmektedir. Bu uygulama ile birlikte bazı ticari bankaların reeskont penceresinden daha fazla yararlanması sağlanıp bu bankaların kredi vereceği sektörlerin desteklenmesi amaçlanmaktadır. Örneğin tarım sektörünün desteklenmesi için tarım kredisi veren bankaların reeskont kotaları yüksek tutulabilmektedir.

#### **2.4.1.4. Disponibilite Uygulaması**

Disponibilite uygulaması ile ticari bankaların likiditelerinin belli bir oranını portföylerinde hazine tahvili ve hazine bonosu şeklinde tutarak ticari bankaların merkez bankası kasasında nakit ve serbest tevdiat bulundurması amaçlanmaktadır. Bankaların satın aldıkları menkul kıymetlerin faiz oranlarının piyasa faiz oranlarından düşük olması durumunda, kamu sektörüne düşük maliyetle fon aktarılmış olacak ve bankaların fonlama maliyeti artmış olacaktır. Ayrıca disponibilite uygulaması; bankaların optimizasyon yapmasına imkan tanıyacak şekilde uygulanması durumunda dolaylı, bankaların optimizasyon yapmasına imkan tanımayacak şekilde uygulanması durumunda dolaysız para politikası araçları olarak sınıflandırılmaktadır (Önder, 2005: 63-64).

Doğrudan kontroller, kısa dönemde ve az gelişmiş finansal piyasa koşullarında veya merkez bankalarının dolaylı para politikası araçlarının yetersiz kaldığı durumlarda, hızlı ve etkili bir şekilde uygulanabilir bir yaklaşım oluşturabilmektedir. Ancak uzun vadede bankaların optimizasyon yapmalarını engellemesi ve serbest piyasa koşullarını sınırlaması gibi nedenlerle günümüzde bu araçların kullanımına sıcak bakılmamaktadır (Gray ve Talbot, 2006: 32-33).

#### **2.4.2. Dolaylı (Endirekt) Para Politikası Araçları**

Finansal serbestleşmenin önemli bir nedeni, ekonomide tasarrufların ve kredilerin etkin bir şekilde tahsis edilmesini teşvik eden bir sistem geliştirmesidir. Doğrudan müdahalelerin yerini dolaylı müdahalelerinin alması, finansal

serbestleşmenin parasal alandaki izdüşümü olarak görülebilir (Gray ve Talbot, 2006: 32-33).

Dolaylı para politikası araçları, merkez bankasının piyasaları doğrudan kontrol etmek ya da sınırlamak yerine piyasalarda aracı olarak işlem yapması ve parasal hedeflerini bu yöntemle etkilemesi olarak görülebilir. Merkez bankası dolaylı para politikası araçlarını kullanarak kısa vadeli faiz oranları, banka davranışları gibi birçok değişkene etki ederek para politikası yürütmektedir (Önder, 2005: 65-66).

#### **2.4.2.1. Açık Piyasa İşlemleri (APİ)**

APİ; merkez bankalarının, parasal tabanı ve para piyasasının likiditesini etkilemek amacıyla çeşitli yollarla (repo, ters repo, doğrudan alım, doğrudan satım vb.) menkul kıymet satın alıp satması işlemleridir. APİ, merkez bankasının belirlediği tarihlerde ve merkez bankasının insiyatifinde aynı zamanda karşı tarafların gönüllü olarak katıldığı işlemlerdir (Gray ve Talbot, 2006: 33).

APİ sonucunda iki tip etki ortaya çıkmaktadır. Bunlardan ilki bankaların likidite olanaklarının değişmesi ile davranışlarının değişmesi ve buna bağlı olarak para çarpanı ve para arzının değiştiği miktar etkisidir. İkincisi APİ' ye konu olan menkul kıymetlerin (genellikle hazine bonusu ve tahvili) alım satımı sırasında fiyatlarının değişmesi ve buna bağlı olarak piyasa faizlerinin değiştiği fiyat etkisidir (Parasız, 2009: 353-354).

#### **2.4.2.2. Reeskont Kredileri**

Merkez bankasının, geçici likidite sıkıntısı çeken finansal kurumlara belirlediği faiz oranı üzerinden likidite sağladığı krediler, reeskont kredileri olarak adlandırılmaktadır. Merkez bankaları açtıkları bu kredi karşılığında finansal kurumlardan teminat istemektedir. Bu teminatlar genellikle hazine tahvilleri ya da riski çok düşük diğer menkul kıymetlerden oluşmaktadır. Aynı zamanda merkez bankaları bu teminatların çeşidini değiştirerek ya da reeskont kredisi faiz oranını değiştirerek piyasanın likiditesine etki edebilmektedir. Reeskont kredileri, çağdaş merkez bankacılığında diğer dolaylı politika araçlarına nazaran daha az kullanılmasına rağmen küresel kriz sırasında, birçok merkez bankası reeskont kredisine başvurmuştur. Bu

noktada reeskont kredileri, merkez bankalarının son kredi mercii olma fonksiyonun önemli bir sembolü olarak görülebilir (Özatay, 2018: 449-450).

### **2.4.2.3. Döviz İşlemleri**

Döviz işlemleri, merkez bankalarının finansal piyasalara girip finansal kurumlardan döviz alıp finansal kurumlara döviz sattığı işlemlerdir. Ancak merkez bankasının döviz kuruna müdahalede bulunması izledikleri döviz kuru rejimlerine ve ülkenin makroekonomik yapısına bağlı olarak değişmektedir. Örneğin saf dalgalı kur rejimi uygulayan bir merkez bankası döviz kuruna müdahalede bulunmazken sabit kur rejimi uygulayan bir merkez bankası döviz kuruna daha sık müdahalede bulunacaktır ve döviz kuru işlemlerini daha sık kullanacaktır. Öte yandan ülkenin makroekonomik yapısına bağlı olarak; örneğin yerli paranın aşırı değerli olduğu durumda ödemeler bilançosunun bozulmasına yönelik bir baskı oluşması halinde de merkez bankaları kura müdahale edebileceklerdir (Özatay, 2018: 451-452).

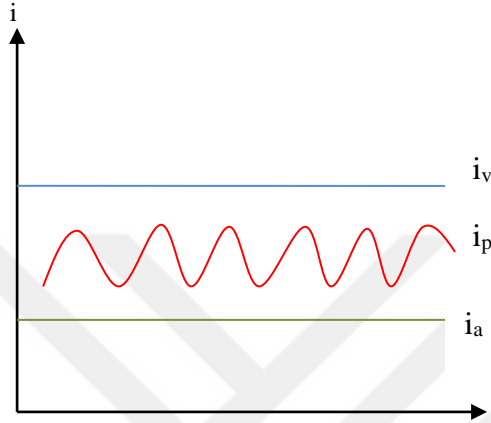
### **2.4.2.4. Kısa Vadeli Faiz Haddi ve Koridor Sistemi**

Çağdaş merkez bankalarının en önemli araçlarından birisi kısa vadeli faiz oranlarıdır. Kısa vadeli faiz oranları; merkez bankalarının kısa dönemli işlemler için (gecelik ya da haftalık) belirlediği faiz oranlarıdır. Bu faiz oranları, merkez bankalarının politika duruşunu göstermede ve ekonomik birimlere para politikasının gidişatıyla ilgili sinyaller vermede büyük önem taşımaktadır. Örneğin enflasyon hedeflemesi uygulayan bir merkez bankası, kısa vadeli faiz oranlarını arttırıyor ise enflasyonun artma eğiliminde olduğunu ve bu eğilimi tersine çevirmek için önlem aldığını piyasalara göstermiş olmaktadır.

Koridor sisteminde, merkez bankaları kısa vadeli faiz oranlarını açıklarken bir borç verme bir de borç alma faiz oranı açıklamaktadır. Borç verme faiz oranı; merkez bankasının likidite ihtiyacı olan bankalara vereceği kısa vadeli mevduatın faizini ifade etmekte ve kısa vadeli para piyasasındaki faizlerin üst limitini oluşturmaktadır. Borç alma faiz oranı ise likidite fazlası olan bir bankanın, fon fazlasını bir faiz getirisi elde etmek için merkez bankasına kısa vadeli mevduat olarak yatırdığı takdirde merkez bankasından alacağı faiz oranını ifade etmekte ve dolayısıyla para piyasasındaki

faizlerin alt limitini oluşturmaktadır. Fon fazlası ve fon ihtiyacı olan bankalar birbirleri ile ya da merkez bankası ile kısa vadeli para piyasalarında işlem yapmaktadırlar. Merkez bankasının belirlediği üst ve alt limit bu piyasalarda oluşacak kısa vadeli faiz oranını belirlemektedir (Şekil.2.7) (Özatay, 2018: 440-444).

**Şekil.2.7. Koridor Sistemi**



Şekilde  $i_v$ , kısa vadeli borç verme faizini;  $i_a$ , kısa vadeli borç alma faizini ve  $i_p$ , piyasa faizini göstermektedir. Buna göre fon ihtiyacı olan bir banka merkez bankasının ilan ettiği borç verme faizinden daha yüksek bir faiz oranından borç alamayacağı ve fon fazlası olan bir banka merkez bankası tarafından belirlenen borç alma faiz oranından daha düşük bir faiz seviyesinden borç veremeyeceği için kısa vadeli piyasa faizi borç alma ve borç verme faizleri arasında belirlenecektir. Ancak piyasa faizinin koridorun neresinde olacağı bankaların likidite ihtiyacına bağlı olarak değişecektir (Özatay, 2018: 440-444).

#### **2.4.2.5. Zorunlu Karşılıklar**

Merkez bankaları, mevduat toplayan finansal kurumlardan topladıkları mevduatın, yine merkez bankası tarafından belirlenen bir oranı kadarını karşılık olarak almaktadır. Bu karşılıklar beklenmedik mevduat çekilişlerine karşı tampon olarak ve kredi genişlemesini sınırlamak amacıyla istenmektedir. Zorunlu karşılık oranının artması bankaların likiditesini daraltmakta; zorunlu karşılık oranının azalması ise bankalarının likiditesini arttırmaktadır. Zorunlu karşılık politikasının diğer bir etkisi ise para arzı ve krediler üzerindedir. Zorunlu karşılık oranının artması bankaların

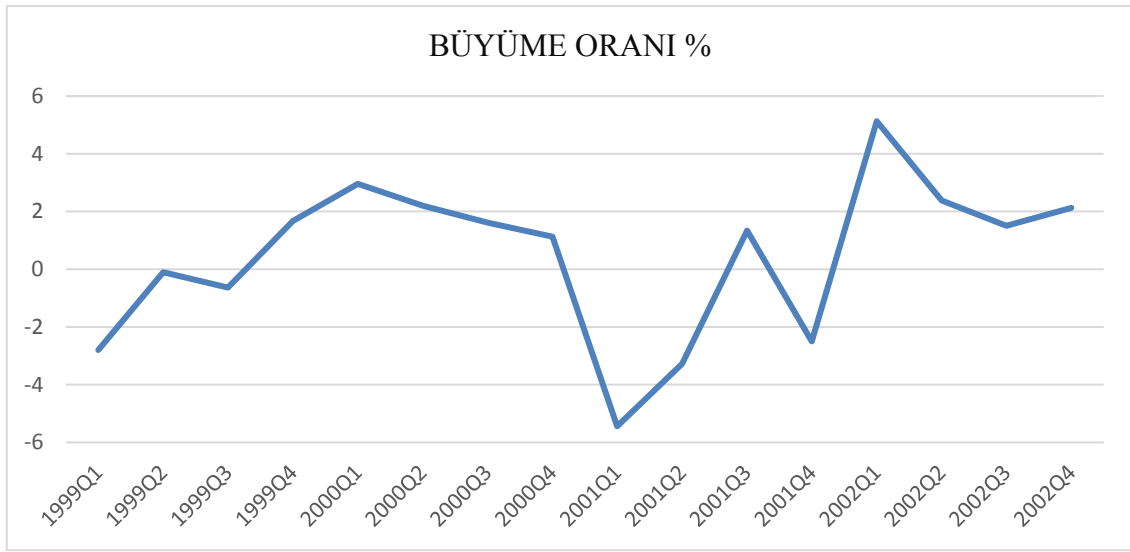
kredi verebilecekleri fon miktarının azalmasına dolayısıyla kredilerin azalmasına yol açmaktadır. Diğer taraftan zorunlu karşılık oranlarının artması, para çarpanını küçülterek para arzını ve bankaların kaydi para yaratma gücünü sınırlamaktadır (Özatay, 2018: 447-448).



### ÜÇÜNCÜ BÖLÜM: 2000 SONRASI TCMB POLİTİKALARI ve REZERV OPSİYON MEKANİZMASI

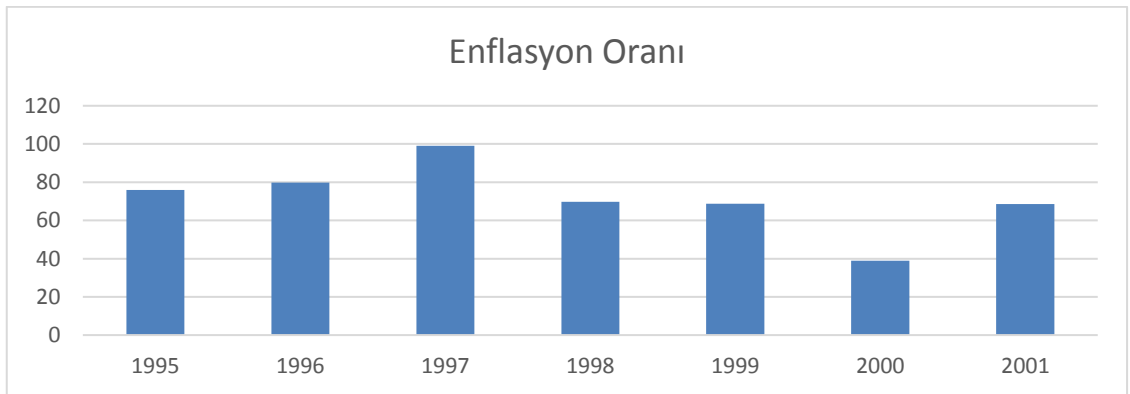
Türkiye ekonomisinde yaşanan krizler ve siyasi gelişmeler, Türkiye ekonomisinin para politikası yapısını önemli ölçüde etkileyip şekillendirmiştir. Nitekim 1990'lı yıllarda ve 2000'li yılların başında yaşanan krizler, Türkiye ekonomisinin küçülmesine ve aynı zamanda fiyat artışlarının sürdürülemez hale gelmesine neden olarak para politikası anlayışının büyük ölçüde değişmesine neden olmuştur.

**Grafik 3.1** Büyüme Oranları (1999-2002)



**Kaynak:** TÜİK

**Grafik 3.2.** Enflasyon oranları (1995-2001)



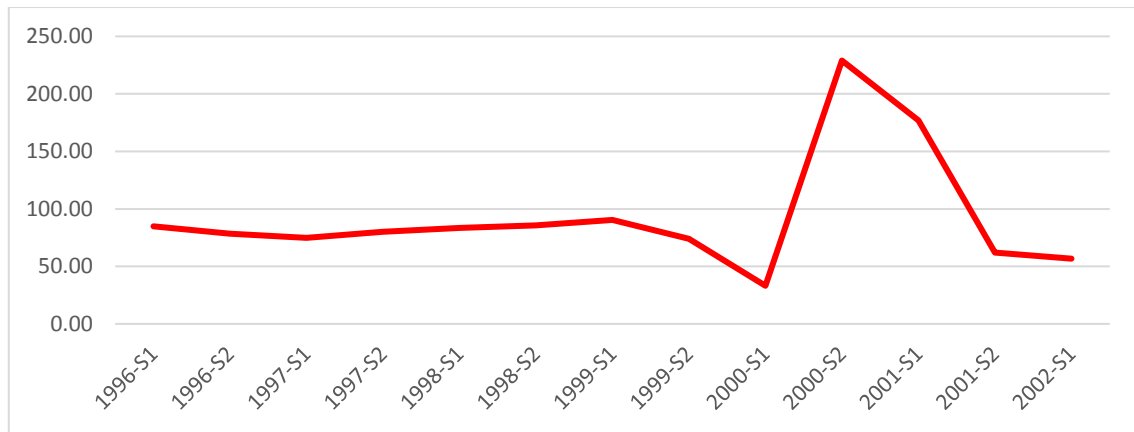
**Kaynak:** TÜİK

Grafik 3.1'de GSYH'nin bir önceki çeyreğe göre büyüme hızı gösterilmiştir. Grafik 3.1'e göre, 1999 yılının üçüncü çeyreğinden 2001 yılının ilk çeyreğine kadar

ekonomide toparlanma görülmesine rağmen 2000 yılı Kasım ayında yaşanan kriz ile birlikte toparlanma eğilimi tersine dönmüş ve 2001 Şubat krizinin etkisiyle resesyon derinleşmiştir. Diğer taraftan Grafik.3.2’de, 1994 yılı baz fiyatlarına göre yıllık enflasyon oranları gösterilmiştir. Grafik.3.2’ye göre, 1995 yılından itibaren yıllık %100’lere varan enflasyon oranları görülmektedir. 2000 yılında enflasyon artış hızında düşüş yaşanmasına rağmen 2001 yılında tekrar artış eğilimi göstermiştir. Sonuç olarak enflasyon, mücadele edilemez bir hale gelmiştir.

2000 yılında açıklanan “Enflasyonu Düşürme Programı” kapsamında, 1 ABD doları ve 0.77 euro’dan oluşan kur sepetinin değeri, yıl sonu enflasyonunu belirleyecek şekilde ara hedef olarak açıklanmıştır. Bu çerçevede merkez bankası, Türk lirasındaki artışları, önceden açıklanan döviz kuru hedefleri ile örtüşecek şekilde döviz alımı ve satımı yaparak karşılamıştır. Döviz kuru sepeti uygulamasının yanı sıra Net İç Varlıklar’a sınırlama getirilmiş ve para tabanındaki artışlar Net Dış Varlıklar kalemindeki artışlarla sağlanmıştır. Para politikasının döviz kuruna dayandırılması ve Net İç Varlıklar’ a sınırlama getirilmesi, CDS primlerinin düşmesine neden olmuş ve bununla birlikte 2000 yılının ilk yarısında piyasa faizlerinde gerileme görülmüştür (Grafik 3.3.). Bu durum da beklentilere yansiyarak enflasyonun düşmesine neden olmuştur. (TCMB, 2001: 71-72).

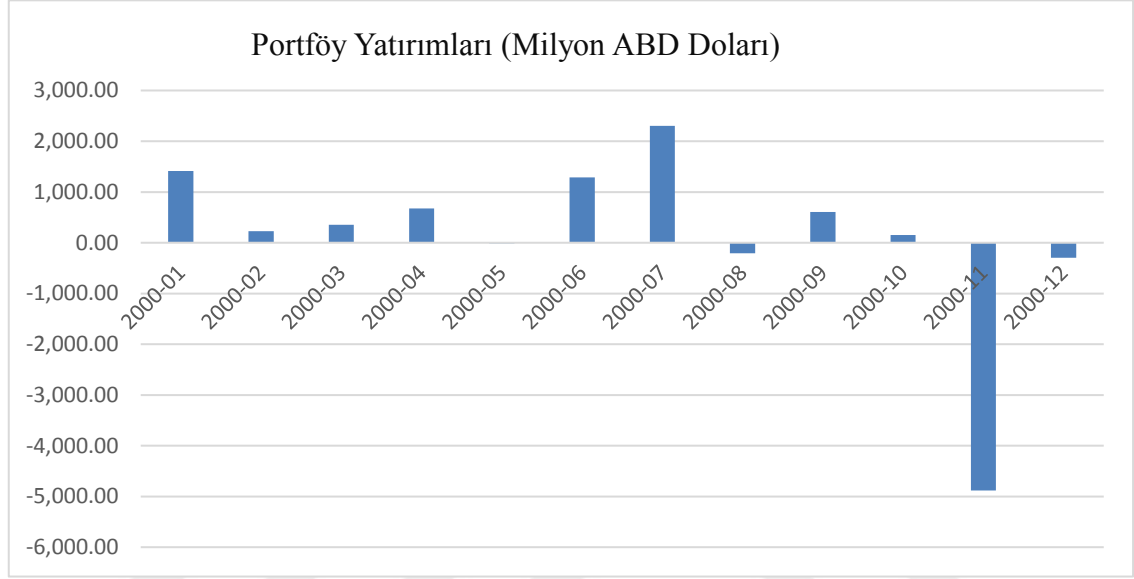
**Grafik 3.3.** Bankalar Arası Gecelik Repo Faizi



**Kaynak:** TCMB

Ancak para politikasının, kur sepetinin önceden açıklanan hedef değerlerinin tutturulmasına yönelik ve Net İç Varlıklar'a ilişkin sınırlama getirilerek uygulanması; merkez bankasının, piyasanın likiditesini karşılama işlevini Net Dış Varlıklar kalemine ve dolayısıyla döviz girişlerine dayandırmasına neden olmuştur. (TCMB, 2002: 13).

**Grafik3.4.Portföy Yatırımları (2000 Yılı)**



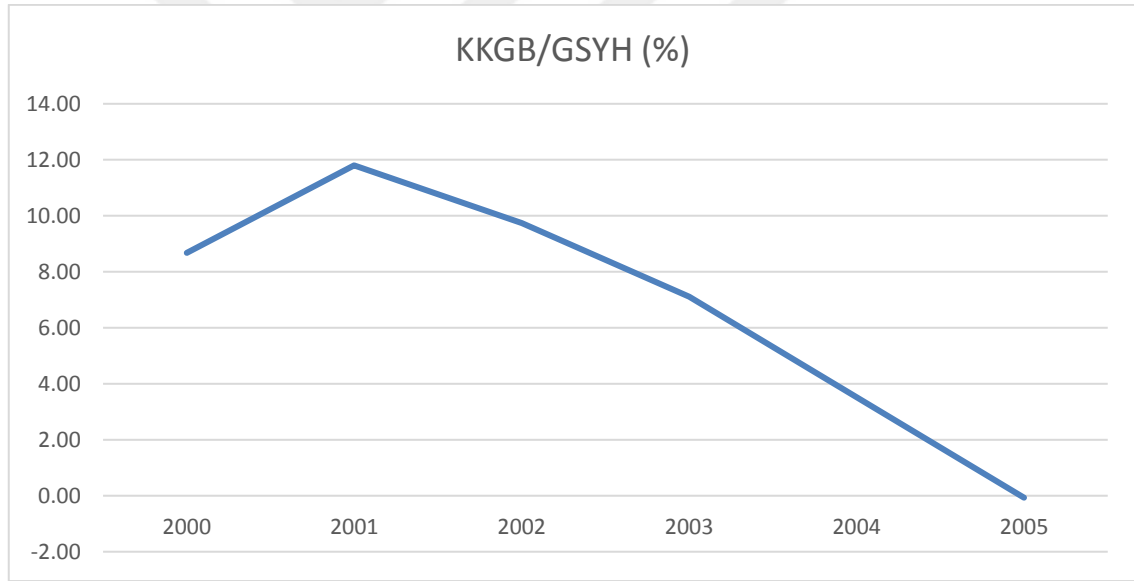
**Kaynak:** TCMB

Grafik 3.4'e göre 2000 yılının yedinci ayından itibaren sermaye girişlerinde azalma görülmekte ve 2000 yılının sonlarına doğru sermaye çıkışları görülmektedir. Döviz girişlerinde yaşanan bu azalma; bankacılık sektörü likidite talebinin, merkez bankasının Net Dış Varlıklar kalemi ile karşılanamamasına neden olmuş ve bunun sonucu olarak, Grafik 3.3' te görülebileceği üzere, 2000 yılının ikinci yarısından itibaren gecelik repo faizleri %200'lerin üstüne varacak şekilde artmıştır. Bu durum finansal kesimin kırılganlığının daha da artmasına neden olmuş ve mevcut kur politikasının sürdürülemez hale gelmesine neden olmuştur.

TCMB, 22.02.2001 tarihinden itibaren döviz kuru çipası uygulamasının terkedildiğini ve enflasyon hedefleme rejimine geçileceğini duyurmuştur (TCMB, 2002: 13-17; TCMB, 2001).Ancak bu dönemde Türkiye ekonomisi; kamu maliyesinin piyasalar üzerindeki etkisinin güçlü olması, kurların ve faiz oranlarının aşırı oynak olması, kurlar ile fiyat seviyesi arasındaki ilişkinin güçlü olması ancak faizlerin fiyat seviyesi ile olan ilişkisinin zayıf olması nedeni ile enflasyon hedefleme rejimine

doğrudan geçilmesi için uygun bir zemine sahip değildir. Bu kapsamda “Güçlü Ekonomiye Geçiş” programı ile birlikte ekonomide belirsizliklerin ortadan kaldırılması, finansal sistemin daha güçlü hale getirilmesi, ekonomik istikrar ve güven ortamının sağlanması öngörülmüştür. Enflasyon hedeflemesi rejimine geçmek için uygun zemin oluşana kadar TCMB, “Örtük Enflasyon Hedeflemesi” uygulamıştır. Örtük enflasyon hedeflemesi kapsamında, belirsizliklerin ortadan kaldırılması ve beklentilerin olumlu bir şekil alması amaçlanarak parasal tabanın artışı, yıl sonu enflasyon hedefi ile tutarlı bir şekilde hedef değişken olarak belirlenmiştir. Buna ek olarak Net Uluslararası Rezervler’e belli bir alt sınır getirilmiştir. Aynı zamanda merkez bankası, “Örtük Enflasyon Hedeflemesi” ile birlikte kısa dönem faiz oranlarını etkin bir şekilde kullanmaya başlamıştır. (TCMB, 2004: 75-77).

**Grafik 3.5.** Kamu Borç Stoku / GSYH

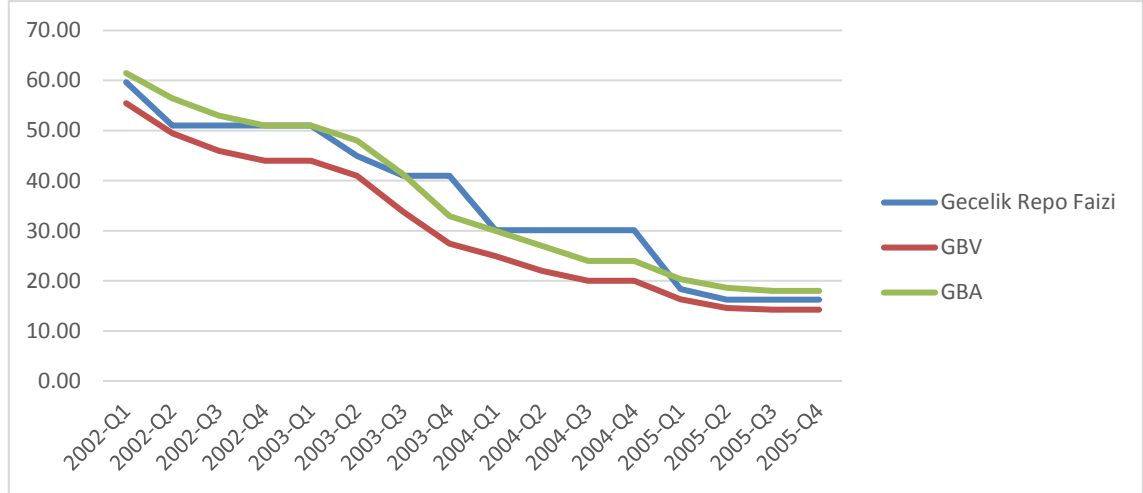


**Kaynak:** TCMB

Grafik 3.5’te “Örtük Enflasyon Hedeflemesi”nin uygulandığı 2001-2005 döneminde, kamu borç stokunun gayrisafi yurtiçi hasılaya bölümü yüzde olarak gösterilmiştir. Açık enflasyon hedeflemesi rejimine doğrudan geçilememesinin en önemli nedenlerinden birisi, yüksek kamu borçlarının, para politikasının etkinliğini sınırlamasıdır. Çünkü yüksek borç yükü taşıyan ekonomilerde, merkez bankalarının faizler üzerindeki etkisi sınırlı olmaktadır (TCMB, 2004: 3-5). Grafik 3.5’te görüleceği üzere 2001 yılında kamu kesimi borç stokunun GSYH’ ye oranı yaklaşık %12 iken bu

oran 2001 yılından sonra önemli ölçüde azalarak 2005 yılına gelindiğinde, açık enflasyon hedeflemesine geçilme aşamasında mali baskınlık engelinin ortadan kalkmasını sağlamıştır.

**Grafik 3.6. TCMB ve Piyasa Faizleri**



**Kaynak: TCMB**

Grafik 3.6’da bankalar arası gecelik repo faizi (mavi eksen), merkez bankası gecelik borç alma (yeşil eksen) ve borç verme (kırmızı eksen) faiz oranları 2002Q1-2005Q4 dönemi verileri gösterilmiştir. Enflasyon hedeflemesi rejimine kademeli olarak geçilmesinin önemli bir nedeni merkez bankasının kısa vadeli faizlerinin piyasa faizleri üzerindeki etkisinin sınırlı olmasıdır (TCMB, 2004: 1-8). Grafik 3.6’da 2005 yılına gelindiğinde gecelik repo faizinin, merkez bankası gecelik borç verme ve borç alma faizi arasında kaldığı ve merkez bankasının kısa vadeli faizler üzerinde etkisinin güçlendiği görülmektedir.

Tüm bu gelişmelerle birlikte 2001 yılından 2005 yılının sonuna kadar olan dönemde Türkiye ekonomisinde; mali disiplin sağlanmış, yapısal reformlarla birlikte makroekonomik istikrar ortamı oluşturulmuş, merkez bankası güvenilirliği önemli ölçüde artırılmış ve nihayet enflasyon oranı otuz yıl aradan sonra tek haneli rakamlara inmiştir. Bunların sonucu olarak enflasyon beklentileri hedeflere yaklaşmış ve mali disiplinin sağlanması finansal piyasaların derinliğini artırarak finansal piyasaların kırılabilirliğini azaltmıştır. Dolayısıyla açık enflasyon hedeflemesine geçmede bir engel

kalmamış ve merkez bankası, 2006 yılının Ocak ayından itibaren açık enflasyon hedeflemesi rejimini uygulamaya başlamıştır (TCMB, 2004: 1-5; TCMB 2005: 1-3).

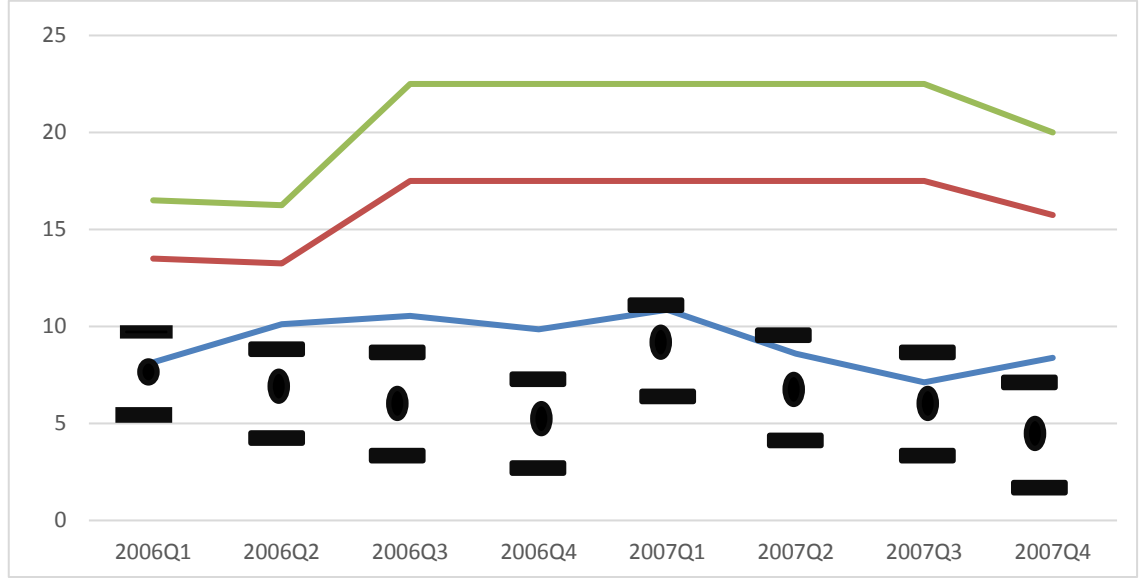
Ancak enflasyon hedeflemesinin, ülkelerin kültürel, ekonomik, siyasi yapılarının farklı olmaları nedeni ile her ülkeye uygun standart bir uygulaması bulunmamaktadır. Dolayısıyla TCMB, Türkiye'ye özgü bir enflasyon hedeflemesi rejimi ortaya koymuştur. Buna göre enflasyon hedefi, Tüketici Fiyat Endeksi (TÜFE)'nin yıllık yüzde değişimi olarak hesaplanan enflasyon oranı üzerinden "nokta hedef" şeklinde belirlenmiştir. Temel politika aracı ise Bankalararası Para Piyasası ve İstanbul Menkul Kıymetler Borsası (BİST) Repo-Ters Repo pazarında uygulanmakta olan kısa vadeli faiz oranlarıdır. Uygulanan enflasyon hedefleme rejiminde para politikasına ilişkin kararlar, Para Politikası Kurulu tarafından enflasyon hedefleri ile uyumlu bir şekilde aylık toplantılarla oylama yolu ile verilmektedir (TCMB, 2005: 4; TCMB, 2007: 37).

Enflasyon hedefinin TÜFE üzerinden açıklanmasına, ekonomik birimler tarafından kolayca anlaşılıp takip edilebilmesi, yaşam maliyetlerini iyi bir şekilde ölçebilen ve kapsamlı bir endeks olması nedeniyle karar verilmiştir. Ancak TÜFE'deki artışlar, para politikası dışındaki etkenlerden kaynaklanan değişimleri de yansıtabileceğinden merkez bankasının, belirlenen nokta hedeften sapılmayacağını taahhüdünü vermesi mümkün olmamaktadır. Öte yandan gerçekleşen enflasyon değerinin hedeften sapması durumunda merkez bankası, hesap verilebilirlik ilkesi, şeffaflık ilkesi ve Merkez Bankası Kanunu 42. Maddesi gereği, bu durumun nedenlerini yayımladığı raporlar aracılığı ile kamuoyuna açıklamakla yükümlüdür. Ancak nokta hedefin tutturulmasının hemen hemen imkansız olması, ne kadarlık bir sapma sonucunda merkez bankasının açıklama yapması gerektiği sorusunu gündeme getirmektedir. Bu noktada merkez bankası iletişim politikasını kolaylaştırmak amacıyla nokta hedef etrafında bir aralık oluşturmaktadır. Nokta hedefin altından ve üstünden belirlenen bu aralık herhangi bir hedef olarak açıklanamamakta yalnızca belirsizlik aralığı olarak gösterge niteliği taşımaktadır (TCMB, 2005: 3-9).

TCMB, enflasyon hedeflemesine geçmekle birlikte herhangi bir döviz kuru hedefinin olmadığını ve döviz kurunun piyasa tarafından belirleneceğini belirtmiştir. Ancak merkez bankası döviz piyasalarında iki şekilde yer almaktadır. Bunlardan ilki rezerv biriktirme amaçlı döviz alım ihaleleridir. Diğeri ise döviz kurunda aşırı

oyunaklığın yaşanması durumunda döviz piyasalarına yapılan doğrudan alım ya da satım müdahaleleridir (TCMB, 2007: 38).

**Grafik 3.7.** Enflasyon Hedefleri ve TCMB Faiz Oranları



**Kaynak:** TCMB

Grafik 3.7’de 2006Q1-2007Q4 dönemi için enflasyon oranı (mavi), TCMB gecelik borç alma (kırmızı) ve gecelik borç verme (yeşil) faiz oranları gösterilmiştir. Grafikte yer alan siyah noktalar TCMB’nin ilgili döneme ait enflasyon hedeflerini, siyah çizgiler ise belirsizlik aralığını temsil etmektedir. Buna göre enflasyon, 2006Q2 döneminde hedeflenen değerinden sapmış ve aynı dönemde TCMB, gecelik borç verme ve borç alma faiz oranlarını yükseltmiştir. Yükselen faiz oranları enflasyonun artış trendini azaltmış ancak hedeften sapmasına engel olamamıştır. 2007Q1 döneminden 2007Q3 dönemine kadar enflasyon, TCMB’nin belirsizlik aralıkları içinde kalmış ve 2007Q3 dönemindeki faiz indirimlerinin etkisi ile 2007Q4 döneminde enflasyon, hedeften sapmıştır. Sonuç olarak TCMB 2006-2007 dönemi içinde genel olarak başarılı bir enflasyon hedeflemesi uygulamıştır.

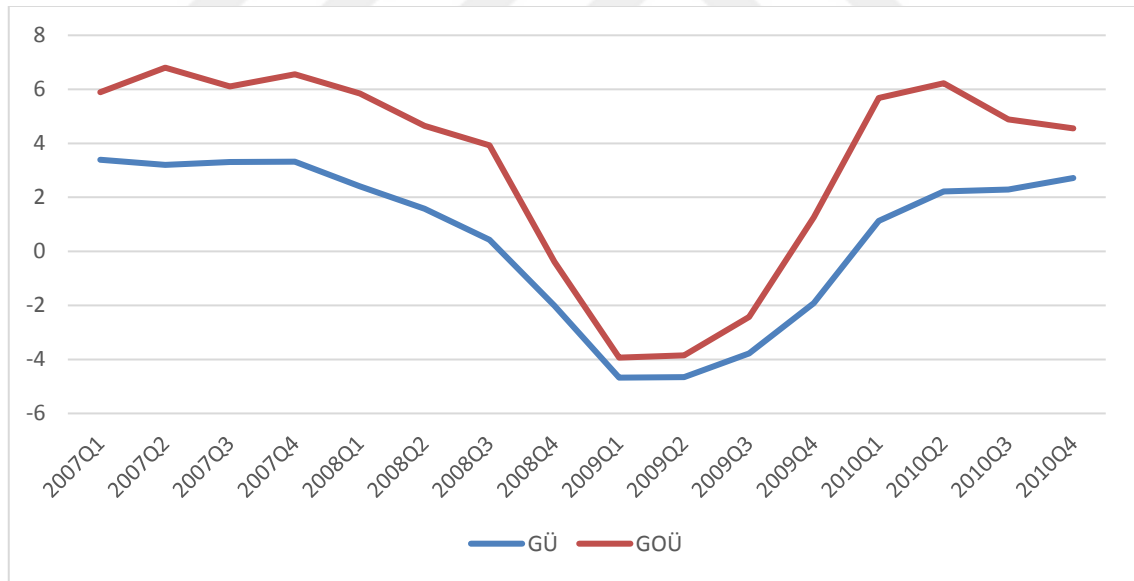
### 3.1. 2010 Sonrası TCMB Para Politikası

2008 küresel krizinden çıkarılan en önemli ders; merkez bankalarının, fiyat istikrarına odaklanırken finansal istikrarı göz ardı etmemeleri gerektiği ve fiyat

istikrarının, uzun dönemde finansal istikrarı sağlamada yeterli olmadığına görülmüş olmalıdır. Küresel krizden sonra birçok merkez bankası gibi TCMB de, fiyat istikrarı hedefinin yanına finansal istikrarı da eklemiştir. Ancak finansal istikrarın genel geçer bir tanımının olmaması, finansal istikrar politikalarının ülkeden ülkeye farklılaşması sonucunu doğurmuştur (Başçı ve Kara, 2011: 1-3). Bu farklılıklarla birlikte TCMB'nin 2010 sonrası politikaları da 2008 küresel krizi sonrasında finansal istikrarın, fiyat istikrarı ile çelişmeden sağlanmasına yönelik oluşturulmuştur. Dolayısıyla 2008 küresel krizinde dünyada ve Türkiye'de izlenen para politikalarını ortaya koymak, TCMB'nin 2010 sonrası oluşturduğu yeni para politikası çerçevesini anlamakta fayda sağlayacaktır.

2007 yılının Ağustos ayında ABD emlak piyasasında başlayan ve 2008 yılının Eylül ayında önemli finansal kurumların iflas etmesi ile derinleşip küresel bir boyut kazanan kriz, gelişmiş ve gelişmekte olan ülkelerin ekonomilerinin önemli ölçüde küçülmesine yol açmıştır (TCMB, 2009: 30) (Grafik 3.8).

**Grafik 3.8.** Gelişmiş ve Gelişmekte Olan Ülkelerin Büyüme Oranları



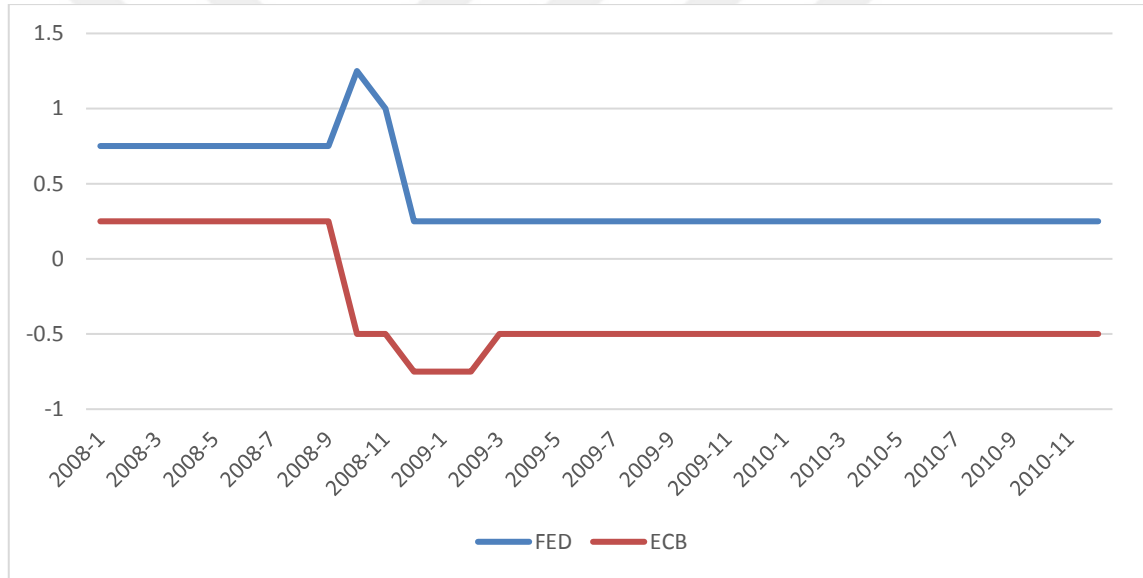
**Kaynak:** OECD, Yazar tarafından hesaplanmıştır.

Grafik.3.8'de 2007Q1-2010Q4 dönemi için 19 gelişmiş ve 8 gelişmekte olan ülkenin bir önceki yılın aynı çeyreğine göre büyüme oranlarının ortalaması sırasıyla mavi ve kırmızı eksenle gösterilmiştir. Grafiğe göre gelişmiş ülkeler 2007 yılının son çeyreğinden itibaren daralmaya başlamış ve 2008 yılının üçüncü çeyreğinden itibaren bu daralmanın hızı artarak 2009 yılının ilk çeyreğine kadar devam etmiştir. Gelişmekte

olan ülkeler için ise daralma, gelişmiş ülkelerle aynı dönemlerde başlamış ancak daralma hızı gelişmiş ülkelere göre daha yüksek olmuştur.

2008 yılının üçüncü çeyreğinde büyüme oranlarında yaşanan gerileme, küresel ölçekte emtia ve petrol taleplerini düşürmüştü ve buna bağlı olarak emtia ve petrol fiyatları hızlı bir şekilde düşmüştü. Bunun sonucunda ise enflasyonist baskılar küresel ölçekte ortadan kalkmıştır. Enflasyonist baskıların ortadan kalkması, başta gelişmiş ülkeler olmak üzere birçok ülkenin, genişlemeci para politikaları uygulama konusunda cesur davranarak politika faizlerini düşürmelerinin ve önemli ölçüde parasal genişleme tedbirleri almalarının önünü açmıştır (TCMB, 2009: 30).

**Grafik 3.9.** Avrupa Merkez Bankası ve FED' in Politika Faizleri

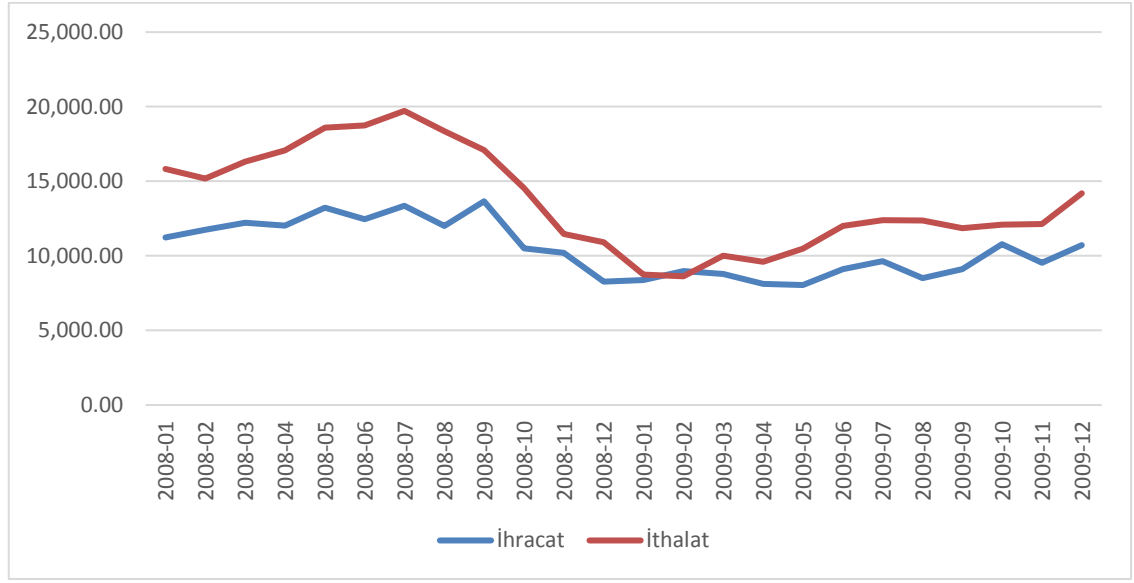


**Kaynak:** Federal Reserve ve ECB

Grafik.3.9' da FED' in (mavi) ve ECB'nin (kırmızı) küresel kriz esnasında politika faizleri gösterilmektedir. Buna göre FED, 2008 yılının Eylül ayında politika faizini 100 baz puan arttırmıştır. Ancak küresel ölçekte petrol ve emtia fiyatlarındaki düşüşün etkisi ile birlikte 2008 yılının Ekim ayından itibaren ciddi ölçekte faiz indirimi uygulamış ve uzun bir süre parasal genişlemeyi sürdürmüştür. Diğer taraftan Avrupa Merkez Bankası, küresel kriz esnasında Avrupa'daki düşük enflasyonun etkisi ile 2008 yılının Eylül ayından itibaren faiz indirimi uygulamış ve 2008 yılının Aralık ayından 2009 yılının Kasım ayına kadar negatif faiz uygulamıştır.

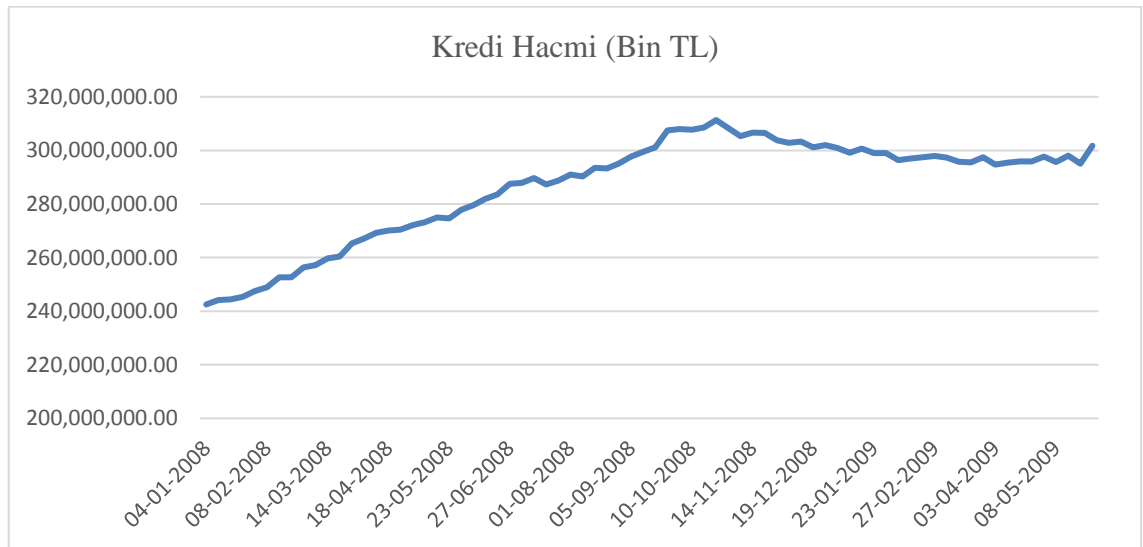
Küresel ölçekte yaşanan bu gelişmeler Türkiye ekonomisi üzerinde birtakım olumsuz etkiler yaratmıştır. Öncelikle, uluslararası piyasalarda oluşan belirsizlik, 2008 yılının üçüncü çeyreğinden itibaren ihracatta ve ithalatta önemli ölçüde düşüşe neden olmuştur (Grafik 3.10). Öte yandan 2008 yılının Kasım ayından itibaren kredi hacminde yaşanan daralma, iç talebin azalmasına neden olmuştur (Grafik 3.11) (TCMB, 2010: 25).

**Grafik 3.10. İhracat ve İthalat, Milyon ABD Doları, 2008-2009. Aylık**



**Kaynak:** TCMB

**Grafik 3.11. Kredi Hacmi**



**Kaynak:** TCMB

Yaşanan bu gelişmeler, Türkiye ekonomisinin daralmasına yol açmış ve finansal sistem üzerinde olumsuz bir şok meydana getirmiştir. Bunun üzerine TCMB, fiyat istikrarı amacıyla çelişmemek koşuluyla birtakım müdahalelerde bulunmuştur (TCMB, 2010: 25-30).

**Tablo 3.1. 2008-2009 TCMB Faiz Kararları**

Tarih	Gecelik Borç alma	Gecelik Borç Verme
17.6.2008	16.25	20.25
18.7.2008	16.75	20.25
23.10.2008	16.75	19.75
20.11.2008	16.25	18.75
19.12.2008	15	17.5
16.1.2009	13	15.5
20.2.2009	11.5	14
20.3.2009	10.5	13
17.4.2009	9.75	12.25
15.5.2009	9.25	11.75
17.6.2009	8.75	11.25
17.7.2009	8.25	10.75
19.8.2009	7.75	10.25
18.9.2009	7.25	9.75
16.10.2009	6.75	9.25
20.11.2009	6.5	9

**Kaynak:** TCMB

Tablo 3.1'e göre TCMB'nin, 2008 yılının Temmuz ayından itibaren kademeli bir şekilde faiz indirimi uyguladığı görülmektedir. Faiz indirimleri, küresel ortamdan kaynaklanan talep yetersizliği, küresel faiz oranının çok düşük seviyelerde olması, emtia ve petrol fiyatlarının keskin şekilde düşmesi nedeniyle ortadan kalkan enflasyonist baskı sonucunda TCMB'nin fiyat istikrarı hedefi ile çelişmemiş ve bu şekilde finansal piyasalara önemli ölçüde likidite sağlanmıştır. Aynı zamanda gecelik borç verme ve borç alma faizi arasındaki aralık daraltılarak Türk lirası üzerinde yaşanabilecek oynaklık sınırlanmıştır (TCMB, 2008: 35-30; TCMB.2009: 25-30). Faiz indirimlerinin yanı sıra TCMB, piyasanın Türk lirası likidite talebini karşılamak amacıyla; üç ay vadeli repo ihaleleri başlatmış, Türk lirası zorunlu karşılık oranlarını düşürmüş ve fonlama miktarını arttırmıştır (TCMB, 2010: 4-8).

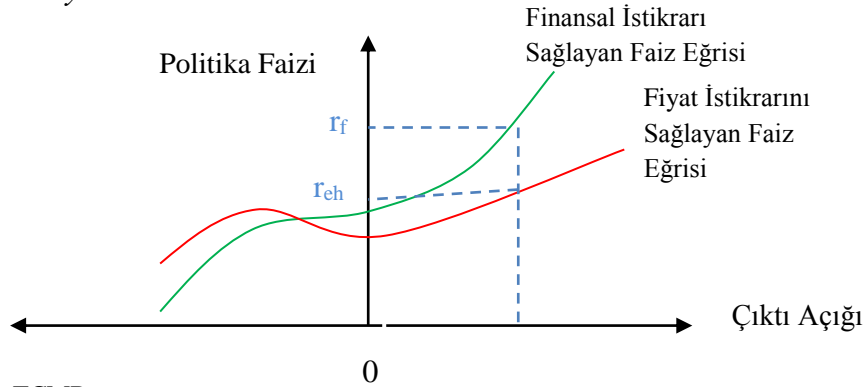
Türk lirası likiditesinin daralmasına yönelik alınan tedbirlerin dışında bankaların döviz likidite taleplerinin karşılanması ve döviz kuru oynaklığının sınırlandırılması amacıyla; TCMB, piyasalara bir takım döviz müdahalelerinde bulunmuştur. Öncelikle 2008 krizi sırasında TCMB, döviz rezervlerini güçlendirmek amacıyla yaptığı döviz alım ihalelerine son vermiştir. Bununla birlikte 24 Ekim 2008 tarihi itibari ile döviz satım ihalelerine başlayarak piyasaların döviz talebi karşılanmıştır. Bankaların döviz ve efektif piyasalarda işlem yapma limitleri artırılmıştır. Aynı zamanda bankaların, Merkez Bankası'ndan borçlanabilecekleri döviz depolarının vadesi 1 haftadan 1 aya yükseltilmiş ve döviz borçlanmalarında uygulanan faiz oranları düşürülmüştür. Son olarak yabancı para zorunlu karşılık oranları düşürülmüştür (TCMB, 2010: 1-14).

Global ölçekte ve Türkiye'de krize karşı alınan tedbirlerle birlikte krizin etkileri Türkiye ekonomisinde 2009 yılının ikinci çeyreğinden itibaren kalkmaya başlamış ve Türkiye ekonomisi 2009 yılının ikinci çeyreğinden itibaren toparlanma sürecine girmiştir. Bununla birlikte TCMB, kriz sırasında piyasalara verdiği ek likiditenin kademeli bir şekilde kriz öncesi seviyeye çekileceğini 24 Nisan 2010 tarihinde yayınladığı Çıkış Stratejisi'nde belirtmiştir (TCMB, 2011: 24-53).

### 3.1.1. Yeni Para Politikası Çerçevesi

Finansal kriz, enflasyonu kontrol altına almanın yanında finansal istikrarı da korumanın ne kadar önemli olduğunu göstermiştir. TCMB, 2010 yılının sonlarına doğru tasarladığı yeni para politikası çerçevesi ile finansal istikrarı gözeten ilk merkez bankalarından biri olmuştur (Kara, 2012: 2-5; Özatay, 2011: 28).

**Şekil.3.1.** Fiyat İstikrarı ve Finansal İstikrar



Kaynak: TCMB

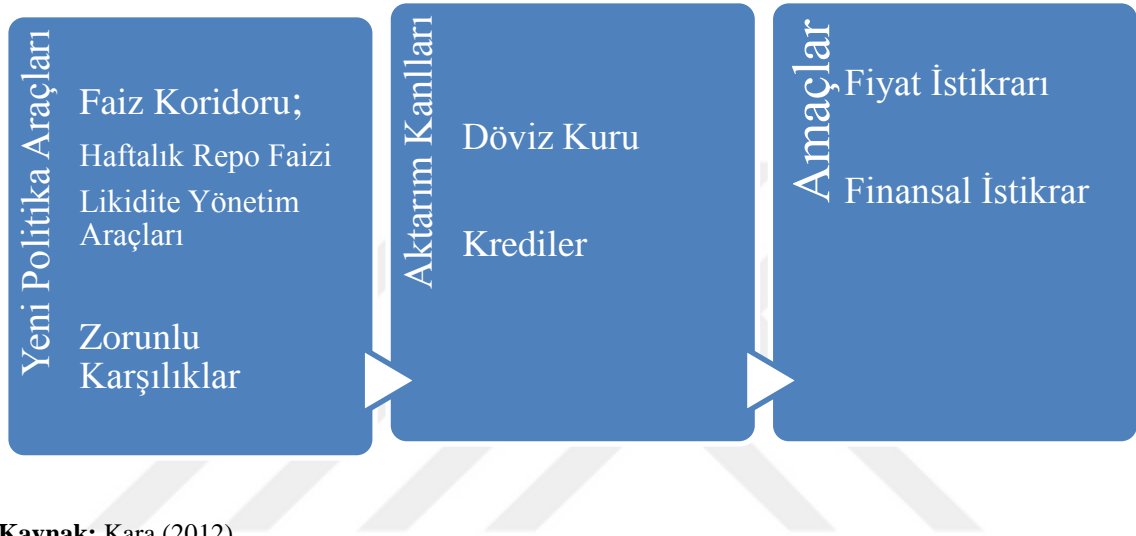
Şekil 3.1’de yatay ekseninde çıktı açığı, dikey ekseninde ise politika faizi yer almaktadır. Yeşil ile çizilen eğri finansal istikrarı sağlayan faiz oranı eğrisini, kırmızı ile çizilen eğri ise fiyat istikrarını sağlayan faiz oranı eğrisini göstermektedir. İki eğrinin de çıktı açığının pozitif olduğu alanlarda eğimleri pozitifdir ki bu da çıktı açığının artması durumunda hem finansal istikrarı hem de fiyat istikrarını sağlayan faiz oranlarının daha yüksek seviyelerde olması gerektiğini ifade etmektedir. Aynı zamanda çıktı açığının artması durumunda, finansal istikrarı sağlayan faiz oranının fiyat istikrarını sağlayan faiz oranına göre daha yüksek değerde olması gerektiği görülmektedir. Böyle bir durumda merkez bankasının politika faizini, enflasyonun hedeflenen değerde olmasını sağlayan faiz oranı olarak belirlediğini varsayalım ( $r_p=r_{eh}$ ). Bu faiz oranı, enflasyon hedefi ile uyumlu bir faiz oranı olmakla birlikte finansal istikrarın sağlanması için yeterli bir faiz oranı değildir ( $r_p=r_{eh}<r_f$ ). Bu varsayımlar altında TCMB, politika faizini finansal istikrarı sağlayan faiz oranına eşitlediği takdirde enflasyon, hedeflenen enflasyonun altında kalmaktadır. Dolayısıyla finansal istikrar ile fiyat istikrarı çelişmekte ve tek bir faiz oranı, iki hedefi eşzamanlı olarak dengeleyememektedir (Özatay, 2011: 29-30).

Geleneksel enflasyon hedeflemesinde merkez bankası enflasyonun, hedeflenen seviye ile tutarlı olmasını amaçlamaktadır. Bunun için ise çıktı açığı ve enflasyon beklentisini kontrol etmektedir. Enflasyonun hedeflenen seviye ile uyumlu olması için tek bir faiz oranı (politika faizi) kullanılmaktadır ve bu faiz oranının enflasyonu hangi kanallar vasıtasıyla etkilediği birincil önem taşımamaktadır. Ancak geleneksel enflasyon hedeflemesinde merkez bankası; finansal istikrar, varlık fiyatları ve krediler gibi değişkenleri ayrıca kontrol etmemektedir. Diğer bir taraftan finansal istikrarı da sağlamayı hedefleyen merkez bankası, yukarıda açıklanan sebepler nedeniyle ek araçlara ihtiyaç duymaktadır (Kara, 2012: 6).

TCMB, finansal istikrarı sağlamayı hedeflerken sermaye akımlarının finansal sistem üzerindeki etkilerine dikkat çekmektedir. Sermaye akımlarının hızlandığı dönemlerde Türk lirası aşırı değerlenmekte, krediye erişim kolaylaşmaktadır. Türk lirasının aşırı değerlenmesi, cari işlemler dengesinde bozulma meydana getirmektedir. Aynı zamanda kredilerin ucuzlaması ve krediye erişimin kolaylaşması, iç talepte aşırı büyümeye yol açmaktadır. Dolayısıyla sermaye akımlarındaki oynaklık finansal sistemdeki kırılganlıkların birincil nedenini oluşturmaktadır. Ancak sermaye

akımlarındaki oynaklığın sınırlandırılması, geleneksel enflasyon hedeflemesinde kullanılan faiz oranı ile sağlanamamaktadır. Dolayısıyla TCMB, finansal istikrarı gözeten yeni para politikası çerçevesini tasarlarırken bir takım ek politika araçlarına ihtiyaç duymuştur. Aşağıda yeni politika araçları ve hangi yollarla amaçlara etki ettiği gösterilmiştir (Kara, 2012: 8).

**Tablo.3.2.** *Yeni Politika Araçları ve Aktarım Kanalları*



**Kaynak:** Kara (2012)

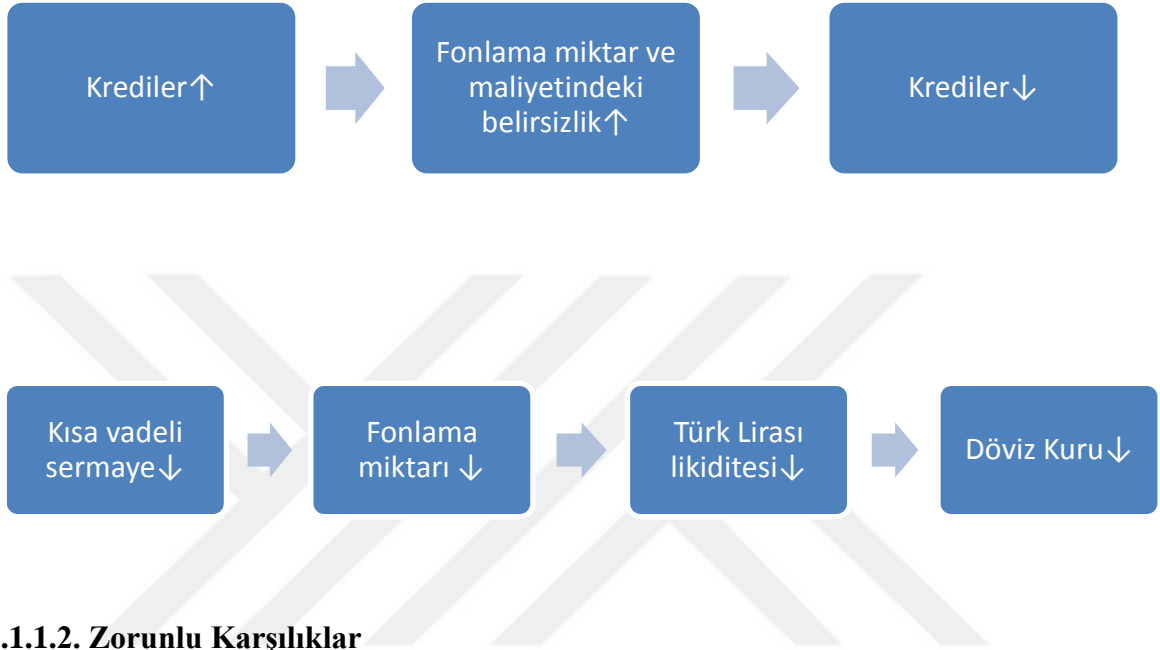
### 3.1.1.1.Faiz Koridoru

Merkez bankasının bankalardan gecelik vadede borçlanabileceği ve bankalara gecelik vadede borç verebileceği faiz seviyesi arasında kalan alan “faiz koridoru” olarak adlandırılmaktadır. Faiz koridoru sistemi, piyasada oluşan faizin günlük frekansta ayarlanabilmesine olanak tanımaktadır. Diğer bir ifade ile kısa vadeli faizin, likidite operasyonları ile, koridor içerisinde hangi seviyede olduğunun belirlenmesine olanak tanımaktadır. Faiz koridoru sistemi, büyük ölçüde geleneksel enflasyon hedeflemesinde de kullanılmaktadır. Ancak geleneksel enflasyon hedeflemesi uygulamasından iki temel farkı bulunmaktadır:

1. Geleneksel sistemde kısa vadeli ortalama fonlama faizi ile piyasada oluşan faiz arasında bir fark gözetilmemektedir. Yeni sistemde ise bu iki faizi likidite operasyonları ile birbirinden ayrıştırılabilmektedir.

2. Geleneksel sistemde ortalama kısa vadeli fonlama faizinin seviyesi aylık frekansta belirlenmektedir. Yeni sistemde ise ortalama fonlama faizi gerek duyulduğunda günlük frekansta ayarlanabilmektedir (Kara, 2012: 8-11).

Faiz koridorunun aktarım mekanizması aşağıda gösterilmiştir.



### 3.1.1.2. Zorunlu Karşılıklar

Zorunlu karşılıklar, temelde kredi arzını etkilemek amacıyla kullanılmaktadır. Sermaye girişlerinin arttığı dönemlerde, arz koşullarındaki gevşeme ve faiz oranlarındaki düşüş nedeniyle kredi büyümesi hızlanarak makro finansal riskleri besleyebilmektedir. Bu durumda zorunlu karşılık oranlarının artırılması kredi arzını sınırlayabilmektedir. Sermaye girişlerinin aniden zayıfladığı veya risk algılamasının arttığı dönemlerde ise zorunlu karşılıkların düşürülmesi kredilerde ani duruş riskini azaltabilmektedir.

Zorunlu karşılıklar kredileri esas olarak iki kanaldan etkilemektedir: (i) doğrudan maliyet kanalı, (ii) likidite kanalı.

(i). Zorunlu karşılık oranları↑, Kaynak maliyeti↑, Kredi/Mevduat faizi↑

(ii) Zorunlu karşılıklar, krediler üzerinde asıl olarak likidite kanalıyla etkili olmaktadır. Bu kanal, faiz koridoru ve etkin likidite yönetimi ile etkileşim halinde işlemektedir. Normal şartlar altında, mevduatın ortalama vadesinin kısa olduğu ve parasal otoritenin enflasyon hedeflemesi uyguladığı bir çerçevede, zorunlu karşılıklar ile piyasadan çekilen likiditenin TCMB fonlaması ile kolaylıkla ikame edilmesi, dolayısıyla likidite kanalının etkili olmaması beklenmektedir. Ancak, uygulanan koridor

sistemi ve aktif likidite yönetimi stratejisi, kısa vadeli faizlerdeki oynaklığı artırarak mevduatın merkez bankası fonlaması ile ikame edilebilirlik derecesini sınırlamaktadır. Böylece, TCMB' nin ek sıkılaştırma dönemlerinde özellikle ciddi likidite gereksinimi olan bankaların kredi genişlemesinde daha temkinli davranmaları söz konusu olmaktadır. Sonuç olarak, zorunlu karşılıkların kredi arzı üzerindeki etkisi asıl olarak faiz koridoru sistemi ile etkileşim halinde ortaya çıkmaktadır. Hali hazırda zorunlu karşılık oranlarının yüksek seviyede tutulması faiz koridoru aracının etkinliğini artırmaktadır (Kara, 2012: 12-15).

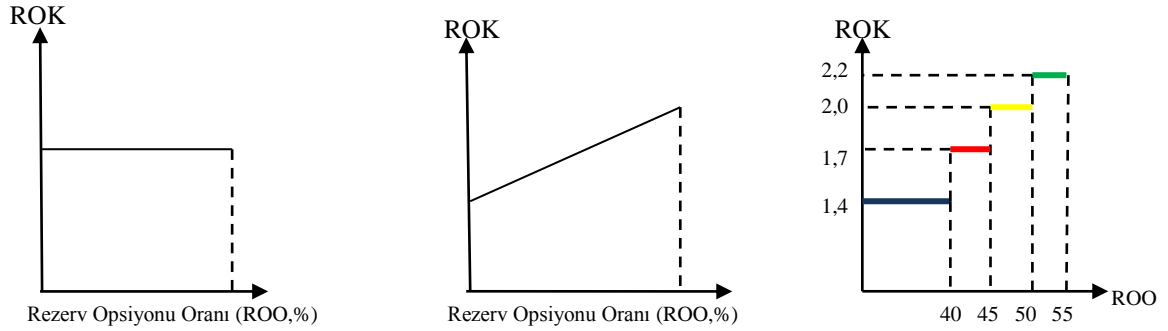
### **3.2. Rezerv Opsiyon Mekanizması**

Rezerv Opsiyon Mekanizması (ROM), temelde bankaların Türk Lirası zorunlu karşılık oranlarının belli bir kısmının yabancı para ya da altın cinsinden tutmasına imkan tanıyan bir makro ihtiyati politika enstrümanıdır. Zorunlu karşılık oranlarının, bankalar tarafından altın ya da yabancı para olarak tutulan kısmı rezerv opsiyonu oranı (ROO) olarak ifade edilmektedir. Birim Türk Lirası zorunlu karşılık başına tesis edilebilecek yabancı para ya da altın miktarı ise rezerv opsiyonu katsayısı (ROK) tarafından belirlenmektedir (Alper, Kara ve Yörükoğlu, 2012: 2).

ROM'un çalışma şeklini bir örnekle somutlaştıracak olursak; bankanın mevduatının 1000 TL arttığını varsayalım. Bununla birlikte zorunlu karşılık oranı da %10 olsun. Bu durumda bankanın, merkez bankasında tutmakla yükümlü olduğu TL zorunlu karşılık miktarı 100 TL olmuş olur. Aynı zamanda merkez bankasının, bankalara TL zorunlu karşılık oranlarının %60'ı kadarını yabancı para ya da altın cinsinden tutma imkanı tanıdığını varsayalım (ROO=%60). Buna ek olarak ROK'un 1 olduğunu varsayalım. Böyle bir durumda imkanın tamamını kullanmak isteyen banka, 100 TL zorunlu karşılığın 60 TL karşılığını ABD doları cinsinden tutmak istesin. ABD doları/TL kuru ise 2 olsun. Bu durumda;  $60/2=30$  ABD doları, 60 TL tutmak yerine banka tarafından karşılık olarak tutulabilecektir. Sonuç olarak banka 100 TL zorunlu karşılığın tamamını TL olarak tutmak yerine, 30 ABD doları + 40 TL olarak tutma imkanına sahip olmaktadır. Diğer şeyler sabitken ROK'un 2 olduğu varsayımı altında 60 TL karşılık, bu sefer  $60 \times 2=120$  TL'nin ABD doları karşılığı olarak tutulacaktır. ABD/TL kuru 2 ise  $120/2=60$  ABD doları karşılık olarak tutulabilecektir. ROK'un 2 olduğu varsayımda banka, 100 TL'lik zorunlu karşılığı 40 TL + 60 ABD doları olarak tutacaktır (Alper vd. 2012: 2).

Ancak ROK, yukarıdaki örnekteki gibi, her ROO için sabit bir değere sahip olmak zorunda değildir. Şekil.3.2’de ROK’ un farklı kullanım türleri gösterilmiştir (Alper vd. 2012:2-3).

**Şekil.3.2. Alternatif ROM Kullanımları**



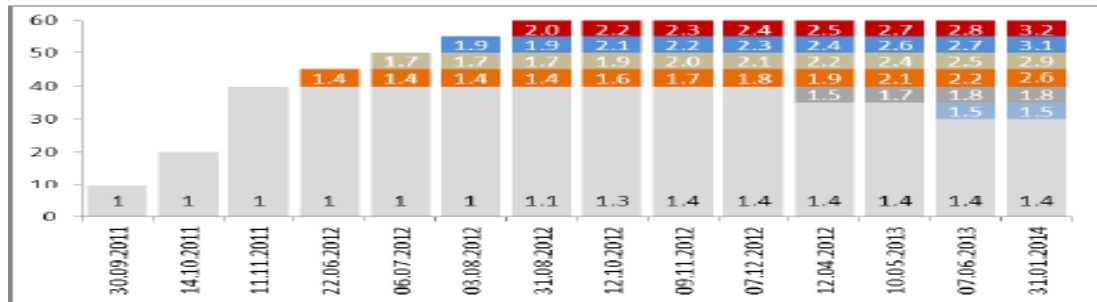
**Kaynak:** (Alper vd, 2012)

Şekil 3.2'nin sol panelinde yer alan grafik ROK'un, rezerv opsiyon oranına göre değişmediği durumu göstermektedir. Ortadaki grafik ise ROK'un her bir rezerv opsiyon oranına göre doğrusal olarak arttığını ifade etmektedir. Şeklin sağ panelinde yer alan grafik ise TCMB'nin mevcut uygulamasını göstermektedir. Mevcut uygulamada ROK, her bir %5'lik ROO diliminde artmaktadır (Alper vd. 2012: 2-3).

### 3.2.1. ROM'un İnşa Süreci

ROM, sermaye akımlarındaki oynaklığa ve dışsal finansal şoklara karşı ekonominin esnekliğini arttırmak için TCMB tarafından tasarlanan yeni bir politika aracıdır. ROM'un inşa edilmiş sürecinde TCMB, bankacılık sisteminde ek bir şok yaratmamak amacıyla rezerv opsiyon oranlarını ve katsayılarını kademeli olarak arttırmıştır (Aslaner vd. 2014: 2).

**Şekil 3.3. ROM'un İnşa Süreci**



Şekil 3.3'te ROM'un kullanılmaya başlandığı tarihten itibaren rezerv opsiyon oranlarının ve rezerv opsiyon katsayılarının ne şekilde belirlendiği gösterilmektedir. Buna göre Türk lirası zorunlu karşılıkların, bankalar tarafından döviz olarak tutulma imkanı 30 Ekim 2011 tarihinde uygulanmaya başlamıştır. Bu tarihte bankalara, Türk lirası zorunlu karşılıkların %10'unu birebir döviz olarak tutabilme imkanı tanınmaktadır (ROK=1). Bir sonraki tesis döneminde ise rezerv opsiyon katsayısı değişmemiş yalnızca rezerv opsiyon oranları arttırılmıştır. 22 Mayıs 2012 tarihinde ise ROO %45 olarak belirlenmiş ancak imkanın %40'ına kadar ROK bire eşitken imkanın %40'ından sonra ROK 1,4 'e eşit olmuştur. Daha sonra rezerv opsiyon oranlarının üst limiti %5 artırılarak, imkanın %40'ından sonra kullanılacak her %5' lik dilimde ROK'lar arttırılmıştır. Buna göre 09.11.2012 tarihinde TCMB'de 100 TL zorunlu karşılık buldurması gereken banka, imkanın tamamını kullanması halinde döviz cinsinden tesis edebileceği zorunlu karşılık tutarı;

$[100] \times [1,4 \times 0,4 + 1,7 \times 0,05 + 2 \times 0,05 + 2,2 \times 0,05 + 2,3 \times 0,05] = 97 \text{ TL}$  şeklinde hesaplanmaktadır. Buna göre 100 TL zorunlu karşılığın 60 TL'lik kısmı, 97 TL değerine karşılık gelen döviz miktarı olarak tutulabilecektir.

ROM, bankalara zorunlu karşılıkların belli bir kısmını döviz cinsinden tutma olanağının yanı sıra altın olarak tutma olanağı da tanımaktadır. ROM kapsamında bankalar, TL zorunlu karşılıklarının %30' u kadarını altın olarak tutabilmektedir. Altın imkanı da döviz imkanına benzer şekilde işlemektedir (TCMB, 2012: 3-4).

### **3.2.2. ROM ve Finansal İstikrar**

ROM, TL zorunlu karşılıkların bir kısmının yabancı para ya da altın cinsinden tutulmasına olanak tanıyarak bankalara likidite pozisyonlarını ayarlaması konusunda esneklik sağlamak ve bu şekilde sermaye akımlarının yaratabileceği oynaklığı sınırlamayı hedeflemektedir. Bununla birlikte hem bankaların döviz yükümlülükleri ile TL varlıkları arasında oluşabilecek uyumsuzluğu azaltmakta hem de diğer politika araçlarına ihtiyaç duymadan bankaların TL likidite olanaklarını genişleterek sermaye akımlarının krediler üzerindeki duyarlılığını azaltmaktadır (TCMB, 2012: 1-3).

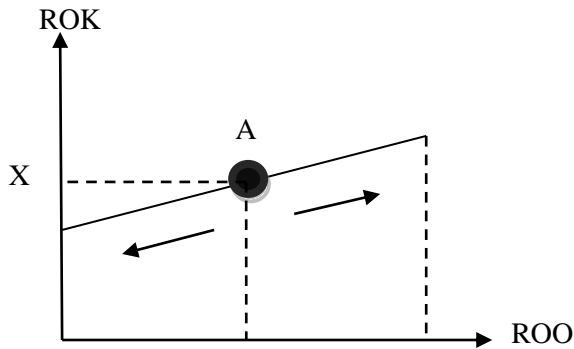
ROM'un önemli faydalarından biri otomatik dengeleyici olarak çalışmasıdır. ROM'un bankalar tarafından ne ölçüde kullanılacağı yabancı para (YP) ve TL kaynakların maliyetine göre değişmektedir. Örneğin YP kaynaklar TL kaynaklara göre

daha düşük maliyete sahipse bankalar, imkandan daha çok faydalanacaktır. Bankaların imkandan ne ölçüde yararlanacağı marjinal ROK (eşik ROK) değerine bağlı olarak değişecektir. Eşik ROK ise temelde YP kaynakların ve TL kaynakların görece maliyetini yansıtmaktadır. Denklem 3.1’de eşik ROK matematiksel olarak gösterilmiştir (Alper vd. 2012: 3-4).

$$ROK^e = \frac{r_t^{TL}}{r_t^{YP} * \frac{E(e_{t+1})}{e_{t+1}}} \quad (3.1.)$$

Denklemden ROK<sup>e</sup> eşik ROK’u,  $r_t^{TL}$  TL kaynakların maliyetini,  $r_t^{YP}$  yabancı para kaynakların maliyetini,  $e_t$  ROM’un tesis dönemi başlangıcındaki kur değerini,  $E(e_{t+1})$  ROM’un tesis dönemi sonundaki kur değerini ifade etmektedir. ROM’un otomatik dengeleyici olarak çalışması, eşik ROK’un alacağı değere bağlı olacaktır. Dolayısıyla mevcut ROK değeri eşik ROK’tan küçükse ROM kullanımının daha yüksek olması beklenmektedir. Tam tersi durumda ise daha düşük bir kullanım oranı beklenilmektedir (Alper vd. 2012: 3-4). Aşağıda ROM’un otomatik dengeleyici olarak çalışması, şekilsel olarak ifade edilmiştir (Alper vd. 2012: 3:4).

**Şekil.3.4.** ROM’un Otomatik Dengeleyici Olarak Çalışması



**Kaynak:** Alper vd. (2012)

Şekil 3.4’te ROK, ROM kullanım oranı arttıkça doğrusal olarak artacak şekilde gösterilmiştir. A noktası ise belli bir dönemde bankaların ROM kullanım oranını göstermektedir. A noktası gibi bir denge durumu geçerli iken sermaye girişlerinin hızlandığı dönemlerde; yabancı para arzı artacak ve yabancı para maliyetleri TL maliyetlerine göre düşecektir. Bu durumda eşik ROK artacak ve bankalar ROM

kullanım imkanlarından daha fazla yararlanacaktır. Yeni denge noktası ise eğri üzerinde A noktasının sağında oluşacaktır. Sermaye girişlerinin hızlandığı dönemlerde bankalar TL zorunlu karşılıklar için daha çok yabancı para tesis ederek hem TL üzerindeki değerlenme baskısını azaltmış olacak hem de döviz yükümlülüklerinin bir kısmını krediye dönüştürmüş olacaklardır. Tersine sermaye girişlerinin yavaşladığı dönemlerde ise TL kaynakların maliyeti yabancı para kaynakların maliyetine göre artacağından eşik ROK düşecektir. Bunun üzerine bankalar, ROM kullanım imkanından daha az faydalanacaktır. ROM kullanımının azalması TL likiditesinin azalmasına neden olmakta ve sermaye akımlarının yavaşladığı dönemlerde, TL'nin değer kaybetmesini sınırlamaktadır. Yeni denge noktası ise A noktasının solunda eğri üzerinde sağlanacaktır. Dolayısıyla ROM yolu ile piyasadan döviz çekilmesi ya da piyasaya döviz aktarılması bankaların kar maksimizasyoncu davranışının bir sonucu olarak gerçekleşmektedir. Sonuç olarak ROM, hem sermaye akımlarından kaynaklanan döviz kuru oynaklığını azaltmış hem de sermaye giriş çıkışları sırasında oluşan likidite oynaklığını sınırlamış olacaktır (Alper vd. 2012: 5:6; Çevik, 2016: 717).

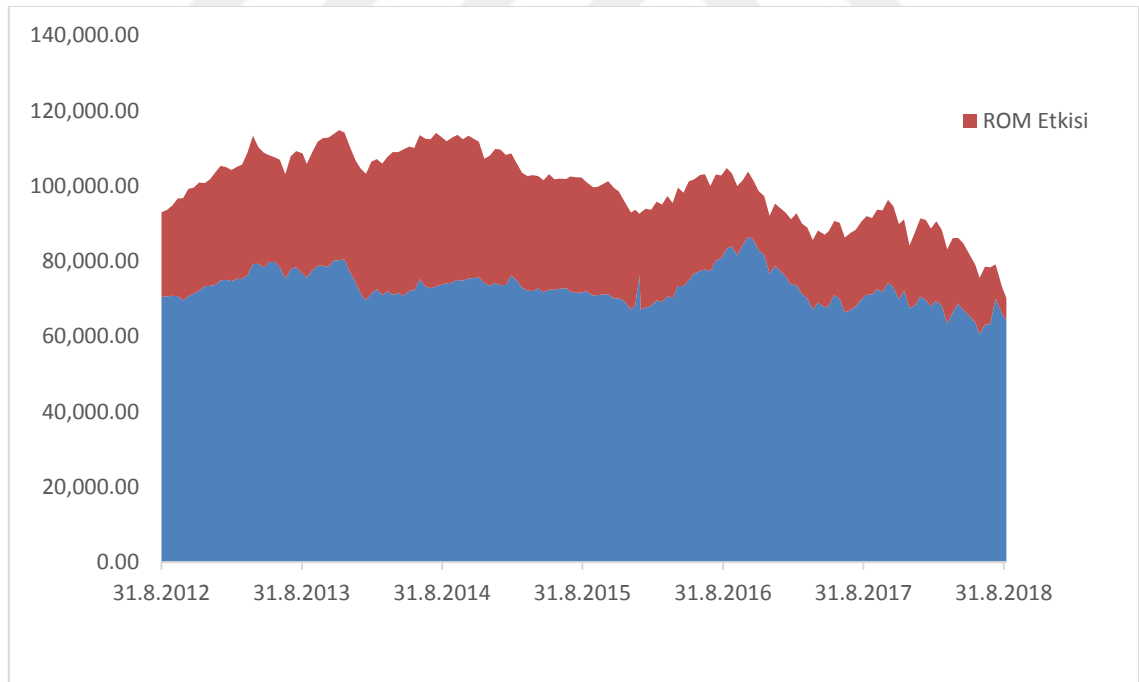
Öte yandan ROM' un otomatik dengeleyici olarak çalışarak, merkez bankasının döviz müdahalelerine olan ihtiyacını azaltması beklenmektedir. Merkez bankasının kurda yaşanan oynaklığı azaltmak için yaptığı döviz müdahaleleri, döviz kuru rejimi ve döviz kuru ile kamuoyunda yanlış algılamalara sebep olarak para politikasının iletişimini zorlaştırabilmektedir. ROM'un döviz likiditesinin bollaştığı dönemlerde daha fazla döviz likiditesinin daraldığı dönemlerde ise daha az kullanılması, bankaların optimizasyon davranışı tarafından belirlendiğinden böyle bir algının oluşmasını engelleyecektir. Bu şekilde ROM, hem para politikasının iletişimini kolaylaştırmakta hem de merkez bankasının döviz müdahalelerine daha az ihtiyaç duymasını sağlamaktadır (Alper ve diğ, 2012: 10-11).

ROM'un otomatik dengeleyici olarak çalışmasının yanında, merkez bankası ROK değerlerini değiştirerek bankaların ROM kullanım oranlarını etkileyebilmektedir. Örneğin sermaye girişlerinin azaldığı dönemlerde, YP kaynaklarının maliyetleri arttığından bankalar için opsiyonun son dilimini kullanmak optimal olmayabilecektir. Bunun üzerine merkez bankasının ROK'u son dilimler için arttırması, ROM kullanımını tekrar optimal hale getirebilecektir. Diğer taraftan sermaye girişlerinin yavaşladığı dönemlerde, eğer bankalar döviz likiditesi problemi yaşamıyorsa imkanı kullanıp

piyasadaki döviz likiditesini daha da sınırlayabileceklerdir. Buna ek olarak aynı dönemde döviz likiditesi problemi olan bankalar imkanı kullanamayacaklardır. Dolayısıyla sermaye girişlerinin yavaşladığı dönemlerde merkez bankası, ROM'un alt dilimleri için ROK'u azaltması piyasaya daha fazla döviz likiditesi aktarmakta fayda sağlamış olacaktır. Sonuç olarak merkez bankası, rezerv opsiyon katsayılarını değiştirerek hem bankaları ROM kullanıma teşvik edip hem de bankaların ROM kullanımını sınırlama olanağına sahiptir (Küçüksaraç ve Özel, 2012: 3-4).

ROM'un finansal istikrara bir diğer katkısı uluslararası brüt döviz rezervlerini arttırmasıdır. Ancak net rezervler üzerinde bir etkisi bulunmamaktadır. Bununla birlikte rezervleri ROM aracılığı ile bankaların biriktirmesi sermaye çıkışlarında finansal sektörün borç ödeme kapasitesini artırarak finansal sistemin dayanıklılığını ve derinliğini arttırmaktadır (Alper vd. 2012: 12-13). Aşağıda ROM'un brüt döviz rezervlerine katkısı grafikte gösterilmiştir.

**Grafik 3.12.** ROM' un Brüt Rezervlere Katkısı (Milyon ABD Doları)



**Kaynak:** TCMB

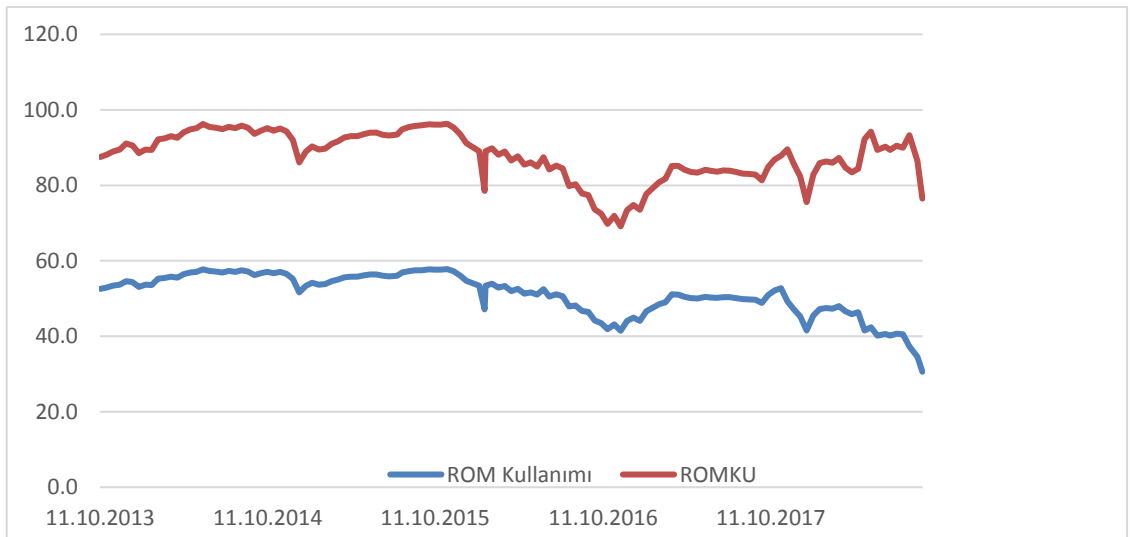
## DÖRDÜNCÜ BÖLÜM: OTOMATİK DENGELİYİCİ OLARAK ROM

Çalışmanın bu bölümde ROM'un otomatik dengeleyici özelliği VAR modeline dayalı etki tepki fonksiyonları ile test edilecektir. ROM'un otomatik dengeleyici olarak çalışması, sermaye girişlerinin hızlandığı (yavaşladığı) dönemlerde ROM kullanımının artarak (azalarak) TL üzerindeki değerlenme (değer kaybı) baskısının sınırlandırılması şeklinde beklenmektedir. Bu bağlamda döviz kurunun ve sermaye hareketlerinin, ROM kullanımını üzerindeki etkisi bu mekanizmanın sağlıklı işleyip işlemediği hakkında bilgi verecektir.

### 4.1. Veri Seti

Çalışmada ROM'u ifade eden değişken doğrudan bankaların ROM kullanım oranlarını yansıtmamaktadır. Çünkü ROM için TCMB tarafından belli bir üst sınır belirlenmiştir ve TCMB, üst sınırı gerektiğinde değiştirebilmektedir. Örneğin 11.10.2013 tarihinden 03.11.2017 tarihine kadar üst limit %60 olarak belirlenmişken, bu oran 03.11.2017 tarihinde %55'e, 20.04.2018 tarihinde %45'e, 27.07.2018 tarihinde ise %40'a indirilmiştir. Bu durumda bankaların ROM kullanım oranlarını doğrudan değişken olarak almak, bankaların ROM kullanım tercihlerini tam olarak yansıtmayabilmektedir. Bu sorunun üstesinden gelmek için bankaların üst limitin yüzde kaçından faydalandığını yansıtan "ROMKU" değişkeni türetilmiştir. Grafik 4.1'de bankaların ROM kullanımı (mavi) ve bankaların üst limitin yüzde kaçından faydalandığını ifade eden ROMKU değişkeni gösterilmiştir.

**Grafik.4.1.** ROM Kullanımı ve Bankaların İmkandan Faydalanma Oranı (Yüzde)



ROM imkanından ne kadar faydalandığımızı ifade eden ROMKU değişkeninin yanında ROM kullanımına etki eden değişkenler de modele dahil edilmiştir. Rom kullanımını etkileyen değişkenler; TL kaynakların maliyeti, yabancı para kaynakların maliyeti, döviz kuru ve sermaye hareketleri olarak sıralanabilir. Bu bağlamda TL kaynakların maliyeti için; TCMB 1 hafta vadeli repo faizi (politika faizi), BİST bankalar arası gecelik repo faizi ve ağırlıklı ortalama fonlama maliyeti değişkenleri seçilmiştir. Yabancı para kaynakların maliyeti için; yabancı para mevduat faizi ve bankaların kur takası işlemlerinde kullanılan libor faizi değişkenleri seçilmiştir. Döviz kuru için ise ABD doları kuru seçilmiştir. Son olarak sermaye hareketlerini önemli ölçüde etkileyen CDS (Kredi Temerrüt Takası) primi, sermaye hareketlerini temsil etmesi amacıyla modele dahil edilmiştir. Zorunlu karşılıklara ilişkin veriler, zorunlu karşılıkların yükümlülük ve tesis süresini kapsayan iki haftalık dönemler şeklinde açıklandığından, diğer değişkenlerin geometrik ortalaması alınarak iki haftalık frekansa çevrilmiştir. Çalışmada incelenilen dönem 11.10.2013 ile 07.09.2018 tarihlerini kapsamaktadır. Libor faizi ve CDS primi verileri Bloomberg'ten, diğer veriler TCMB'den elde edilmiştir. Modelde kullanılan değişkenlere ilişkin temel istatistikî göstergeler Tablo.4.1'de gösterilmiştir.

**Tablo.4.1. Değişkenlere İlişkin Temel İstatistikî Göstergeler**

Değişken	Kodu	Ortalama	Std. Sapma	Min.	Maks.	Gözlem
Rom Kullanımı	ROMKU	0.878559	0.064874	0.691265	0.963167	128
Politika Faizi	POL	0.08333	0.0245482	0.045	0.1775	128
BİST Repo Faizi	BIST	0.109788	0.0234526	0.0674	0.192475	128
Ağırlıklı Ortalama Fonlama Maliyeti	AOFM	0.10017	0.0271682	0.06145	0.1925	128
Döviz Mevduat Faizi (3ay vadeli)	YPMEV	0.026221	0.005812	0.01895	0.04465	128
Londra Bankalar Arası Swap Faizi	LIBOR	0.006134	0.0058782	0.001192	0.01981	128
ABD Doları Kuru	LNKUR	1.088703	0.248975	0.683097	1.808022	128
CDS Primi	LNCDS	5.415223	0.2118264	5.080199	6.24929	128

## 4.2. Metodoloji

### 4.2.1. Birim Kök Testi

Zaman serisi analizlerinde tutarlı sonuçlar elde etmenin ilk adımı değişkenlerin durağan olmasıdır. Durağanlık, genel bir tanım itibari ile serilerin sabit ortalama, sabit varyansa sahip olması ve iki serinin farkının zamana bağlı değil iki zaman değeri arasındaki farka bağlı olması anlamına gelmektedir. Durağan olmayan serilerle yapılacak regresyon analizi gerçekçi olmayan yüksek test istatistiklerine ve sahte regresyon problemine neden olacağından, serinin öncelikle durağanlığının sınanması gerekmektedir. Zaman serilerinin durağanlığı, çeşitli testler kullanılarak test edilmektedir. Uygulamada en çok kullanılan testler; DF (Dickey-Fuller), ADF (Augmented Dickey-Fuller), PP (Phillips-Perron) ve KPSS (Kwiatkowski, Phillips, Schmidt, Shin) olmak üzere sıralanabilir. Dickey ve Fuller tarafından geliştirilen DF testi, durağanlığı araştırılacak serinin, kendi gecikmeli değeri ve gecikmeli farkları üzerine regrese olmasını içermektedir ve aşağıdaki denklemlerden hareketle elde edilmektedir (Gujarati, 2008: 737-760).

$$\Delta Y_t = \delta Y_{t-1} + \varepsilon_t \quad (4.1)$$

$$\Delta Y_t = \beta_1 + \delta Y_{t-1} + \varepsilon_t \quad (4.2.)$$

$$\Delta Y_t = \beta_1 + \beta_2 \text{trend} + \delta Y_{t-1} + \varepsilon_t \quad (4.3)$$

Sabitin ve deterministik trendin olmadığı pür rassal yürüyüş modeli denklem (4.1) ile gösterilmiştir. Burada  $H_0: \delta \geq 0$  hipotezinin reddedilmesi serinin durağan olmadığını ifade etmektedir. Aynı şekilde denklem (4.2)'de sabitin olduğu ve deterministik trendin olmadığı model gösterilmiş ve bu denklemde  $H_0: \delta \geq 0$  hipotezinin reddedilmesi birim kökün varlığını diğer bir deyişle serilerin durağan olmadığını ifade etmektedir. Son olarak (4.3) ile gösterilen denklemde ise stokastik sürecin ve deterministik trendin olduğu model gösterilmiştir. Burada da  $H_0: \delta \geq 0$  hipotezinin reddedilmesi birim kökün varlığını diğer bir deyiş ile serilerin düzey değerinde durağan olmadığını ifade etmektedir (Gujarati, 2008: 737-760).

Yukarıdaki denklemlerde hata teriminin ( $\varepsilon_t$ ) özilintisiz olduğu varsayılmaktadır. Bu durum genellikle geçerli olmadığı için yukarıdaki denklemlere  $\Delta Y_t$ 'nin gecikmeli değerleri eklenmiştir. Gecikmeli değerlerin olduğu bu yeni sınıma Augmented Dickey-Fuller (ADF) adı verilmiştir. Aşağıda denklem (4.4) ile ADF testinin sabit terimin ve trendin olduğu genel bir formu, gösterilmiştir (Gujarati, 2008: 737-760).

$$\Delta Y_t = \beta_1 + \delta Y_{t-1} + \beta_2 \text{trend} + \sum_{i=1}^m \alpha_i \Delta Y_{t-i} + \varepsilon_t \quad (4.4)$$

Burada  $\Delta$  ifadesi fark operatörünü,  $\beta_1$  sabiti, m gecikme sayısı ve  $\varepsilon_t$  ifadesi hata terimini göstermektedir. Buradan hareketle  $H_0: \delta=0$  hipotezi; Monte Carlo yöntemi ile hesaplanan kritik değer, çizelgede bulunan kritik değerden büyükse  $H_0$  hipotezi reddedilir ve serilerin durağan olmadığı belirlenmiş olur (Gujarati, 2008: 737-760).

#### 4.2.2. VAR Modeli

Sims (1980)' e göre değişkenler arasında eşzamanlı bir ilişki söz konusu ise modelde yer alan tüm değişkenlere eşit bir şekilde davranılmalıdır. Dolayısıyla modelde yer alan değişkenler için içsel ve dışsal ayrımı yapılmamalıdır. Sims, bu görüşten hareketle VAR modelini geliştirmiştir. VAR modeli aşağıdaki denklemlerden hareketle tahmin edilmektedir (Gujarati, 2008: 784-785).

$$A_t = \alpha_1 + \sum_{j=1}^k \beta_j A_{t-j} + \sum_{j=1}^k \theta_j B_{t-j} + u_{1t} \quad (4.5)$$

$$B_t = \alpha_2 + \sum_{j=1}^k \gamma_j B_{t-j} + \sum_{j=1}^k \delta_j A_{t-j} + u_{2t} \quad (4.6)$$

(4.5) ve (4.6) ile gösterilen denklemlerde birbirlerinin geçmiş değerlerinden etkilenen  $A_t$  ve  $B_t$  gibi iki değişkenli VAR modeli temsil edilmiştir. Burada k, modelin maksimum gecikme uzunluğunu,  $u_{1t}$  ve  $u_{2t}$ ; ortalaması sıfır, kendi gecikmeli değerleri ile olan kovaryansları sıfır ve varyansları sabit varsayılan hata terimlerini temsil etmektedir. Hata terimleri ile ilgili diğer bir varsayım ise hata terimlerinin modelde yer alan bağımsız değişkenler ile ilişkisiz olduğudur. Ayrıca VAR modelinde tüm değişkenler içsel kabul edilmektedir. Yani VAR modeli anlık etkileri yansıtmaz yalnızca içsel değişkenlerin gecikmeli değerlerini yansıtır. Bu nedenle VAR modelinde eş anlılık sorunu ile karşılaşılmaz. Dolayısıyla modeldeki her bir denklem klasik en küçük kareler yöntemi ile tahmin edilebilmektedir (Özgen ve Güloğlu, 2004: 94).

#### 4.2.2.1. Etki Tepki Fonksiyonu

Etki tepki analizi, sistemde yer alan herhangi bir değişkenin hata teriminde meydana gelecek bir birim standart sapmalık şokun, sistemdeki diğer değişkenler üzerindeki etkisini ölçmekte kullanılmaktadır. Sims tarafından geliştirilen VAR modelinde, değişkenlerin kendi gecikmeli değerlerinden etkilenmeleri aslında sistemde yer alan değişkenler üzerindeki çeşitli şokların zaman yolunun izlenmesine olanak tanımaktadır. Dolayısıyla denklem (4.5) ve denklem (4.6) vektör şeklinde düzenlenip hata terimlerinin gecikmeli değerlerinin sisteme eklenmesi ile VAR modeli hareketli ortalamalar cinsinden elde edilmiş olur (Enders, 1995: 305-307).

$$\begin{bmatrix} A_t \\ B_t \end{bmatrix} = \begin{bmatrix} A_t \\ B_t \end{bmatrix} + \sum_{i=0}^{\infty} \begin{pmatrix} \phi_{11}(i) & \phi_{12}(i) \\ \phi_{21}(i) & \phi_{22}(i) \end{pmatrix} \begin{bmatrix} u_{1t-i} \\ u_{2t-i} \end{bmatrix} \quad (4.7)$$

Denklem (4.7)' de VAR modelindeki denklemlere hata terimlerinin gecikmeli değerleri eklenerek VAR modeli hareketli ortalamalar şeklinde düzenlenmiştir. Değişkenler üzerindeki etki tepki analizi yukarıdaki denklemden hareketle elde edilmektedir. Denklemde  $u_{1t-1}$  ve  $u_{2t-1}$  şokları,  $\phi_{ij}$  ise  $A_t$  ve  $B_t$  serileri üzerindeki şokları ortaya koyan etki çarpanlarını göstermektedir. Örneğin  $\phi_{11}$  katsayısı,  $u_{1t-1}$ 'deki bir birimlik standart sapmalık şokun  $A_t$  üzerindeki etkisini ifade etmektedir (Enders, 1995: 305-307; Barışık ve Kesikoğlu, 2006: 69-70).

#### 4.3. Ampirik Bulgular

Zaman serisi ile analiz yapmanın önemli bir kriteri, değişkenlerin durağanlığının sınanmasıdır. Değişkenlerin aynı seviyede durağan olması durumunda ise VAR modeli için uygun gecikme uzunluğu belirlenmelidir. Daha sonra modelin istikrarlı olup olmadığı ve otokolerasyon içerip içermediği test edilmektedir. Aşağıda tüm bu testlerin sonuçları gösterilmektedir.

#### 4.3.1. Birim Kök Testi Sonuçları

**Tablo.4.2.** Değişkenlerin Düzey Değerleri İçin ADF Testi Sonuçları

Değişken		Gecikme	ADF Test İstatistiği	Olasılık Değeri
ROMKU	Sabitli	0	-1.637651	0.4605
ROMKU	Trendli	0	-2.400024	0.3778
ROMKU	None	0	-0.563371	0.4714
YPMEV	Sabitli	2	1.515433	0.9993
YPMEV	Trendli	2	-1.068714	0.9293
YPMEV	None	2	1.816169	0.9831
LIBOR	Sabitli	6	1.599302	0.9995
LIBOR	Trendli	6	-0.864889	0.9557
LIBOR	None	6	2.3372.91	0.9953
LNCDS	Sabitli	0	-0.614401	0.8624
LNCDS	Trendli	0	-0.835972	0.9588
LNCDS	None	0	1.091923	0.9280
LNKUR	Sabitli	1	1.366530	0.9989
LNKUR	Trendli	1	-0.737436	0.9676
LNKUR	None	1	3.010529	0.9993
AOFM	Sabitli	0	2.095680	0.9999
AOFM	Trendli	0	0.845662	0.9998
AOFM	None	0	3.295965	0.9997
POL	Sabitli	0	-0.321639	0.9173
POL	Trendli	0	-0.751629	0.9664
POL	None	0	1.261351	0.9469
BİST	Sabitli	1	-0.314624	0.9184
BİST	Trendli	1	-1.137659	0.9177
BİST	None	1	1.342109	0.9544

*Gecikme uzunlukları AIC ve Schwarz kriterlerine göre belirlenmiştir.*

Değişkenlerin düzey değerleri için yapılan ADF birim kök testi sonucu, değişkenlerin düzey değerlerinde durağan olmadığı tespit edilmiştir. Bunun üzerine değişkenlerin birinci farkı alınarak tekrar ADF birim kök testi yapılmıştır.

**Tablo.4.3.** Birinci Farkı Alınmış Serilerin Birim Kök Testi Sonuçları

Değişken		Gecikme	ADF Test İstatistiği	Olasılık Değeri
DROMKU	Sabitli	0	-9.568170***	0.0000***
DROMKU	Trendli	0	-9.552523***	0.0000***
DROMKU	None	0	-9.595284***	0.0000***
DYPMEV	Sabitli	1	-12.12412***	0.0.000***
DYPMEV	Trendli	1	-12.90289***	0.0000***

DYPMEV	None	1	-11.96659***	0.0000***
DLIBOR	Sabitli	5	-2.872333*	0.0416*
DLIBOR	Trendli	5	-3.898036*	0.0150*
DLIBOR	None	5	-2.077340*	0.0367*
DLNCDS	Sabitli	0	-11.43084***	0.0000***
DLNCDS	Trendli	0	-11.53247***	0.0000***
DLNCDS	None	0	11.37515***	0.0000***
DLNKUR	Sabitli	0	-7.915763***	0.0000***
DLNKUR	Trendli	0	-8.130418***	0.0000***
DLNKUR	None	0	-7.254697***	0.0000***
DAOFM	Sabitli	1	-5.551523***	0.0000***
DAOFM	Trendli	1	-8.738291***	0.0000***
DAOFM	None	1	-5.257613***	0.0000***
DPOL	Sabitli	0	-9.143529***	0.0000***
DPOL	Trendli	0	-9.169523***	0.0000***
DPOL	None	0	-9.061853***	0.0000***
DBİST	Sabitli	0	-7.399279***	0.0000***
DBİST	Trendli	0	-7.461981***	0.0000***
DBİST	None	0	-7.229328***	0.0000***

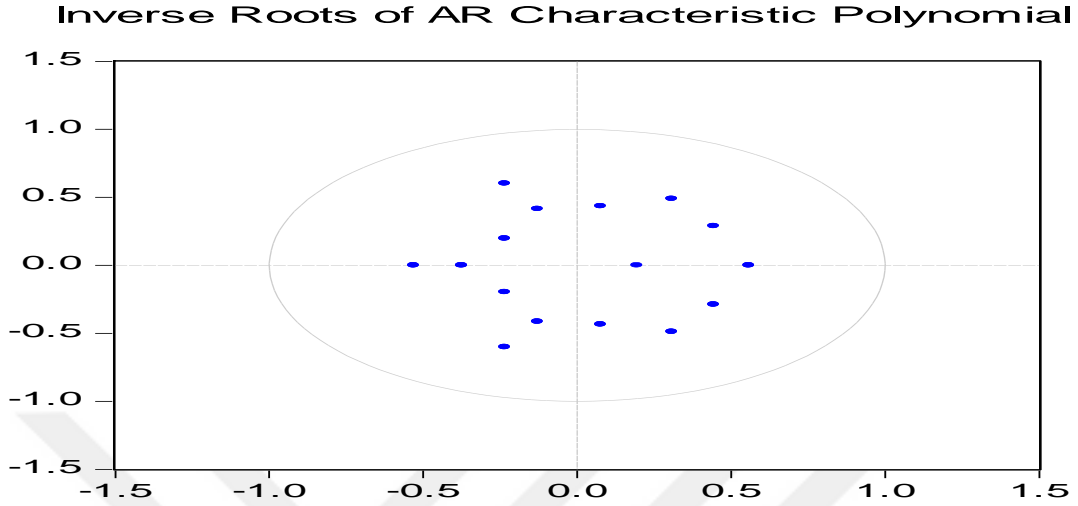
*Gecikme Uzunlukları AIC ve Schwarz kriterlerine göre belirlenmiştir. \*\*\* işareti değişkenlerin %1 anlamlılık düzeyinde, \* işareti ise değişkenlerin %5 anlamlılık düzeyinde durağan olduklarını göstermektedir.*

Tablo 4.3'ten görüleceği üzere tüm değişkenler, birinci farkı alındığında durağan hale gelmektedir. Dolayısıyla kurulacak VAR modeli için tüm değişkenlerin durağan seviyesi kullanılmıştır.

#### **4.3.2. VAR Modeli Sonuçları**

Değişkenlerinin birinci farkta durağan olduğu tespitinden sonra, VAR modeli için doğru sonuçlar almanın diğer bir faktörü ise uygun gecikme uzunluğunun belirlenmesidir. Gecikme uzunluğu; Olabilirlik Oranını (LR) en büyük, Final Prediction Error (FPE), Akaike (AIC), Schwarz (SC) ve Hannan-Quinn (HQ) kritik değerlerini en küçük yapan gecikme değeri tarafından belirlenmektedir. VAR modelinin optimal gecikme uzunluğu 2 olarak belirlenmiştir. Şekil 4.3.2.1' de 2 gecikmeli VAR modeli için karakteristik polinomun ters köklerinin birim çember içindeki dağılımları gösterilmiştir.

**Şekil 4.1.** VAR(2) Modelinin Karakteristik Polinomunun Ters Kökleri



Şekil 4.1’de görüleceği gibi tüm kökler birim çember içinde kalmıştır. Dolayısıyla VAR(2) modeli istikrarlıdır. VAR modellerinde karşılaşılan diğer bir problem ise hata terimleri arasında otokolerasyonun olmasıdır. Tablo.4.4’ te VAR(2) modeli için otokolerasyon testi sonuçları gösterilmiştir.

**Tablo 4.4.** LM Otokolerasyon Testi

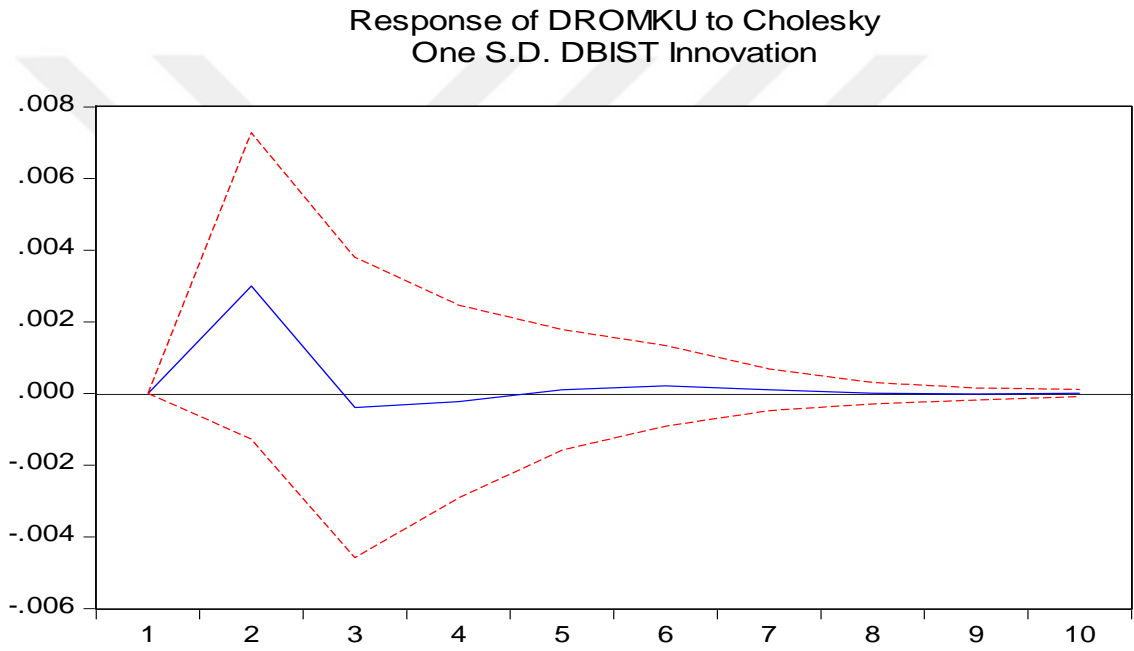
Gecikme	LM- Test İstatistiği	Olasılık Değerleri
1	57.70792	0.6971
2	63.76212	0.4849
3	61.98636	0.5481
4	78.58891	0.1037
5	75.39163	0.1561

Tablo.4.4’te verilen LM test istatistiği sonuçlarına göre; VAR (2) modelinde “ $H_0$  = Serisel Otokolerasyon Yoktur“ hipotezi beşinci gecikmeye kadar kabul edilmektedir. Dolayısıyla bu noktadan sonra VAR modeli ile yapılacak analizlere güvenilebilmektedir.

#### 4.2.3.1. Etki Tepki Analizi Sonuçları

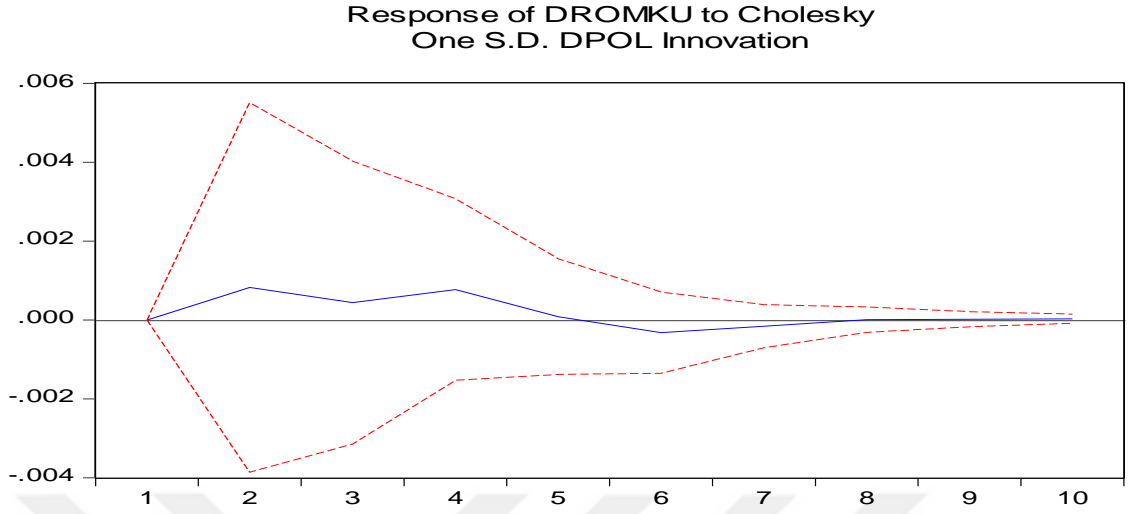
VAR modeline ilişkin çeşitli testler yapıldıktan sonra etki tepki analizine geçilmiştir. Bu bağlamda ROM kullanımının önce TL kaynakların maliyetleri üzerindeki bir birimlik şoka tepkisi daha sonra YP kaynakların maliyetleri üzerindeki bir birim standart sapmalı şoka tepkisi son olarak ta CDS primi ve döviz kuru değişkenleri üzerindeki bir birim standart sapmalı şoka tepkisi aşağıdaki şekillerde gösterilmiştir.

**Şekil 4.2.** ROM Kullanımının BİST Gecelik Repo Faizine Tepkisi



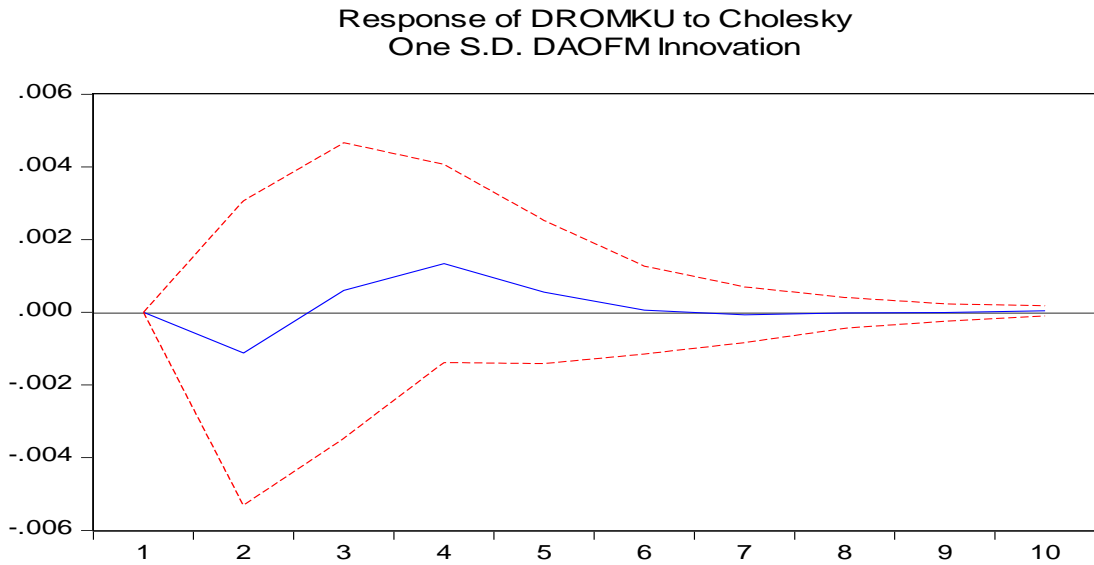
Şekil.4.2' de gösterilen etki tepki analizine göre BİST repo faizinde meydana gelen bir birim standart sapmalı şok, ROM kullanımını ikinci döneme kadar yaklaşık binde 3 arttırmaktadır. Üçüncü dönem itibari ile etki negatif olmakta beşinci dönemde ise etki sönümlenmektedir. BİST repo faizlerinin yükselmesi, TL kaynakların maliyetinde artış yarattığından eşik ROK artmakta ve bankalar TL karşılıklar için daha yüksek miktarda yabancı para tesis etmektedir.

**Şekil 4.3.** ROM Kullanımının Politika Faizine Tepkisi



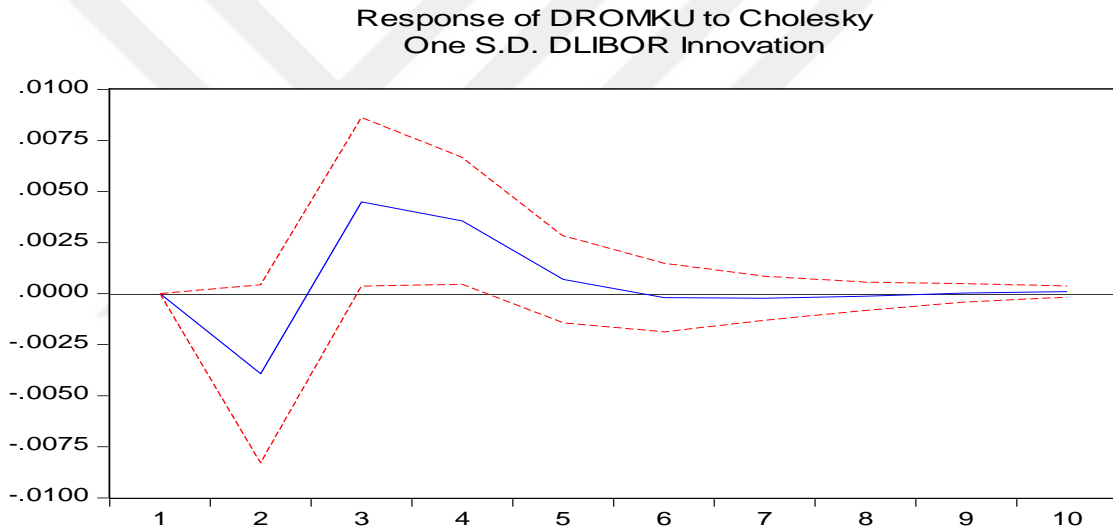
Politika faizindeki artış beşinci döneme kadar ROM kullanımını arttırmakta beşinci dönemden itibaren ROM kullanımı politika faizindeki şoka negatif tepki vermekte ve altıncı dönemden sonra şok etkisini yitirmektedir. Politika faizindeki artışa ROM' un beşinci döneme kadar pozitif tepki vermesi, TL kaynakların maliyetinin artışında ROM kullanımının artacağı varsayımı ile paralellik arz etmektedir. Politika faizindeki bir artış, eşik ROK'u arttırmaktadır. Bu durumda bankalar daha yüksek maliyetli TL kaynakları karşılık olarak tutmak yerine ROM imkanından daha çok yararlanmaktadır.

**Şekil 4.4.** ROM Kullanımının AOFM'ye Tepkisi



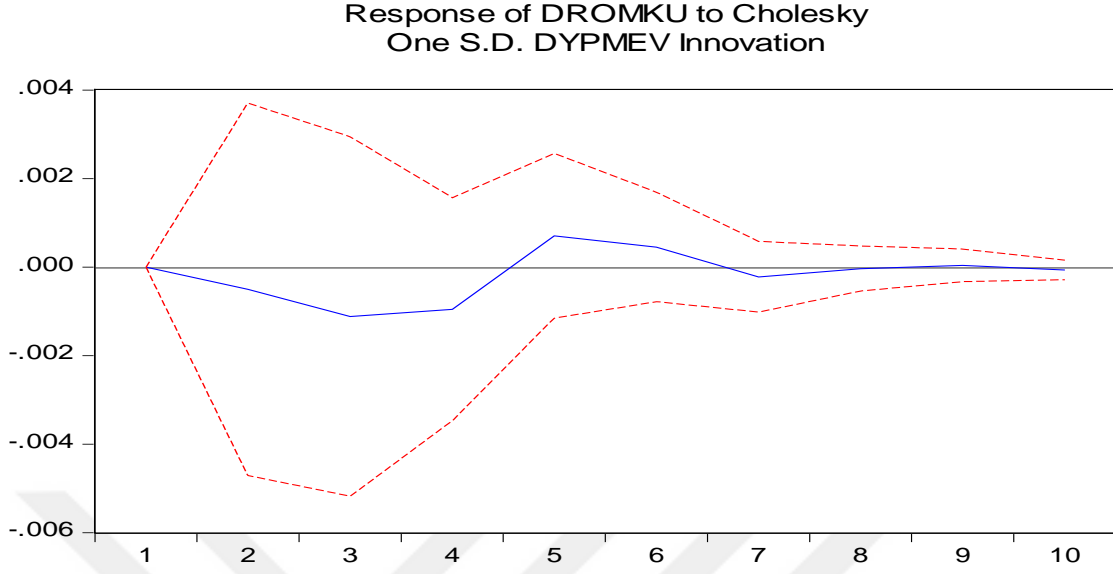
AOFM'deki bir birim standart sapmalılık şok, ROM kullanımı üzerinde başlangıçta negatif bir etkiye sahip olmaktadır. Üçüncü dönemden itibaren etki pozitif olmakta ve altıncı döneme kadar devam etmektedir. AOFM, merkez bankası tarafından bankalara çeşitli enstrümanlarla (politika faizi, depo) ve farklı vadelerde (haftalık, gecelik) yapılan fonlama faizlerinin ağırlıklı ortalamasıdır. ROM kullanımının başlangıçta AOFM' deki artışa negatif tepki vermesi, bu süreçte bankaların merkez bankası dışından daha düşük maliyetle fon bulabilmesi ya da bankaların likidite durumlarının iyi olması ile açıklanabilir.

**Şekil 4.5.** ROM Kullanımının Libor Faizine Tepkisi



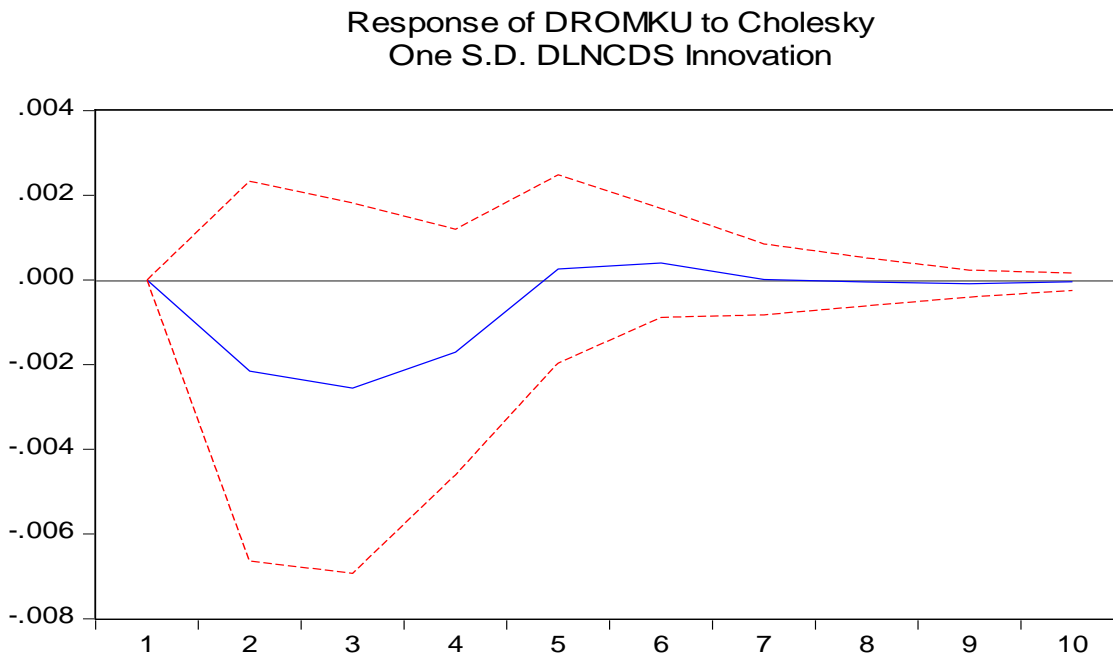
Libor faizinde meydana gelen bir birim standart sapmalılık şoka ROM'un tepkisi üçüncü döneme kadar negatif olmakta ancak üçüncü dönemden sonra tepki pozitif olmaktadır. Altıncı dönem itibari ile etki sönümlenmektedir. Libor faizindeki bir artış yabancı para kaynakların maliyetini arttırmakta ve dolayısıyla eşik ROK düşmektedir. Eşik ROK' un düşmesi bankaların imkandan daha az yararlanmasına sebep olmaktadır. Ancak bankaların döviz yükümlüklerinin, döviz varlıklarından fazla olması ve döviz faizlerinin döviz tevdiat hesabı faizlerine hızlı bir şekilde yayılamaması, bir süre sonra bankaları imkandan daha çok yararlanmaya teşvik etmektedir.

**Şekil 4.6.** ROM Kullanımının Yabancı Para Mevduat Faizine Tepkisi



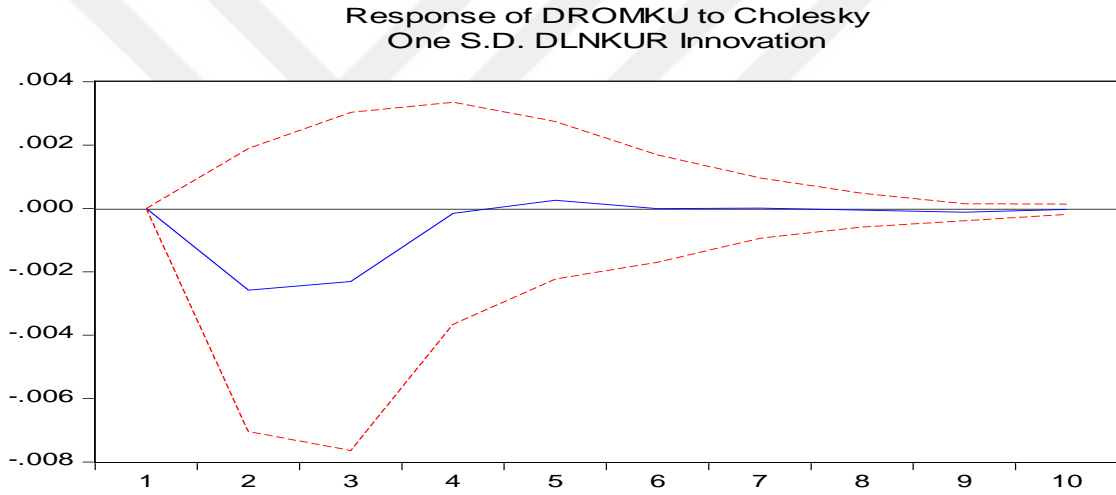
Yabancı para mevduat faizlerindeki artış, ROM kullanımı üzerinde beşinci döneme kadar negatif bir etki yaratmaktadır. Beşinci dönemden sonra etki pozitif olmakta ve yedinci dönemde zayıflayarak tekrar negatif olmaktadır. Sekizinci dönem itibariyle etki sönümlenmektedir. Yabancı para mevduat faizindeki bir artış, bankaların yabancı kaynak maliyetlerinde bir artışa neden olmaktadır. Bu durumda bankalar ROM imkanından daha az faydalanmaktadır.

**Şekil 4.7.** ROM Kullanımının CDS Primine Tepkisi



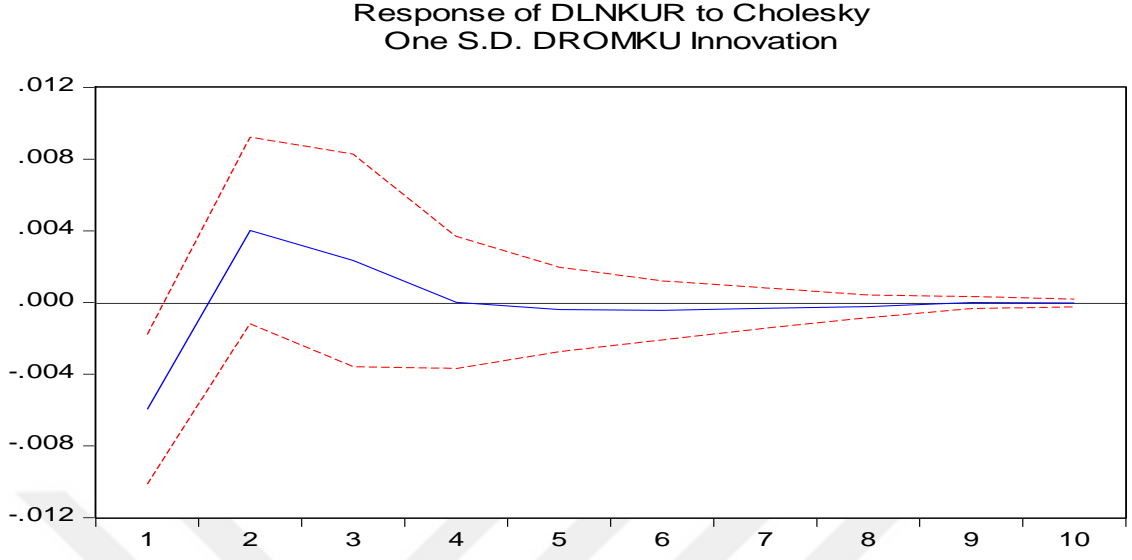
CDS primlerinde meydana gelen bir birim standart sapmalılık şoka, ROM kullanımını beşinci döneme kadar negatif tepki vermektedir. Beşinci ve yedinci dönem arası tepki pozitif olmakta ve yedinci dönemden sonra etkisini yitirmektedir. CDS primlerinde artış yaşanması sıklıkla kısa vadeli sermaye girişlerinde yavaşlama hatta çıkış ile sonuçlanmaktadır. Dolayısıyla sermaye girişlerinin yavaşladığı dönemlerde ROM kullanımının azalması, ROM'un sermaye çıkışlarına karşı tampon görevi gördüğü ve aynı zamanda TL üzerindeki değer kaybı baskısını hafiflettiği yönünde bulgular elde edilmesini sağlamaktadır.

**Şekil 4.8.** ROM Kullanımının Döviz Kuruna Tepkisi



Kurdaki artışa ROM kullanımının tepkisi dördüncü dönemin sonuna kadar negatif olmaktadır. Beşinci dönemden sonra ise etki kaybolmaktadır. ROM'un kurdaki artışa ve sermaye girişlerinin yavaşlamasına negatif tepki vermesi ve her iki tepkinin de birbirine önemli ölçüde benzemesi, ROM'un otomatik dengeleyici olarak çalışmasına yönelik bir bulgu oluşturmaktadır.

**Şekil 4.9.** *Döviz Kurunun ROM Kullanımına Tepkisi*



ROM kullanımındaki bir birim standart sapmalık şoka, döviz kuru ikinci döneme kadar pozitif tepki vermekte ikinci dönemden sonra etki zayıflamakta ve dördüncü dönemde etki sönümlenmektedir. ROM kullanımının döviz kuruna tepkisinin pozitif olması, sermaye girişlerinin hızlandığı (yavaşladığı) dönemlerde TL üzerindeki değerlendirme (değer kaybı) baskısının sınırlandırıldığı hipotezini desteklemektedir.

## SONUÇ

Bu çalışmada 2011 yılının Eylül ayında uygulanmaya başlanan ve sermaye akımlarının yarattığı oynaklığa karşı tampon görevi görmesi hedeflenen ROM'un otomatik dengeleyici olarak çalışıp çalışmadığı VAR modeline dayanan etki tepki analizleri ile test edilmiştir. ROM'un otomatik dengeleyici olarak işlev görmesinin bankaların karını maksimum yapma davranışı ile kendiliğinden sağlanacağı öngörülmektedir. Bu varsayımdan yola çıkılarak ROM kullanımına etki eden değişkenlerde meydana gelecek şokun ROM kullanımını nasıl etkileyeceği sorusuna cevap aranmıştır. Daha sonra döviz kurunda ve sermaye hareketlerini yansıtan CDS primlerinde meydana gelecek şokun ROM kullanımını üzerindeki etkileri incelenmiştir.

Yapılan etki tepki analizleri sonucu ROM'un sermaye hareketlerine ve döviz kuruna verdiği negatif tepkiler, otomatik dengeleyici olarak çalıştığı yönünde ampirik bulgular elde edilmesini sağlamıştır. Ancak ROM'un otomatik dengeleyici olarak çalışması, simetrik bir şekilde ve bankaların kar maksimizasyoncu davranışının sonucu olarak gerçekleşmemektedir. Her yabancı para maliyet arışı karşısında ROM'un tüm dönemlerde negatif tepki vermemesi ve her TL maliyeti artışına ROM'un tüm dönemlerde pozitif tepki vermemesi bu görüşü destekler niteliktedir.

Öte yandan ROM'un AOFM ve libor faizine tepkisinin benzer olması, ROM kullanımında yabancı para ve TL kaynakların maliyetlerinin etkisinin görece zayıf olduğunu göstermektedir. Çünkü TL kaynakların maliyetinin artması durumunda ROM kullanılması maliyetleri düşürücü etki yapmaktadır. Yabancı para kaynakların maliyetlerinin artması durumunda ise ROM imkanından faydalanmak bankalar için optimal olarak gözükmemektedir. Ancak ROM kullanımının TL ve YP kaynak maliyetlerine tüm dönemde beklenen yönde tepki vermemesi, bu mekanizmanın kaynak maliyetleri dışında da birtakım değişkenlerden önemli ölçüde etkilendiğini göstermektedir. Türkiye'nin politik, ekonomik ve sosyal problemlerinin olması buna ek olarak Türkiye ekonomisinin ve finansal sisteminin oynak yapıda olması ROM'un simetrik olarak çalışmasını aksatmaktadır.

Sonuç olarak ROM, otomatik dengeleyici işlevi görmekte fakat bu dengelenme mekanizması simetrik bir şekilde gerçekleşmemektedir. Çünkü ROM kullanımında TL ve YP kaynak maliyetleri, döviz kuru gibi değişkenlerin yanında makro ekonomik

görünümün düzgün olması, ekonomik faaliyetlerin makroekonomik ve finansal istikrarın sağlandığı ortamda yürütülmesi gibi etkenler de önem arz etmektedir. Finansal istikrar ve ROM ilişkisi tek yönlü bir ilişki değildir. Dolayısıyla finansal istikrarın sağlandığı bir ortamda ROM, işlevlerini daha sağlıklı yerine getirebilmektedir. Buna ek olarak ROM, finansal istikrarı tek başına sağlayabilecek bir enstrüman değildir. Ancak finansal istikrarın sağlandığı bir ortamda fonksiyonlarını daha sağlıklı bir şekilde yerine getirerek finansal istikrara katkı sağlamaktadır. Finansal istikrarın sağlanmadığı bir ortamda ROM kullanımı, finansal istikrara katkı sağlamaktan ziyade fonksiyonlarını öngörüldüğü şekilde yerine getirememektedir. ROM kullanımının daha efektif hale gelmesi için finansal istikrara verilen önemin artırılması, politik ve sosyal problemlerin asgari seviyeye indirilmesi, makroekonomik istikrarın sağlanması ve ROM'un finansal istikrara katkı sağlayan diğer araçlar ve düzenlemeler ile ilişkisinin göz ardı edilmemesi önerilmektedir.

## KAYNAKÇA

- Aktan, C. C. (1998). *Nasıl bir para sistemi?: parasal disiplin ve parasal istikrar için alternatif öneriler*. İstanbul Menkul Kıymetler Borsası.
- Alper, K., Kara, A. H., & Yorukoglu, M. (2012). *Reserve option mechanism [Rezerv opsiyonu mekanizması]* (No. 1228). Research and Monetary Policy Department.
- Angelini, P., Neri, S., & Panetta, F. (2011). Monetary and macroprudential policies. *Bank of Italy Temi di Discussione (Working Paper) No, 801*.
- Aslaner, O., Ciplak, U., Kara, H., & Küçükşarap, D. (2015). Reserve options mechanism: does it work as an automatic stabilizer?. *Central Bank Review, 15*.
- Barişik, S., & Kesikoğlu, F. (2006). Türkiye'de bütçe açıklarının temel makroekonomik değişkenler üzerine etkisi (1987-2003 var, etki-tepki analizi, varyans ayrıştırması). *Ankara Üniversitesi SBF Dergisi, 61(4), 59-82*.
- Başçı, E. & Kara, H. (2011). *Finansal istikrar ve para politikası*. TCMB Çalışma Tebliği. No: 11/08.
- Başçı, E. (2015). "Finansal Sistemik Risk" başlıklı G-20 Konferansı Açılış Konuşması.
- Benigno, G., & Benigno, P. (2003). Price stability in open economies. *The Review of Economic Studies, 70(4), 743-764*.
- Bernanke, B. S., & Gertler, M. (1995). Inside the black box: the credit channel of monetary policy transmission. *Journal of Economic perspectives, 9(4), 27-48*.
- Bernanke, B. S., & Mishkin, F. S. (1997). Inflation targeting: a new framework for monetary policy?. *Journal of Economic perspectives, 11(2), 97-116*.
- Bernanke, B. S., Gertler, M., & Gilchrist, S. (1999). The financial accelerator in a quantitative business cycle framework. *Handbook of macroeconomics, 1, 1341-1393*.
- Borio, C., Furfine, C., & Lowe, P. (2001). Procyclicality of the financial system and financial stability: issues and policy options. *BIS papers, 1(March), 1-57*.

Borio, C. E., English, W. B., & Filardo, A. J. (2003). A tale of two perspectives: old or new challenges for monetary policy?.

Borio, C. E., & Drehmann, M. (2009). Towards an operational framework for financial stability :'fuzzy' measurement and its consequences.

Bundesbank, D. (2003). Report on the stability of the German financial system. *Monthly Report*, 55(12), 5-51.

Cargill, T. F. (2001). Monetary policy, deflation, and economic history: lessons for the Bank of Japan. *Monetary and Economic Studies (Special Edition)*, 22.

Cecchetti, S. G. (2008). *Crisis and responses: the Federal Reserve and the financial crisis of 2007-2008* (No. w14134). National Bureau of Economic Research.

Chant, J. Financial stability as a policy goal, bank of canada, *Technical Report No 95, Essays on Financial Stability*, 2003, Sf. 3-9

Crockett, A. (1996). The theory and practice of financial stability. *De Economist*, 144(4), 531-568.

Crockett, A. (1997). Why is financial stability a goal of public policy?. *Economic Review-Federal Reserve Bank of Kansas City*, 82, 5-22.

Crotty, J. (2009). Structural causes of the global financial crisis: a critical assessment of the 'new financial architecture'. *Cambridge journal of economics*, 33(4), 563-580.

Cukierman, A. (1996). *Targeting Monetary Aggregates and Inflation in Europe* (No. 1996-32).

Çevik, F. (2016). Sermaye akımı oynaklığı ve kredi büyümesinde yeni para politikasının önemi. *Elektronik Sosyal Bilimler Dergisi, Bahar*, 15(57).

Driffill, J., Rotondi, Z., Savona, P., & Zazzara, C. (2006). Monetary policy and financial stability: What role for the futures market?. *Journal of Financial stability*, 2(1), 95-112.

ECB (2004). *Financial stability review*. December.

ECB (2010). *Financial stability review*. June.

ECB (2013). *Financial stability review*. May.

Ermisoglu, E., Oduncu, A., & Akcelik, Y. (2013). Rezerv opsiyonu mekanizmasi ve kur oynakligi (No. 1304). *Research and Monetary Policy Department, Central Bank of the Republic of Turkey*.

Enders, W. (1995). *Applied econometric time series*, New York: John Wiley & Sons. Inc.

Ferguson, R. W. (2003). Should financial stability be an explicit central bank objective. *Challenges to Central Banking from Globalized Financial Systems, International Monetary Fund, Washington DC*, 208-223.

García-Herrero, A., & Del Rio Lopez, P. (2003). Financial stability and the design of monetary policy.

Garry, J. S., & Schinasi, G. (2004). *Defining financial stability*. IMF Working Paper, 2004: 128-190.

Gertler, M. (1988). Financial structure and aggregate economic activity: an overview.

Gujarati, D. (2008). N, 2003, *Basic Econometrics*,“. *New York: McGraw-Hill*, 363-369.

Gray, S., & Talbot, N. (2006). *Monetary operations*. Centre for Central Banking Studies, Bank of England

Hanson, S. G., Kashyap, A. K., & Stein, J. C. (2011). A macroprudential approach to financial regulation. *Journal of economic Perspectives*, 25(1), 3-28.

Houben, A. C., Kakes, J., & Schinasi, G. J. (2004). *Toward a framework for safeguarding financial stability* (Vol. 4). International Monetary Fund.

Issing, O. (2003). Monetary and financial stability: is there a trade-off?. *BIS Papers*, 18, 16-23.

Issing, O. (2016). The development of monetary policy in the 20th century—some reflections. *Der Euro in stürmischen Zeiten: Beiträge von Otmar Issing zur Wirtschafts- und Währungspolitik am Center for Financial Studies 2006-2015*, 103.

Kara, A. H., & Orak, M. (2008). Enflasyon hedeflemesi. *Krizler, Para ve İktisatçılar*, Ed. Ercan Kumcu, Istanbul: Remzi Kitabevi, 81-157.

Kara, H. (2012). Küresel kriz sonrası para politikası. *TCMB Çalışma Tebliği*, 1217.

Kucuksarac, D., & Ozel, O. (2012). *Rezerv Opsiyonu Mekanizmasi ve Optimal Rezerv Opsiyonu Katsayılarının Hesaplanması* (No. 1232).

Large, A. (2003). Financial stability: maintaining confidence in a complex world. *Financial Stability Review*, 170-174.

Lewis, M. K., & Mizen, P. D. (2000). Monetary economics. *OUP Catalogue*.

Lim, C. H., Costa, A., Columba, F., Kongsamut, P., Otani, A., Saiyid, M., ... & Wu, X. (2011). Macroprudential policy: what instruments and how to use them? Lessons from country experiences. *IMF working papers*, 1-85.

Mishkin, F. S. (1991). A multi-country study of the information in the shorter maturity term structure about future inflation. *Journal of International Money and Finance*, 10(1), 2-22.

Mishkin, F. S. (1996a). *Understanding financial crises: a developing country perspective* (No. w5600). National Bureau of Economic Research.

Mishkin, F. S. (1996b). *The channels of monetary transmission: lessons for monetary policy* (No. w5464). National Bureau of Economic Research.

Mishkin, F. S. (1998). *Strategies for controlling inflation* (No. w6122). National Bureau of Economic Research.

Mishkin, F. S. (1999). Global financial instability: framework, events, issues. *Journal of economic perspectives*, 13(4), 3-20.

Mishkin, F. S. (2006a). Financial stability and globalization: getting it right. *Central banks in the 21st century*, 215.

Mishkin, F. S. (2006b). *The next great globalization: how disadvantaged nations can harness their financial systems to get rich*. Princeton University Press.

Mishkin, F. S. (2007). *The economics of money, banking, and financial markets*. Pearson education.

Mishkin, F. S. (2008). Financial stability and the macroeconomy, *Central Bank of Iceland Working Papers*, No 9, May 2008.

Mishkin, F. S. (2011). *Monetary policy strategy: lessons from the crisis* (No. w16755). National Bureau of Economic Research.

Naudé, W. (2009). The financial crisis of 2008 and the developing countries (No. 2009/01). *WIDER Discussion Papers, World Institute for Development Economics (UNU-WIDER)*

Oduncu, A., Akçelik, Y., & Ermisoglu, E. (2013). Reserve Options Mechanism: A New Macroprudential Tool to Limit the Adverse Effects of Capital Flow Volatility on Exchange Rates. *Central Bank Review*, 13(3), 45.

Önder, T. (2005). Para Politikası: Araçları, Amaçları ve Türkiye Uygulaması. *Türkiye Cumhuriyeti Merkez Bankası Uzmanlık Yeterlilik Tezi*.

Özatay, F. (2011). Merkez Bankası'nın yeni para politikası: İki hedef-üç ara hedef-üç araç. *Iktisat İşletme ve Finans*, 26(302), 27-43.

Özatay, F. (2012). Para politikasında yeni arayışlar. *Iktisat İşletme ve Finans*, 27(315), 51-75.

Özatay, F. (2018). *Parasal iktisat kuram ve politika*. (5. Baskı). Ankara: Efil Yayınevi

İlker, P. (2009). *Para banka ve finansal piyasalar. Gözden Geçirilmiş*, 9.

Pooran, P. N. (2009). Macro-prudential supervision—a panacea for the global financial crisis?. *Law and Financial Markets Review*, 3(6), 534-538.

Rose, P. S., Marquis, M. H., & Lu, J. (2009). *Money and capital markets*. China Machine Press.

Snowdon, B., & Vane, H. R. (2005). *Modern macroeconomics: its origins, development and current state*. Edward Elgar Publishing.

Schinasi, M. G. J. (2004). *Defining financial stability* (No. 4-187). International Monetary Fund.

Svensson, L. E. (1999). Inflation targeting as a monetary policy rule. *Journal of monetary economics*, 43(3), 607-654.

Svensson, L. E. (2011). Monetary policy after the crisis. *Speech at the Federal Reserve Bank of San Francisco*, 29.

Şimşek, L. (2012). TCMB'NİN FİNANSAL İSTİKRARLA İMTİHANI.

TCMB (2000). *Yıllık Rapor*

TCMB (2001a). *Yıllık Rapor*

TCMB (2002). *Yıllık Rapor*

TCMB (2003). *Yıllık Rapor*

TCMB (2004). *Yıllık Rapor*

TCMB (2005). *Yıllık Rapor*

TCMB (2006a). *Yıllık Rapor*

TCMB (2007). *Yıllık Rapor*

TCMB (2008). *Yıllık Rapor*

TCMB (2009). *Yıllık Rapor*

TCMB (2010). *Yıllık Rapor*

TCMB (2011). *Yıllık Rapor*

TCMB (2012). *Yıllık Rapor*

TCMB (2001b), *Basın Duyurusu*

TCMB (2006b). *Enflasyon hedeflemesi rejimi kitapçığı*. TCMB Yayını

TCMB (2013). *Parasal Aktarım Mekanizması Kitapçığı*. TCMB yayını

Tiryaki, G. (2012). *Finansal istikrar ve bankacılık düzenlemeleri (1990-2010 Türkiye tecrübesi ışığında)*. Türkiye Bankalar Birliği.

Tobin, J. (1963). *Commercial banks as creators of money'* (No. 159). Cowles Foundation for Research in Economics, Yale University.

Başkan, F., & Güloğlu, Ö. B. (2006). Türkiye'de iç borçların iktisadi etkilerinin var tekniğiyle analizi (analysis of economic effects of domestic debt in turkey using vector autoregression (VAR) technique). *METU Studies in Development*, 31(1), 93-114.

Woodford, M. (2012). *Inflation targeting and financial stability*(No. w17967). National Bureau of Economic Research.

Vinals, J. (2010). Central banking lessons from the crisis. *IMF the Monetary and Capital Markets Department*, 27, 1-42.

Yay, G. G. (2001). Chicago Okulu, Milton Friedman ve Monetarizm. *Liberal Düşünce*, 6(24), 196-207

Yıldırım, K., Karaman, D., & Taşdemir, M. (2013). *Makroekonomi*, 11. Baskı, Seçkin Yayıncılık, Ankara.