

**TÜRKİYEDE UYGULANAN FAİZ
POLİTİKALARININ BORSA 100 ENDEKSİ
ÜZERİNDEKİ ETKİLERİ**

Ümmü DEMİR

**Yüksek Lisans Tezi
İktisat Anabilim Dalı
Yrd. Doç. Dr. Hayati AKSU
2014
Her Hakkı Saklıdır**

**ATATÜRK ÜNİVERSİTESİ
SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ
İKTİSAT ANABİLİM DALI**

Ümmü DEMİR

**TÜRKİYEDE UYGULANAN FAİZ POLİTİKALARININ BORSA
100 ENDEKSİ ÜZERİNDEKİ ETKİLERİ**

YÜKSEK LİSANS TEZİ

TEZ YÖNETİCİSİ

Yrd. Doç. Dr. Hayati AKSU

ERZURUM – 2014



T.C.
ATATÜRK ÜNİVERSİTESİ
SOSYAL BİLİMLERİ ENSTİTÜSÜ



TEZ BEYAN FORMU

19.11.2014

SOSYAL BİLİMLERİ ENSTİTÜSÜ MÜDÜRLÜĞÜNE

BİLDİRİM

Atatürk Üniversitesi Lisansüstü Eğitim-Öğretim ve Sınav Yönetmeliğine göre hazırlamış olduğum "**TÜRKİYEDE UYGULANAN FAİZ POLİTİKALARININ BORSA 100 ENDEKSİ ÜZERİNDEKİ ETKİLERİ**" adlı tezin/raporun tamamen kendi çalışmam olduğunu ve her alıntıya kaynak gösterdiğimi taahhüt eder, tezimin/raporumun kağıt ve elektronik kopyalarının Atatürk Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü arşivlerinde aşağıda belirttiğim koşullarda saklanmasına izin verdiğimi onaylarım:

Lisansüstü Eğitim-Öğretim yönetmeliğinin ilgili maddeleri uyarınca gereğinin yapılmasını arz ederim.

- Tezimin/Raporumun tamamı her yerden erişime açılabilir.
- Tezim/Raporum sadece Atatürk Üniversitesi yerleşkelerinden erişime açılabilir.
- Tezimin/Raporumun ... yıl süreyle erişime açılmasını istemiyorum. Bu sürenin sonunda uzatma için başvuruda bulunmadığım takdirde, tezimin/raporumun tamamı her yerden erişime açılabilir.

Ümmü DEMİR



T.C.
ATATÜRK ÜNİVERSİTESİ
SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ



TEZ KABUL TUTANAĞI

SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ MÜDÜRLÜĞÜNE

Yard.Doç.Dr.Hayati AKSU danışmanlığında, Ümmü DEMİR tarafından hazırlanan bu çalışma 19/11/2014 tarihinde aşağıdaki jüri tarafından. İktisat Anabilim Dalı'nda Yüksek Lisans Tezi olarak kabul edilmiştir.

Başkan : Prof.Dr.Kerem KARABULUT

İmza:

Jüri Üyesi :Yard.Doç.Dr.O.Berna İPEKTEN

İmza:

Jüri Üyesi :Yard.Doç.Dr.Hayati AKSU

İmza:

Yukarıdaki imzalar adı geçen öğretim üyelerine aittir. / /

Prof. Dr. Mustafa YILDIRIM
Enstitü Müdürü

İÇİNDEKİLER

ÖZET.....	III
ABSTRACT	IV
KISALTMALAR VE SİMGELER DİZİNİ	V
GRAFİKLER DİZİNİ	VI
TABLolar DİZİNİ	VII
ÖNSÖZ.....	VIII
GİRİŞ	1

BİRİNCİ BÖLÜM

DÜNYA EKONOMİLERİNE GENEL BAKIŞ

1.1. KÜRESEL FİNANSAL KRİZİN ORTAYA ÇIKIŞI VE EKONOMİLER ÜZERİNDEKİ ETKİLERİ	3
1.2. DÜNYA EKONOMİLERİNDE UYGULANAN POLİTİKALAR	5
1.3. TÜRKİYE EKONOMİSİNDE UYGULANAN POLİTİKALAR VE GELENEKSEL OLMAYAN PARA POLİTİKALARININ ORTAYA ÇIKIŞI.....	8
1.3.1. TCMB Uygulamaları.....	8
1.3.2. Faiz Koridoru	11
1.3.3. Likidite Yönetimi	14
1.3.4. Zorunlu Karşılıklar ve Rezerv Opsiyon Mekanizması (ROM).....	15
1.3.5. İstisnai Gün Uygulaması	19
1.3.6. Kaldıraç Uygulaması	19

İKİNCİ BÖLÜM

FAİZ POLİTİKALARI VE GENEL OLARAK BORSA ÜZERİNDEKİ ETKİLERİ

2.1. BORSA VE ENDEKSLER.....	21
2.2. İSTANBUL MENKUL KIYMETLER BORSASINDAN BORSA İSTANBUL'A	21
2.2.1. İMKB'nin Tarihçesi	21
2.2.2. BİST	22

2.2.3. Endeksler	23
2.2.3.1. BIST Hisse Senedi Endeksleri	24
2.3.1. 2005-2010 Dönemi	27
2.3.2. 2010-2013 Dönemi	30
2.4. FAİZ ORANLARININ HİSSE SENEDİ FİYATLARINI ETKİLEME	
KANALLARI	35

ÜÇÜNCÜ BÖLÜM

TÜRKİYE EKONOMİSİ'NDE UYGULANAN FAİZ ORANLARININ BIST 100 ENDEKSİ ÜZERİNDEKİ ETKİLERİNİN BELİRLENMESİ

3.1. MODEL.....	38
3.2. VERİ SETİ VE BULGULAR	38
3.2.1. Ampirik Bulgular	39
SONUÇ.....	45
KAYNAKÇA	47
ÖZGEÇMİŞ.....	51

ÖZET

YÜKSEK LİSANS TEZİ

**TÜRKİYEDE UYGULANAN FAİZ POLİTİKALARININ BORSA 100 ENDEKSİ
ÜZERİNDEKİ ETKİLERİ**

Ümmü DEMİR

Tez Danışmanı: Yrd. Doç. Dr. Hayati AKSU

2014, 51 sayfa

Jüri: Yrd. Doç. Dr. Hayati AKSU (Danışman)

Prof. Dr. Kerem KARABULUT

Yrd. Doç. Dr. O. Berna İPEKTEN

Bu çalışmanın amacı Türkiye’de uygulanan faiz politikalarının BİST 100 endeksi üzerindeki etkisini incelemektir. Bunun için Ocak 2005 ve Haziran 2014 dönemindeki aylık endeks kapanış değerleri kullanılmıştır. Çalışmada durağanlık için birim kök testlerinden yararlanılmış ve endeksler arasındaki eş-bütünleşme iki aşamalı Engle-Granger yöntemi kullanılarak analiz edilmiştir. Ayrıca yapısal kırılmaların BIST 100 endeksi üzerindeki etkisinin ölçülmesi amacıyla ele alınan dönemdeki kırılma yılı Quandt-Andrew yapısal kırılma testi sonrasında içsel olarak belirlenmiştir. Buna göre 2006 yılı kırılma yılı olarak tespit edilmiş ve analize dahil edilmiştir. Kısa dönemde Para Politikası Kurulu Kararları ve kırılmaların BIST 100 üzerinde anlamlı bir etkisi görülmemektedir. Uygulanan faiz politikalarının uzun dönemde BIST 100 endeksi üzerindeki etkisinin negatif olduğu sonucuna varılmıştır. DİBS faiz oranlarında meydana gelen bir değişme ise hem kısa dönemde hem de uzun dönemde BIST 100 endeksi üzerinde ters yönde etkili olabilmektedir.

Anahtar Kelimeler: Politika Faiz Oranı, DİBS Faiz Oranı, BIST 100 Endeksi

ABSTRACT

MASTER'S THESIS

**THE EFFECTS ON STOCK EXCHANGE 100 INDEX OF INTEREST RATE
POLICIES APPLIED IN TURKEY**

Ümmü DEMİR

Advisor: Assist. Prof. Dr. Hayati AKSU

2014, Page: 51

**Jury: Assist. Prof. Dr. Hayati AKSU (Advisor)
Prof. Dr. Kerem KARABULUT
Assist. Prof. Dr. O. Berna İPEKTEN**

This study was conducted to investigate the effect of interest policy on Stock Market Istanbul (BİST) 100 in Turkey. The data were compiled monthly closure index from Jan 2005 to June 2015. Unit root test was used for analysis of stagnancy and inter-index similiarities/integration was analyzed using two-step Engle-Granger method. Moreover, to determine effects of structural fragilities on BİST 100, fragile year was attained using Quandt-Andrew structural fragility test. Year 2006 was found to be fragile year and included in analysis. Short term Money Policy Committee Decisions and fragilities did not affect BİST 100. There was a negative effect of interest policies on long term BİST 100 index. Changes in (DİBS) interest ratio negatively affected both short and long term BİST 100 index.

Key Word: Political Interest Rate, DİBS Interest Rate, BİST 100 Index

KISALTMALAR VE SİMGELER DİZİNİ

TCMB	: Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası
ECB	: European Central Bank
PPK	: Para Politikası Kurulu
FED	: ABD Merkez Bankası
GSYİH	: Gayri Safi Yurt İçi Hasıla
ROM	: Rezerv Opsiyonu Mekanizması
DİBS	: Devlet İç Borçlanma Senetleri
BİST	: Borsa İstanbul
PP	: Para Politikası
İMKB	: İstanbul Menkul Kıymetler Borsası
VOB	: Vadeli İşlemler ve Opsiyon Borsası
İAB	: İstanbul Altın Borsası

GRAFİKLER DİZİNİ

Grafik 1.1. Küresel Risk İştahında Oynaklık	10
Grafik 1.2. Gelişmekte Olan Ülkelere Sermaye Akımlarındaki Oynaklık	10
Grafik 1.3. GSYİH Büyümesi ve Sermaye Hareketleri	10
Grafik 1.4. TCMB'nin Politika Araçları ve Amaçları	11
Grafik 1.5. TCMB Para Politikası Faiz Koridoru Çalışma Prosedürü.....	12
Grafik 2.1. İMKB-100 Endeksi ve TCMB Politika Faizi	27
Grafik 2.2. İMKB'de Yerli ve Yabancı Yatırımcının Sahip Olduğu Hisse Senedi Payları ile İMKB Getiri Oynaklığı	28
Grafik 2.3. İMKB Şirket Sayısı Oranı	29
Grafik 2.4. Piyasa Kapitalizasyonu/GSYİH	29
Grafik 2.5. Hisse Senedinin Toplam Hanehalkı Varlığı İçindeki Payı.....	29
Grafik 2.6. TCMB Gecelik Gerçekleşen Basit Faiz Oranı, Günlük: 01.01.2010 – 18.06.2012	30
Grafik 2.7. Temel Politika Oranları	34
Grafik 2.8. Bankacılık Sektörü ve Borsa	35

TABLolar DİZİNİ

Tablo 3.1. ADF ve PP Birim Kök Testi Sonuçları	40
Tablo 3.2. EG Yönteminin İlk Aşaması: Uzun Dönem Eşbütünleşme Denklemi	42
Tablo 3.3. EG Yönteminin İkinci Aşaması: Hata Düzeltme Modeli	43

ÖNSÖZ

Bu çalışmayla Türkiye’de uygulanan faiz politikalarının BİST 100 endeksi üzerindeki etkisi incelenmiştir.

Çalışmama bilgi ve tecrübeleriyle katkıda bulunan danışman hocam sayın Yrd. Doç. Dr. Hayati AKSU’ya teşekkürlerimi arz ederim. Verilerin istatistiksel olarak değerlendirilmesindeki katkılarından ve bilgilerinden dolayı Sayın Arş. Gör. Ramazan EKİNCİ’ye teşekkür ederim.

Erzurum – 2014

Ümmü DEMİR

GİRİŞ

Domino etkisi yaratarak tüm Dünya'yı etkisi altına alan küresel finansal krizden, hem gelişmiş ülkeler hem de gelişmekte olan ülkeler farklı şekillerde etkilenmiştir.

Krizle birlikte yaşanan ekonomik olumsuzluklar karşısında, gelişmiş ülkelerin ekonomik istikrarı yeniden sağlama çabaları, gelişmekte olan ülkelerin sermaye hareketlerindeki oynaklığın olumsuz etkilerini önleme çabaları ile geleneksel olan para politikalarının yetersiz kalması sonucunda gelişmiş ülkeler ve gelişmekte olan ülkeler geleneksel olmayan para politikaları tasarlayarak uygulamaya koymuşlardır. Türkiye de sorunlarla mücadele edebilme amacıyla kendine özgü yeni para politikası araçları geliştirmiştir. Faiz koridoru ve zorunlu karşılıklar ile rezerv opsiyon mekanizması olarak ikiye ayırabileceğimiz bu yeni araçlar TCMB'nin ülkenin ihtiyaçları doğrultusunda geliştirdiği tamamen kendine özgü geleneksel olmayan para politikası araçlarıdır.

Küresel finansal krizle birçok ülkede, fiyat istikrarının sağlanmasına rağmen finansal krizlerin çıkışına engel olunamadığı görülmüş ekonomistlerin görüşlerinde köklü değişiklikler yaşanmıştır. Fiyat istikrarının sağlanması halinde finansal istikrarın da birlikte sağlanacağı görüşü terk edilmiştir.

Son yirmi yıllık dönemde finansal piyasalarda dolayısıyla borsalarda önemli gelişmeler yaşanmıştır. Borsalar, ülkelerin finansal derinliğini ortaya koyan en önemli göstergelerden biridir. Ülkenin ekonomik gelişiminde önemli rol oynarlar.

Yurtiçi ekonomik koşullar borsanın gelişmesinde önemli bir belirleyicidir. Küreselleşme nedeniyle gelişmiş ülkeleri etkileyen olaylar da yurtiçi faktörlerle birlikte borsayı etkiler. Küresel ekonomide borsa getirilerini etkileyen önemli faktörler; faiz oranları, döviz kurları ve diğer ülkelerin borsa endeksleri olabilir. Bunlardan uluslararası faiz oranları, sermaye hareketlerinin yönünü belirleyen, özellikle gelişmekte olan borsalar üzerinde etkisi olan önemli bir değişkendir.

Bu çalışma da, 2005-2014 dönemine ait Para Politikası Kurulu tarafından alınan faiz oranlarının, DİBS faiz oranlarının BIST 100 endeksi üzerindeki etkileri ampirik olarak incelenmiştir. Çalışmada ayrıca, 2006 yılı kırılma yılı olarak analize dahil edilmiş ve bu yılda yapılan politika değişikliğinin anlamlılığı da sorgulanmıştır.

Çalışmanın birinci bölümünde, dünya ekonomilerine genel bakış adı altında gelişmiş ülke ve gelişmekte olan ülke ekonomileri hakkında bilgi verilecek, Türkiye ekonomisi ve geleneksel olmayan para politikaları anlatılacaktır. İkinci bölümde, Faiz politikaları ve genel olarak borsa üzerindeki etkilerine değinilecektir. Üçüncü bölümde ise faiz politikalarının BIST 100 endeksi üzerindeki etkileri ampirik olarak incelenecektir. Dördüncü bölümde ise sonuç yer almaktadır.

BİRİNCİ BÖLÜM

DÜNYA EKONOMİLERİNE GENEL BAKIŞ

1.1. KÜRESEL FİNANSAL KRİZİN ORTAYA ÇIKIŞI VE EKONOMİLER ÜZERİNDEKİ ETKİLERİ

2008 yılında, küresel finansal piyasalar, bu güne kadar yaşanan en geniş ve en derin kredi krizinin içerisine girmiştir (Compello vd., 2009). Sanal piyasalarda yaşanan gelişmeler ve piyasaların beklentileri karşılayamaması krizin başlangıcı olmuştur (Apak, 2008:1–11). Dünyada, 2007-2008 döneminde ortaya çıkan küresel finansal dalgalanmanın kaynağı ABD de 2007 yılı Ağustos ayında başlayan mortgage krizidir. Piyasa yapısı, denetim eksiklikleri ve bu süreçte izlenen politikalar sonuçta hiç istenmeyen olumsuzluklara yol açmıştır(Hui ve Wei, 2008; Öztürk vd, 2012). ABD’de 1990’lı yıllarda, konut kredilerinin büyük kısmı, yüksek kaliteli müşterilere (prime mortgage) verilirken, zaman içinde krediler daha düşük kaliteli müşterilere (subprime mortgage¹) de verilmeye başlanmıştır. 2008 yılı ortasında ABD’de subprime mortgage kredilerinin hacmi 1,5 trilyon dolara kadar yükselmiştir. ABD’de faizler geçmişte son derece düşük düzeylerde olduğundan, subprime mortgage kredilerini kullanan düşük gelirli gruplar, büyük ölçüde değişken faizli kredileri tercih etmişlerdir. FED’in son dönemde faizleri sürekli artırması ve konut fiyatlarının düşmesi, kişilerin aldıkları kredileri geri ödeyememesine neden olmuştur (Eğilmez, 2009: 66).

Ayrıca 2008 küresel krizinin oluşmasının temelinde, emlak fiyatlarının aşırı değerlenmesinin yanı sıra, bu kredilere dayanılarak yapılan türev işlemleri de bulunmaktadır (Bocutoğlu ve Ekinci, 2009:67). Konut kredisi kullandıran bankalar, bu kredilere dayanarak türev finansal araçlar (hisse senedi benzeri menkul değerler) düzenleyip, onları piyasaya sürmüş ve kendilerine yeni fonlar sağlamışlardır. Türev ürünler, şirketlerin başka işlemlerden doğan risklerinin, alışverişe konu edebilmesini sağlayan sözleşmelerdir. Bu sözleşmeler, mortgage kredisini verenin, bu krediyi

1 Subprime mortgage; birinci kalite kredibiliteye sahip olmayan kişilere verilen konut kredisi, eşik altı kredi. Bu kişilerin özellikleri: a) Borçları için yapacakları anapara ve faiz ödemelerinin gelirlerine oranı %50’den yüksek olması b) Geçmişte aldıkları kredileri ödeyemedikleri için mahkemeye düşmüş olmaları c) Son bir yıl içinde ödemelerini en az 30 gün aksatmış olmalarıdır (Özatay,2009:102).

kullanan tarafından geri ödenmemesi riskini üçüncü kişilere, örneğin hedge fonlara² devretmesine yaramaktadır. Riski devreden kredi kuruluşları, çok daha büyük risklere girmiş ve bu yeni kredilerle, doğal olarak türev ürünler piyasası çığ gibi büyümüştür. 2007 yılında, ABD’de kullanılan konut kredisi ve bu kredilere bağlı türev ürünlerin toplam büyüklüğü, 10 trilyon dolara ulaşmış ve bu haliyle dünyanın en büyük kredi piyasasını oluşturmuştur. ABD’de bankacılık sistemi denetleniyorken, türev piyasaları ve hedge fonlar, finans piyasasının hacminin artması hatırına denetlenmemiştir (Özatay, 2009: 63). Türev araçların değeri, bağlı oldukları konut değerinin çok üstüne çıkmış, reel değerinden kopmuştur. Buna kredi balonu³ denilmektedir. Başlangıçta riski devretmeye yarayan ve bu anlamda sistemde bir sigorta işlevi gören türev ürünler, giderek kendileri birer risk unsuru olmaya başlamıştır. Sorun, bu türev ürünlerinin kişiler ve finansal kuruluşlar arasında elden ele inanılmaz bir hızda el değiştirmesinden ortaya çıkmıştır. Türev ürünlerinin Avrupa bankalarına satılmasıyla, kriz Avrupa’ya da sıçramıştır.

Lehman Brothers, kriz öncesi dönemde türev ürünlerinin en çok toplandığı banka olmuştur. Konut fiyatları hızla düşüp, mortgage kredilerinin ödenememe riski ortaya çıktığı zaman, Lehman Brothers batma tehlikesiyle karşı karşıya gelmiştir. Hükümet ve FED’in bu bankayı kurtaramayacaklarını açıklamalarının ardından bankalardan alacaklı olan kişiler, bir an önce paralarını çekmek istemişler, bu yüzden de ilgili bankalar iyice zor duruma düşmüşlerdir. 2008 yılı ortalarında, ABD yönetimi, önce krize karşı sessiz kalmış ve finans devi Lehman Brothers 15 Eylül 2008 de iflas etmiştir. Hemen arkasından General Motors, Citigroup, AIG, Merrill Lynch ve Morgan Stanley gibi büyük şirketlerin iflas sinyalleri vermeleri üzerine, ABD hükümeti, 850 milyar dolarlık bir kurtarma paketini senatodan geçirerek tutarı piyasaya sürmüştür.

Son dönemde ABD ekonomisinin, çok yüksek düzeyde cari açık vermesi de krizin ortaya çıkmasını sağlayan bir diğer nedendir. Artan yatırım talebinin, iç tasarruflar tarafından karşılanamaması ABD de cari açığın artmasına neden olmuştur. ABD’nin cari işlemler açığı 2005 yılında 805 milyar dolar (GSYİH’nın % 5.9’u), 2006 yılında

2 Hedge Fon: Riskten korunma fonları. Bu fonlara, spekülasyon işlemlere cesurca giriştikleri için “haydut fon” veya sadece zenginlerin bu fonlara ortak olabiliyor olmasından dolayı “zengin fonu” da denilmektedir.

3 Bir varlığın değerinin, gerçek değerinin üzerinde, aşırı yükselmesine “balon”, gerçek değerinin anlaşılmasıyla, değerinin hızla düşmesine de “balonun patlaması” denmektedir.

812 milyar dolar (GSYİH'nın % 6'sı) ve 2007 yılında ise 738 milyar dolar (GSYİH'nın % 5.1'i)⁴ olarak gerçekleşmiştir. Bu da ABD ekonomisini daha kırılgan bir hale getirmiştir (Göçer, 2012:18-37).

1.2. DÜNYA EKONOMİLERİNDE UYGULANAN POLİTİKALAR

Domino etkisi yaratarak tüm Dünya'yı etkisi altına alan küresel finansal kriz, hem gelişmiş ülkeleri hem de gelişmekte olan ülkeleri farklı şekillerde etkilemiştir. Kriz gelişmiş ülkelerde daha derin ve zorlu bir sürecin yaşanmasına neden olurken bu ülkelerde yaşanan sorunlardan gelişmekte olan ülkelerde nasiplerini almışlardır. Gelişmiş ülkelerin izlediği parasal genişleme politikası gelişmekte olan ülkelerin finansal istikrarını bozmuştur. Ülkeler, krizin etkilerini azaltmaya yönelik, para ve maliye politikaları ile finansal düzenlemeleri içeren çeşitli tedbirler alarak ekonomilerini canlandırmaya çalışmışlardır.

Hem gelişmiş ülkeler hem de gelişmekte olan ülkeler ilk önce geleneksel para politikası aracı olan faiz oranlarını kullanmaya yönelmişlerdir.

2007 Eylül ayında ABD'nin konut ve kredi piyasalarında yaşanan sorunların olumsuz etkilerini azaltmak amacıyla kullanmaya başladığı parasal genişleme politikaları, Temmuz 2008'de enflasyon oranlarının gerileme eğilimine girmesi ile diğer gelişmiş ülkeler tarafından da tercih edilen bir politika olmuştur. Özellikle gelişmiş ülkeler faiz oranlarında önemli indirimlere giderken, birçoğu faiz oranlarını sıfır düzeyine çekmiştir.

2008 yılının sonuna kadar gelişmekte olan ülkeler, temkinli para politikası izlemiş, küresel çalkantı sonucu kredi olanakları daraldığından Aralık ayından itibaren faiz oranlarını hızlı bir şekilde indirmeye başlamıştır. Gelişmekte olan ülkelerdeki enflasyon oranı genel olarak gelişmiş ülkelere göre daha yüksek olduğu için gelişmekte olan ülkelerdeki faiz indirimleri, gelişmiş ülkelerdeki seviyelere inmemiştir.

Bankacılık sektöründeki sorunların daha önce krizlere yol açtığı net bir şekilde tecrübe edilmiş olması, gelişmiş ülkeleri bu konuda önlemler almaya yöneltmiştir. Çoğu gelişmiş ve bazı gelişmekte olan ülkeler finansal sisteme doğrudan destek sağlamak

4 Değerler www.worldbank.org tan alınmıştır.

amacıyla, mevduat garantileri, yurtiçi likidite kolaylığı, bankalarda yeniden sermayelendirme, bankaların borçlarına devlet garantisi, kredi garantileri kamulaştırma/fona devir ve swap kanalı gibi tedbirler almışlardır.

Gelişmiş ülkelerin hemen hemen hepsi mevduat garantileri vermiş ve swap kanalını etkin olarak kullanmışlardır. Gelişmiş ülkelerde ayrıca kredilere garanti verilmiş, borçlanma piyasalarındaki aksaklıkların ve güvensizlik sorununun aşılması için, finansal kuruluşların yükümlülüklerine de devlet garantisi getirilmiştir. Gelişmekte olan ülkelerde ise bankacılık sektörünün yapılandırılması konusunda alınan önlemler gelişmiş ülkelere göre sınırlı kalmış, gelişmekte olan ülkeler daha çok yurtiçi likidite kolaylığı uygulamasını kullanmıştır. Kriz öncesi uygulanan politikalardan bir diğeri de, iç talebi canlandırarak reel sektörü desteklemeyi amaçlayan genişletici maliye politikalarıdır. Çoğu ülkede finans sektöründen reel sektöre para aktarım mekanizmasının zayıflaması, maliye politikalarını önemli hale getirmiş ve ülkeler krizden daha hızlı çıkmak amacıyla genişletici maliye politikaları uygulamışlardır.

Öte yandan, gelişmiş ülkelerin hiçbiri döviz kurlarına müdahale etmezken, gelişmekte olan ülkelerin çoğunun döviz kurlarına müdahale ettiği görülmektedir. Gelişmiş ülkelerin hiçbiri zorunlu karşılık oranlarında değişiklik yapmazken, önemli krizler atlattığı üç ülkenin (Brezilya, Arjantin ve Türkiye) zorunlu karşılık oranlarında değişikliğe gittiği görülmektedir. Diğer bir husus da gelişmiş ülkeler IMF'nin yardımına başvurmazken gelişmekte olan ülkelere bazılarının IMF yardımına ihtiyaç duymasındır. Ödemeler dengesi zorlukları ile karşılaşan Macaristan, İzlanda, Letonya, Gürcistan, Pakistan, Sırbistan ve Ukrayna gibi ülkeler, IMF'nin kısa dönemli likidite kolaylığından yararlanmışlardır.

2007 yılı başından 2008 yılı sonuna kadar olan dönemde uygulanan politikaların genel bir değerlendirmesi yapıldığında, finansal kriz ile başlayan ekonomik yavaşlama eğiliminin, çoğu gelişmekte olan ülkeyi de etkisi altına aldığı söylenebilmektedir. Bununla beraber, içinde Çin, Brezilya ve Hindistan'ın da bulunduğu birçok gelişmekte olan ülke ise güçlü büyüme oranlarını sürdürmeyi başarmışlardır. Krizde büyüyen ve hızlı toparlanan ülkelerin çoğunluğunu enflasyon hedeflemesi rejimi uygulayan ülkeler oluşturmaktadır.

Finansal sisteme duyulan güvenin tekrar artırılması için ABD ve Avrupa'da merkez bankaları ve hükümetler büyüklüğü trilyon dolarları bulan kurtarma paketleri açıklamışlardır. Küresel finansal kriz süresince yapılan gözlemler ve kriz sırasında yaşanan olağanüstü dönem ekonomi politikalarının, özellikle de para politikasının sorgulanmasına neden olmuştur. Fiyat istikrarını sağlarken ekonomideki dalgalanmaları asgariye indirmeyi hedefleyen enflasyon hedeflemesi stratejisi de bu dönemde sorgulanmaya başlamıştır.

Küresel finansal kriz döneminde, gelişmiş ülkelerin ekonomik istikrarı yeniden sağlama çalışmaları ve gelişmekte olan ülkelerin sermaye hareketlerindeki oynaklığın olumsuz etkileri ile kredi genişlemesini önleme çabaları ve geleneksel olan para politikalarının bazı durumlarda yetersiz kalması sebepleriyle gelişmiş ve gelişmekte olan ülkeler geleneksel olmayan para politikaları tasarlamaya ve uygulamaya başlamışlardır.

Hem gelişmiş ülkeler hem de gelişmekte olan ülkeler tarafından uygulanan bu politikaların tasarlanması, gelişmiş ülkeler ve gelişmekte olan ülkeler için farklılık göstermektedir. Gelişmiş ülkeler ekonomiyi canlandırma amacı güderken, gelişmekte olan ülkeler ise bu politikaları sermaye girişlerinin olumsuz etkilerini azaltmak amacıyla kullanmışlardır.

Sonuç olarak kriz öncesi dönemde, ülkelerin geleneksel para politikaları uyguladığı, bu politikalar içinde de en çok politika faiz oranlarını kullandığı görülmektedir. Gelişmiş ülkeler faiz oranlarının yanı sıra bankacılık sektörünün kuvvetlendirilmesi için de önlemler almışlardır. Geleneksel olmayan politikalar krizden önce fazla talep görmemiş, ülkeler krizin etkilerini azaltmak için öncelikle geleneksel olan politikalara başvurmuşlardır. Krizin ilerleyen aşamalarında ve günümüzde, tek amaç olan fiyat istikrarına, tek politika aracı olan faiz oranları ile ulaşılmasını gerektiren enflasyon hedeflemesi rejiminin ardından, birden çok amaca ulaşmak için birden çok aracın kullanıldığı esnek enflasyon hedeflemesi kavramı literatüre girmiştir. Bazı gelişmiş ve gelişmekte olan ülkelerin merkez bankaları, krizi kontrol altına alabilmek amacıyla "esnek enflasyon hedeflemesi" ve "geleneksel olmayan para politikası" uygulamalarına yönelmişlerdir (Vural, 2013:8-11).

1.3. TÜRKİYE EKONOMİSİNDE UYGULANAN POLİTİKALAR VE GELENEKSEL OLMAYAN PARA POLİTİKALARININ ORTAYA ÇIKIŞI

Küresel krizle birlikte gelişmiş ülkelerin uyguladığı miktarsal genişleme programları, gelişmekte olan ülkelere yönelen sermaye akımlarında oynaklığın artmasına neden olmuştur. Sermaye akımlarındaki oynaklık, gelişmekte olan ülkelerde makroekonomik ve finansal istikrarı tehdit etmenin yanı sıra, şoklara karşı hızlı bir şekilde tepki verilebilmesini sağlayan, daha esnek politika arayışlarını gündeme getirmiştir.

Kriz ayrıca finansal istikrarın, fiyat istikrarı kadar önemli olduğunu, fiyat istikrarının, finansal istikrarın sağlanması için gerekli ancak yeterli olmadığını göstermiştir. Küresel kriz öncesi dönemde özellikle gelişmiş ülkelerde uygulanan politikalar, enflasyonu düşük seviyelerde tutmayı başarsa da, borçluluk oranlarının ve varlık fiyatlarının aşırı artmasına engel olamamış, sonuç olarak finansal istikrar bozulmuş ve tarihin en derin finansal krizi yaşanmıştır. Bu gelişmeler, merkez bankalarının finansal istikrara ilişkin görevlerin yeniden gözden geçirmelerine neden olmuştur (Vural, 2013:20).

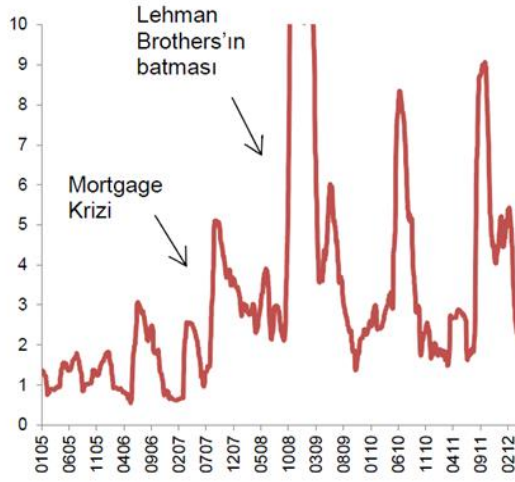
1.3.1. TCMB Uygulamaları

Fiyat istikrarının finansal istikrarı sağlayıcı tek ve en önemli koşul olduğu düşüncesi krizle birlikte merkez bankaları tarafından terk edilmiştir. İnsanların yatırım, tüketim ve tasarruf kararlarında dikkate almayacakları kadar düşük bir enflasyon oranı olarak ifade edilen fiyat istikrarının (TCMB, 2006:3) uzun süreli sağlanması varlık fiyatlarında bir balon yaratarak varlıkların değerinin üzerinde fiyatlandırılmasına neden olabilmektedir. İşte tam da bu aşamada mortgage kredilerinin geri ödenmesinde yaşanan zorluklar şeklinde ortaya çıkan küresel finansal kriz fiyat istikrarı ile finansal istikrar arasındaki uzun dönemli çelişkiyi ortaya koymuştur (Özatay, 2012:5). Aynı anda hem fiyat hem de finansal istikrarı sağlamaya yönelik merkez bankalarının çok çeşitli ve karmaşık para politikası araçları kullanmaları gerekmiştir (Gertler ve Karadi, 2011:18). Bu yüzden ülkelerin para otoriteleri kendi iç dinamiklerinden kaynaklanan sebeplerle yeni ve geleneksel olmayan para politikası araçları geliştirmeye başlamışlardır. TCMB de bu doğrultuda 2010 yılı sonlarından itibaren çalışmalara başlamıştır.

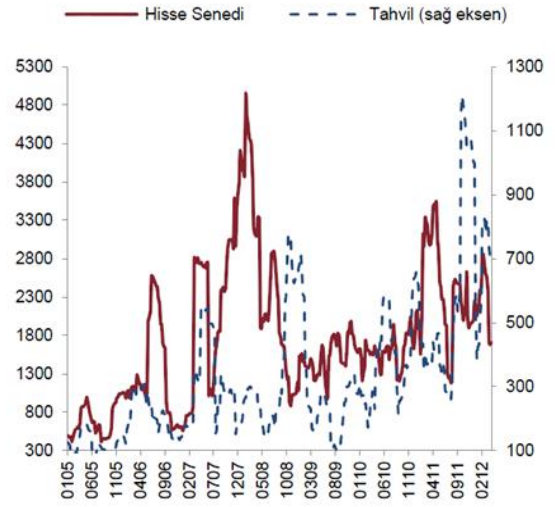
TCMB'nin yeni politika arayışında, ekonomi politikalarına ve merkez bankacılığına dair değişen yaklaşımlarla birlikte olağanüstü küresel iktisadi konjonktürün de önemli bir payı olmuştur. 2008 yılının Eylül ayında Lehman Brothers'ın batmasıyla derinleşen krizin yol açtığı hasar ve sonrasında gelişmiş ülkelerin uyguladığı politikalar, alışılmadık dinamikleri de beraberinde getirmiştir.

Gelişmiş ülkelerde süregelen niceliksel genişleme sonucu ortaya çıkan kısa vadeli likidite bolluğu ve küresel finans sisteminde süregelen kırılganlıklar, sermaye akımlarında ciddi oynaklıklara yol açmaktadır. Grafik 1, küresel risk iştahı göstergelerinden VIX endeksinin standart sapmasını üç aylık hareketli pencerelerle göstermektedir. Bu endeksin seviyesi genel olarak *riski*, oynaklığı ise *belirsizliği* temsil etmektedir. Grafikten çok net görüldüğü gibi, küresel krizin ardından belirsizlik ciddi bir şekilde artmıştır. Aynı şekilde, gelişmekte olan ülkelere yönelen sermaye akımlarında da ciddi anlamda oynaklık artışı gözlenmektedir (Grafik 1.2). Bu gelişmeler, Türkiye gibi gelişmekte olan ülkelerde makroekonomik ve finansal istikrarı tehdit etmekte ve geleneksel para politikası uygulamalarının dışında, şoklara karşı süratli bir şekilde tepki verilebilmesine olanak tanıyan, daha *esnek* politika arayışlarını gündeme getirmektedir (Kara, 2012:3).

TCMB'nin konjonktürel gelişmelere paralel olarak dizayn etmeye çalıştığı yeni politika araçlarının amacı cari işlemler açığı ve sermaye hareketleri oynaklığını kontrol altına almaktır. Cari açığın yüksek olması ve sermaye hareketlerindeki oynaklık ekonomiyi kırılgan hale getirmektedir. Makro ekonomik istikrar ve sürdürülebilir büyümeyi sağlayabilmek için büyük ölçüde cari açığın sınırlanması ve dış finansmanın dengeli seyretmesi önem taşımaktadır. Aşağıdaki Grafik 1.3'te de görüldüğü gibi 1994, 2001 ve 2008 krizlerinde iktisadi faaliyetlerdeki sert daralma hep sermaye akımlarındaki ani duruşla birlikte gerçekleşmiştir. Bu gözlem, finansmanın oldukça kısa vadeli ve oynak olduğu bir konjonktürde, küresel risk iştahındaki ani değişimlere karşı ekonominin dayanıklılığını arttırmanın gerekliliğine işaret etmekte; aynı zamanda para politikasında daha esnek bir yaklaşımın önemini ortaya koymaktadır. İşte TCMB'nin uyguladığı yeni politika çerçevesinin de esas olarak bu kapsamda değerlendirilmesi gerekmektedir (Kara, 2012: 4).



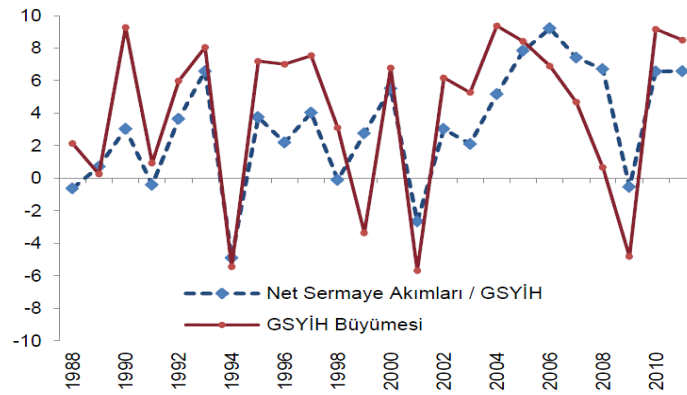
* VIX Oynaklık Endeksi'nin 3-aylık sapmaları hareketli standart sapmalar alınmıştır. Kaynak: EPFR



*Tahvil ve hisse senedi piyasasına akımların 3-aylık sapmaları hareketli standart sapmalar alınmıştır. Kaynak: Bloomberg, TCMB

Grafik 1.1. Küresel Risk İştahında Oynaklık

Grafik 1.2. Gelişmekte Olan Ülkelere Sermaye Akımlarındaki Oynaklık



Kaynak: TÜİK, TCMB.

Grafik 1.3. GSYİH Büyümesi ve Sermaye Hareketleri

Yeni politika çerçevesinde TCMB'nin para politikasındaki nihai amacı olan fiyat istikrarı ve finansal istikrara ulaşabilme konusunda kullanacağı temel araçlar ve aktarım mekanizması Grafik 1.4'de görülmektedir. Yeni politikanın temel araçları;

- Faiz koridoru, bir haftalık repo faizi ve likidite yönetim araçları

- Zorunlu karşılıklardır.

Krediler ve döviz kuru ise araçlar ile amaçlar arasında birer köprü görevi sunmaktadır.



Kaynak: Kara, 2012:6

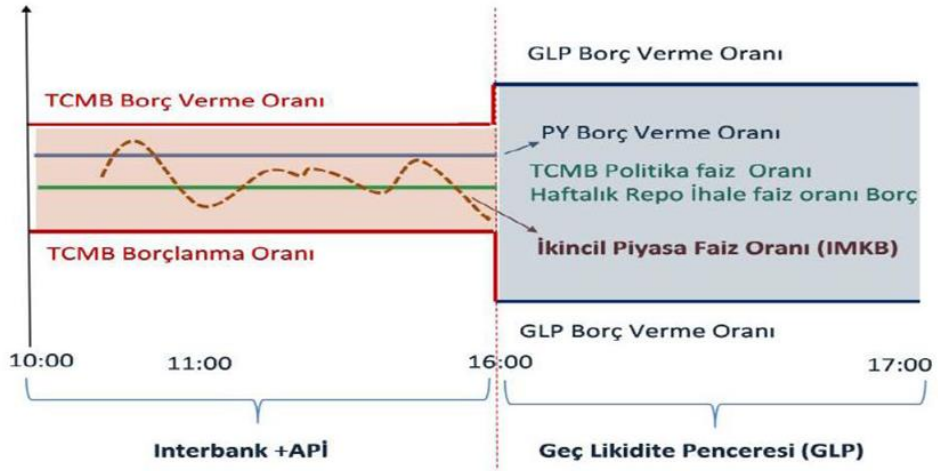
Grafik 1.4. TCMB'nin Politika Araçları ve Amaçları

1.3.2. Faiz Koridoru

Türkiye’de 2010 yılının Mayıs ayına kadar politika faizi olarak TCMB gecelik borçlanma faizi kullanılmakta iken, zaman içinde piyasadaki likidite koşullarının değişmesi ile birlikte politika faizi bir hafta vadeli repo faizi olarak belirlenmiştir. Yapılan operasyonel değişiklik, TCMB’nin faiz koridorunu aktif kullanmak yoluyla gecelik borçlanma, borç verme ve haftalık repo faiz oranlarını birbirinden farklı amaçlarla kullanabilmesinin önünü açmıştır. TCMB, 2010 yılının sonlarından itibaren asimetrik faiz koridorunu aktif bir politika aracı olarak kullanmaya başlamıştır. Başlangıç döneminde faiz koridoru döviz kurunun iktisadi temellerle daha uyumlu hareket etmesine katkıda bulunmak amacıyla kullanılmıştır (Binici vd., 2013-20).

Ekonomideki belirsizliklerin ortadan kaldırılması ve sermaye akımlarındaki dalgalanmaların döviz kuru ve ekonomik dengeler üzerindeki olumsuz etkilerini yumuşatmayı amaçlayan “faiz koridoru” uygulaması TCMB’nin gecelik borç verme ve borç alma faizinin arasında kalan aralık olarak tanımlanmaktadır (Vural, 2013:63)

Enflasyon hedeflemesi politikası uygulayan ülkelerin en etkin para politikası aracı kısa vadeli faiz oranlarıdır. TCMB para piyasalarını bir hafta ve bir ay vadeli repo ihaleleri, gecelik repo imkânı ve geç likidite penceresi yoluyla fonlamaktadır (Grafik 1.5).



Kaynak: Kara, 2012: 8

Grafik 1.5. TCMB Para Politikası Faiz Koridoru Çalışma Prosedürü

Likidite yönetimi çerçevesinde TCMB'nin temel fonlama aracı bankalara teminat karşılığında sağlanan bir hafta vadeli repo ihaleleridir. Normal günlerde piyasalara miktar ihale yöntemiyle fonlama yapılmaktadır. Miktar ihalesi kapsamında TCMB her gün saat 10:00'da ihale miktarını duyurmaktadır. Bankalar ihale miktarının %20'sini geçmeyecek şekilde tekliflerini iletmekte, ihale miktarının toplam teklif tutarının altında kalması durumunda ise her banka ihaleden kendi teklif tutarının toplam teklif tutarında borçlanmaktadır. Bu ihalede faiz TCMB'nin politika faizi olarak ilan ettiği bir hafta vadeli repo faizidir. Diğer taraftan TCMB istisnai durumlarda geleneksel yöntemle bir hafta vadeli repo ihaleleri de yapabilmektedir. Geleneksel yöntemde faizler piyasa koşullarında belirlenmektedir. Ayrıca TCMB gerekli gördüğü durumlarda bankaların uzun dönem likidite öngörülerinin iyileştirebilmek amacıyla daha uzun vadeli repo ihaleleriyle de fonlayabilmektedir. Politika faiz oranı ve faiz koridoru her ay Para Politikası Kurulu (PPK) toplantısında gözden geçirilerek ilan edilmektedir. TCMB 2010 yılına kadar faiz koridorunu pasif bir biçimde kullanmıştır. Şöyle ki; bu zamana kadar faiz koridoru piyasa faizlerinin politika faizlerinden sapmasını engelleme amacıyla simetrik ve genelde değişmeyen dar bir bant şeklinde kullanılmıştır. Ancak TCMB'nin politika araçlarında çeşitlendirmeye gitmeye karar vermesiyle faiz koridoru aktif bir rol üstlenmiştir. TCMB'nin son dönemde kullandığı sistem ile eski yapı arasındaki farklar aşağıda yer almaktadır (Kara, 2012: 8).

1-Geleneksel sistemde kısa vadeli ortalama fonlama faizi ile piyasada oluşması hedeflenen faiz arasında bir fark gözetilmemektedir. Yeni sistemde ise likidite operasyonlarıyla bu iki faiz birbirinden ayrılabilir. Söz konusu farklılaşma, bazı dönemlerde TCMB'nin kredi ve döviz kuru kanallarını ayrı ayrı etkilemesine olanak tanımaktadır.

2-Geleneksel sistemde ortalama kısa vadeli fonlama faizinin seviyesi aylık frekanslarda Para Politikası Kurulu toplantılarında gözden geçirilmektedir. Yeni çerçevede ise küresel risk iştahındaki oynaklıklara zamanında tepki verebilmek için ortalama fonlama faizi (yine kurul üyelerinin onayı dâhilinde) gerek duyulduğunda günlük frekansta ayarlanabilmektedir.

Faiz koridorunun temelinde iki tane getirisi olmuştur:

1-Kredi ve döviz kuru kanalının enflasyon ve finansal istikrar amaçları doğrultusunda farklı yönlerde kullanılmasının mümkün olması.

2-Merkez bankasının duruşunun günlük frekansta ayarlanabildiği esneklik elde edilmesi.

TCMB etkin bir likidite yönetimiyle piyasanın gün içerisindeki likidite ihtiyacının politika faizi ve diğer imkânlardan karşılanacak kısmına karar vererek gecelik faizlerin istediği seviyelerde oluşmasını sağlamaktadır. Bu çerçevede güçlü sermaye akımlarının olduğu zamanlarda faiz koridoru aşağı doğru genişletilerek kısa vadeli spekülasyon hareketleri engellenmekte ve ucuz likidite yoluyla sağlanan kredi büyümesi sınırlandırılmaktadır. Benzer şekilde küresel sermaye akımlarının yavaşladığı ve kur oynaklığının arttığı dönemlerde faiz koridoru yukarı yönde genişletilmektedir (TCMB, 2012a: 91). Faiz koridoru politikasının kredi büyümesine etkisi ise şu şekilde açıklanabilir; TCMB politika faizinin koridor içinde dalgalı bir seyir izlemesine izin vermektedir. Bankalar açısından bu durum fonlama maliyetlerinin belirsizliği nedeniyle risk oluşturmaktadır (Binici vd., 2013:11). Bankaların bu risk karşısında kredi verme iştahları azalmakta ve faiz riskini sınırlandırmak isteyen bankaların kredi arzını daraltmalarına neden olmaktadır. Fonlama maliyetlerindeki belirsizlik nedeniyle bankalar daha kalıcı kaynak sağlama amacıyla mevduat faizlerini de arttırmaktadırlar. Kredi faizlerindeki artışın mevduat faizlerindeki artıştan daha fazla olduğu zamanlarda kredi – mevduat faiz farkı açılmaktadır. Kredi faizlerinin mevduat faizlerinden daha

fazla artmasının sebebi de ticari kredilerin vadesinin daha uzun olması ve belirsizliğe karşı daha duyarlı olmasıdır. Ülkemizdeki cari açık probleminin makroekonomik riskler yaratmasını engellemek amacıyla kullanılan faiz koridoru sistemi ile kredilerin büyüme hızının yavaşlatılması ve döviz kurundaki aşırı değerlenme hareketlerinin engellenmesi amaçlanmıştır. Kredi büyümesinin ekonomik etkilerini özetleyen bir gösterge olan net kredi kullanım oranı (kredi stokundaki değişim / GSYİH)2011 yılının ortalarından itibaren finansal istikrarla uyumlu düzeylere doğru gerilerken cari dengede ılımlı bir iyileşme gözlenmiştir. Her ne kadar 2011 yılının ikinci yarısında EURO Bölgesi borç stokunun derinleşmesi sonucu küresel risk iştahında gözlenen ani bozulma Türk Lirası'ndaki değer kaybının arzu edilmeyen boyutlara ulaşmasına neden olsa da, 2011 yılının son çeyreğinden itibaren uygulanan parasal sıkılaştırma ile döviz kurundaki aşırı değer kaybı giderilmiştir (TCMB, 2012c: 6). Kredi büyümesinin yavaşlatılması ve Türk Lirası'ndaki aşırı değerlenmenin giderilmesi büyüme kompozisyonunun net ihracat lehine değişmesini sağlamıştır. 2011 yılının ikinci yarısından itibaren yurt içi nihai talep yatay bir seyir izlerken net ihracatın katkısındaki belirgin artış ile GSYİH büyümeye devam etmiştir. Böylelikle ekonomi dengelenme sürecine girmiş ve makro finansal riskler sınırlanmıştır (TCMB, 2012c:7). TCMB 2012 yılının ilk yarısında enflasyonist riskleri göz önüne alarak sıkı likidite politikasına devam etmiştir. Enflasyonun yılın ikinci yarısında kontrol altına alınmasıyla birlikte para politikası büyümeyi daha destekleyici hale getirilmiştir. 2012 yılının ikinci yarısından itibaren piyasaya verilen likidite arttırılarak kısa vadeli faizlerin koridorun alt sınırına yakın seyretmesi sağlanmıştır. Rezerv Opsiyon Mekanizması'nın destekleyici katkılarıyla Eylül 2012'den itibaren faiz koridorunun üst sınırı kademeli olarak indirilirken Aralık 2012'de sermaye akımlarının hızlanması karşısında politika faizini indirirken zorunlu karşılıklarda sıkılaştırıcı politika karması izlenmiştir (TCMB, 2012c:8).

1.3.3. Likidite Yönetimi

Merkez Bankası'nın 2001 yılında Kamu ve Tasarruf Mevduatı Sigorta Fonu (TMSF) bünyesindeki bankalardan satın aldığı Devlet İç Borçlanma Senetleri (DİBS) ve daha sonraki yıllarda da yoğun döviz alışları nedeniyle oluşan likidite fazlası Mayıs 2008'e kadar, Mayıs 2008'de başlayan likidite sıkışıklığı da 2008 yılının sonuna kadar devam etmiştir. Merkez Bankası 2008 yılına kadar olan fazla likiditeyi TL depo

işlemleri ve ters repo işlemleri ile gecelik vadede piyasadan çekerken, Mayıs 2008 sonrasındaki likidite ihtiyacını da bir hafta vadeli repo ihaleleri ile karşılamaya çalışmıştır.

Likidite düzeyine bağlı olarak, TCMB'nin kullandığı araçların çeşitlendirilmesi ya da vadelerinin uzatılması likidite yönetiminin etkinliğini artıran bir unsurdur. Piyasadaki likidite fazlası ya da açığı makul düzeylerde olduğu sürece, likidite yönetiminin gecelik ya da bir hafta vadeli açık piyasa işlemleri ile yürütülmesi yeterli olmaktadır. Likidite fazlası ya da açığı aşırı düzeylere ulaştığında durum farklı olmaktadır. Likidite fazlasının aşırı düzeylere ulaşması sonucu, bankalar kredi koşullarını gevşeterek kredilerin arzu edilenden daha hızlı artmasına neden olabilmektedir. Likidite açığının aşırı düzeylere ulaşması halinde ise bankalar aşırı temkinli davranabilmekte, kredi koşulları sıkılaşmakta, bu da para politikasının etkililiğini azaltmaktadır. 14 Nisan 2010 tarihli "Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası Para Politikası Çıkış Stratejisi" duyurusu ile açıklanan çıkış stratejisinin ilk aşamasında, kriz süresince etkin olarak kullanılan "piyasanın ihtiyacından daha fazla fonlanması" şeklindeki politika çerçevesinde arz edilmekte olan likidite miktarı aşamalı olarak azaltılmıştır. Piyasanın ihtiyacından daha fazla yapılan fonlamanın azaltılması sonucu bir hafta vadeli repo ihale faiz oranları yükselmeye başlamış, bunun üzerine, çıkış stratejisinin ikinci aşamasına geçilerek, 18 Mayıs 2010 tarihli Kurul kararı ile teknik faiz ayarlaması sürecine girilmiştir. Bu tarihten sonra bir hafta vadeli repo ihaleleri sabit faiz oranından miktar ihalesi yöntemiyle gerçekleştirilmeye başlanmış, böylece bir hafta vadeli repo ihale faiz oranı para politikası açısından politika faiz oranı niteliği kazanmıştır (Vural, 2013:65).

1.3.4. Zorunlu Karşılıklar ve Rezerv Opsiyon Mekanizması (ROM)

Bankalar topladıkları mevduatların belirli bir kısmını merkez bankalarında karşılık olarak tutmak zorundadırlar. Bankaların likidite ihtiyacını karşılamak, borçlarını ödeme yeteneği ve güvenilirliğini sağlamak amacıyla uygulanan politikaya "zorunlu karşılıklar politikası" denir. Zorunlu karşılıklar politikasının para politikasında miktar ve likidite etkisi vardır. Zorunlu karşılık oranının artırılıp azaltılmasıyla merkez bankası tarafından piyasada bulunan para miktarı azaltılıp arttırılabilir. Zorunlu

karşılıklar, fiyat istikrarının korunması ve finansal istikrarın sürdürülmesi açısından önemli bir araçtır (Glocker ve Towbin, 2012:8).

Zorunlu karşılıklar kredileri iki kanaldan etkilemektedir:

1. Doğrudan maliyet kanalı,
2. Likidite kanalı,

Zorunlu karşılık oranlarındaki değişimler bankaların kaynak maliyetini etkilemektedir. Bu nedenle bankalar, karşılık oranlarındaki değişimleri kredi ve/veya mevduat faizlerine yansıtma eğilimindedirler (Alper ve Tiryaki 2011:3-6).

Zorunlu karşılıkların kredi vermede asıl etkisi likidite kanalıyla olmaktadır. TCMB zorunlu karşılık politikasıyla piyasadan çektiği likiditeyi fonlama kanallarıyla ikame edebilmektedir. Bu durumda herhangi bir likidite etkisinden bahsedilemez. Ancak TCMB'nin yeni para politikası anlayışı olan faiz koridoru ve aktif likidite yönetimi stratejileriyle bu fonlama imkânı sınırlandırılmaktadır. Bu da bankaların kredi verme isteğini azaltarak kredileri dağıtmada daha ihtiyatlı davranmalarına neden olmaktadır. Faiz koridoru politikasıyla etkileşim halinde olan zorunlu karşılıklar politikası oranının yüksek tutulmasıyla faiz koridoru politikasının etkinliği de arttırılmaktadır.

Rezerv Opsiyon Mekanizması (ROM), bankaların Türk Lirası (TL) zorunlu karşılıklarının belirli bir yüzdesini yabancı para (YP) ve altın cinsinden tesis edebilmelerine olanak tanıyan bir uygulamadır. Bu olanağın hangi ölçüde kullanılabilceği rezerv opsiyon oranı ile belirlenmektedir. Birim TL zorunlu karşılık başına tesis edilebilecek YP veya altın karşılığını belirleyen katsayılar ise Rezerv Opsiyon Katsayıları (ROK) olarak tanımlanmıştır (Alper vd., 2012:2).

Rezerv Opsiyon Mekanizması, bankacılık sisteminin Türk Lirası ihtiyacının daha kalıcı bir yöntemle ve daha düşük bir maliyetle karşılanması, döviz rezervlerinin desteklenerek zamanında, kontrollü ve etkili bir şekilde kullanılması, sermaye hareketlerindeki aşırı oynaklığın makroekonomik ve finansal istikrar üzerindeki olumsuz etkilerinin sınırlandırılması ile altının ekonomiye kazandırılması amaçlarıyla kullanılmaya başlanmıştır (Oduncu vd., 2013:2)

ROM yeni bir uygulama olduğu için aşamalı bir inşa stratejisi benimsenmiştir. Türk Lirası zorunlu karşılıkların döviz olarak tesis edilebilmesine Eylül 2011’de, altın olarak tesis edilebilmesine Ekim 2011’de imkân verilmiştir. Başlangıç aşamasında yüzde 10 olarak belirlenen söz konusu imkânlar, piyasa koşulları çerçevesinde kademeli olarak yükseltilmiş, son olarak Ağustos 2012’de döviz için yüzde 60, altın için yüzde 30 düzeyinde belirlenmiştir. Türk Lirası yükümlülükler için tutulması gereken zorunlu karşılıkların döviz olarak tesisine ilişkin ROK muhtelif düzenlemeler ile ilk yüzde

40’lık ve izleyen yüzde 5’lik dilimler için 1,4 ve 2,4 oranında, altın olarak tutulabilmesine ilişkin ROK ise ilk yüzde 20’lik ve izleyen yüzde 5’lik dilimler için 1,3 ve 2,3 oranında artan bir şekilde belirlenmiştir (TCMB, 2012c: 12).

Rezerv Opsiyon Mekanizması’nın piyasada bir otomatik dengeleyici olarak yer alabilmesi ve amaçlanan hedeflere ulaşılabilmesi için bu mekanizmanın bankalar tarafından kullanılması gerekmektedir. Bankalar bu mekanizmayı yüksek oranda ve istikrarlı bir şekilde kullanmaktadır. Türk Lirası zorunlu karşılık yükümlülükleri için döviz tutma imkânından yararlanan 37 bankadan 12’si, 55 – 60’lık son yüzdeler dilimde imkânın tamamını kullanmaktadır. Türk Lirası zorunlu karşılık yükümlülükleri için altın tutma imkânından yararlanan 21 bankadan 7’si 25 – 30’luk son yüzdeler dilimde olup imkânın tamamını kullanmaktadır (TCMB, 2012b: 61).

Ülkenin ihraç ettiğinden daha fazlasını ithal ederek yurtdışına pozitif bir sermaye transferi sonucu ortaya çıkan cari açık probleminin çözümü açısından da Rezerv Opsiyon Mekanizması önemli yer tutmaktadır. Krediler ve döviz kuru, cari denge ve makro finansal riskler ile doğrudan etkileşim halinde olan değişkenlerdir (Kara, 2012: 14). Kredilerdeki artış tasarrufların azalmasına da neden olabileceğinden hem kredi genişlemesi hem de yerli paranın aşırı değerlenmesi cari dengeyi bozucu etkide bulunmaktadır. Bu açıdan bakıldığında kredi genişlemesi ve döviz kuru politikası üzerinden ithal mallara olan talebi sınırlandırıcı Rezerv Opsiyon Mekanizması cari dengeyi sağlayıcı bir mekanizma rolü üstlenmektedir.

TCMB’nin özellikle küresel finansal kriz sonrasında karşılaştığı yeni ekonomik durum karşısında bir çözüm aracı olarak geliştirdiği faiz koridoru ve zorunlu karşılıklar politikası her ne kadar uygulamada bu zamana kadar başarılı olmuş gibi görünse de bu araçların bazı eksik yönleri de vardır. Zorunlu karşılıklar politikasıyla krediler ve döviz

kuru kanalı üzerinden finansal istikrar ve fiyat istikrarı sağlanmaya çalışılmaktadır. Krediler ve döviz kurunun bu aşamada ön plana çıkması geleneksel enflasyon hedeflemesi politikasının en önemli aracı olan faizlerin ikinci plana itilmesine neden olmuştur. Ülkemizdeki enflasyon hedeflemesi politikasında kullanılan faiz aracı hem kamuoyu hem de finansal çevreler tarafından kabul görmüş bir araç haline gelmişken bunun yerine krediler ve döviz kuruna yönelmesi bu zamana kadar faizin kabul görmesini sağlamaya yönelik uygulanan politikaların boşa gitmesine neden olmuştur. Ayrıca yeni araçların kamuoyu tarafından kabulü yine bir zaman gerektirdiğinden TCMB bunun için ekstra bir çaba göstermek zorunda kalmıştır.

TCMB'nin faiz koridoru politikası çerçevesinde faiz oranlarındaki ayarlamaları günlük frekansta ve daha esnek hale getirmesi faiz oranları üzerindeki belirsizliği arttırmıştır. Ayrıca faiz oranlarının Para Politikası Kurulu kararı olmaktan çıkıp koridor sınırları içerisinde bankalar tarafından belirlenir hale gelmesi TCMB'nin faizler üzerindeki etkisini kaybettiği izlenimini uyandırmaktadır. Faiz belirsizliğinin bir araç olarak kullanılması enflasyon hedeflemesi politikasının önemli koşullarından birisi olan şeffaflık koşuluyla çelişmektedir. Bu nedenle TCMB'nin bundan sonraki bütün operasyonlarını vakit geçirmeden kamuoyuyla paylaşarak muhtemel yanlış anlamaların önüne geçmesi zorunlu bir durum haline gelmiştir.

TCMB cari açığındaki yükseliş probleminde karşı kredilerin daha makul bir oranda büyümesini sağlamak amacıyla bu yeni araçlar karmasına başvurmuştur. Ancak krediler yatırım ve tüketim kredileri olarak ikiye ayrılmaktadır. Tüketim kredileri adından da anlaşılacağı gibi tüketime yönelik olarak verilen ve cari açığı besleyen bir kaynak olmasına rağmen yatırım kredileri bunun aksi özellikler taşımaktadır. Yatırım kredileri üretim yapabilmek amacıyla gerekli olan sermaye mallarının tedariki amacıyla kullanılan daha uzun süreli ve daha geniş hacimli kredi türleridir. Bu kredilerin sonucu ileride ekonomiye üretim ve katma değer olarak geri dönmektedir. Ancak bu yeni politika karması anlayışıyla TCMB krediler üzerinde yatırım ve tüketim kredisi ayırımı yapmadan bütün kredilerin büyüme hızının yavaşlatılmasını benimsemiştir. Bu durum ileride ülkenin büyüme hızının daha da azalarak potansiyelinin altında kalmasına ve diğer makroekonomik sorunların oluşmasına neden olabilecektir. Rezerv Opsiyonu Mekanizması (ROM), zorunlu karşılık uygulamalarına yeni bir perspektif kazandırırken, sermaye hareketlerindeki aşırı oynaklığın makroekonomik ve finansal

istikrar üzerindeki olumsuz etkilerini sınırlandırmak amacıyla geliştirilmiştir. Bu politika aracı temel olarak hızlı sermaye girişlerinden dolayı oluşabilecek kredi genişlemesinin sınırlandırılmasına, özellikle yabancı para cinsinden verilebilecek kredi miktarının arz yönünden kısıtlanmasına, hem genişletici hem de daraltıcı yönde kullanılarak kredilerin sermaye akımlarına olan duyarlılığının azaltılmasına, kur oynaklığının azaltılmasına, TCMB brüt döviz rezervlerinin artırılmasına, brüt rezervin özel sektör lehine artması sebebiyle rezervlerin daha etkin kullanımına yol açarak tüm finansal sistemin dayanıklılığını ve verimliliğini artırmaya katkıda bulunacaktır.

1.3.5. İstisnai Gün Uygulaması

TCMB'nin haftalık repo ihalesi açmadığı günler istisnai gün olarak adlandırılmaktadır. Bu günlerde TCMB, doğrudan döviz satışları gerçekleştirebilirken, gün içi döviz satım ihaleleri de düzenleyebilmektedir. Bu uygulamada TCMB, parayı piyasaya ihale yoluyla vermekte ve bankalar da piyasadaki sıkışıklığa göre taleplerini arttırmaktadır. Böylece ihaledeki oran faiz koridorunun üst sınırına yaklaşmaktadır. Bu uygulama ile dolaylı olarak faizlerin artmasını sağlayan TCMB, bu yolla kur üzerinde baskı oluşmasını ve TL'nin değer kazanmasını hedeflemekte, diğer yandan politika faizi değiştirilmeden geçici olarak faizler de yükseltilmiş olmaktadır. Uygulamanın teknik etkileri kadar beklentilerin yönetilmesine sağladığı katkı da Merkez Bankası'nın hedefine ulaşmasına yardımcı olmaktadır. TCMB "İstisnai" ilan ettiği günlerde, döviz kurunun hareketlerini spekülasyon baskılarının etkiliyor olabileceği sinyalini vermektedir. Bankanın söz konusu gün içinde yarattığı görece likidite sıkışıklığı, kurun değeri üzerinde belirgin bir gün içi baskı oluşturmasa bile, piyasaların TCMB'nin duruşunu koruyacağını varsayması halinde spekülasyon baskıları sınırlanmaktadır. TCMB'nin bu uygulaması kurun seviyesine ilişkin bir taahhüde dayanmamakta, kur oynaklığının sınırlanması yoluyla finansal istikrarsızlık ve enflasyon beklentilerinin bozulması engellenmektedir.

1.3.6. Kaldıraç Uygulaması

Bankaların ve finansal sistemin yüksek borçlanmasından kaynaklanan risklerin birikmesinin sınırlandırılması konusunda sermaye yeterliliği katsayısının bazı

dönemlerde yetersiz kalması destekleyici nitelikte bir araç olan kaldıraç oranının önemini arttırmaktadır. Kaldıraç uygulaması için, 2011-2012 denetimsel izleme dönemi, 2013-2017 bankaların otoritelere raporlama dönemi olarak öngörülmektedir. 2015 yılında bankaların kaldıraç oranlarını kamuoyuna açıklaması beklenirken, 2017 yılına kadar sürecek olan paralel uygulama döneminde %3 oranı ile test edilmesi ve 1 Ocak 2018 tarihinden itibaren uluslararası alanda uygulamaya geçilmesi planlanmaktadır. Finansal sistemin yüksek kaldıraçla çalışması halinde orta ve uzun vadede ekonomik tahribata yol açabilecek olması ihtimalinin ortadan kaldırılması ve yüksek kaldıraçla çalışmaktan kaynaklanabilecek risklerin ortaya çıkmadan önlenmesi için, kaldıraç oranlarını aşırı düzeylere çıkaran bankalara ek zorunlu karşılık uygulanabilecektir. Bu bağlamda TCMB, kaldıraç oranına dayalı politikaları aşamalı olarak uygulamaya koyacağını belirtmiştir. Kaldıraç oranlarına göre uygulanacak zorunlu karşılık politikasına göre ilk aşamada, 2013 yılı son çeyrek ortalama kaldıraç oranı %3-3,5 arasında kalan bankalara 2014 yılından itibaren başlamak üzere üç kademe 1- 2 puan aralığında ilave olarak zorunlu karşılık yükümlülüğü getirilecektir. Sonraki yıllarda ilave olarak zorunlu karşılık oranı uygulanacak olan kaldıraç oranı üst limiti kademeli olarak %5'e artırılarak uygulanması ve bu seviyenin korunması planlanmaktadır (Vural, 2013:73-74).

İKİNCİ BÖLÜM

FAİZ POLİTİKALARI VE GENEL OLARAK BORSA ÜZERİNDEKİ ETKİLERİ

2.1. BORSA VE ENDEKSLER

Gelişmiş ülkelerde, ekonomik büyüme ve gelişmenin en önemli dinamiklerinden biri sermaye piyasalarıdır. Sermaye piyasaları, yatırımlara öz kaynak sağlamak açısından ülke ekonomileri için son derece önemlidir. Özellikle son yıllarda ülkemizde, tasarruf hacmindeki gelişme, ekonominin dış rekabete açılması ve makroekonomik dengelerdeki iyileşme, gerçekleştirilen reformlar, ekonominin kaydettiği olumlu gelişmelerdir. Sermaye Piyasası, yapılan reformlarla birlikte hızlı bir yapılanma ve gelişme sürecine girmiştir. Liberalizasyon politikaları sonucu ülkemizde sermaye piyasası kanunu çıkmış, 1981 yılında ise Sermaye Piyasası Kurulu oluşmuştur.

Bir ülkenin sanayileşmesi için yatırımlarının artması gerekmektedir. Gelişmekte olan ülkelerde, yatırımların artması için gerekli olan sermaye bankacılık sisteminden sağlanmaktadır. Öte yandan, bankacılık sistemi fonların verimli yatırım projelerine dönüştürülmesini sağlayabilecek yeterli bilgi, beceri ve etkinliğe sahip değildir. Bankacılık sistemindeki bu boşluğu Sermaye Piyasaları doldurarak topladığı fonları verimli yatırım projelerine yönlendirmekte, böylece ülkelerin büyüme ve sanayileşme süreçlerini hızlandırmaktadır. Bu anlamda sermaye piyasalarının en önemli kurumlarından biri menkul kıymetler borsasıdır. Menkul kıymet borsaları, ülke ekonomilerinin genel başarılarının önemli göstergelerinden biridir (Demirel, 2009:8-9).

2.2. İSTANBUL MENKUL KIYMETLER BORSASINDAN BORSA İSTANBUL'A

2.2.1. İMKB'nin Tarihçesi

Menkul kıymet ticareti niteliğini taşıyan işlemlere, Osmanlı İmparatorluğu'nda ilk olarak, tanzimattan sonra rastlanmaktadır. Galata'da menkul kıymet ticareti ile uğraşan mubayaacı, dellal olarak adlandırılan gayri müslim kişiler, 1864'te bir dernek

kurmuşlardır. Alacaklı yabancı devletlerin de teşviki sonucu, 1866 yılında çıkarılan bir kararname ile İstanbul'da ilk resmi borsa olan "Dersaadet Tahvilat Borsası" kurulmuştur.

1906 yılında çıkarılan bir nizamname ile borsanın adı "Esham ve Tahvilat Borsası" olarak değiştirilmiştir. Osmanlı dönemindeki borsa, 1866–1895 yılları arasında, Avrupa borsaları düzeyine ulaşmıştır. Osmanlı'da borç alınan fonlar, sanayileşme yerine, cari ve tüketim harcamaları için kullanılmıştır.

İstanbul Menkul Kıymetler Borsası, 1914 yılında kadar az da olsa ilerleme kaydetmiştir. Osmanlı İmparatorluğu'nun parçalanması ile borsa da tarihe karışmıştır. Borsa, kısa sürede, gelişerek yurt çapında girişimcilerin fon ihtiyaçlarının karşılanmasında önemli katkıda bulunmuştur. Ancak, 1929 Krizi, 2.Dünya Savaşı'nın patlak vermesi, Türk iş dünyasını olumsuz etkilemiş ve Borsa'nın başarısını gölgede bırakmıştır. Takip eden yıllardaki endüstri devrimi süresince, hisse senetlerini halka arzeden anonim şirketlerin sayısı da sürekli olarak artmıştır. Bu hisseler çoğu bireysel, bir kısmı da kurumsal olan yatırımcılardan yoğun talep görmüştür.

1980'li yılların ilk dönemlerinde sağlıklı sermaye hareketlerine uygun gerek mevzuat gerekse kurumların oluşması yönünden Türk sermaye piyasalarında önemli gelişmeler olmuştur. 1981 yılında Sermaye Piyasası Kanunu çıkartılmış, bir sene sonra 1982 yılında menkul kıymetler piyasasının idaresinden, kontrolünden ve mevzuatının düzenlenmesinden sorumlu resmi kurum olan Sermaye Piyasası Kurulu Ankara'da kurulmuştur. Ekim 1983 Türkiye'de menkul kıymet borsalarının kuruluşunu öngören bir kararname çıkmış, Ekim 1984'de ise "Menkul Kıymet Borsalarının Kuruluşu ve Çalışma Esasları" Resmi Gazete'de yayınlanmıştır. Çalışma esaslarına ilişkin mevzuat Olağanüstü Genel Kurul toplantılarında kabul edilmiş ve 26 Aralık 1985 tarihinde İstanbul Menkul Kıymetler Borsası (İMKB) resmen kurulmuştur. 1986 yılında da işleme açılmıştır (<http://imkb.gov.tr/genel/tarih.htm>).

2.2.2. BIST

İstanbul Menkul Kıymetler Borsası'nın (İMKB), Vadeli İşlemler ve Opsiyon Borsası (VOB) ve İstanbul Altın Borsası'nı (İAB) aynı çatı altında toplayan Borsa İstanbul 5 Nisan 2013 tarihinde faaliyetlerine başlamıştır.

Borsa İstanbul AŞ Esas Sözleşmesi 3 Nisan 2013'te tescil edilerek, tescille İMKB ve İstanbul Altın Borsası'nın tüzel kişilikleri sona ermiştir. Yeni Sermaye Piyasası Kanunu 30 Aralık 2012 tarih ve 28513 sayılı Resmi Gazete'de yayımlanarak yürürlüğe girmiş söz konusu kanun uyarınca, "Borsa İstanbul Anonim Şirketi" unvanıyla bir anonim şirket kurulmuştur. Borsa İstanbul'un kuruluş sermayesi 423 milyon 234 bin liradır. Öte yandan İMKB, unvanının Borsa İstanbul AŞ olarak değişmesi sebebiyle, endekslerinin adlarında yer alan 'İMKB' kısaltması 5 Nisan 2013 tarihinden itibaren 'BIST' olarak değiştirilmiştir.

BIST, bir meslek kuruluşu olarak yatırım ve kalkınma bankaları, ticari bankalar ve aracı kurumlardan oluşan üyelere sahip olup, Hisse Senetleri Piyasası'nda dört sürekli pazar bulunmaktadır. Bunlar; Ulusal Pazar, İkinci Ulusal Pazar, Yeni Ekonomi Pazarı ve Gözaltı Pazarıdır. BIST Tahvil ve Bono Piyasasında ise Kesin Alım Satım Pazarı, Repo-Ters Repo Pazarı ve Gayrimenkul Sertifikaları Pazarı bulunmaktadır.

Borsada ortaklık hakkı veya alacaklılık hakkı sağlayan ve Sermaye Piyasası Kurulunca menkul kıymet olarak kabul edilen sermaye piyasası araçları işlem görebilmektedir. BIST'de hisse senedi, devlet tahvili ve hazine bonusu işlem görmektedir. Yatırımcıları Koruma Fonu'ndan aracı kuruluşların yaptıkları sermaye piyasası faaliyetleri nedeniyle müşterilerine karşı sadece hisse senedi işlemlerinden doğan nakit ödeme ve hisse senedi teslim yükümlülükleri için ödeme yapılabilir (http://www.vikipedi.com).

2.2.3. Endeksler

Endeks, bir veya daha fazla değişkenin hareketlerinden ibaret olan, oransal değişimi ölçmeye yarayan bir göstergedir. Karmaşık olayların tek bir rakama indirgenmesini sağlayarak, olaylar ve sonuçları hakkında yaklaşık bilgi verebilen araçlardır. Endeksler kullanılırken kapsamı, temsil yeteneği, hesaplama yöntemi ve sıklığı, avantajları, dezavantajları ve endeks üzerine yansımaya sahip özelliklerin neler olduğu iyi bilinmelidir. Endeksler, zaman içinde bir süreklilik ve dolayısıyla karşılaştırılabilirlik imkanı sağlarlar. Böylece endekse konu olan değişken veya değişkenlerin yönü, değişimi veya gidişi belirlenebilir. Bu nedenle endeksin, incelenmek istenen olayı temsil etmesi gerekmektedir. "Gösterge" olarak da

adlandırılabilir endeksler, aynı veya farklı zaman dilimi içindeki iki veya daha fazla değişkeni karşılaştırma imkanı sağlarken, geleceği tahmin aracı olarak da kullanılmaktadır.

Endeksler, ayrıca, aynı veya değişik mekanlardaki (örneğin diğer bir ülkedeki) aynı veya farklı değişkenlerin (örneğin hisse senedi getirilerinin) karşılaştırılabilmesini sağlarlar. Endeksler, iktisat, işletme ve sosyal olaylardaki konular arasında bir ilişki (bağıntı) olup olmadığı hakkında fikir de verebilir. Endeksler, borsa yatırım fonu, yatırım fonu ve vadeli işlemlere dayanak olarak üzerine ürün çıkarılan ürünler olarak giderek önem kazanmaktadır.

BIST, yatırımcıların hisse senedi ve tahvil-bono piyasalarında oluşan hareketleri takip edebilmeleri amacıyla her iki piyasaya ilişkin farklı nitelikte endeksler hesaplamaktadır. Hisse Senedi Endeksleri, endeksler kapsamında yer alan hisse senetlerinin fiyatlarını baz alarak “piyasa performansı” hakkında genel bir bilgi veren göstergelerdir. Tahvil ve bono (DİBS) endeksleri ise, piyasada işlem gören sabit ve değişken getirili menkul kıymetlerin fiyat ve performansını gösteren endekslerden oluşmaktadır. Fiyat endeksleri, piyasa faiz oranındaki değişimin yol açtığı fiyat değişimini ölçerken, performans endeksleri hem faiz oranındaki değişimi hem de vadeye kalan gün sayısındaki azalmayı dikkate alarak yatırımcının elde ettiği getiriyi ölçmektedir.

2.2.3.1. BIST Hisse Senedi Endeksleri

BIST Hisse Senedi Endeksleri, BIST’ te işlem gören hisse senetlerinin gruplar halinde ortak performanslarının ölçülmesi amacıyla oluşturulmuştur. Fiyat endeksleri, endeksin hesaplanmasında ve sürekliliğinin sağlanmasında ödenen temettüyü dikkate almayan endekslerdir. Bu tür endekslerde sadece hisse senedinin değer kazanmasından doğan kazanç endekse yansımaktadır. Getiri endeksleri, endeksin hesaplanmasında ödenen temettüyü de dikkate alan, sürekliliğinin sağlanmasında ödenen temettülere göre de düzeltme yapılan endekslerdir. Bu tür endekslerde hisse senedinin değer kazanmasından doğan kazancın yanında temettüden dolayı elde edilen kazanç da endekse yansımaktadır. BIST Fiyat Endeksleri tüm seans süresince, getiri endeksleri ise sadece seans sonunda hesaplanmakta ve yayınlanmaktadır. Hisse senetleri piyasası için

44 adet fiyat, 44 adet de getiri olmak üzere toplam 88 adet endeks hesaplanmaktadır. Hisse senedi piyasasının genel bir göstergesi olan hisse senedi endeksleri, endeks kapsamındaki hisse senetlerinin fiyatları baz alınarak “piyasa performansı” hakkında genel bir bilgi verir. Hisse senedi endeksleri, genellikle piyasanın anlık durumunu yansıtır. Dünyada 1884 yılından beri kullanılmakta olan hisse senedi endeksleri, aritmetik ortalama, geometrik ortalama ve piyasa değeri ağırlıklı olmak üzere genellikle üç ayrı şekilde hesaplanmaktadır. BIST Hisse Senedi Endeksleri piyasa değeri ağırlıklı olarak hesaplanmaktadır.

Borsamızda işlem gören hisse senetleri belirli kriterlere göre değerlendirilerek A, B ve C olmak üzere 3 liste halinde 01.10.2010 tarihinden itibaren işlem görmeye başlamıştır. Bu listelerde yer alan hisse senetlerinin alım satım esasları farklılaştırılmış olup her bir listede yer alan hisse senetleri için bazı ilave tedbirler uygulanmaktadır. Ayrıca belirlenen kriterlere ilişkin güncellemeler üçer aylık dönemler itibarıyla yapılarak, söz konusu güncellemeler kapsamında listeler arası geçişler yapılabilmektedir. A-B-C listelerine göre C listesinde işlem gören hisse senetleri BIST Hisse Senedi Endekslerinin hiçbirine dahil edilmezler.

BIST 100 Endeksi: BIST Hisse Senetleri Piyasası için temel endeks olarak kullanılmaktadır. 1986 yılında 40 şirketin hisse senedi ile başlayan ve zamanla sayısı 100 şirketin hisse senedi ile sınırlanan Bileşik Endeks'in devamı niteliğindedir. Ulusal Pazar'da işlem gören şirketlerle, Kurumsal Ürünler Pazarı'nda işlem gören gayrimenkul yatırım ortaklıkları ve girişim sermayesi yatırım ortaklıklarının hisse senetlerinden, belirlenen şartlara göre seçilen 100 hisse senedinden oluşmaktadır. BIST 100 Endeksi, BIST 30 ve BIST 50 Endeksi'nde yer alan hisse senetlerini otomatik olarak kapsamaktadır.

BIST 50 Endeksi: Ulusal Pazar'da işlem gören şirketlerle, Kurumsal Ürünler Pazarı'nda işlem gören gayrimenkul yatırım ortaklıkları ve girişim sermayesi yatırım ortaklıklarının hisse senetlerinden, belirlenen şartlara göre secilen 50 hisse senedinden oluşmaktadır. BIST 50 Endeksi, BIST 30 Endeksi'nde yer alan hisse senetlerini otomatik olarak kapsamaktadır.

BIST 30 Endeksi: Ulusal Pazar'da işlem gören şirketlerle, Kurumsal Ürünler Pazarı'nda işlem gören gayrimenkul yatırım ortaklıkları ve girişim sermayesi yatırım

ortaklıklarının hisse senetlerinden, belirlenen şartlara göre seçilen 30 hisse senedinden oluşmaktadır.

BIST 10 Banka Endeksi: Likiditesi ve piyasa değeri en yüksek olan 10 banka hisse senedinden oluşmaktadır.

BIST 100-30 Endeksi: BIST 100 Endeksi'ne dahil olup da BIST 30 Endeksi'nde yer almayan 70 hisse senedinden oluşmaktadır.

BIST Kurumsal Yönetim Endeksi: BIST pazarlarında işlem gören ve belirlenmiş asgari kurumsal yönetim derecelendirme notuna sahip şirketlerin hisse senetlerinden oluşur.

BIST Tüm Endeksi: Menkul Kıymet Yatırım Ortaklıkları hariç olmak üzere, BIST pazarlarında işlem gören şirketlerin hisse senetlerinden oluşur.

BIST Tüm-100 Endeksi: BIST Tüm endeksine dahil olup, BIST 100 endeksinde yer almayan hisse senetlerinden oluşur.

Sektör Endeksleri ve Alt Sektör Endeksleri: Menkul Kıymet Yatırım Ortaklıkları hariç olmak üzere, BIST pazarlarında işlem gören şirketlerin hisse senetlerinden oluşur.

BIST Ulusal Endeksi: Ulusal Pazar'da işlem gören şirketlerin hisse senetlerinden oluşur.

BIST İkinci Ulusal Endeksi: İkinci Ulusal Pazar'da işlem gören şirketlerin hisse senetlerinden oluşur.

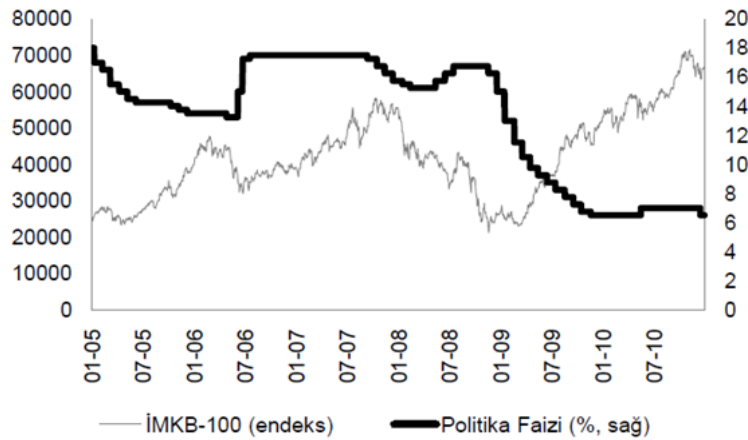
BIST Menkul Kıymet Yatırım Ortaklıkları Endeksi: BIST pazarlarında işlem gören menkul kıymet yatırım ortaklıklarının hisse senetlerinden oluşur.

BIST Şehir Endeksleri: BIST pazarlarında işlem gören ve ana üretim/hizmet faaliyetlerinin gerçekleştiği ya da şirket merkezinin bulunduğu şehre göre gruplandırılmış hisse senetlerinden oluşur. Holdingler hariç mali sektörde faaliyet gösteren şirketler ile perakende ticaret sektöründe faaliyet gösteren şirketler kapsam dışındadır (www.imkb.gov.tr).

2.3. TÜRKİYE'DE UYGULANAN FAİZ POLİTİKALARININ GENEL OLARAK BORSA ÜZERİNDEKİ ETKİLERİ

2.3.1. 2005-2010 Dönemi

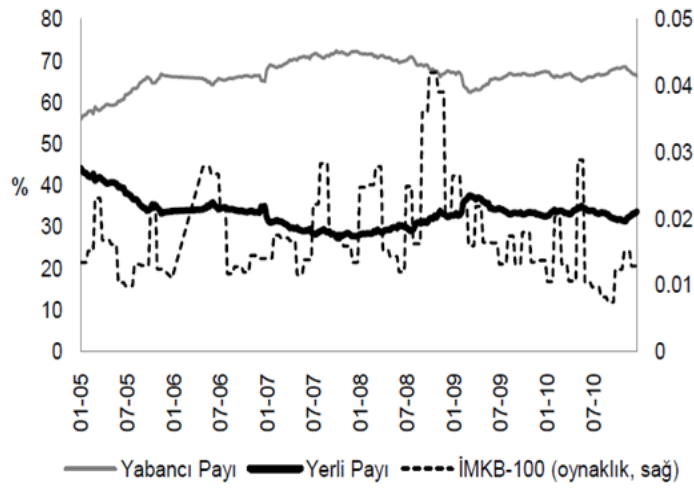
Türkiye’de 2001 yılında yaşanan ekonomik kriz, para politikasının yapısal değişimi açısından önemli değişiklikler olmuştur. Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası Kanunu’nda yapılan değişiklikle birlikte TCMB araç bağımsızlığını kazanmış, bu durum enflasyonla mücadelede önemli bir faktör olmuştur. TCMB 2002 yılında örtük enflasyon hedeflemesine geçmiştir. 2002 sonrasında uygulanan başarılı para ve maliye politikası ile bankacılık sektörünün daha sağlıklı bir yapıya kavuşması açık enflasyon hedeflemesine geçilmesi için gerekli zeminin oluşmasına katkı sağlamıştır. 2005 yılındaki geçiş dönemi sonrasında 2006 yılında açık enflasyon hedeflemesi uygulanmaya başlanmıştır. Hem örtük hem de açık enflasyon hedeflemesi sürecinde para politikası aracı kısa vadeli faiz oranları olmuştur. Kriz sonrasında uygulanan politikalar ekonomiye olan güvenin yeniden kazanılmasını sağlamıştır. Hem yerli hem de yabancı yatırımcının bu dönemde BIST’te işlem gören hisse senetlerine ilgisinin arttığı görülmektedir. Küresel ölçekte yaşanan 2006 yılındaki türbülans ve 2008 yılındaki kriz dışında BIST-100 endeksinde yükseliş aralıksız sürmüştür. Ayrıca küresel ölçekteki bu çalkantılar dışında, 2005 yılı öncesinde de para politikası faiz oranlarının aşağı yönlü seyri devam etmiş ve politika faiz oranı tek haneli seviyelere gerilemiştir (Grafik 2.1).



Kaynak: TCMB, Datastream

Grafik 2.1. İMKB-100 Endeksi ve TCMB Politika Faizi

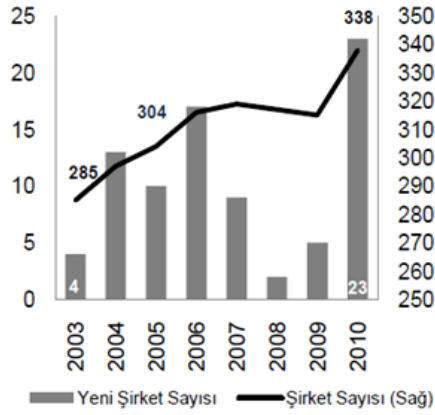
Grafik 2.2’de, küresel çalkantılarla birlikte BIST-100 endeksi getirilerine ilişkin aylık oynaklığın arttığı görülmektedir. Ancak Türkiye ekonomisine olan güvendedeki artışla beraber BIST’e yurtdışından sermaye girişi süreç boyunca devam etmiştir. BIST’te yer alan yerli ve yabancı yatırımcının sahip olduğu hisse senedi paylarının dağılımına bakıldığı zaman, küresel çalkantıların ağır bastığı dönemler dışında yabancı yatırımcının payının, yerli yatırımcının payına kıyasla arttığı da görülebilmektedir.



Kaynak: TCMB

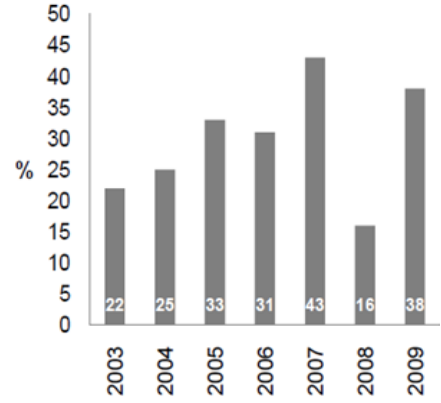
Grafik 2.2. İMKB’de Yerli ve Yabancı Yatırımcının Sahip Olduğu Hisse Senedi Payları ile İMKB Getiri Oynaklığı

Hisse senetlerine olan talep yükselirken, hisse senedi ihraç eden şirketlerin sayısı artmıştır. Buna göre, BIST’te 2005 yılında 304 şirketin hisse senedi işlem görürken, 2010 yılında bu sayı 338’e çıkmıştır. BIST’te hisse senedi ihraç eden yeni şirketlerin sayısı 2010 yılında en yüksek seviyeye gelmiştir (Grafik 2.3). Hisse senedi ihraçlarının artmasıyla birlikte 2008 yılındaki küresel kriz dışında piyasa kapitalizasyonu/GSYİH (Gayri Safi Yurtiçi Hasıla) oranının artış eğilimi içinde olduğu grafikten anlaşılmaktadır (Grafik 2.4).



Kaynak: İMKB

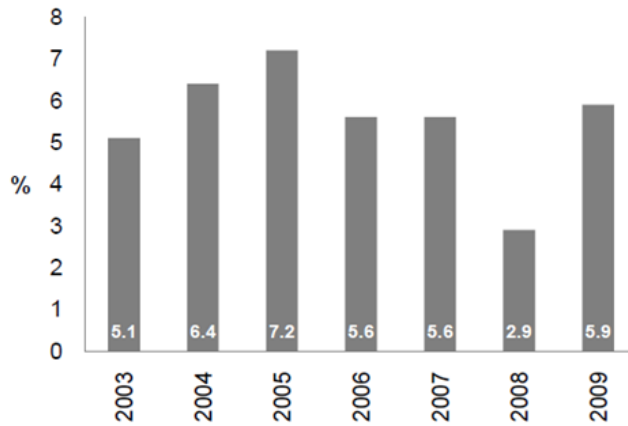
Grafik 2.3. İMKB Şirket Sayısı Oranı



Kaynak: Sermaye Piyasası Kurulu

Grafik 2.4. Piyasa Kapitalizasyonu/GSYİH

Hisse senedi talebi artmış olmasına rağmen hisse senetlerinin hane halkı varlıkları içindeki payı oldukça düşüktür. Küresel kriz sürecinde söz konusu oranın gerilediği ancak genel olarak bakıldığında ise oranın artış eğiliminde olduğu görülmektedir (Grafik 2.5). Hisse senedi payındaki artış ekonomiye olan güvenin bir göstergesi olarak yorumlanabilir. Öte yandan söz konusu artış, piyasa faiz oranlarındaki düşüş ile birlikte mevduat getirilerinin gerilemesi sonrasında yatırımcının farklı yatırım araçlarına yöneldiğinin bir göstergesi olarak da değerlendirilebilir. Hane halkı varlıkları içinde hisse senedi payının artmaya devam etmesi, önümüzdeki dönemde hisse senetlerinin parasal aktarım mekanizması içinde önemini artmasını da beraberinde getirecektir.



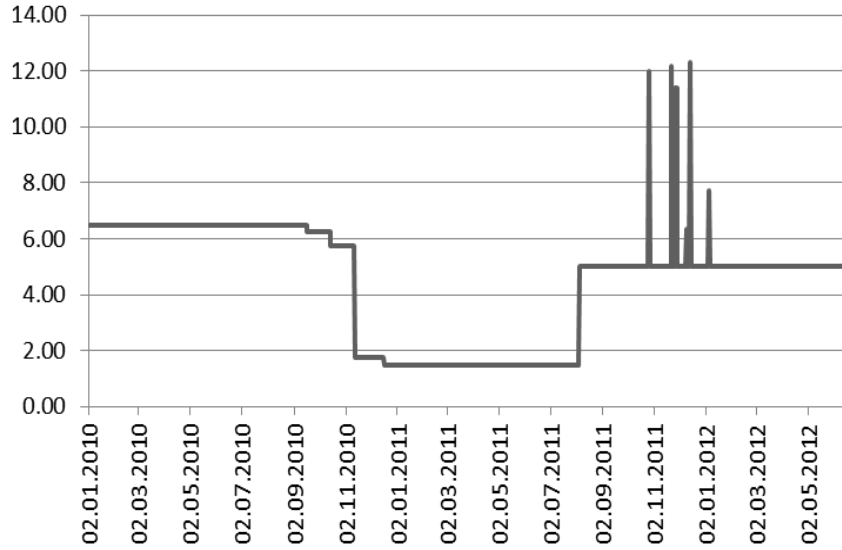
Kaynak: TCMB

Grafik 2.5. Hisse Senedinin Toplam Hanehalkı Varlığı İçindeki Payı

Sonuç olarak Türkiye’de hisse senetlerine olan talep ekonomiye olan güvenle paralel olarak artmaya devam etmiştir (Şahin, 2011:25-28).

2.3.2. 2010-2013 Dönemi

2010 yılı sonrası faiz oranı belirgin biçimde düşmüştür. Fakat faiz oranının dalgalanması artmıştır. TCMB faiz koridoru içinde faiz oranındaki dalgalanmayı bir para politikası aracı olarak kullanmıştır. 04.01.2010 ile 11.01.2013 Tarihleri Arasında Ortalama Basit Faiz oranı yüzde 6.60’dır. Minimum faiz oranı 5.45 ve maksimum faiz oranı ise 12.01 olarak gerçekleşmiştir. Grafik 2.6’da gecelik gerçekleşen basit faiz oranının 2010 yılı sonrası düşük tutulduğunu görmek mümkündür.



Kaynak: TCMB Gecelik Gerçekleşen Basit Faiz Oranı, Ağırlıklı Ortalama

Grafik 2.6. TCMB Gecelik Gerçekleşen Basit Faiz Oranı, Günlük: 01.01.2010 – 18.06.2012

TCMB, 2010 yılının sonlarına doğru, fiyat istikrarı ile beraber finansal istikrarı da gözetmeye başladığından, bir takım önemli politika değişikliklerine gitmiştir. 2011 yılında finansal istikrar ile ilgili tedbirlerin yanı sıra faiz koridorunu zaman zaman yukarı yönlü genişleterek sıkı para politikası ile fiyat istikrarını korumaya çalışmıştır (TCMB, 2012a).

TCMB, faiz koridorunu geniş tutarak ek parasal sıkılaştırmaya gitmiş ve bu dönemlerde tüketici kredilerine olan talep de azalmıştır. Banka kredileri faiz oranları ile faiz koridoru genişliği arasında pozitif yönlü bir ilişki vardır. (Kara 2012, s. 9 ve TCMB, 2012). TCMB bu yeni stratejiyle birlikte belirsizlik düzeyini arttırarak döviz kurunu daha fazla dikkate almaya başlamış, araç çeşitliliğine gitmiş ve duruma göre politikalara daha fazla ağırlık vermiştir (Gelberi, 2012: 34).

TCMB politika faizi ile borç alma faizi yani faiz koridorunun alt sınırı 20 Mayıs 2010 tarihine kadar birbirine eşit durumdayken, bu tarihten sonra merkez bankasının haftalık vadede bankalara borç verme faizi, politika faizi olmuştur. 29 Kasım 2011 tarihi sonrasında ise TCMB günlük olarak değişen ve koridorda dalgalanan bir politika faizini kullanmaya başlamıştır. 2010 yılı sonu itibariyle TCMB faizin varyansını bir politika aracı olarak kullanmaya başlamıştır denilebilir (Akkaya ve Gürkaynak, 2012: 107).

TCMB, Kasım 2010 ile Ağustos 2011 arasında faiz koridorunu yoğun sermaye girişlerinin arkasından aşağı yönlü gevşetmiştir. TCMB ekonomiyi, zorunlu karşılıkları yükselterek özel sektöre bankalarca verilen kredileri yavaşlatarak soğutmaya çalışmıştır. Euro krizi ve artan belirsizlik, Ağustos 2011 ile Ekim 2011 yılları arasında ekonominin geneline hakim olmaya başlamıştır. Sermaye girişleri azaldığı için TCMB faiz koridorunu daraltarak kısa vadeli faizlerin oynaklığını azaltma yoluna gitmiştir. TCMB belirsizliği azaltarak sermaye hareketlerindeki çıkışı önlemeye çalışmış⁵, 20 Ekim 2011'e kadar piyasayı bir hafta vadeli repo ile fonlamıştır. Ekim 2011'e kadar TCMB ortalama fonlama faizi ile bir haftalık repo faizi aynı düzeyde olmuştur. Fonlama maliyeti, Kasım 2011 sonrası oldukça dalgalı bir seyir izlemiş ve resmi faiz oranının üzerinde bir yol izlemiştir. Mayıs 2012 itibariyle politika faiz oranı yüzde 5,75 dolayında seyretmiştir. TCMB, 2010 yılı sonrasında faiz oranı ile beraber krediler ve döviz kuru kanalını da kullanmış ve amacı fiyat ile finansal istikrarı beraber sağlamak olmuştur. TCMB'nin 2010 sonu itibariyle cari açığı azaltmaya dönük çabaları IIF (2012: 1)'ye göre, merkez bankasının faiz oranı yönetimini zorlaştırmıştır.

TCMB, Ağustos 2011 öncesinde makro-ihtiyati sıkılaştırma ağırlıklı politika izlerken, Ekim-2011 sonrasında parasal sıkılaştırma ağırlıklı bir para politikası

⁵ Ekonomilerin temelini güçlü olmadığı ve büyümenin balonlaştığı zamanlarda sıcak para girişlerinin artması, uzun vadede kırılganlıkları ve riskleri artırmaktadır. İleriki aşamalarda ani çıkış krizi, döviz krizi, bankacılık krizi, borç krizi ya da cari açık krizi yaşanabilmektedir (Blaskiewicz, Schwartzman, Öz, 2012: 21).

izlemiştir (Başçı, 2012a: 5). Başçı (2012a)'ya göre TCMB faiz koridorunu genelde dar tutmuş ve kriz öncesinde koridoru aşağı yönlü daraltmıştır. Kriz sonrasında ise koridoru yukarı yönlü genişletip faiz oranının dalgalanmasına izin vermiştir. Başçı (2012a)'ya göre merkez bankası, bankaların yurt dışı SWAP işlemleriyle TL almaları yerine merkez bankasından satın almalarının önünü açmak için döviz almış ve rezervlerine eklemiştir. Bu şekilde bankaların yurt dışı borçlanmalarını da azaltmayı hedeflemiştir. TCMB, Türk lirasındaki oynaklığı azaltmak için zorunlu karşılıklardan yararlanarak otomatik dengeleyici mekanizmasını kullanmıştır. TCMB, 2011 Ağustos sonrasında net biçimde koridor sistemi içinde belirsiz bir faiz politikası izlemiştir. Bu durumda iktisadi aktörler politika faiz oranı konusunda belirsizlikle karşılaşmıştır.

Cari açığın yüksek düzeylerde seyrettiği Türkiye gibi ülkelerde, kısa vadeli sermaye hareketlerinin yarattığı makroekonomik dengesizlikleri giderebilmek için düşük faiz oranı, yüksek zorunlu karşılık ve geniş bir faiz koridorunun etkili bir para politikası olduğu vurgulanmaktadır (Başçı ve Kara, 2011:3). Bu yeni stratejiyle Merkez Bankası, yeni ara hedefler tespit etmektedir. Böylece fiyat istikrarı yanında finansal istikrara da katkı sağlayacak aktif yeni araçlardan yararlanmak mümkün olabilecektir.

TCMB 16 Ağustos 2012 tarih ve 2012-58 sayılı Para Politikası Kurulu kararında faiz oranlarını sabit tuttuğunu açıklamıştır. Eylül 2012 başlarında ve ortalarında sırasıyla ECB ve FED parasal genişlemeye gitmiştir. Borçlu ülkelerin tahvillerinin alınacağına dair önemli taahhütler verilmiştir. Gelişmiş ülke merkez bankalarını ardından TCMB de 18 Eylül 2012 tarihinde PPK raporunu açıklamıştır. TCMB 18 Eylül 2012 tarih ve 2012-66 sayılı PPK kararında politika faizini %5,75'de sabit tutmuş, borçlanma faizini %5'de sabit tutmuş, borç verme faiz oranını ise %11,5'den %10'a indirmiştir.

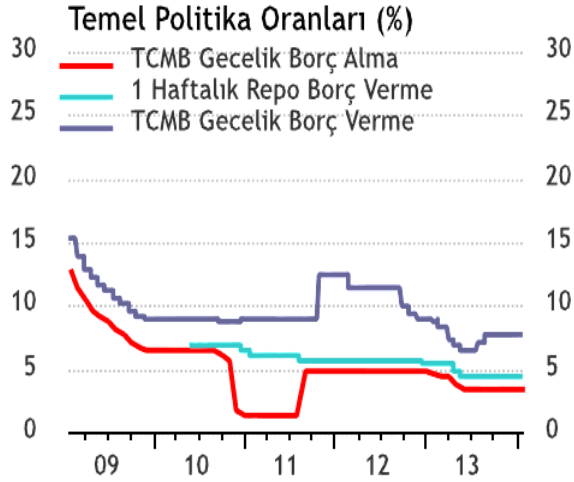
25 Aralık 2012 tarihinde TCMB 18 Aralık 2012 tarihli Para Politikası Kurulu Toplantı Özeti Sayı: 2012-93'ü yayınlamıştır. Raporda, küresel sermaye girişlerindeki artış nedeniyle finansal istikrarın bozulmasını önlemek için düşük faiz ortamının yanında TCMB'nin makro ihtiyati politikaları da gözettiği yeniden vurgulanmıştır. Faiz koridorundaki değişikliğin finansal istikrara katkı sağlayabileceği ifade edilmiştir. 25 Aralık 2012 tarihinde aynı zamanda TCMB (2012) raporuyla 2013 yılına ilişkin para ve kur politikası raporu yayınlanmıştır. TCMB, politika faizi ile sağlamaya çalıştığı fiyat

istikrarını yeni bir yaklaşımla çeşitlendirdiğini açıklamıştır. Yeni enflasyon hedeflemesi yaklaşımında fiyat istikrarı ve finansal istikrar beraber amaçlanmıştır. Yeni araçlar, yapısal araçlar ve konjonktürel araçlar olarak ikiye ayrılmıştır. Politika faizi, faiz koridoru, likidite yönetimi, zorunlu karşılık oranları ve ROK yararlanılacak para politikası araçları olarak belirlenmiştir (TCMB, 2012: 10).

TCMB'nin 22 Ocak 2013 tarihli Para Politikası Kurulu Kararı'nda, politika faiz oranı yüzde 5,5'de sabit tutulmuştur. Merkez Bankası borç verme ve borç alma faizlerinde değişikliğe gitmiş, koridorun alt ve üst kısımlarını 25 baz puan daraltmıştır.

29 Ocak 2013 tarihinde Enflasyon Raporu açıklanmıştır. TCMB (2013: 14-15)'de hızlı kredi genişlemesinin önlenmesi ve yerli para üzerindeki baskının azaltılması amacıyla kısa vadeli faiz oranlarının düşük tutulduğu ifade edilmektedir. TCMB, ekonomide yurt içi ve yurt dışı kaynaklı belirsizliklerin devam ettiğini, enflasyonun azalacağına dönük beklentiğini 19 Şubat 2013 tarihinde Para Politikası Kurulu Kararı'nda (PPK Kararı Sayı: 2013-09) vurgulamıştır. Politika faiz oranını %5,5'de sabit tutmuş, faiz koridorunu 25 baz puan azaltmış, zorunlu karşılık oranını ise yükseltmiştir (TCMB Zorunlu Karşılıklara İlişkin Basın Duyurusu, Sayı: 2013-10). Morgan Stanley (2013)'e göre bu karar net sıkılaştırmaya işaret etmektedir (Şahin, 2013:12-21).

Sonuç olarak, Grafik 2.7'ye göre ekonomik aktiviteyle bağlantılı olarak, 2012 yılının ikinci yarısından 2013 yılının Temmuz ayına kadar aşamalı bir şekilde düşen gecelik borç verme faiz oranı, 2013 yılının ilk yarısında ekonomik aktiviteyi destekleyici bir politika yapısı ortaya koymuştur. 2013 yılında fiyat istikrarından daha çok çıktı açığına ağırlık veren Merkez Bankası, enflasyon hedeflemesini daha az öncelikli kılan bir politika tercihi ortaya koymuştur.



Kaynak: TUSİAD, Türkiye Ekonomisi 2014, Ekonomik Araştırmalar Bölümü, Aralık 2013 Yayın No: TUSİAD-T/2013-12/548

Grafik 2.7. Temel Politika Oranları

TL’de meydana gelen hızlı nominal değer kayıplarına karşılık olarak, 22 Mayıs 2013 sonrası, gecelik borç verme faiz oranı 2013 yılının Temmuz ayından itibaren, kademeli şekilde Eylül ayına kadar artırılmıştır. Aynı dönemde, kurlardaki aşırı oynaklığa karşı, Merkez Bankası ek parasal sıkılaştırma uygulamasına devam etmiş ve ortalama fonlama maliyetini yükseltmiştir.

2013 Eylül ayından itibaren, Merkez Bankası bir haftalık repo faizini 4.50’de, gecelik borç alma faizini 3.50’de ve borç verme faizini ise 7.75’de tutmuştur. 19 Kasım 2013 tarihli Para Politikası Kurulu kararları çerçevesinde, tek bir politika faizi uygulamasına son verilmiş ve böylece, haftalık repoda ve gecelik fonlama işlemlerinde uygulanan faizlerin tümü politika faizi olarak kullanılmaya başlanmıştır.

Fiyat istikrarının yanı sıra finansal istikrarın hedeflenmesi neticesinde Merkez Bankası tarafından uygulanan geleneksel olmayan mekanizmalar, 2011 yılı ortasında BDDK tarafından alınan tedbirlerle beraber, 2011 yılının ikinci yarısından 2012 yılı son çeyreğine kadar kredi büyümesini ciddi bir şekilde baskılamıştır. Merkez Bankası tarafından birden çok hedefi gözeterek uygulanan geleneksel olmayan para politikaları, makroekonomik dengeleri, para piyasaları ve döviz piyasalarında miktar uyarlamaları üzerinden sağlamaya çalışırken, ekonomi genelinde etkin fiyat sinyalleri oluşumunu zorlaştıran bir yapı ortaya koymaktadır (TUSİAD, 2013:548).

2000-2001 krizleri sonrası, Türkiye ekonomisinin temel güç ve dayanıklılık alanlarından biri haline gelen bankacılık sektörü ve finansal sektör, 2013 yılında ekonomideki görece yavaşlamaya ve küresel risk iştahındaki gerilemeye rağmen, birçok ülke bankacılık sisteminden daha güçlü ve dayanıklı durumdadır.

Finansal istikrar, kredi büyümesiyle cari açık arasında kurulan ilişki dikkate alınarak atılan politika adımlarının en başında gelen kredi genişlemesi hedeflemesi, 2010 yılı sonrasında bankacılık sektörünün kârlılık ve sermaye yeterliliği oranlarında belirgin bir düşüş meydana getirmiştir. Buna rağmen 2013 yılında %15 üzerinde seyreden sermaye yeterlilik oranı ile Türk bankacılık sektörü, birçok gelişmiş ve gelişmekte olan ekonomiye kıyasla halen güçlü ve sağlam bir yapıya sahiptir.

Grafik 2.8’de görüldüğü gibi, 2010 yılının sonlarından sonra azalan aktif ve özkaynak karlılığı oranlarına rağmen, İMKB banka endeksi 2013 yılında da endeksin çekici gücünü oluşturmuştur (TUSİAD, 2013:548).



Kaynak: TUSİAD, *Türkiye Ekonomisi 2014*, Ekonomik Araştırmalar Bölümü, Aralık 2013 Yayın No: TUSİAD-T/2013-12/5

Grafik 2.8. Bankacılık Sektörü ve Borsa

2.4. FAİZ ORANLARININ HİSSE SENEDİ FİYATLARINI ETKİLEME KANALLARI

Parasal aktarım mekanizması çerçevesinde para politikasının ekonomiyi etkileme kanallarından biri hisse senedi piyasasıdır. Hisse senetleri fiyatları, ekonomide net

olarak gözlenebilen aktif fiyatları arasında yer alır. Faiz oranlarındaki değişiklikler, hisse senedi fiyatlarını ve sonuç olarak da hane halkının servetini etkilemektedir. Servet etkisi kanalıyla da hisse senetleri fiyatları tüketimi etkilemekte, Tobin'in q etkisi ile de yatırımlar üzerinde bir etkide bulunmaktadır (Akay ve Nargeleçekenler, 2009).

Hisse senetleri, piyasanın gelişmesine bağlı olarak son yıllarda yatırımcıların ilgisinin arttığı bir yatırım aracıdır. Hisse senetleri piyasasında yatırımcıların karar almalarını sağlayan en önemli göstergelerden birisi hisse senetlerinin fiyatlarıdır. Finansal piyasaların gelişmesi ve serbestleşmesiyle birlikte hisse senedi fiyatları, ekonomik ve siyasi gelişmelere karşı son derece duyarlı hale gelmiştir.

Sermaye Piyasasındaki en riskli yatırım araçlarından olan hisse senetleri ekonomik gelişmelere en hızlı tepkiyi verebilme özelliğine sahip yatırım araçlarındandır. Herhangi bir şirketin hisse senedinin fiyatı, yatırımcının bu şirketten beklediği kazanç ve nakit akışı ile ilgili beklentilerini yansıtır. Bu beklentiler de ekonominin genel performansından etkilenir (Reily, 1992 : 247).

Hisse senetleri ve tahviller arasındaki rekabeti etkileyen en önemli etken faiz oranlarıdır. Sadece hisse senedi piyasası ve tahvil piyasasından oluşan iki piyasanın olduğu düşünülürse; tahvil faiz oranları arttığında tahvillerin getirisi yükselecek ve tahvil fiyatları düşecektir. Yatırımcılar birikimlerini hisse senedi piyasasından tahvil piyasasına aktaracaklardır. Bu durumda hisse senetlerinin fiyatları düşecektir. Tahvil faiz oranları azaldığında ise tahvilin getirisi azalacak ve tahvil fiyatları yükselecektir. Yatırımcılar birikimlerini tahvil piyasasından hisse senedi piyasasına aktaracaklar, hisse senetlerine olan talebin artmasıyla birlikte hisse senetlerinin fiyatları yükselecektir (Brigham, 1995 : 137).

Uzun vadeli faiz oranları ile hisse senedi fiyatları arasında tersine kurulu bir ilişki söz konusudur. Faiz oranlarının düşmesi hisse senetleri fiyatlarının arttığının, faiz oranlarının artması ise hisse senedi fiyatlarının düştüğünün habercisidir. Öte yandan, bir işletmede kaldıraç etkisi ne kadar yüksek olursa, faiz oranlarının değiştiği dönemlerde hisse senetlerinin fiyatlarındaki dalgalanma da o kadar fazla olacaktır. Uzun vadeli aktiflerle kısa vadeli pasiflere sahip olan işletmeler faiz oranlarındaki değişimlere daha duyarlıdır (Bek, 1991: 90).

Yüksek faizler yatırımcıları, hisse senetlerine yatırım yapmak yerine alternatif yatırımlarda bulunmaya yönlendirmektedir. Faiz oranlarının yükselmesi, hisse senetlerinden elde edilecek gelirlerin cari değerini azaltacak bu durumda hisse senedi fiyatlarının düşmesine neden olacaktır. Yatırımcılar faiz oranlarının yükselmesiyle sahip oldukları hisse senetlerini ellerinden çıkarma yoluna gideceklerdir. Böyle bir durum da hisse senetlerine olan talebin düşmesine neden olurken hisse senedi fiyatları düşük olarak belirlenecektir (Albeni ve Demir, 2005:3-10).

ÜÇÜNCÜ BÖLÜM

TÜRKİYE EKONOMİSİNDE UYGULANAN FAİZ ORANLARININ BIST 100 ENDEKSİ ÜZERİNDEKİ ETKİLERİNİN BELİRLENMESİ

3.1. MODEL

Bu çalışmanın temel hareket noktası faiz oranlarının BIST 100 endeksi üzerindeki etkilerini belirlemektir. Çalışmada, Türkiye' de, 2005 ve 2014 dönemini içine alan bir zaman diliminde TCMB faiz oranları ve DİBS faiz oranlarının BIST 100 endeksi üzerindeki etkilerini incelemek için ekonometrik yöntem olarak zaman serisi yaklaşımı kullanılmıştır. Bu çerçevede, öncelikle ADF testi kullanılarak değişkenlerin durağanlığı test edilmiştir. İkinci olarak, iki aşamalı Engle-Granger yöntemiyle değişkenler arasında eş-bütünleşmenin varlığı araştırılmıştır.

3.2. VERİ SETİ VE BULGULAR

Çalışmada faiz oranlarının BIST 100 endeksi üzerindeki etkisini ölçmek amacıyla 2005M01-2014M06 dönemine ait aylık devlet iç borçlanma senetleri faiz oranları ve BIST 100 endeksi verileri kullanılmıştır. Ayrıca yılın belli dönemlerinde para politikası kurulu toplantıları sonrasında belirlenen politika faiz oranlarının BIST 100 endeksi üzerindeki etkisini ölçmek amacıyla da kurulun toplantı tarihlerinin 1; diğer dönemlerin 0; olacak şekilde gölge değişken oluşturulmuştur. Böylece Merkez Bankasının para politikası araçlarından birisi olan faiz koridoru politikasının da BIST 100 üzerindeki etkisi analiz edilmektedir. Çalışmada kullanılan veriler TCMB veri tabanından elde edilmiştir. BIST 100 ve DİBS (Devlet İç borçlanma Senetleri Faiz Oranları) değişkenleri logaritmik olarak analize dahil edilmiştir. Serinin logaritmasının alınması ile serinin değerleri arasındaki farklar azalacağından kısmen de olsa serinin durağanlaşması sağlanacaktır. Çalışmada ayrıca Açık Enflasyon Hedeflemesi rejimine geçiş yılı olan 2006 yılı kırılma yılı olarak analize dahil edilmiştir.

3.2.1. Ampirik Bulgular

Ekonometrik modeller iktisat teorisi tarafından öngörülen denge ilişkileri üzerine kurulmuştur. Değişkenler arasında ekonometrik olarak anlamlı ilişkiler elde edilebilmesi için analizi yapılan serilerin durağan seriler olması gerekmektedir. İktisadi değişkenler belirli dönemlerde maruz kaldıkları şoklarla ilişkilidirler. Bunlar, değişkenler üzerindeki etkileri birkaç dönemde yok olan geçici şoklar ve etkileri uzun süre devam eden kalıcı şoklardır. Seriler bu şokların karakterlerine göre trend veya mevsimsel dalgalanma özellikleri göstermektedirler. Trend ve mevsimsel dalgalanma gösteren seriler durağan değildir. İncelenen zaman süresince serinin aritmetik ortalaması ve varyansı sistematik bir değişme göstermiyorsa veya seri mevsimsel dalgalanmalardan arınmışsa böyle zaman serileri durağandır. Eğer değişkenlere ait zaman serilerinde trend bulunuyorsa ve bu trend kalıcı şoklardan kaynaklanmışsa o zaman seriler belli bir değere doğru yaklaşamayacaklardır. Değişkenlerin zaman içinde belli bir değere doğru yaklaşmaları olarak tanımlanan durağanlık açısından bu trend durağan olmayan bir özellik taşır. Şokların tanım gereği öngörülemeyen tesadüfi niteliğinden dolayı bu trend “stokastik trend” olarak adlandırılır. Serilerin bu stokastik kısmı elimine edilmeden sadece seriler arasında kurulan ilişki gerçek olmaktan çok “sahte regresyon” şeklinde ortaya çıkabilir. Regresyonun gerçek bir ilişkiyi mi yoksa yanıltıcı bir ilişkiyi mi ifade ettiği zaman serilerinin durağan olup olmamaları ile ilgilidir. Serileri meydana getiren stokastik süreçlerin durağan olmayabileceği ve dolayısıyla standart istatistik teorisiyle değerlendirilemeyecekleri genel kabul görmüştür (Nelson ve Plosser, 1982). Bu yüzden özellikle makroekonomik serilerin durağanlık testlerinden geçirilmeleri ampirik çalışmalarda standart bir işlem haline gelmiştir. Birim kök testleri bu amaç için kullanılmaktadır (Dickey-Fuller 1979, 1981, Perron, 1988)

Dinamik bir modelde herhangi bir değişkenin cari dönemdeki değeri kendisinin daha önceki döneme ya da dönemlere ait değerlerinden etkilendiği açıktır. Dolayısıyla sözkonusu değişken daha önceki döneme ait her türlü bilgiden ve buna bağlı olarak maruz kaldığı şoklardan etkilenebilecektir. Bir serinin uzun dönemde sahip olduğu özellik bir önceki dönemde değişkenin aldığı değer bu dönemi ne şekilde etkilediğinin belirlenmesiyle açığa çıkartılabilir. Bu nedenle serinin her dönemde aldığı değer daha

önceki değeriyle bir regresyonunun yapılması yeterlidir. Adı geçen seriyi Y_t olarak tanımlarsak,

$$Y_t = \beta Y_{t-1} + u_t \quad u_t \sim N(0, \delta^2)$$

denklemini elde edilir (Funda Yurdakul, 2000).

Denkleminde yer alan β ,

$\beta = 1$ ise Y_t değişkeni bir dönem önceki değerinden yani maruz kaldığı şoklardan etkilenmektedir.

$\beta < 1$ ise geçmiş dönemlerdeki şoklar belli bir dönem etkilerini sürdürseler bile bu etki giderek azalacak ve kısa bir dönem sonra tamamen ortadan kalkacaktır. Dolayısıyla hipotez aşağıdaki gibi gösterilmektedir;

$H_0: \beta = 1$ Seride birim kök vardır (Seri durağan değildir).

$H_1: \beta < 1$ Seride birim kök yoktur (Seri durağandır).

Çalışmada, durağan olmayan serilerle yapılan analizler sahte regresyon sorununa yol açacağı için öncelikli olarak zaman serilerinin eş-bütünleşme derecelerinin belirlenmesine yönelik ADF ve Phillips-Perron birim kök testleri uygulanmıştır.

Tablo 3.1. ADF ve PP Birim Kök Testi Sonuçları

Değişken	ADF Test İstatistiği		PP Test İstatistiği	
	Trendsiz	Trendli	Trendsiz	Trendli
LNBIST				
Düzye	-1.835(1)	2,672(1)	-1,718	-2,531
Birinci Fark	-8,501*** (0)	-8,497*** (0)	-8,477***	-8,457***
LNDIBS				
Düzye	-1,550(0)	-2,180(0)	-1,559	-2,180
Birinci Fark	-10,397*** (0)	-10,364*** (0)	-10,397***	-10,361***

Not: 1. PP testi için Barlett Kernel ve Newey West'in gösterdikleri gecikme (lag truncation) 3'tür.

2. Parantez içindeki rakamlar ADF denklemindeki uyarılama sayılarını göstermektedir ve model seçim kriterleri (Akaike Bilgi, Schwarz Bayesian ve Hannan Quinn) kullanılarak belirlenmiştir.

3. ***, ** ve *; birim kökün varlığına ilişkin boş hipotezin sırasıyla %1, %5 ve %10 hata düzeylerinde reddedildiğini göstermektedir. Her iki test için de MacKinnon'un (1991) kritik değerleri kullanılmıştır.

Tablo 3.1’de birim kök testi sonuçları yer almaktadır. ADF ve Phillips-Perron birim kök testi sonuçlarına göre değişkenlerin eş-bütünleşme dereceleri trendli ve trendsiz I(1) olarak tespit edilmiştir. Dolayısıyla değişkenler birim kök içermektedir. Durağan olmayan zaman serileri sahte regresyona yol açabileceğinden bu sorundan kurtulmanın en kolay yolu değişkenlerin farklarını alarak regresyon analizi yapmaktır. Ancak bu durumda iktisat teorisine yönelik uzun dönemli değerli bilgi yok olmaktadır. Bu yüzden uzun dönem denklemden u_t hata terimi çekilmiştir.

Diğer bir yöntem ise değişkenler arasındaki koentegrasyon (eş-bütünleşme) ilişkisinin olup olmadığının test edilmesidir. Durağan olmayan iki zaman serisi aynı dereceden bütünleşik iseler aralarında eş-bütünleşme ilişkisi olabilmektedir. Durağan olmayan serilerle yapılan eş-bütünleşme ilişkisi anlamlı olup, sahte regresyon içermemektedir (Tarı, 2009:43; Elmas, 2013:21-34).

Zaman serilerinden her biri farkı alındıktan sonra durağan hale geliyorsa ve bu serilerin doğrusal bileşimleri de durağansa, söz konusu serilerin eşbütünleşik oldukları söylenir. Uzun dönem dengesi anlamına gelen eşbütünleşme, dengeden sapmaların durağan olduğu anlamına gelmektedir. Durağanlaştırılmış seriler kullanıldığı için de sahte regresyon problemi ortadan kalkmaktadır (Granger, 1986: 226). Çalışmada kullanılan yöntem Engle ve Granger (1987) tarafından geliştirilen iki aşamalı eşbütünleşme testidir. Buna göre, ilk aşamada değişkenler arasında OLS tahmin edilmektedir. Tahmin edilen OLS, uzun dönemli ilişkiyi yansıtan denklemdir. İkinci aşamada, eşbütünleşme denkleminde elde edilen hataların durağanlık analizi yapılır. Eğer hatalara ilişkin durağanlık sonuçları, hataların birim kök içermediğini gösteriyorsa seriler arasında uzun dönemli bir ilişkiden söz edilebilir (Engle-Granger, 1987: 271-272; Düzgün, 2005:197-198).

İki aşamalı Engle-Granger yöntemi olarak bilinen analizin en önemli özelliği durağan olmayan zaman serileriyle regresyon analizi yapılabilmesine olanak tanınmasıdır. Böylece değişkenler arasındaki ilişki sahte olmaktan ziyade gerçek ilişki olmaktadır. Bu yöntemin uygulanabilmesi için değişkenlerin eş-bütünleşme derecelerinin aynı olması gerekmektedir.

Engle-Granger yöntemi, temel olarak uzun dönem regresyon denkleminin hata terimine yapılan birim kök testine dayanmaktadır. Uzun dönem denkleminin hata

teriminin durağan olması(I(0)) değişkenler arasındaki uzun dönemli eş-bütünleşme ilişkisini göstermektedir. Bu durumda değişkenler arasındaki ilişki sahte değil gerçek ilişkidir.

Çalışmada değişkenler arasındaki uzun dönem eş-bütünleşme ilişkisini analiz etmek amacıyla yapılan Engle-Granger yönteminin ilk aşaması Tablo 3.2’de verilmektedir.

Tablo 3.2. EG Yönteminin İlk Aşaması: Uzun Dönem Eşbütünleşme Denklemi

Model			
$LNBİST_t = 10.382 - 0.664LNDİBS - 0.128PPK + 0.453DUM2006 + u_t$			
(263.143)	(-15.129)	(-3.577)	(9.657)
$R^2=0,830$	Düzeltilmiş $R^2=0,826$	CRDW=0.267	
u_t için ADF istatistiği = -2,937(0) (%5 hata düzeyi için kritik değer: -1,943)			

$-2,937 < -1,943$ Buna göre uzun dönem denkleminin hata teriminin test istatistiği(-2.937), %5 düzeyinde kritik değerden küçük olduğu için hata teriminin durağan olduğu görülmektedir. Böylece değişkenler arasında uzun dönemli bir eş-bütünleşme ilişkisi söz konusudur.

Uzun dönem tahmin sonuçları değerlendirildiğinde;

DİBS faiz oranlarındaki %1’lik bir artış BIST 100 endeksinde %0.66 lık bir azalışa yol açmaktadır. Diğer yandan Para Politikası Kurulu toplanma tarihleri sonrasında belirlenen politika faiz oranlarının BIST 100 endeksi üzerinde %0.12 lik, DİBS faiz oranlarına göre daha az bir düşüşe yol açtığı görülmektedir.

Çalışmada ayrıca yapısal kırılmaların BIST 100 endeksi üzerindeki etkisinin ölçülmesi amacıyla ele alınan dönemdeki kırılma yılı Quandt-Andrew yapısal kırılma testi sonrasında içsel olarak belirlenmiştir. Kırılma yılını, model kendisi belirlemiştir. Buna göre 2006 yılı kırılma yılı olarak tespit edilmiş ve analize dahil edilmiştir. 2006

yılında yaşanan politika değişikliğinin BIST 100 üzerinde %45 lik pozitif etkisi olduğu görülmüştür. Modelin açıklama gücü oldukça yüksek ve katsayılarda istatistiki olarak anlamlı bulunmuştur.

Engle-Granger Eşbütünleşme yönteminin ikinci aşaması ise Kısa dönem hata düzeltme modelidir. İkinci aşamada değişkenler arasındaki kısa dönemli sapmaların kaç dönem sonra dengeye geleceğinin sorusuna yanıt veren hata düzeltme mekanizması analize dahil edilmektedir.

Tablo 3.3. EG Yönteminin İkinci Aşaması: Hata Düzeltme Modeli

$\Delta \text{LNBISt} = 0.024 - 0.409\Delta \text{LNDİBSt} - 0.009\text{PPK} - 0.016\text{DUM2006} - 0,053u_{t-1}$				
(2,019)	(-6.818)***	(-1.165)	(-0,788)	(-1,867)**
$R^2=0,309$	Düzeltilmiş $R^2=0,286$	DW=1,602	F-ist(5, 24)=13.459	
Otokorelasyon için test istatistikleri: F(2, 118)=0,0673				
Farklı varyans için test istatistikleri: F(4, 120)=0.031				
Normal dağılım için test istatistiği: J:B=14,387				
Fonksiyonel form için test istatistiği: F(1, 119)=0,584				
t-istatistiği kullanılmıştır.				

Hata teriminin bir dönem gecikmesinin (u_{t-1}) kısa dönem denkleminde dahil edilmesiyle oluşturulan hata düzeltme teriminin -1 ile 0 arasında ve istatistiki olarak anlamlı olması gerekmektedir. Ancak bu şartlar altında değişkenler arasındaki kısa dönemli sapmalar uzun dönemde ortadan kalkmaktadır. Bu düzelmenin kaç dönem sonra gerçekleşeceği ise 1/hata düzeltme teriminin katsayısı sonucunda elde edilmektedir. Tablo 3.3’de Engle-Granger yönteminin ikinci aşaması olan kısa dönem hata düzeltme modeli tahmin sonuçları yer almaktadır. Buna göre kısa dönemde Para Politikası Kurulu Kararları ve kırılmaların BIST 100 üzerinde anlamlı bir etkisi görülmemektedir. DİBS faiz oranlarındaki %1 lik bir artış ise yine uzun dönemde olduğu gibi kısa dönemde de BIST 100 endeksi üzerinde %0.40 lık bir azalışa yol açmaktadır. Ancak uzun döneme kıyasla (0.66) kısa dönemde bu etkinin daha az olduğu (0.40) görülmektedir. Para Politikası Kurulu Kararları ise ancak uzun dönemde BIST 100 üzerinde etkili olabilmektedir. Yine kırılma yılının anlamsız bulunması yaşanan yapısal reformların, şokların, politika değişimlerinin etkisinin ancak uzun dönemde

geçerli olabildiğini göstermektedir. Hata düzeltme terimi negatif (-0.053) ve %10 düzeyinde istatistiki olarak anlamlı bulunmuştur. Bu durum, değişkenler arasındaki kısa dönemli sapmaların uzun dönemde dengeye geleceğinin göstergesidir. Buna göre değişkenler arasındaki kısa dönemdeki sapmaların yaklaşık $1/0.053=18.86$ (19 ay = 1.5 yıl) sonra ortadan kalktığını göstermektedir.

Modele yönelik yapılan tanısal istatistikler sonucunda modelde otokorelasyon sorunu olmamakla birlikte değişen varyans ve normal dağılımlı olmadığı sonucuna ulaşılmıştır. Modelin fonksiyonel kalıbının ise doğru kurulduğu yani model kurma hatasının olmadığı sonucuna ulaşılmıştır.

SONUÇ

Küresel finansal krizin etkileri hem Gelişmiş ülkelerde hem de Gelişmekte olan ülkelerde farklı biçimlerde cereyan etmiştir. Küreselleşmenin de etkisiyle hiçbir dünya ülkesi, yaşanan ekonomik, sosyal ve kültürel gelişmelerden kendini alıkoyamamıştır. Yaşanan krizin tüm dünya ülkelerine kazandırdığı en büyük tecrübe finansal istikrara verilen önemin artmasıdır.

Günümüzde fon ihtiyacı duyan ekonomik birimler uzun vadeli fon taleplerini ekonomik sistemin gereklerine uygun olarak sermaye piyasalarından karşılamaktadırlar. Sermaye piyasaları, yatırımlara öz kaynak sağlamak açısından ülke ekonomileri için son derece önemlidir. Firmalar menkul kıymet borsalarına tahvil ve hisse senedi ihraç ederek fon ihtiyaçlarını piyasa koşullarına uygun olarak temin edebilmektedirler. Bu çalışmada Türkiye de uygulanan faiz politikalarının, DİBS faiz oranlarının BIST hisse senetleri piyasası için temel endeks olan BIST 100 endeksi üzerindeki etkileri incelenmiştir.

Sonuç olarak uzun dönem tahmin sonuçları değerlendirildiğinde; DİBS faiz oranlarındaki %1'lik bir artış BIST 100 endeksinde %0.66'lık bir azalışa yol açmaktadır. Diğer yandan Para Politikası Kurulu toplanma tarihleri sonrasında belirlenen politika faiz oranlarının BIST 100 endeksi üzerinde %0.12'lik, DİBS faiz oranlarına göre daha az bir düşüşe yol açtığı görülmektedir. DİBS faiz oranları BIST 100 endeksi üzerinde ters yönlü bir etkiye neden olmaktadır. Çalışmada ayrıca yapısal kırılmaların BIST 100 endeksi üzerindeki etkisinin ölçülmesi amacıyla ele alınan dönemdeki kırılma yılı Quandt-Andrew yapısal kırılma testi sonrasında içsel olarak belirlenmiştir. Buna göre 2006 yılı kırılma yılı olarak tespit edilmiş ve analize dahil edilmiştir. 2002-2005 yılına kadar uygulanmış olan örtük enflasyon hedeflemesi terkedilmiş 2006 yılından itibaren açık enflasyon hedeflemesine geçilmiştir. 2006 yılında yaşanan bu politika değişikliğinin BIST 100 endeksi üzerinde %45 lik pozitif bir etkiye neden olduğu görülmüştür. 2006 yılında yaşanan politika değişikliği uzun dönemde anlamlı bir değişikliktir. Kısa dönemde Para Politikası Kurulu Kararları ve kırılmaların BIST 100 üzerinde anlamlı bir etkisi görülmemektedir. DİBS faiz oranlarındaki %1 lik bir artış ise yine uzun dönemde olduğu gibi kısa dönemde de BIST 100 endeksi üzerinde %0.40 lık bir azalışa yol açmaktadır. Ancak uzun döneme

kıyasla(0.66) kısa dönemde bu etkinin daha az olduğu(0.40) gör÷lmektedir. Para Politikası Kurulu Kararları ise ancak uzun dönemde BIST 100 üzerinde etkili olabilmektedir. Yine kırılma yılının anlamsız bulunması yaşanan yapısal reformların, şokların, politika değişimlerinin etkisinin ancak uzun dönemde geçerli olabildiğini göstermektedir. Hata düzeltme terimi negatif(-0.053) ve %10 düzeyinde istatistiki olarak anlamlı bulunmuştur. Bu durum değişkenler arasındaki kısa dönemli sapmaların uzun dönemde dengeye geleceğini göstermektedir. Buna göre değişkenler arasındaki kısa dönemdeki sapmaların yaklaşık $1/0.053=18.86$ (19 ay=1.5 yıl) sonra ortadan kalktığını göstermektedir.

Sonuç olarak Türkiye’de Para Politikası Kurulu kararları BIST 100 üzerinde uzun dönemde etkili olmaktadır ve bu etki ters yönlü bir etkidir. Kısa dönemde ise anlamlı bir etki görülmemektedir. DİBS faiz oranlarında meydana gelen bir değişme ise hem kısa dönemde hem de uzun dönemde BIST 100 endeksi üzerinde ters yönde etkili olabilmektedir.

KAYNAKÇA

- Akay H.K., Nargeleçekenler, M. (2009). “Para Politikası Şokları Hisse Senedi Fiyatlarını Etkiler mi? Türkiye Örneği”, *Marmara Üniversitesi İİBF Dergisi*, 27(2), 129-152.
- Akkaya, Y. & Gürkaynak, R. (2012). “Cari Açık, Bütçe Dengesi, Finansal İstikrar ve Para Politikası: Heyecanlı Bir Dönemin İzi”. *İktisat İşletme ve Finans*, 27(315), 107.
- Apak, S. (2008). “Küresel Finansal Kriz, G-20 Konferansı ve Türkiye”. *Stratejik Araştırmalar Dergisi ve Türkiye*, 1(2), 1-11.
- Albeni, M., Demir, Y. (2005). “Makroekonomik Göstergelerin Mali Sektör Hisse Senedi Fiyatlarına Etkisi (İMKB Uygulamalı)”, *Muğla Üniversitesi, SBE Dergisi*, (14), 3-10.
- Alper, K. ve Tiryaki, T. (2011). “Zorunlu Karşılıkların Para Politikasındaki Yeri”. *TCMB Ekonomi Notu*, 11(08),3-6.
- Alper, K., Kara, H. ve Yörükoğlu, M. (2012). “Rezerv Opsiyon Mekanizması”. *TCMB Ekonomi Notları*, 2-4.
- Başçı, Kara (2011). “Finansal İstikrar ve Para Politikası”. *TCMB Çalışma Tebliği*, 11(08),3-7.
- Başçı, E. (2012/a). “Küresel Finans Krizi Sonrasında TCMB Para Politikası”, *SETA-Insight Turkey Paneli*, 5.
- Bek, H. (1991). “Faiz oranı Riski: Finansal Kuruluşların Hisse Senedi Değerine Etkisi”, *Finans Dünyası*, (15),90.
- Binici, M., Erol, H., Kara, H., Özlü, P., ve Ünalımsız, D. (2013). “Faiz Koridoru Bir Makro İhtiyati Araç Olabilir mi?”. *TCMB Ekonomi Notları*, 20(19),11-20.
- Bocutoğlu, E., ve Ekinci, A. (2009). “Genel Teori, Küresel Krizler ve Yeniden Maliye Politikası”. *Maliye Dergisi*, (156), 67.
- Brigham E. (1995). *Fundamentals of Financial Management*. 7th, Orlando, USA: The Dryden Press, 137.
- Compello, M., John, R., Gresham ve Campell, R. H. (2009). *The Real Effects of Financial Constraints: Evidence from a Financial Crisis*, 97(3),470-487.

- Demirel, H.G. (2009). *Krizlerin Menkul Kıymetler Borsalarına Etkisi: İMKB Örneği*. (Yayımlanmış Yüksek Lisans Tezi). Karaman: Karamanoğlu Mehmet Bey Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü,8-9.
- Dickey, D.A. & Fuller, W.A. (1979). "Distribution of the Estimators for Autoregressive Time Series with a Unit Root", *Journal of the American Statistical Association*, (74),427-431.
- Dickey, D.A ve Fuller, W.A. (1981). "Likelihood Ratio Statistics for Autoregressive Time Series with a Unit Root". *Econometrica*, 49(4),1057-1072.
- Düzgün, R. (2005). "Doğrudan Yabancı Sermaye Yatırımları ve Yurtiçi Yatırımlar Arasındaki Eşbütünlüşme İlişkisi: Türkiye Örneği". *Eskişehir Osmangazi Üniversitesi Sosyal Bilimler Dergisi*, 9(1),197-198.
- Eğilmez, M. (2009). *Küresel Finans Krizi*. Ankara: Remzi Yayıncılık.
- Elmas, B. (2013). "İstanbul Menkul Kıymetler Borsası'nda Hesaplanan Endeksler Arası İlişkiler". *Dicle Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi*, 2(5), 21-34.
- Engle, R. F. ve Granger, C. W. J. (1987). "Co-integration and Error Correction: Representation, Estimation, and Testing", *Econometrica*, (55), 271-272.
- Gelberi, A.İ. (2012). "Küresel Ekonomik Gelişmeler ve Türkiye Ekonomisi". *Garanti Bankası Sunum*, 34.
- Gertler, M. ve Karadi, P. (2011). "A Model of Unconventional Monetary Policy". *Journal of Monetary Economics*, (58), 17-34.
- Glocker, C. ve Towbin, P. (2012). "Reserve Requirements for Price and Financial Stability:When Are They Effective?". *International Journal of Central Banking*, 8(1), 65-114.
- Granger, Clive W. L. (1986). "Developments in the Study of Cointegrated Economic Variables", *Oxford Bulletin of Economics and Statics*, (48), 213-228.
- Göçer, İ. (2012). "2008 Küresel Ekonomik Krizin Nedenleri ve Seçilmiş Ülke Ekonomilerine Etkileri: Ekonometrik Bir Analiz". *Yönetim ve Ekonomi Araştırmaları Dergisi*, (17), 18-37.
- Hui, T. ve Wei, S.J. (2008). "Real Effects of Subprime Mortgage Crisis: Is It a Demand or a Finance Shock?", *NBER Working Paper* (14205),1-26.

- Kara, H. (2012). “Küresel Kriz Sonrası Para Politikası”. *TCMB Çalışma Tebliği*, 12(17), 8-14.
- Nelson, C.R. ve Plosser, C.I. (1982). “Trends and Random Walks in Macroeconomic Time Series”, *Journal of Monetary Economics*, (10),139-162.
- Machiko, N. ve Thorbecke, E. (2006). “Channels and policy Debate in the Globalization-Inequality-Poverty Nexus”. *World Development*, 34(8), 1338-1360.
- Oduncu, A., Akçelik, Y. & Ermişoğlu, E. (2013). “Reserve Options Mechanism and FX Volatility”, *Working Paper*, 13(03),2.
- Özatay, F. (2009). *Finansal Krizler ve Türkiye*. İstanbul: Doğan Kitap,63.
- Özatay, F. (2012). “Para Politikasında Yeni Arayışlar”. *İktisat İşletme ve Finans Dergisi*, 27 (315), 5.
- Öztürk S., Sözdemir A., Ülger Ö. (2012). “Küresel Ekonomik Kriz ve Türkiye’nin Para Politikaları Üzerine Etkileri”. *International Conference on Eurasian Economies*, 298-304.
- Perron, P. (1988). “Trends and Random Walks in Macroeconomic Time Series: Further Evidence from a new Approach”, *Journal of Economic Dynamics and Control*, (12),297-332.
- Reily Frank K. (1992), *Investments*, (Third Edition), The Dreyden Pres International Edition, 247.
- Şahin, B.C. (2011). *Para Politikası Kararlarının Hisse Senedi Piyasası Üzerine Etkisi: Türkiye Uygulaması*. (Yayımlanmış Uzmanlık Yeterlilik Tezi). Ankara: Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası İletişim ve Dış İlişkiler Genel Müdürlüğü, 25-28.
- Şahin, A. (2013). *Finansal İstikrar ve Makro İhtiyati Politikalar*. Ankara: Bankacılık ve Sigortacılık Yüksekokulu, Gazi Üniversitesi, 12-21.
- Tarı, R. (2009). *Ekonometri*. Kocaeli: Kocaeli Üniversitesi Yayınları.
- TCMB (2006). Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası Yayınları.
- TCMB (2006). *Enflasyon Hedeflemesi Rejimi*. Ankara: TCMB Yayınları.
- TCMB (2012a). *Enflasyon Raporu-4*. Ankara: TCMB Yayınları.
- TCMB (2012b). *Finansal İstikrar Raporu*. Ankara: TCMB Yayınları.
- TCMB (2012c). *2013 Yılı Para ve Kur Politikası*. Ankara: TCMB Yayınları.
- TUSİAD (2013). *Türkiye Ekonomisi 2014*. Ekonomik Araştırmalar Bölümü, TUSİAD-T 2013(12),548.

Vural, U. (2013). *Geleneksel Olmayan Para Politikalarının Yükselişi*. (Yayımlanmış Uzmanlık Yeterlilik Tezi). Ankara: TCMB İletişim ve Dış İlişkiler Genel Müdürlüğü, 8-74.

Yurdakul, F. (2000). “Yapısal Kırılmaların Varlığı Durumunda Geliştirilen Birim-Kök Testleri”. *G.Ü.İ.İ.B.F.Dergisi*, 2(2000),21-34.

<http://www.tcmb.gov.tr>, Erişim Tarihi: 13.11.2013

<http://www.vikipedi.com>, Erişim Tarihi: 14.11.2013

<http://imkb.gov.tr/genel/tarih.htm>, Erişim Tarihi: 15.11.2013

<http://imkb.gov.tr>, İstanbul Menkul Kıymetler Borsası, Aralık 2010, İMKB Endeksleri, Erişim Tarihi: 12.11.2013

<http://www.tcmb.gov.tr/yeni/banka/kanun.html>, Erişim Tarihi: 12.11.2013

ÖZGEÇMİŞ

Kişisel Bilgiler	
Adı Soyadı	Ümmü DEMİR
Doğum Yeri ve Tarihi	Gülnar-07.08.1970
Eğitim Durumu	
Lisans Öğrenimi	Erciyes Üniversitesi Nevşehir İ.İ.B.F - İKTİSAT- 2007
Y. Lisans Öğrenimi	Atatürk Üniversitesi
Bildiği Yabancı Diller	İngilizce
Bilimsel Faaliyetleri	-
İş Deneyimi	
Stajlar	-
Projeler	-
Çalıştığı Kurumlar	Öz Akdeniz MTSK-1995-1997 Erdemli Derya MTSK-1997-2002 Derya Dershanesi-2007
İletişim	
E-posta Adresi	ummudemir33@gmail.com
Tarih	