

TCMB FAİZ KARARLARININ MAKROEKONOMİK ETKİLERİ

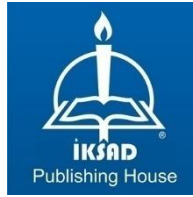
Dr. Ayşegül Ladin SÜMER



İKSAD
Publishing House

TCMB FAİZ KARARLARININ MAKROEKONOMİK ETKİLERİ¹

Dr. Ayşegül Ladin SÜMER²



¹ Bu çalışmanın temeli, 09.04.2019 tarihinde Aydın Adnan Menderes Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü İktisat AnaBilim Dalında sunulan ve oybirliğiyle kabul edilen “Merkez Bankası Faiz Kararlarının Makroekonomik Değişkenler Üzerindeki Etkisi: Türkiye Örneği” başlıklı doktora tezine dayanmaktadır.

² Bağımsız Araştırmacı, İktisat AnaBilim Dalı, Aydın, Türkiye. E-posta adresi: ladins_83@hotmail.com

Copyright © 2020 by iksad publishing house
All rights reserved. No part of this publication may be reproduced, distributed or
transmitted in any form or by
any means, including photocopying, recording or other electronic or mechanical
methods, without the prior written permission of the publisher, except in the case
of

brief quotations embodied in critical reviews and certain other noncommercial
uses permitted by copyright law. Institution of Economic Development and
Social

Researches Publications®

(The Licence Number of Publicator: 2014/31220)

TURKEY TR: +90 342 606 06 75

USA: +1 631 685 0 853

E mail: iksadyayinevi@gmail.com

www.iksadyayinevi.com

It is responsibility of the author to abide by the publishing ethics rules.
Iksad Publications – 2020©

ISBN: 978-625-7139-79-3

Cover Design: İbrahim KAYA

October / 2020

Ankara / Turkey

Size = 16 x 24 cm

ÖNSÖZ

Merkez bankaları açısından en uygun para politikası aracının seçimi, mevcut araçların ekonomik konjonktürün gereklerini ne kadar karşıladığına ve politika yapıcıların ekonominin geleceğine ilişkin verdiği taahhütlerin şeffaflığına bağlıdır. Bu noktada, özellikle 2008 küresel krizinden sonra alternatif politika araçlarına da başvurulmasına karşın, parasal duruşun temel belirleyicisi olarak merkez bankası faiz kararları öne çıkmaktadır. Çünkü, faiz oranları gerek para birimlerinin fiyatının gerekse uluslararası yatırım akışının belirlenmesinde kilit rol oynamaktadır. Dolayısıyla, merkez bankalarının faiz kararlarındaki farklılıklar, ülke paralarının görece değeri aracılığıyla reel ve finansal sektör için önem arz etmektedir.

Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası faiz oranlarının tüm yönleriyle ele alındığı ve Türkiye ekonomisine etkisinin objektif olarak değerlendirildiği bu çalışmam süresince destekte bulunan, engin bilgi birikimi ve bilimsel disiplini ile bana yol gösteren, insani değerlerini de örnek aldığım değerli danışman hocam sayın Prof. Dr. Osman PEKER'e teşekkürü bir borç bilirim.

Ayrıca, hayatımın her döneminde sürekli arkamda duran, verdiği emeklere layık olmaya gayret ettiğim canım annem Hülya SÜMER'e ve desteğini hep hissettiğim sevgili kardeşim Berk Hadin SÜMER'e sonsuz teşekkür ederim.

Canım babam merhum Tahsin SÜMER anısına...

İÇİNDEKİLER

ÖNSÖZ	i
GİRİŞ	7
1. BÖLÜM	13
1. TEORİK ÇERÇEVE	13
1.1. Merkez Bankacılığı Anlayışının Tarihsel Gelişimi	13
1.1.1. Erken Dönem Merkez Bankacılığı	18
1.1.2. Modern Dönem Merkez Bankacılığı	19
1.1.3. Yeni Dönem Merkez Bankacılığı	20
1.2. Merkez Bankası Politika Seçenekleri	29
1.2.1. Döviz Kuru Hedeflemesi Rejimi	29
1.2.2. Parasal Hedefleme Rejimi	31
1.2.3. Enflasyon Hedeflemesi Rejimi	32
1.3. Merkez Bankası Politika Bileşenleri.....	33
1.3.1. Fiyat İstikrarı Çerçevesinde Politika Bileşeni: Faiz.....	34
1.3.1.1.Faizin İktisadi Rolüne İlişkin Yaklaşımlar	37
1.3.1.2. Taylor Kuralı	42
1.3.1.3. İleriye Dönük Taylor Kuralı	43
1.3.1.4. Örtük Reel Faiz Kuralı	41
1.3.2. Finansal İstikrar Çerçevesinde Politika Bileşeni: Faiz.....	46
1.3.2.1.Faiz Düzleştirme Kuralı ve Dışsal Şoklar	48
1.3.2.2.Getiri Eğrileri	51
1.3.2.3.Bekleyişler Teorisi	53
1.3.2.4.Likidite Primi Teorisi	56
1.3.2.5.Bölünmüş Piyasalar Teorisi.....	57
1.3.2.6.Tercih Edilen Ortam(Habitat) Teorisi.....	57

1.3.3. Parasal Aktarım Mekanizması: Faiz ve Ekonomik Performans	58
1.3.3.1. Toplam Talep ve Faiz Kanalı	61
1.3.3.2. Dışa Açıklık ve Döviz Kuru Kanalı	62
1.3.3.3. Finansal Risk ve Varlık Fiyatları Kanalı	62
1.3.3.4. Finansal Risk ve Kredi Kanalı	64
1.3.4. Çeşitli Merkez Bankası Deneyimleri	66
1.3.4.1. FED Faiz Kararlarının Makroekonomik Etkileri	66
1.3.4.2. ECB Faiz Kararlarının Makroekonomik Etkileri	71
2. BÖLÜM	76
2. TCMB FAİZ KARARLARININ MAKROEKONOMİK ETKİLERİ	76
2.1. Geçmişten Günümüze TCMB ve Para Politikası	76
2.1.1. 2008 Küresel Kriz Öncesi TCMB Para Politikası Hedef ve Araçları	77
2.1.1.1. Enflasyon Hedeflemesi ve TCMB Gecelik Faizi	81
2.1.1.2. TCMB Faiz Kararları ve Ekonomik Performans	83
2.1.2. 2008 Küresel Kriz Sonrası TCMB Para Politikası Hedef ve Araçları	87
2.1.2.1. Finansal İstikrar Çerçevesinde Enflasyon Hedeflemesi ve Politika Faizi	92
2.1.2.2. Piyasasının Fonlanması ve Faiz Koridoru	94
2.1.2.3. TCMB Faiz Kararları ve Ekonomik Performans	98
2.1.3. TCMB Makro İhtiyati Para Politikası Hedef ve Araçları	103
2.1.3.1. Zorunlu Karşılıklar ve Kredi Hacmi	104
2.1.3.2. Rezerv Opsiyon Mekanizması ve Döviz Rezervleri	107
KAYNAKÇA	110

GİRİŞ

Para politikasının genel görünümü, çeşitli makroekonomik hedeflere ulaşmak için merkez bankasının en uygun faiz kararlarını belirlemesini vurgular. Bu bakış açısı, merkez bankası müdahalesinin ekonomiyi nasıl etkilediğini anlamak ve para politikası duruşunun ne olması gerektiğini değerlendirmek için önemlidir. Mishkin (2007: 2), neredeyse tüm merkez bankalarını düşünmeye yönlendiren ve para politikalarının başarısını açıklayan temel ilkeleri şöyle özetlemiştir: Enflasyon her zaman ve her yerde parasal bir olgudur. Enflasyonun belirlenmesinde ve para politikasının ekonomiye aktarılmasında gecikmeler ve bekleyişler önemli rol oynar. Para politikası, zamanda tutarsızlık sorununa tabidir. Merkez bankası bağımsızlığı para politikası etkinliğine yardımcı olur.

Merkez bankaları öncelikle enflasyonu ve dolaylı olarak reel ekonomik faaliyeti etkileyecek gecelik ya da günlük “kısa vadeli nominal faiz oranı” belirlemektedir. Bu konuya ilişkin olarak, her ne kadar ülkelerin ekonomik dinamikleri, farklı para politikası kurallarının karşılaştırılmasını gerektirse de, literatürde Taylor (1993) kuralı büyük ilgi görmüştür. Taylor (1993: 202), faiz oranının, enflasyon sapması ve çıktı açığındaki değişiklere karşı göstereceği tepkinin belirleyici olduğu bir para politikası kuralı tanımlamıştır. Faiz oranının, geçmiş enflasyon oranlarının ağırlıklı ortalamasının bir fonksiyonu olarak belirlendiği “geriye dönük Taylor kuralı” sabit faiz oranına işaret etmektedir. Faiz oranının, gelecekteki enflasyon

oranlarının tahminine dayanarak belirlendiği “ileriye dönük Taylor kuralı” ise birden fazla faiz oranına açıktır.

Bu noktada, merkez bankası faiz kararlarının enflasyon ve reel ekonomik faaliyeti etkileyen parasal aktarım mekanizmasının tespiti öne çıkmaktadır. Özellikle enflasyon hedeflemesi rejimini benimseyen merkez bankaları tarafından planlanacak politika ufku için, faiz oranının enflasyona tam olarak aktarımının ne sürede gerçekleştiği önemlidir. Çünkü, sürekli değişen enflasyon oranları nedeniyle para politikası aktarım mekanizmasının uzun ve değişken gecikmelere sahip olacağı kanısı politika ufku için genellikle on iki ile yirmi dört ay arasının baz alınmasını öngörmektedir. Örneğin, Amerika’da finansal piyasalardaki varlık ve emtia balonlarındaki artış sonucu, Lehman Brothers gibi büyük ölçekli finansal kuruluşların iflas etmesiyle birlikte başlayan 2008 küresel krizi merkez bankalarının izlediği politika seyrinin yani parasal aktarım mekanizmasının standart işleyişinin dışına çıkabileceğini göstermiştir.

Bu dönemde yaygınlaşan ekonomik durgunluk riski sonucunda Amerika Merkez Bankası (Federal Reserv System: FED), Avrupa Merkez Bankası (European Central Bank: ECB), İngiltere Merkez Bankası (Bank of England: BoE) ve Japonya Merkez Bankası (Bank of Japan: BoJ) gibi gelişmiş ülke merkez bankaları faiz oranlarını sıfıra yaklaştırmıştır. Küresel krizle mücadeleye ek bir ivme kazandırmak için “niceliksel genişleme” ya da “varlık alımları” gerçekleştirilmiştir. Para politikası nihai hedefi olarak fiyat istikrarı konusunda merkez bankalarının fikir birliği sürerken, finansal riskler

de göze çarpmaya başlamıştır. Merkez bankaları, finansal piyasaların güçlendirebileceği risklere odaklanmış ve reel ekonomi için ciddi sorunlara karşı makro ihtiyati önlemler almıştır. Dolayısıyla, makro ihtiyati politika uygulamalarının ileriye dönük parasal aktarım mekanizmasının gelişiminde etkili olduğu bir dönem başlamıştır.

Diğer taraftan, küresel ekonomik konjonktürün bir parçası olarak görülen bu politika değişikliğinin ekonomideki rolü konusunda kamuoyu beklentileri göz ardı edilemeyeceği için merkez bankalarının kurumsal çerçevelerine ağırlık veren bir eğilim rol oynamaktadır. Gerek para politikasının bağımsız bir şekilde yürütülmesi gerekse hesap verebilirlik ve şeffaflığa gösterilen hassasiyetin kamuoyu beklentilerini yönlendirmedeki etkisinin güçlü olduğu unutulmamalıdır. Çünkü, kamuoyu beklentilerinin karşılanmadığı algısının olduğu bir ortamda, Kydland ve Prescott (1977), Calvo (1978) ve Barro ve Gordon (1983) tarafından dile getirilen “zamanda tutarsızlık” sorunu kendini göstermektedir. Merkez bankasının optimal bir para politikası stratejisini zamanında takip edememesi, düşük enflasyon vaadinin kamuoyunu tatmin etmez hale getirmektedir. Öyle ki, merkez bankasının kredibilitesi ve güçlü kurumsal tasarımının sağlanması gibi öngörülerini içeren zamanda tutarsızlık sorunu merkez bankası faiz kararlarının etkinliğine büyük ölçüde yansıtacaktır.

Teorik ve pratik açıdan merkez bankası faiz kararlarının alınması ve uygulanmasına ilişkin yapılan bu değerlendirmeler, TCMB özelinde ele alındığında benzer ve özellikle 2008 küresel kriz sonrası döneme

işaret eden gelişmeler göze çarpmaktadır. 2001 krizinden sonra, TCMB fiyat istikarına yönelik, 2002-2005 döneminde örtük enflasyon hedeflemesini, 2006 yılında açık enflasyon hedeflemesi rejimini benimsemiş ve gecelik faiz oranlarını politika faizi olarak belirlemiştir. 2008 küresel krizinin etkilerini hafifletmeye yönelik ise, TCMB alternatif politika arayışına başlamıştır.

İlk aşamada, TCMB Kasım 2008-2009 döneminde kademeli faiz indirimini başlatmış, 2009 yılının ortalarından itibaren iç talebin canlanmasıyla Türkiye ekonomisi toparlanmaya başlamıştır. Buna karşın, dış ticaret yapılan ülkelerde durgunluğun devam etmesi, dış talebi olumsuz etkilerken; gelişmiş ülke merkez bankalarının uyguladığı geleneksel para politikaları Türkiye'ye yönelik sermaye hareketlerini hızlandırmış ve TL'nin aşırı değerlenmesine, yurtiçi kredi hacminin artmasına yol açmıştır. Bu nedenle, finansal istikrara yönelik oluşabilecek tehdide önlem olarak, TCMB 14 Nisan 2010 tarihinde "Para Politikası Çıkış Stratejisi" hazırlamıştır. Bu stratejiye göre, gecelik borç alma faizinin yerine bir hafta vadeli repo faizini politika faizi olarak tercih eden TCMB, faiz koridoru ve zorunlu karşılıkları aktif olarak kullanmaya başlamıştır. Böylece, 2010 yılına kadar simetrik faiz koridoru içinde faiz oranlarını aynı sıklıkta değiştiren TCMB, 2010 yılının sonundan itibaren faiz oranlarını farklı sıklıkta değiştirebileceği asimetrik faiz koridorunu oluşturmuştur.

İkinci aşamada, yurtiçi kredi hacmini makul seviyelerde tutmak için zorunlu karşılıkların kapsamını genişletip, ağırlıklı ortalamasını yükselten TCMB, döviz kuru ve kredi kanallarındaki etkinliği

artırmak için 2011 yılı sonunda oluşturduğu rezerv opsiyon mekanizmasıyla politika araçlarını çeşitlendirmiştir. Özetle, TCMB 2010 yılının sonundan itibaren geniş bir asimetrik faiz koridoru içinde birden fazla faiz oranından yararlanarak aslında makro ihtiyati para politikası kompozisyonu belirlemiştir.

Bu çerçevede, küresel krize karşı 2008-2009 döneminde kademeli faiz indirimlerine giden TCMB, 2011 yılından itibaren küresel ekonomik konjonktür doğrultusunda özellikle faiz koridorunun üst limitini kullanmıştır. 2011 yılının son çeyreğinde faiz koridoru üst limitine doğru genişletilirken, 2012 yılında kısmen esnek bir sıkı para politikası uygulanmıştır. Kredi hacmini, makul seviyelerde tutmaya çalışan TCMB, ani yabancı sermaye hareketlerine hızlı tepki verebileceğini göstermiştir.

2013-2014 döneminde ise, FED'in nicel genişleme politikasını terk edeceğini açıklamasının yol açtığı küresel belirsizlik yabancı sermaye hareketliliğini sınırlandırmıştır. Bu nedenle, TCMB faiz koridorunu tekrar üst limitine doğru genişleterek sıkı para politikasını sürdürmüştür. 2015 yılında gelişmiş ülke merkez bankalarının para politikasında normalleşme sürecini başlatması üzerine, TCMB tarafından 18 Ağustos 2015 tarihinde "Küresel Para Politikalarının Normalleşme Sürecinde Yol Haritası" hazırlanmıştır.

2016 yılında uygulamaya konulan yol haritasına göre, politika faizi etrafında daha simetrik hale gelmesi ve daraltılması tasarlanan faiz

koridoru, TCMB faiz kararlarının günümüzdeki kullanım şeklini temsil etmektedir.

Buraya kadar yapılan değerlendirmeler doğrultusunda, çalışmanın temel varsayımı şudur: TCMB gecelik borç verme faizi, bir hafta vadeli repo ihale faizi, faiz koridoruna ek olarak, zorunlu karşılıklar ve rezerv opsiyon mekanizmasıyla makroekonomik istikrar arasında ilişki olduğu düşünülmektedir.

Çalışma iki ana bölümden oluşmaktadır. Birinci bölümde, merkez bankacılığının teorik çerçevesine yer verilmiş, ağırlıklı olarak merkez bankası faiz kararlarının belirlenmesi ve aktarım mekanizması irdelenmiştir. İkinci bölümde, TCMB faiz kararlarının makroekonomik etkileri değerlendirilmiştir.

1. BÖLÜM

1. TEORİK ÇERÇEVE

Bu bölümde öncelikli olarak, temel kavramlar olan merkez bankası ve faiz hakkında bilgiler verilecektir. Arkasından, merkez bankası tarafından alınan faiz kararlarının makroekonomik değişkenler üzerindeki etkisi teorik açıdan incelenecektir.

1.1. Merkez Bankacılığı Anlayışının Tarihsel Gelişimi

Ulusal para politikalarının kontrolü ve uygulanmasından sorumlu bir finansal kurum olan merkez bankası 17. yüzyılın ortalarından itibaren faaliyette bulunmaya başlamış; tarihsel süreç içerisinde, ülkelerin siyasi, sosyo-ekonomik yapı ve ihtiyaçlarına bağlı olarak gelişim göstermiştir. Ekonomi tarihçileri tarafından, 1850 öncesi dönem, erken dönem merkez bankacılığı; 1850 ve sonrası dönem, modern merkez bankacılığı dönemi olarak tanımlanmıştır (Broz, 1998: 239-243). Tablo 1.1’de, erken dönem merkez bankacılığı anlayışının tarihsel özelliklerine yer verilmiştir. İsveç, İngiltere, Fransa, Finlandiya, Hollanda ve Portekiz merkez bankaları savaşların ortasında; Avusturya, Norveç ve Danimarka merkez bankaları da savaşların hemen sonrasında kurulmuştur. Erken dönem merkez bankası anlayışının oluşumundaki temel etken hükümetlerin savaş harcamalarının finanse edilmesidir. Örneğin, özel bir banka konumunda iken, 1668 yılında bir devlet bankası olarak yeniden düzenlenen İsveç Merkez Bankası (Riksbank) savaş zamanında

finansal destek yetkisine sahip dünyanın en eski bankası olarak tarihe geçmiştir.

Tablo 1.1: Erken Dönem Merkez Bankalarının Özellikleri

Banka		Kuruluş Dönemi	Kuruluş Tarihi	Para Basma	Nihai Ödünç Mercii	Para Yönetimi ³
İsveç Merkez Bankası		1620-1721 dönemi savaşları	1668	1897	1890	1980
İngiltere Bankası	Merkez	Augsburg Birliği Savaşı (1688-1697)	1694	1844	1870	1870
Fransa Bankası	Merkez	Napolyon Savaşları (1792-1815)	1800	1848	1880	1880
Finlandiya Bankası	Merkez	Napolyon Savaşları (1792-1815)	1811	1886	1890	1890
Hollanda Bankası	Ulusal	Napolyon Savaşları (1792-1815)	1814	1863	1870	-
Avusturya Bankası	Ulusal	Napolyon Savaşları (1792-1815)	1816	1816	1870	1890
Norveç Bankası	Ulusal	Napolyon Savaşları (1792-1815)	1816	1818	1890	-
Danimarka Bankası	Ulusal	Napolyon Savaşları (1792-1815)	1818	1818	1880	1910
Portekiz Bankası	Merkez	İç Savaş (1846-1847)	1846	1888	1870	1910

Kaynak: Broz (1998) izlenerek tarafımızca oluşturulmuştur.

İngiliz ekonomi yazarı Walter Bagehot İngiltere Merkez Bankası'ndan esinlenerek, 1873'te kaleme aldığı “Lambord Street: A Description of the Money Market” adlı eserinde kriz ortamında merkez bankalarının

³ Tipik faiz oranlarıyla konvertibiliteyi korumak için madeni giriş-çıkış alımını yönetir.

nihai ödünç verme mercii olarak önemini vurgulamış ve modern merkez bankacılığı anlayışına dikkat çekmiştir (Marcussen, 2005:903-905). Tablo 1.2’de modern merkez bankacılığı anlayışının önemli temsilcileri olan merkez bankalarına yer verilmiştir.

Tablo 1.2: 1850 ve Sonrası Dönem Merkez Bankaları

Banka	Kuruluş Tarihi
Belçika Ulusal Bankası	1850
İspanya Merkez Bankası	1874
Almanya Merkez Bankası	1876
Japonya Merkez Bankası	1882
İtalya Merkez Bankası	1893
İsviçre Ulusal Bankası	1907
Avusturya Merkez Bankası	1911
Amerika Merkez Bankası	1913
Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası	1930

Kaynak: Capie vd.(1994), Broz (1998) ve Marcussen (2005) izlenerek tarafımızca oluşturulmuştur.

Bu merkez bankalarının fonksiyonları, 20. yüzyıla kadar daha çok para basma tekeliyle sınırlı kalsa da, 1929 yılındaki Büyük Buhran’dan sonra Keynesyen yaklaşımın etkisiyle merkez bankalarına parasal istikrar ve tam istihdamı sağlama yetkileri verilmiştir (Fischer, 1995). Keynesyen yaklaşımdan itibaren merkez bankalarına, para politikasının yürütülmesi, banka paniklerinin hafifletilerek finansal istikrarın korunması, bankaların denetlenmesi ve düzenlenmesi, ödeme sistemlerinin geliştirilmesi gibi yetkiler verilmiştir (Blinder, 2010). Gerek II. Dünya Savaşı sırasında kurulan Bretton Woods Sistemi'nin bazı uygulamaları gerekse 1973-74 ve 1978-79 döneminde yaşanan petrol krizleri sonucu ortaya çıkan fiyat istikrarsızlığı, merkez

bankalarının mücadele ettiği temel ekonomik sorun olmuştur. Böylece, farklı kurumsal yapılarına karşı merkez bankaları öncelikli olarak fiyat istikrarını sağlayarak makroekonomik istikrara ulaşmayı hedeflemiştir.

Bretton Woods Sistemi ve 1970’li yılların parasal hedefleri, para politikasını bağımsız ve hesap verebilir bir merkez bankasına devretme ihtiyacını doğurmuş ve şu hususlar esas alınmıştır (Fraser, 1994:1-3): Merkez bankası bağımsızlığı, siyasi düşünceler tarafından dikte edilmeyen para politikasının yürütülmesi özgürlüğü olmakla birlikte, siyasi otoritenin para politikası hakkında yorum yapmasını engellemez. Çünkü merkez bankası siyasi otorite ile istişarelerde bulunarak para politikasına yön verir. Uygulamada farklı bağımsızlık dereceleriyle karşılaşılabılır. Örneğin, merkez bankası manevra alanını tek bir nihai hedefle sınırlandırabilir ya da ekonomik sorunların tümüne cevap verebilecek biçimde esnek davranabilir. Merkez bankası bağımsızlığı kamuoyuna hesap verebilme sorumluluğu gerektirdiği için para politikası anlaşılır olmalıdır. Son olarak, artan merkez bankası bağımsızlığı örneğin, nihai hedef olan fiyat istikrarında mutlak belirleyici değildir. Bunun nedeni, çıktı açığının gözönünde bulundurulduğu takdirde merkez bankasının tek başına enflasyonun düşürülmesini garanti edememesidir.

Merkez bankasının bağımsızlığına ilişkin atıfta bulunan Kydland ve Prescott (1977) zaman yönünden tutarlı olacak bir politika arayışı içine girmiş ve “İyileştirme Kuralları: En Uygun Politikanın Zaman

Tutarsızlığı”⁴ teorisini ileri sürmüştür. Kydland ve Prescott (1977: 473-475)’e göre, standart para politikası kuralıyla her an için en iyi politika tercihinde bulunmak mümkün değildir. Çünkü para politikası, kamuoyu beklentilerinin gerçek enflasyon oranına yakın olması için para otoritesinin uymaya çalıştığı bir vaat şeklidir. Burada sorun, para otoritesinin cari dönem için aldığı politika kararlarının rasyonel bekleşilere sahip kamuoyunun gelecekteki politika beklentileriyle uyuşmamasıdır.

Bu durum karşısında Chang (1998: 1-12)’in belirttiği gibi para otoritesi, kamuoyuna vaat ettiği politikayı yerine getiremediği yönünde algılanacak ve güvenilirlik kısıtı ile karşı karşıya kalacaktır. Dolayısıyla, zamanlararası optimal para politikasından ziyade belirli kuralları uygulamak ekonomik faaliyeti iyileştirebilir (Barro ve Gordon, 1983). 1980’li yılların sonundan itibaren bu bakış açısıyla hareket eden merkez bankaları, çeşitli kurumsal ve yapısal reformlar yapmaya devam etmektedir.

Özetle, merkez bankacılığı anlayışının tarihsel gelişimi evrimsel bir süreçtir. Ülkeler arasındaki farklı ekonomik dinamikler ve karşılaşılan

⁴Chang (1998: 1-3), Kydland ve Prescott’un ortaya attığı teoriyi baba-oğul ilişkisinden yararlanarak şöyle kurgulaştırmıştır: Baba Federico, ergenlik çağındaki oğlu Pablo’ya çalışmanın zorluklarını ve değerini öğretmek istemektedir. Bu amaçla Federico, komşularını bahçelerindeki çimleri para karşılığında Pablo’ya kestirmeleri için anlaşıyor. Ancak, Federico’nun asıl sorunu Pablo’yu çalışmaya ikna etmektir. Bunun için de Federico Pablo’ya çimleri kesmesi karşılığında kazanacağı para ile dövme yaptırabileceği konusunda söz vermiştir. Ama Pablo, babasının kendisine verdiği sözü tutmayarak, örneğin işin sonunda iyi bir kitap satın almasını isteyeceğini anlamış ve çalışmayı kabul etmemiştir. Dolayısıyla baba-oğul arasında güvensizlik oluşmuştur.

sorunlar nedeniyle merkez bankalarının fonksiyonları çeşitlilik göstermektedir. Erken dönem merkez bankacılığı doğrultusunda elde edilen deneyimler ise, sırasıyla modern ve yeni dönem merkez bankacılığının oluşmasında önemli rol oynamıştır.

1.1.1. Erken Dönem Merkez Bankacılığı

Erken dönem merkez bankacılığı ilk olarak 1656 yılında kurulan Stockholm Bankasının faaliyetleriyle başlamıştır. Mevduat bankası olarak görev yapan bankaya, ödeme aracı olarak kullanılan ağır bakır levhalar mevduat sahipleri tarafından yatırılmış ve fon oluşturulmuştur.

Zamanla bilançosu genişleyen banka, kredi vermeye ve banknot çıkarmaya da başlamıştır. Hükümetin bakır miktarını azaltması nedeniyle, mevduat sahipleri fonlarını çekmiş ve banka 1664 yılında kapatılmıştır. Aynı dönemde, özel bir banka olan Bölge Menkul Kıymetler Bankası kurulmuş ve 1668 yılında yapılan değişiklikle İsveç Merkez Bankası olarak devlet bankasına dönüştürülmüştür. Parlamentonun kontrolü altında bulunan bu bankanın temel görevi hükümetin savaş finansmanını karşılamak ve banknot çıkarmak olmasına karşın, daha çok ticari bir takas merkezi olarak görev yapmıştır. Söz konusu dönem boyunca yaşanan savaşlar ve 19. yüzyılda görülen banka panikleri merkez bankası anlayışını ileri boyutlara taşımıştır.

1.1.2. Modern Dönem Merkez Bankacılığı

Capie vd. (1994: 2-4) modern merkez bankacılığını, banknot çıkarma tekeline sahip ve nihai ödünç mercii olan merkez bankası şeklinde ifade etmiştir. Bu kriterler çerçevesinde bilinen ilk modern merkez bankası parlamento tarafından 1694 yılında kurulan BoE'dir. İngiltere ve Galler'de banknot çıkarma imtiyazına sahip olan anonim şirket niteliğindeki bu banka, 1825-1857 döneminde görülen banka paniklerine karşı tepkisiz kalamamıştır. Banka kamu yararını gözeterek şekilde belirli bir teminat karşılığında diğer bankaların acil nakit ihtiyaçlarını karşılamış, 1870 yılında nihai ödünç mercii olarak finansal istikrar sorumluluğunu üstlenmiştir.

Amerika da merkez bankası konusunda bir deneyim yaşamış, 1791-1811 ve 1816-1836 döneminde Amerika Birleşik Devletleri (ABD) Merkez Bankası adıyla iki merkez bankası kurulmuş, ancak başarılı olamamıştır. 1913 yılında Amerika'nın 12 eyaletinin birleşiminden oluşan FED kurulmuştur.

Modern merkez bankacılığı süresince, merkez bankaları ilk olarak altın standardını kullanmıştır. İngiliz sterlini altına dönüştürülebilir tek para birimiyken diğer ülkelerin para birimleri İngiliz sterlinine endekslenmiştir. Gerek I. Dünya Savaşından kalan borçlar gerekse II. Dünya Savaşı sırasında uluslararası finansal sisteme olan güvenin yeniden tesisi amacıyla altın standardından vazgeçilmiş, sabit döviz kuru rejimine geçilmiştir. Bu sayede, Amerika, İngiltere, Almanya, Kanada ve İsviçre gibi ülkeler arasında ilk kez ortak bir parasal düzen

sağlanmıştır. Altına dönüştürülebilen tek para birimi bu kez dolar olduğu için diğer bu ülkelerin para birimleri dolara endekslenmiştir. Amerika dışındaki ülkelerde dolar miktarındaki artış sonucu doların değerinin düşmesi nedeniyle 1971 yılında sabit döviz kuru rejiminden vazgeçilmiştir.

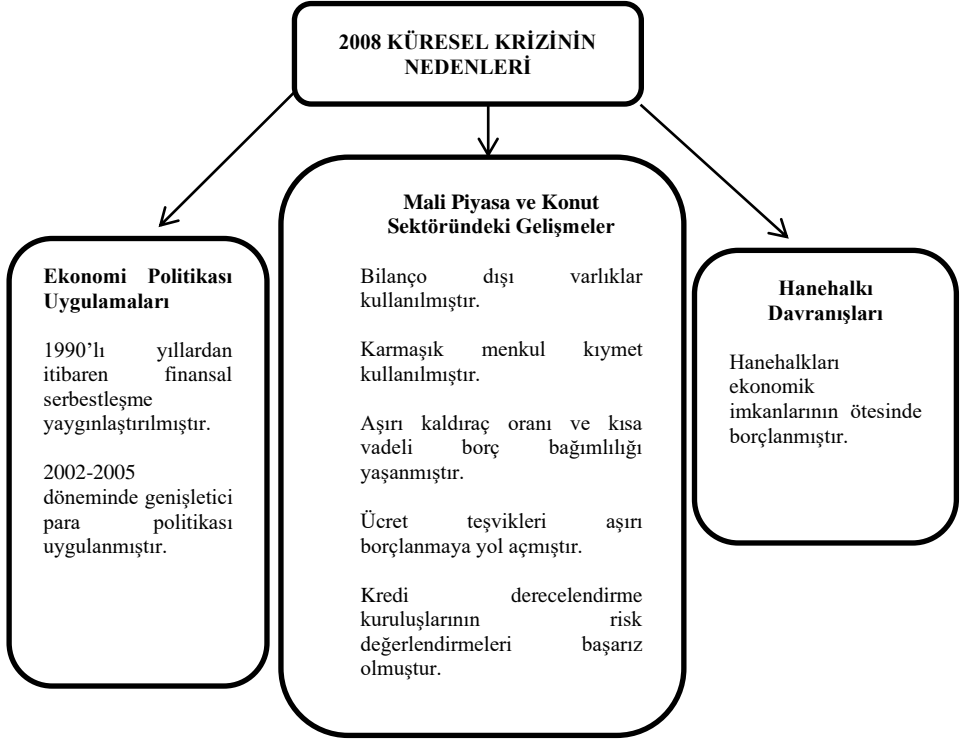
Öte yandan, 1973 yılında yaşanan petrol şoklarının yol açtığı stagflasyon⁵ parasal hedefleme rejimini gündeme getirmiştir. Dolayısıyla, Büyük Buhrandan bu yana hakim olan ve Phillips (1958) tarafından ileri sürülen yüksek enflasyon-düşük işsizlik ilişkisi eleştirilmiştir. Hatta, Friedman (1969) ve Phelps (1973) böyle bir ilişkinin kısa dönemde gerçekleştiğini, uzun dönemde ise herhangi bir ilişkinin olmadığını savunmuştur. Çünkü, uzun dönemde işgücünün enflasyona ilişkin beklentileri gerçekleşen enflasyona eşit olduğundan işsizlik doğal seviyesinde gerçekleşmektedir. Friedman (1969)'a göre, para arzı yoluyla enflasyon kontrol edilebileceği, parasal hedefleme rejimi para istikrarsızlık yaşanması nedeniyle, 1980'li yılların sonuna kadar uygulanmıştır. Sabit döviz kuru ve parasal hedeflem rejimi deneyimlerinden yola çıkan merkez bankalarının çoğu, nihai hedefin fiyat istikrarı olduğu enflasyon hedeflemesi rejimini tercih etmiştir.

1.1.3. Yeni Dönem Merkez Bankacılığı

Amerika'da 2008 yılında, Lehman Brothers gibi büyük ölçekli finansal kuruluşların iflas etmesi sonucu, “Büyük Resesyon” olarak yaygınlaşan küresel kriz yaşanmıştır. “Merkez bankalarının asli

⁵ Stagflasyon, enflasyon içinde durgunluğun yaşanmasıdır.

görevi fiyat istikrarıdır” anlayışını değiştiren, küresel krizin ardındaki temel faktörler Şekil 1.1’de özetlenmiştir.



Kaynak: Verick ve Islam (2010) izlenerek tarafımızca oluşturulmuştur.

Şekil 1.1: 2008 Küresel Krizin Ardındaki Kilit Faktörler

Küresel krizin yaşanmasında birbirine bağlı farklı faktörlerin etkili olmuştur. 1990’lı yıllardan itibaren hızlanan yabancı sermaye hareketliliği ve 2002-2005 döneminde benimsenen genişletici para politikası uygulamaları krediye erişim imkanlarını artırmıştır. Özellikle yüksek risk algısıyla hareket eden hanehalkları edindikleri krediler yoluyla aşırı borç altına girerken, konut ve emlak fiyatlarının hızlı yükselişine neden olmuştur. Sonuç olarak, 2006 yılının sonundan

itibaren bu kredilerin geri ödenmesinde yaşanan sorunlar ipotekli borç yükümlülüklerini ve hacizleri artırmıştır. Risk algısının tersine dönmesiyle bankaların yaşadığı mali sıkıntı finansal piyasaları olumsuz etkilemiştir.

Başta Amerika, İngiltere, Japonya ve Avrupa Merkez Bankaları, fiyat istikrarı hedefiyle çelişmeyecek şekilde ekonomik büyüme ve istihdama yönelik misyon üstlenici para politikasını benimsemiştir. Örneğin, FED 2009’da politika faiz oranını %0-%0,25 aralığına çekmiş ve “nicel gevşeme” programıyla bilançosunu 3,5 trilyon dolar artırmıştır. BoE, “nicel gevşeme” ve “kredi için fonlama mekanizması” programlarını uygularken, BoJ tarafından “kapsamlı parasal gevşeme”, “nicel ve nitel gevşeme” programlarını uygulamıştır.

ECB ise Almanya’nın parasal genişlemeye uzak durması nedeniyle ilerleyen dönemde parasal genişleme politikası izlemiş, hatta 2014 yılında, mevduat faizini %0’dan,

-%0,10’a düşürmüştü ve “tahvil alım” programıyla 400 milyar euro varlık alımı yapmıştır. Söz konusu merkez bankaları, kısa vadeli faiz oranlarını bu şekilde yönetirken, sözle yönlendirmeye de uzun vadeli faiz oranlarının gelecek dönem seyrine yönelik algı oluşturmuştur.

Genişletici para politikaları sonucunda piyasada bollaşan likidite, faiz oranının yüksek olduğu gelişmekte olan ülkelere yönelmiştir. Genellikle, portföy ve kısa vadeli yabancı sermaye yatırımları niteliğindeki bu likidite, düşük maliyetle yurtiçi kredi hacminin

genişlemesine yol açmıştır. Ulusal paranın değerlenmesi yönünde baskı oluşturan bu durum, cari işlemler açığıyla sonuçlansa da gelişmekte olan ülkeler bu krizi hafif atlattmıştır. Çünkü, bu ülkeler parasal genişlemenin olası etkilerini uyguladıkları daraltıcı maliye politikasıyla telafi etmiştir.

Küresel durgunluğun yanında, deflasyon kaygılarının arttığı bu dönemde helikopter para (helicopter money)⁶ yeniden tartışılmıştır. İlk kez Friedman (1969: 4-5) tarafından dile getirilen helikopter para, deflasyonist bir ortamda, merkez bankasının para basarak kamu harcamalarını finanse etmesidir. Diğer bir deyişle, saf maliye politikası olan helikopter para, kamu harcamaları yoluyla iç talebi artırırken, paranın doğrudan kamuya aktarılması merkez bankasının bağımsızlığını ve bilançosunu olumsuz etkiler.

Bununla birlikte, merkezi dijital paraların ve bankacılık sistemlerinin aksine merkezi otoritenin dışında arz edilen kripto (şifreli) para yaygınlaşmaktadır (Çarkacıoğlu, 2016). İnternet aracılığıyla sağlanan kripto paranın en bilineni Bitcoin olmak üzere farklı çeşitleri⁷ bulunmakta, bu paraların değeri piyasadaki o anki arz ve talebe göre belirlenmektedir. Tamamen kullanıcılarının karşılıklı güven esasına dayanan kripto paraya ilişkin merkez bankası ve ülkelerin değerlendirmeleri ise şöyle örneklendirilebilir: FED, kripto paraya

⁶ Friedman helikopter parayı, “bir helikopterden 1000 dolarlık banknotların saçılmayı başladığını hayal edin şeklinde” açıklamıştır. 2003 yılında dönemin FED Başkanı, para basmak yerine vergi indirimleri yapılarak helikopter paranın yaratılabileceğini belirtmiştir.

⁷ Diğer kripto para çeşitleri şunlardır: Dash, Ethereum, Litecoin, Monero, Nem, Neo ve Ripple.

sıcak bakmadıkları için resmiyet kazandırmanın da anlamsız olduğunu belirtmiştir. ECB de, birliğe üye ülkelerin kripto parayı benimsemediklerini açıklamıştır. Çin Merkez Bankası (BoC) ise, siber saldırı, kara para aklama ve vergi kaçakçılığı gibi tehlikeleri nedeniyle kripto parayı yasaklamıştır.

Bunların aksine TCMB, kripto para sisteminin, iyi tasarlanması koşuluyla finansal istikrara katkı sağlayabileceğini belirtmiştir. Danimarka Merkez Bankası (BoD), kripto parayı e-kron şeklinde kullanmayı planlamış, İsviçre'nin en büyük bankası İsviçre Bankalar Birliği öncülüğünde Almanya ve Amerika'nın bazı bankalarının katılımıyla 2018 yılında piyasaya yeni bir para birimi sunulması hedeflenmiştir.

Yalnız son on yılda merkez bankaları, krizin sistemik risklerine⁸ odaklanmış ve makro ihtiyati politikalar geliştirmiştir. Başlarda kurumsal finansmanın sağlanması ve risk yönetimine dayalı mikro ihtiyati politika olarak uygulama alanı bulan makro ihtiyati politika özellikle 1990'lı yıllarda Asya ve Latin Amerika krizlerinde gündeme gelmiştir (Duff, 2014: 191). Şekil 1.2'de kriz yönetimi kapsamında, mikro ve makro ihtiyati politikaların karşılıklı ilişkileri tanımlanmıştır. Örneğin, tüketici kredisi ya da ticari kredi hacmindeki genişlemenin sistemik risk potansiyeli taşıdığına öngörülmesi halinde, merkez bankasının zorunlu karşılık oranını, maliye bakanlığının da bankacılık işlemleri üzerinden alınan vergi oranını artırması beklenir. Söz konusu

⁸ Sistemik risk, reel sektör için ciddi sonuçlar doğurabilecek ana finansal hizmetlerin aksamasıdır (Osinski vd., 2013).

politikaları eş güdümlü uygulayacak koordine edici kurumlara ihtiyaç vardır. Nitekim bu amaçla, Amerika’da “Finansal İstikrar Gözetim Konseyi”, İngiltere’de “Finansal Politika Komitesi”, Avrupa Birliğinde “Avrupa Sistemik Risk Kurulu” ve Türkiye’de “Finansal İstikrar Komitesi” gibi makroihtiyati politikanın yürütülmesinden sorumlu çeşitli düzenleyici-denetleyici kurumlar oluşturulmuştur (Nier vd., 2011: 11-20).



Kaynak: Osinski vd. (2013) izlenerek tarafımızca oluşturulmuştur.

Şekil 1.2: Makro İhtiyati Politikanın Kapsamı

Makro ihtiyati politikanın hazırlanma ve uygulanma sürecinde Uluslararası Para Fonu (International Monetary Fund: IMF) ve Uluslararası Takas Bankası (Bank for International Settlements: BIS) da etkili olmuştur. IMF (2010), makro ihtiyati politikanın analitik ve operasyonel temellerinin tam olarak anlaşılması ve araçlarının etkinliğinin sağlanması yönünde çalışmalar yapmıştır. Bu doğrultuda

IMF Kurulu Şu dört iÇ kolunun oluŐturulmasını istemiŐtir: Sistemik risk göstergelerini saptamak, makro finansal riskten mahrum araçların kullanımı ve etkililiği konusunda lke deneyimlerini gözden geçirmek, makro ihtiyati politika için farklı kurumsal düzenlemelerin etkinliğini değerlendirmek, makro ihtiyati politikaya ilişkin çok taraflı görüşleri göz önünde bulundurmak.

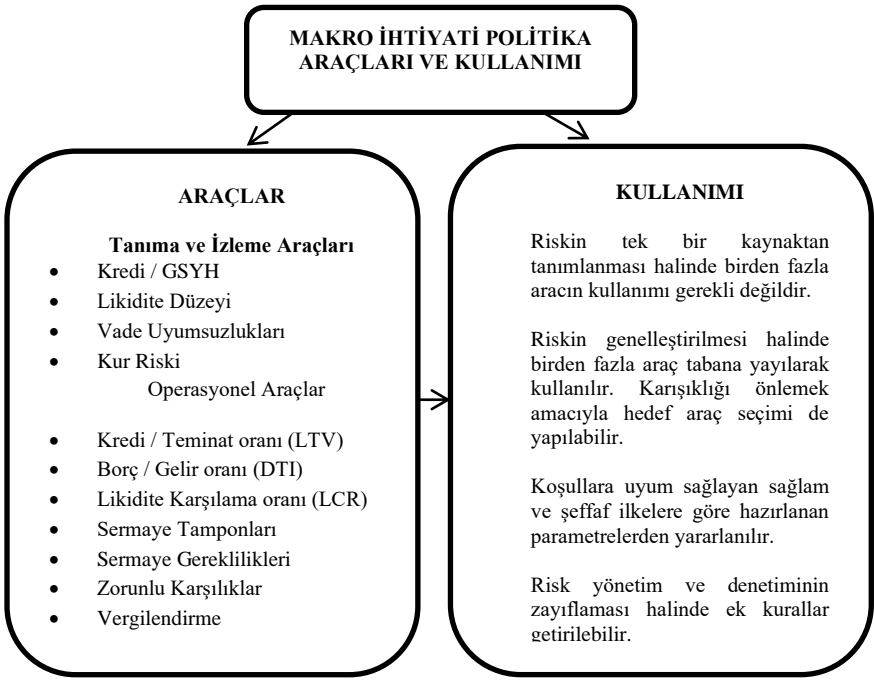
BIS (2010) ise, Basel III⁹ uzlaŐıyla doğrudan reformların ötesinde küresel bankacılık sisteminin empoze edilebileceğini öngörmüŐtür. küresel krizin önemli sebepleri arasında görülen yüksek kaldıraç oranları (borçlanma maliyeti), yetersiz likidite ve güçsüz sermaye yapısının önüne geçecek standartlar belirlemiştir. Özellikle, bankaların sermaye gereksinimleri artırılmak suretiyle kredi geniŐlemesinin sınırlandırılmasına ortam hazırlamaya yönelik döngüsel sermaye tamponu¹⁰ mevzuata eklenmiŐtir. Bu sayede, reel sektör ve finansal sektör arasındaki uyumsuzluk bankacılık düzenlemeleriyle giderilmeye çalıŐılmıŐtır.

Öyle ki, IMF ve Basel III'n çizdiği bakış açısından yola çıkılarak, Şekil 1.3'de makro ihtiyati politika araçlarının neler olabileceği ve bunların nasıl kullanılabileceği açıklanmıştır. Ülkelerin, ekonomik ve finansal gelişme düzeyleri, Şoklara karşı hassasiyetleri ve döviz kuru

⁹ Basel, merkez bankalarını parasal ve finansal istikrarı sağlamak amacıyla uluslararası iŐbirliĐine teşvik eden ve 1930 yılında kurulan BIS tarafından yürütülen sermaye uzlaŐısıdır. Basel I ilki olmak üzere 1988'de, Basel II ise 2004'de yayımlanmıŐtır.

¹⁰ Döngüsel sermaye tamponu, kredi genişlemesi sonucunda oluşan finansal riskin giderilmesinde özkaynakların yetersiz kalmasına önemli olarak ilave çekirdek sermaye bulundurulmasıdır.

sistemleri dikkate alınarak belirlenen makro ihtiyati politika araçları iki grupta toplanmaktadır (Orsmond ve Price, 2016: 75-81). Bunlardan ilki, erken uyarı sistemi gibi çalışan, sistemik riskin zaman ve kesit boyutuna ilişkin bilgiler veren ve buna uygun tedbirleri gösteren tanımlama araçlarıdır (Lim vd., 2011: 6-18). Diğeri ise, tanımlanan riski önleyici operasyonel araçlardır.



Kaynak: Lim vd. (2011) izlenerek tarafımızca oluşturulmuştur.

Şekil 1.3: Makro İhtiyati Politika Araçları ve Kullanımı

Tanıma ve izleme araçlarından herhangi birinde ortaya çıkabilecek bir dengesizlik, sistemik risk olarak algılanmakta, buna önlem olarak operasyonel araçlar devreye girmektedir (Lim vd., 2011: 6-18). Örneğin, kredi/GSYH oranı ve likidite düzeyinin aşırı genişlemesini

sınırlandırmak için kredi/teminat oranı veya borç/gelir oranına tavan uygulanır.

Ya da kur riski yüksek yabancı fonların hareketliliğine karşı, zorunlu karşılıklardan yararlanır. Türkiye, Brezilya, Hong-Kong gibi gelişmekte olan ülkelerde özellikle kredi/teminat oranı ve borç/gelir oranı kullanılırken, Amerika, Almanya ve Fransa gibi gelişmiş ülkeler ise büyük ölçekli bankaların faaliyetlerini düzenlemek amacıyla sermaye tamponları kullanılır.

Genel bir değerlendirme yapıldığında, krizin temel nedeni olan finansal sistemin kendini ayarlama kabiliyetine duyulan aşırı güvenin yol açtığı denetim boşluğu makro ihtiyati politikanın önünü açmıştır (Galati ve Moessner, 2010). Böylece, kriz öncesinde, Filardo (2000), Borio ve White (2004), Schinasi (2004) tarafından yapılan çalışmalarda belirtildiği gibi merkez bankasının finansal istikrar hedefine yönelik tedbir alabileceği görüşü yaygınlaşırken, asıl amacının fiyat istikrarının sağlanması olduğuna ilişkin genel kanı kırılmaya başlamıştır. Cukierman (2011), Goodhart (2011) ve Smets (2014) ise merkez bankalarının hangi yönde evrimleşeceği, yani fiyat istikrarı ve finansal istikrar arasındaki dengenin nasıl sağlanacağına önemini belirtmiştir.

Sonuçta, yeni dönemde merkez bankasının asli görevi olan fiyat istikrarından uzaklaşmadan küresel finansal sistemi takip edecek para politikası rejimleri geliştirilmelidir.

1.2. Merkez Bankası Politika Seçenekleri

Para politikası, merkez bankalarının ekonomik konjoktüre göre tasarladığı likidite yönetim stratejisidir. Genişletici ya da sıkı yönde uygulanabilir. Genişletici para politikası merkez bankasının ekonomiyi canlandırmak ya da durgunlukla mücadele etmek için para arzını normalden hızlı bir şekilde artırmasıdır. Sıkı para politikası ise, enflasyonla mücadele için para arzının normalden daha hızlı bir şekilde kısılmasıdır.

Merkez bankaları, bu politika uygulamalarını nominal değişkenlerin seçenek olarak sunduğu rejimlerle gerçekleştirir, yani ekonomiye müdahale eder (Bordo ve Schwartz, 1997: 2-3). Wong ve Chong (2014: 6) çalışmasında, merkez bankalarının, döviz kuru, parasal büyüklük ve enflasyon olmak üzere üç nominal değişken etrafında en ideal olanı aradıklarını ve para politikası rejimi olarak önerdiklerini belirtmiştir. Macfarlane (1997: 20) ise, para politikası rejimlerinin aşamalarını şöyle özetlemiştir: 1970'li yılların başına kadar süren döviz kuru hedefleme rejimi, 1976-1985 döneminde uygulanan parasal hedefleme rejimi, parasal hedeflemenin sona ermesini izleyen ve 1990'lı yılların başından itibaren uygulanan enflasyon hedeflemesi rejimidir.

1.2.1. Döviz Kuru Hedeflemesi Rejimi

Altın standardı sisteminde, fiyat istikrarına yönelik ulusal para birimi değerinin altın gibi bir metaya sabitlenmesi para politikasında nominal çıpa değişkenini öne çıkarmıştır. Mishkin (1999: 1)'e göre nominal

ıpa, para politikası rejimlerinin başarılı bir şekilde uygulanmasında gerekli bir değişkendir. Çünkü nominal çıpa, ulusal paranın değerindeki dalgalanmaları doğrudan sınırlandırarak, enflasyona ilişkin bekleyişlerin azalmasına yardımcı olur. Zamanda tutarsızlık sorununa karşı, para politikası geliştirilmesinde bir disiplin sağlar. Bu amaçla, uzun bir dönem altın standardı kapsamında uygulanan döviz kuru hedeflemesi rejiminde, nominal çıpa olarak enflasyonun düşük olduğu ölke para birimi esas alınmıştır.

Mishkin (1999)'nin nominal ıpayla ilgili görüşleri doğrutusunda, döviz kuru hedeflemesi rejiminin iki temel avantajı olduğunu belirtmek mümkündür: Uluslararası ticarete konu olan malların enflasyon oranını sabitler. Bu sayede enflasyonu kontrol altına alır. Kamuoyunun kolayca anlayabileceği basitlik ve açıklığa sahiptir. Dolayısıyla, güvenilir olduğu takdirde, merkez bankalarının uzun vadede fiyat istikrarını sağlamasında etkili olur.

Söz konusu avantajlar değerlendirildiğinde, döviz kuru hedeflemesi rejimi, özellikle ulusal para biriminin değerli olduğu gelişmiş ölkelerde başarı sağlamıştır. Buna karşın, küresel konjonktürel gelişmeler, bağımsız para politikasının uygulanmasında, döviz kuru hedeflemesi rejiminin engel olduğuna işaret etmiştir. Örneğin, 1987 yılında Fransa ve İngiltere enflasyonla mücadele amacıyla para birimlerinin değerini, Alman markına sabitlemiştir. 1989 yılında Berlin Duvarı'nın yıkılması, Almanya'da genişletici maliye ve sıkı para politikalarının uygulanmasına yol açmış ve faizler yükselmiştir. Fransa ve İngiltere'de kur hedefine bağlı olarak, yurtiçi faizler

yükselmiş, bunun önüne geçebilecek genişletici para politikası uygulanamamıştır.

Sonuç olarak, döviz kuru hedeflemesi rejiminde, ulusal para birimleri spekülâtif ataklara açık hale geldiği gibi, merkez bankaları iç şoklara cevap verecek para politikasını uygulayamaz hale gelmiştir (Mishkin, 1999).

1.2.2. Parasal Hedefleme Rejimi

Nominal döviz kuru çıpasının uygulanması sonucu, karşılaşılan başarısız deneyimler, 1970’li yılların başında, ABD, Kanada, Birleşik Krallık, Almanya ve İsviçre gibi ülkeleri parasal hedefleme rejimine yöneltmiştir. Parasal büyüklüğün, nominal çıpa olarak benimsendiği, parasal hedefleme rejimini tercih haline getiren unsurlar şunlardır (Mishkin, 1999): Gerek enflasyonla mücadelede gerekse iç şoklara karşı, merkez bankalarına bağımsız bir politika uygulama imkanı tanır. Parasal büyüklükteki değişiklikler, kamuoyuna hızlı bir şekilde açıklandığı için, piyasalara sinyal olarak iletilir ve bekleyişler kolayca yönlendirilir.

Yalnız, (Mishkin, 2001: 2-5)’e göre, parasal büyüklüğü kontrol ederken sistematik sapmaları önleyici mekanizmaların oluşturulması koşuluyla bu rejim başarılı olur. Yani, merkez bankaları hedeflenen parasal büyüklüğü, istikrarlı ve güvenilir bir şekilde kontrol etmelidir.

Nitekim, parasal hedeflerden zamanla uzaklaşılması, merkez bankalarının şeffaflık ve hesap verebilirlik kriterlerine zarar verdiği

için, alternatif nominal değişkenler araştırılmış ve 1990'lı yılların başında enflasyon hedeflemesinde karar kılınmıştır.

1.2.3. Enflasyon Hedeflemesi Rejimi

Enflasyon hedeflemesi rejimi, merkez bankalarının enflasyonu sayısal olarak belirlediği bir seviyede ya da yakınında tutacağını kamuoyuna duyurmasıdır (Bernanke ve Mishkin, 1997: 100-103). Böylece, mevcut enflasyonun hedefe veya fiyat istikrarına¹¹ kademeli olarak ulaşacağı varsayılır. Bernanke ve Mishkin (1997)'e göre, kısa vadeli para politikasında dalgalanmalar, uzun vadede ise politika eylemsizliği olabileceği için, fiyat istikrarına yönelik orta vadeli enflasyon hedefleri belirlenmelidir. Ayrıca, çıktı açığındaki hareketlenmeleri azaltmak için, parasal büyüklük ara hedef olarak kullanılmamalıdır. O halde, enflasyon hedeflemesi rejiminin, dolaylı olarak ekonomik büyüme ve istihdamda etkili olduğunu söylemek mümkündür.

Başta, Yeni Zelanda, Kanada, İngiltere ve İsviçre'nin benimsediği enflasyon hedeflemesi rejimi, kamuoyu tarafından kolay anlaşılması ve bağımsız bir para politikası uygulanması gibi avantajlara da sahip olmasına karşın, merkez bankasına öngürülemeyen koşullara cevap vermesi için, yeterli takdir yetkisinin verilmemesi nedeniyle, katı bir kurala dönüşmüştür (Bernanke ve Mishkin, 1997).

¹¹ Fiyat istikrarı, uygulamada tam anlamıyla sıfır enflasyon oranı anlamına gelmezken, doğal işsizlik oranı, işgücü piyasasının durumuna göre ayarlanan işçi ücretleri ve üretimde verimlilik gibi nedenlerle genellikle yıllık %2 fiyat değişim oranına yakın bir seviye olarak belirlenmiştir (Bernanke ve Mishkin, 1997).

Öyle ki, 2008 küresel krizinden sonra, Aizenman vd. (2008), Leijonhufvud (2008), Giavazzi ve Giovannini (2010), günümüzde karşılaşılan ekonomik sorunların büyük ölçüde enflasyon hedeflemesi rejiminin başarısızlığından kaynaklandığını, finansal kriz olasılığının yüksek olduğunu belirtmiştir. Dolayısıyla, enflasyon hedeflemesi rejiminin, yeniden gözden geçirilerek, finansal istikrara uyarlanması, hatta bu konuda uluslararası bir koordinasyonun oluşturulması gerektiği düşünülmüştür (Woodford, 2011: 1).

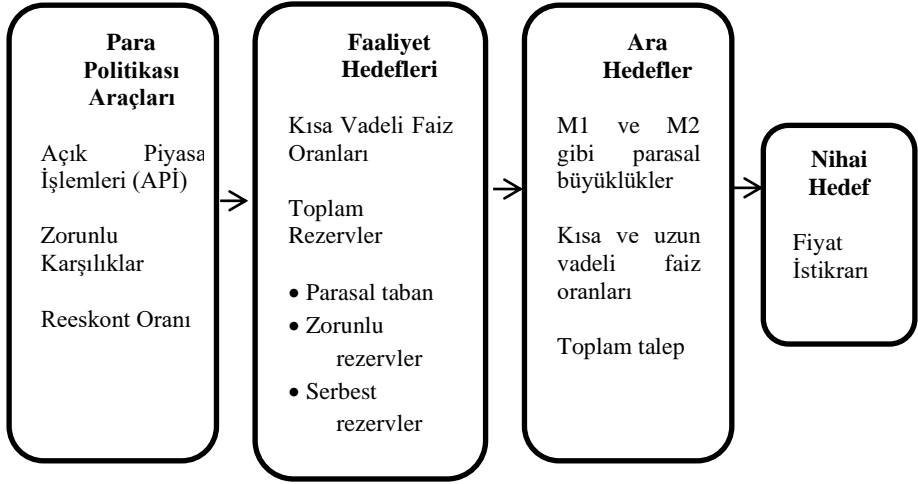
1.3. Merkez Bankası Politika Bileşenleri

Merkez bankası, makroekonomik istikrar doğrultusunda, para politikası hedef ve araçları kullanmaktadır. Bu noktada, ekonomik birimlerin bekleyiş ve tercihlerine yönelik, makroekonomik istikrarın temel basamağı fiyat istikrarı olarak belirlenmiş ve merkez bankası için nihai hedef haline gelmiştir.

2008 küresel krizi ise, geleneksel para politikası olarak nitelendirilen bu anlayışın sınırlarını zorlamış, merkez bankalarını daha etkili politika tepkileri vermeye itmiştir. Merkez bankalarının ekonomiye ilişkin rolü geleneksel ve alternatif para politikaları etrafında tartışılmıştır. Ancak, 1980 sonrası döneme hakim olan Neo Liberal yaklaşımın da etkisiyle merkez bankaları, özellikle enflasyon hedeflemesi rejimi çerçevesinde, geleneksel ve alternatif para politikasında, temel araç bileşeni olarak faiz oranlarında fikir birliği sağlamıştır.

1.3.1. Fiyat İstikrarı Çerçevesinde Politika Bileşeni: Faiz

Merkez bankası, fiyat istikrarı sayesinde, ulusal paranın değerini ve halkın satın alma gücünü korur. Halkın, ekonomiye ilişkin beklentilerini iyileştiren ve merkez bankasının kredibilitesini artıran fiyat istikrarının sağlanması için kullanılan para politikası araçlarının işleyişi Şekil 1.4 yardımıyla açıklanmıştır.



Kaynak: Handa (2009) izlenerek tarafımızca oluşturulmuştur.

Şekil 1.4: Para Politikası İşleyiş Süreci

Açık piyasa işlemleriyle (APİ), merkez bankası piyasadaki hazine bonosu ve tahvil gibi menkul kıymetler üzerinde, kesin alım ve satım ya da geri alım ve satım vaadiyle (repo-ters repo) işlem yapar. Bu yolla, kısa vadeli piyasa faiz oranlarını etkileyen açık piyasa işlemleri likidite akışını düzenler.

Zorunlu karşılıklar ise, bankaların mevduat yükümlülüklerinin belirli bir kısmını karşılık olarak merkez bankasında bulundurmasıdır.

Merkez bankasınca belirlenerek bankaların oluşturması gereken asgari rezerv miktarı belirlenir. Mevduatların vade ve cinsine (ulusal veya yabancı para) göre değişen zorunlu karşılıklar, kredi ve mevduat faizlerini etkileyerek likiditenin kontrolünü sağlar.

Son olarak, nihai ödünç verme mercii olarak merkez bankası reeskont oranını kullanır. Reeskont oranı, acil nakit ihtiyacı olan bankaların bulundurdukları ticari senetleri vadelerinden önce, merkez bankasına vermeleri karşılığında alınan borca uygulanan bir faizdir. Özellikle, bankaların borçlanma maliyetleri ve dolaylı olarak piyasa faiz oranlarında etkilidir.

Bu açıklamalar kapsamında, örneğin enflasyonla mücadele için daraltıcı para politikası şöyle uygulanır: Merkez bankası, açık piyasa işlemleriyle piyasaya menkul kıymet sattığında, kısa vadeli faiz oranları yükselir. Ya da zorunlu karşılıkları artırdığında bankaların asgari rezerv miktarı artar, reeskont oranını yükselttiğinde ise, bankaların fonlama maliyeti artar. Böylece, piyasa faiz oranları yukarı yönlü hareket ederken, kredi hacmi daralır, tüketim ve yatırım harcamaları azalır. Dolayısıyla toplam talep kontrol altına alınır.

Handa (2009: 308) para politikasının işleyiş sürecini, basit bir fonksiyonel ilişki olarak şöyle tanımlar:

$$y = f(x; \varphi) \quad (1.1)$$

$$x = g(z; \omega) \quad (1.2)$$

Denklem 1.1’de y ; nihai hedef değişkenini, x ; ara hedef deęişkenini¹², Denklem 1.2’de ise z ; faaliyet hedefi deęişkenini¹³, her iki denklemde yer alan φ ve ω ¹⁴ dışsal değişkenleri temsil eder.

Eğer f ve g fonksiyonlarının işlevsel formları kesin olarak biliniyorsa fonksiyon şu şekilde yazılır (Handa, 2009: 308):

$$y = h(z; \varphi, \omega) \quad (1.3)$$

Handa (2009: 308-309)’ya gore, ara hedef ve faaliyet hedefi değişkenleri istikrarlı ve ngorulebilir ise, merkez bankası nihai hedef değişkenlerine istenilen seviyede ulaşır. Ekonomide belirsizlik ortamı ve gecikmeler varlığını gosterirse f , g ve h fonksiyonlarına ilişkin kesinlik bulunmaz. Bu belirsizlik ve gecikmelerin uzun surmesi halinde ekonominin geleceğine ilişkin makul derecede tahmin yapmak ve en uygun para politikası araçlarını belirlemek zorlaşır.

Poole (1970: 199-203)’e gore, mal ve para piyasası dengesine dayanarak, faiz oranı ve parasal buyukluklerden hangisinin en uygun araç olduğu belirlenebilir. Carlstrom ve Fuerst (1995), Mc. Callum (2001), Gali ve Monacelli (2003), Hoffmand ve Kempa (2009) ise bekleyişler, toplam talep ve arz şokları, kuresel piyasalardaki gelişmeler gibi dışsal faktorlerin en uygun araç seçiminde yardımcı olacağını belirtmiştir.

¹² Para politikası araçlarıyla nihai hedef arasında doğrudan ilişki kuran değişkenlerdir.

¹³ Para politikası araçlarından doğrudan etkilenen değişkenlerdir.

¹⁴ φ ve ω ’nin temsil ettiği dışsal değişkenler, beklentiler, talep ve arz şokları, kuresel piyasalardaki gelişmeler olarak örneklendirilebilir.

1.3.1.1. Faizin iktisadi rolüne ilişkin yaklaşımlar

Faiz, daha fazla nakit kullanımı için borç alanın ödediği bedel, borç verenin ise tüketimini ertelemesinin karşılığı olarak tanımlanırken, iktisadi rolü önemli yaklaşımlarla analiz edilmiştir. Reel analizde faiz, fiziksel sermayenin uzun dönemli getirisi, parasal analizde kısa dönemli bir değer olarak ele alınmıştır. Analizler iktisadi yaklaşımlar açısından değerlendirildiğinde, Klasik ve Keynesyen yaklaşım ön plana çıkarken, faize ilişkin tartışmaların başlangıcı, Fizyokrasi'ye dayandırılmış, teorilerin modernleştirilmesinde ise Neo-Klasik ve Neo-Keynesyen yaklaşım etkili olmuştur.

Tüm zenginlik kaynağını toprak olarak gören Fizyokrasi'de faiz, rant ile eşdeğer kabul edilmiştir. Fizyokrasi'nin önemli temsilcilerinden Turgot (1976) çalışmasında, faizi "Nemalandırma Teorisi" ile açıklanmıştır. Turgot (1976: 126-127)'a göre faiz, tarım için kullanılan sermayeden yani topraktan tahsil edilen bir kazançtır. Faiz, toprak sahibinin toprağını kiralaması veya ona yatırım yapmasının bir karşılığı olarak tanımlanırken; Klasik yaklaşımda faizin belirleyicilerinin neler olabileceği üzerinde durulmuştur.

Öyle ki, Klasik yaklaşımın kurucusu Smith (1997: 50-54) faizi, tasarruf sahibinin kazancı olarak ifade etmiştir. Faizi belirleyen, borç veren tasarruf sahibi ile borçlu arasında yapılan pazarlıktır. Pazarlığın esası ise borçlunun belirli bir risk karşısında beklediği kar olduğundan, faiz karın bir unsurudur.

Ricardo ise (1997: 100) faizin, tasarruf yapmayı özendirici bir kazanç olduğunu, bu nedenle tasarruf miktarı ile faiz oranı arasında pozitif yönlü bir fonksiyonel ilişki olduğunu belirtmiştir.

Klasik yaklaşımın önemli temsilcilerinden, Malthus (1798) ve Say (1880) için faiz, fiziksel sermayenin üretken kullanımı için bir ödüldür. Bu ödül fiziksel sermayenin tarafları olan sermaye arz ve talebi arasında paylaşılır. Sermaye arzı, doğrudan tasarruflarla ilişkilendirildiğinden, faiz tüketimden vazgeçmenin fiyatıdır. Sermaye talebi ise, sermaye malları sektöründe faaliyette bulunmak isteyenlerin yatırımlarından oluşur. Dolayısıyla faiz, söz konusu malların bedeli veya yapılan yatırımların borçlanma maliyetidir. Senior (1836: 2-6) ise, “Feragat Teorisi” ile faizi, kişinin bugünkü tüketimden yaptığı fedakârlığın bir ödülü olarak tanımlamasına karşın, Klasik yaklaşımda genel kanı sermaye arz ve talebinin faizin belirleyicileri olduğu yönündedir.

Neo Klasik yaklaşım, “Ödünç Verilebilir Fonlar” teorisiyle faizi, kişilerin bugün ve gelecekteki tüketimleri arasında verdikleri karar sonucunda oluşan uzun vadeli bir değişken olarak değerlendirmiştir. Bu karar verme sürecinde, sermaye arz ve talebinin yanı sıra parasal unsurlar devreye girer. Teorinin ödünç verilebilir fon arzı, tasarruflar ve ticari bankaların kredi niteliğindeki paradan, ödünç verilebilir fon talebi ise yatırımlar ve kişilerin atıl para talebinden oluşur. Bondone (2011), Neo Klasik yaklaşımın önemli temsilcilerinden Bawerk ve Wicksell’in faizle ilgili görüşlerini karşılaştırmıştır.

Bawerk (1889), faizi “Acyo Teorisi” ile açıklamış, ücret, rant, faiz ve kar şeklindeki üretim faktörleri gelirlerinin sınıflandırmasına katkıda bulunmuştur (Bondone, 2011: 16-29). Bawerk (1889)’e göre faiz, mevcut bir malın gelecekte elde edilebilecek bir benzeriyle arasındaki değer farkıdır. Başka bir ifadeyle acyo (prim) olarak nitelendirilen faizin üç temel belirleyicisi şöyledir (Bondone, 2011: 16-29): Psikolojik neden, kişilerin bugünkü ihtiyaçlarını karşılayan malların gelecektekinden değerli olmasıdır. Teknik neden, doğrudan üreticiyle ilgili olup, bugünkü malların üretiminde yer alan fiziksel sermayenin değerinin yüksek olmasıdır. Ekonomik neden, zaman tercihini yansıtan değer farkı yani faizdir.

Wicksell (1936) ise, faizi doğal ve parasal faiz olarak gruplandırarak, doğal faizin tasarruf ve yatırım kararlarıyla, parasal faizin de ticari bankaların kredi kararlarıyla belirlendiğini ileri sürmüştür (Bondone: 2011: 30-55).

Neoklasik yaklaşımın önemli temsilcilerinden Fisher (1907: 53-74) çalışmasında, özellikle Bawerk’in faiz teorisine eleştirel yönde atıfta bulunmuştur. Faiz, üretim faktörlerinin tümünün karşılığıdır, faiz oranı ise, reel ve nominal faiz olarak ayrılır. Faiz öncelikle “sübjektif güçler” olarak adlandırılan “istek ilkesi” ve “yatırımın fırsat maliyeti” ile belirlenir. İstek ilkesi, zaman tercihini ön planda tutan kişilerin gelecekte istedikleri geliri bugünden elde edebilmek için tüketim, tasarruf veya yatırım yapmasıdır. Yatırımın fırsat maliyeti ise, farklı yatırımların getiri oranları arasında tercih yapılmasıdır. Bu doğrultuda, reel faiz oranı şöyle elde edilir (Fisher, 1930: 27):

$$r = i - \pi^e \quad (1.4)$$

Denklem 1.4’de, r ; reel faiz oranını, i ; nominal faiz oranını ve π^e ; beklenen enflasyon oranını temsil etmektedir. Faiz oranlarındaki değişim, enflasyona yönelik beklentilerle doğrudan ilişkilidir. Yani enflasyonist beklentiler artmasına karşın, nominal faiz oranı yükseltilmezse reel faiz oranı düşer. Bu durum hem enflasyonist baskıların oluşmasına hem de reel faiz oranı bir satınalma gücü ölçüsü olarak değerlendirildiğinde düşük faiz oranında tasarrufların azalmasına yol açar.

Klasik yaklaşım ve Neo Klasik yaklaşımda, faiz reel bir değişken olarak değerlendirilmiş, Keynesyen yaklaşımda, kısa vadeli parasal bir değişken olarak ele alınmıştır. Keynes (1936: 165-173) çalışmasında, “Ödünç Verilebilir Fonlar” teorisini eleştirerek, faizin tasarruf ve yatırım kararlarından bağımsız olduğunu belirtmiş, faizin oluşumunu “Likidite Tercihi” teorisine göre açıklamıştır: Para arzı sabitken kişiler alternatif yatırım aracı olan tahvilin getirisine göre para talep edip etmeyeceklerine karar verirler. Eğer tahvilin getirisi yüksek ise kişiler para talebinden vazgeçerler. Bu nedenle faiz likiditeden vazgeçmenin bir teşviği niteliğindedir.

Keynesyen yaklaşımın yaygınlaşmasıyla birlikte 1930’lu yılların sonlarında, Neo Keynesyen yaklaşımın önemli temsilcilerinden Hicks (1937) ve Hansen (1949) “Modern Faiz” teorisine gündeme gelmiştir. Klasik ve Keynesyen yaklaşımların faizle ilgili görüşlerini bir adım daha ileri götüren bu teoride, tasarruf, yatırım, likidite tercihi ve para

miktarı olmak üzere faizin, reel ve parasal belirleyicilerinin bulunduğunu açıklanmış, “Ödünç Verilebilir Fonlar” ile “Likidite Tercihi” teorilerini birlikte kullanılmıştır.

Neo Keynesyen yaklaşımın önemli temsilcilerinden Tobin (1969: 17-29) ise, “Portföy Dengesi” teorisiyle finansal yatırım araçlarının da faizin belirlenmesinde rol oynadığını öne sürmüştür. “Likidite Tercihi” teorisinde olduğu gibi faiz sadece para talebi ve tahvilden oluşan ilişkiye bağlı değildir. Çünkü, kişiler tüm finansal araçların nispi fiyat ve getirilerine göre bir portföy oluşturur. Eğer, bu araçların getirileri eşitlenirse portföy dengesi ve denge faizi ortaya çıkar. Tobin’in bu görüşleri, Neo-Keynesyen yaklaşımın reel ve parasal sektör yanında, finansal sisteme yer verdiğini gösterir..

Sonuç olarak, Fizyokrasi’den Neo-Keynesyen yaklaşıma kadar faizin iktisadi rolü ve ekonomide belirlenme süreci, öne çıkan yaklaşımlarla açıklanmıştır. Günlük hayatta ise faiz denildiğinde genellikle ilk akla gelen faiz oranıdır. Başka bir deyişle, faizdeki değişimler faiz oranındaki değişimler olarak algılanmaktadır. Ancak, faizden anlaşılanın sadece oran olmadığı iktisadi yaklaşımlarda belirtilmiştir. Faiz her şeyden önce bir üretim faktörü olan sermayenin fiyatı olmakla birlikte, tüketim harcamalarının belirleyicisi konumundadır. Dolayısıyla, para politikası açısından faiz, fiyat istikrarının sağlanmasında kullanılan geleneksel para politikası aracı, finansal istikrarın sağlanmasında en önemli alternatif para politikası aracıdır.

1.3.1.2. Taylor kuralı

Taylor (1993) kuralı, merkez bankasının kısa vadeli faiz oranlarını belirleme sürecinde yol gösterici olarak kullandığı tepki fonksiyonu niteliğindeki basit bir para politikası kuralıdır. Rasyonel beklentiler ve ücret-fiyat yapışkanlığı varsayımları altında geliştirilen Taylor kuralına göre, merkez bankası faiz oranı ile enflasyon sapması ve çıktı açığı arasında doğrusal bir ilişki söz konusudur (Boehm ve House, 2014: 2). Gerçekleşen enflasyonun hedeften veya gerçekleşen çıktının potansiyel düzeyinden sapmalarına karşı merkez bankasının hedeflediği faiz oranı şöyle elde edilir:

$$i_t^* = i^* + \alpha_\pi(\pi_t - \pi^*) + \alpha_y(y_t - y^*) \quad (1.5)$$

Denklem 1.5’de, i_t^* ; hedeflenen kısa vadeli faiz oranını, π_t ; gerçekleşen enflasyon oranını, π^* ; hedeflenen enflasyon oranını, y_t ; gerçekleşen GSYH’yi, y^* ; potansiyel GSYH’yi, i^* ; arzu edilen faiz oranını, α_π ; enflasyon tepki katsayısını, α_y ; çıktı açığı tepki katsayısını temsil etmektedir.

α_π ; gerçekleşen enflasyon oranının hedeflenen orandan sapmasını kısa vadeli faiz oranıyla ilişkilendirmektedir. α_π artıkça ya da azaldıkça enflasyona karşı duyarlılık artmakta ya da azalmaktadır. α_y ise gerçekleşen GSYH’nin potansiyelden sapmasını kısa vadeli faiz oranıyla ilişkilendirmektedir. α_y artıkça ya da azaldıkça büyümeye karşı duyarlılık artmakta ya da azalmaktadır. $\alpha_\pi=0$ durumunda enflasyon; $\alpha_y=0$ olması durumunda ise büyüme kısa vadeli faiz oranının belirlenmesinde etkili değildir.

Taylor (1993) çalışmasında eşitlikteki tepki katsayılarının %0,5, enflasyon hedefi ve arzu edilen faiz oranının %2 ve G-7 ülkeleri (Amerika, Kanada, İngiltere, Fransa, İtalya, Almanya, Japonya) için 1984Q1-1992Q3 döneminde potansiyel GSYİH'nin %2,2 olduğu sonucuna ulaşmıştır. O halde Taylor kuralını şöyle tanımlamak mümkündür (Taylor, 1993: 202):

$$i_t^* = 0,5(\pi_t - 2) + 0,5(y_t - 2.2) + 2 \quad (1.6)$$

Denklem 1.6, gerçekleşen enflasyon oranının hedeflenen orandan veya gerçekleşen GSYH'nin potansiyel değerinden %1 fazla ya da az olması durumunda reel faiz oranının %0.5 artırılması ya da azaltılmasını belirtmektedir.

Ancak, enflasyon sapması ve çıktı açığının geçmiş ya da cari dönem verilerine göre oluşturulan Taylor kuralı, merkez bankası faiz kararlarının seyri tam olarak ortaya koymada yanıltıcı olabileceğinden ileriye dönük Taylor kuralı geliştirilmiştir (Clarida vd., 2000, Peker ve Sümer, 2018).

1.3.1.3. İleriye dönük Taylor kuralı

Kerr ve King (1996), Bernanke ve Woodford (1997), Clarida vd. (2000), merkez bankasının tutarsızlıklardan kaçınması ve hedeflerine ulaşmasında, enflasyon sapması ve çıktı açığının gelecek dönem değerlerinin yardımcı olacağını belirtmiştir. Buna göre, ileriye dönük Taylor kuralı şöyledir (Clarida vd., 2000: 150):

$$i_t^* = i^* + \beta(E\{\pi_{t,k}|\Omega_t\} - \pi^*) + \gamma(E\{x_{t,k}|\Omega_t\}) \quad (1.7)$$

Denklem 1.7’de, i_t^* ; bekleyiş eklentili hedeflenen kısa vadeli faiz oranını, $\pi_{t,k}$; fiyat düzeyinin t ve $t+k$ dönemi arasındaki yüzdesel değişimi, π^* ; hedeflenen enflasyon oranını, $x_{t,k}$; t ve $t+k$ dönemi arasındaki ortalama çıktı açığı, i^* ; arzu edilen faiz oranını, β ; bekleyiş eklentili enflasyon sapması tepki katsayısını, γ ; bekleyiş eklentili çıktı açığı tepki katsayısını E ; enflasyon ve çıktı açığının beklenen değerlerini temsil etmektedir. Ω_t ; merkez bankasının, $i_t^* = i^*$ olmasını sağlayacak bilgi seti olarak tanımlanır. Beklenen enflasyon oranının hedeflenen orandan fazla ya da az olması durumunda, bekleyiş eklentili hedeflenen kısa vadeli faiz oranlarını merkez bankası artırmakta ya da düşürmektedir. Merkez bankası aynı stratejiyi beklenen çıktı açığının fazla ya da az olması durumunda da izlemektedir.

Yalnız ekonomik konjonktür ile birlikte β ve γ ’nin işaretlerinin ve alacağı değerlerin değişebileceği dikkate alınmadığı için örtük reel faiz kuralı önerilmiştir (Clarida vd., 2000; Peker ve Sümer, 2018).

1.3.1.4. Örtük reel faiz kuralı

Örtük reel faiz kuralı dışsal şoklara karşı ekonomik istikrarı korumayı amaçlamaktadır. Sabit yani durağan ve uzun dönemde parasal olmayan faktörlerden etkilendiği varsayılan reel faiz oranı şöyle tanımlanır (Clarida vd., 2000: 151):

$$r_t^* = i_t^* - E(\pi_{t,k} \Omega_t) \quad (1.8)$$

$$r^* = i^* - \pi^* \quad (1.9)$$

Denklem 1.8’de, r_t^* ; kısa dönem örtük reel faiz oranını, Denklem 1.9’da ise r^* ; sabit ve para politikasından bağımsız uzun dönem denge reel faiz oranını temsil etmektedir. Her iki denkleme, Denklem 1.7’de yer verildiğinde örtük reel faiz kuralının son hali şöyledir:

$$r_t^* = r^* + (\beta - 1(E\{\pi_{t,k}|\Omega_t\} - \pi^*)) + \gamma(E\{x_{t,k}|\Omega_t\}) \quad (1.10)$$

Denklem 1.10’da, r_t^* , beklenen enflasyon sapması ve çıktı açığındaki değişikliklere, β ’nin 1’den büyük veya küçük olmasına ve γ ’nin aldığı değere göre ayarlanmaktadır. Örneğin, dışsal bir şok sonucu nominal faiz oranlarındaki ani düşüşüyle birlikte enflasyon veya çıktı açığının arttığı bir durumda, $\beta > 1$ veya $\gamma > 0$ ise kısa dönem örtük reel faiz oranı, nominal faiz oranlarını eski seyrine ulaşıncaya kadar artar.

Bu sayede ekonomik istikrar sağlanabilir. $\beta=0$ ve $\gamma=0$ olduğunda, enflasyon ve çıktı açığındaki artış karşısında bu kural etkili olmadığından, ekonomik istikrar da sağlanamaz.

Yalnız, ileriye dönük Taylor kuralı ile örtük reel faiz kuralının da merkez bankası faiz kararlarını açıklamada basit ve kısıtlayıcı olduğu şu üç varsayımla açıklanmıştır (Clarida vd., 2000: 151): İlk olarak, cari dönemdeki faiz oranı hedeflenen orana gecikme olmaksızın uyarlanabileceği için, faiz düzleştirmesine gerek yoktur. İkinci olarak, merkez bankası ekonomik koşullardaki değişikliklere sistemik tepki vermektedir. Son olarak ise, merkez bankası kısa vadeli faiz oranları üzerinde kusursuz bir kontrole sahiptir. Yani politika etkinliği söz konusudur.

1.3.2. Finansal İstikrar Çerçevesinde Politika Bileşeni: Faiz

Küresel kriz öncesi ve sonrası dönemde merkez bankası politikasının iki boyutu mevcuttur. Bunlar, merkez bankası hedefinin belirlenmesi ve politikasının uygulanması, yani; Clocker ve Towbin (2012: 79)'a göre, merkez bankasının hedefi, dışsal olarak verilen bir maliyet fonksiyonunu en aza indirmektir.

2008 öncesinde, Denklem 1.11'de ifade edildiği gibi merkez bankası kayıp fonksiyonu (L^{PS}) sadece fiyat istikrarı ve üretim geleneksel hedeflerini içermektedir (Glocker ve Towbin, 2012: 79-80).

$$L^{PS} = E[\pi_t^2 + \lambda_Y(\tilde{Y}_t)^2] \quad (1.11)$$

Burada, π_t ; gerçekleşen enflasyon oranını, \tilde{Y}_t ; durağan durumda üretim değeri sapmasını ve λ_Y ; fiyat istikrarına göre merkez bankasının üretim istikrarının öznel ağırlığını temsil etmektedir.

2008 sonrasında, merkez bankası finansal istikrara da (L^{FS}) önem verir ve bunun bir sonucu olarak kredilerin değişkenliği Denklem 1.12'de yer alan kayıp fonksiyonuna dahil edilir (Glocker ve Towbin, 2012: 79-80).

$$L^{FS} = E[\pi_t^2 + \lambda_Y(\tilde{Y}_t)^2 + \lambda_L(\tilde{L}_t)^2] \quad (1.12)$$

Burada, \tilde{L}_t ; durağan durumda kredi değeri sapmasını, \tilde{Y}_t , λ_Y ve λ_L finansal istikrara göre merkez bankasının üretim ve kredi istikrarının öznel ağırlığını temsil etmektedir.

Her iki denklem karşılaştırıldığında 2008 öncesinde, merkez bankalarının kullanmaları gereken araçları belirlemek daha kolaydır. 2008 sonrasında, Tinbergen (1952)'nin belirttiği gibi en az hedef sayısı kadar para politikası aracı belirlenmiştir. Merkez bankaları hem finansal istikrarı sağlamak, hem de ekonomik durgunluğu yavaşlatmak amacıyla düşük politika faizi, parasal genişleme, kredi genişlemesi ve sözle yönlendirme gibi geleneksel olmayan para politikası araçlarını kullanmaya başlamıştır.

Başta, Amerika, Japonya, İngiltere ve Euro Bölgesi ülkeleri olmak üzere kısa vadeli faiz oranlarını aşağı çekerek finansal piyasalarını rahatlatmaya çalışmıştır. Ekonomik durgunluğun da yaşanması merkez bankasını parasal genişleme ve kredi genişlemesi yoluyla piyasalara likidite sağlamaya itmiştir. Bu politikalar hakkındaki belirsizlikleri hafifletmek ve politikaların hızlı sonuç vermesini sağlamak amacıyla kamuoyuyla iletişim kurularak sözle yönlendirme yapılmıştır. Ancak, bu ülkelerde düşük politika faizinin etkisiyle piyasada likidite bolluğu görülmesine karşın ekonomik birimler harcama yapmaktan kaçınmış ve Keynes'in (1936) belirttiği likidite tuzağı¹⁵ yaşanmıştır. Gelişmiş ülkelerde genel olarak böyle bir sorun yaşanırken, gelişmekte olan ülkelere yönelik yabancı sermaye hareketliliğini artmıştır. Bu durum, gelişmekte olan ülkelere

¹⁵ Likidite tuzağı, faizin düşebileceği en alt seviyeye düşmesine ve parasal genişlemenin olmasına rağmen halkın faiz oranının tekrar yükseleceği, tahvil fiyatlarının ise düşeceği beklentisi olmasından dolayı parayı ellerinde tutmalarıdır. Likidite tuzağının tarihteki ilk büyük tanığı Japonya olmuştur. Japon Merkez Bankası 1990'lı yıllarda yaşanan durgunlukla mücadele etmek için sıfır politika faizi ve parasal genişleme yöntemlerini uygulamış, fakat halk tasarruf yapmaya devam etmiştir.

finansman maliyetlerinin azalmasının yanı sıra ulusal paranın ani değerlenmesine ve iç kredi kullanımının artmasına yol açmıştır. Dolayısıyla, dış ticaret ve cari işlemlerde görülen olumsuzluklar sözkonusu ülkelerin merkez bankalarını benzer alternatif para politikası araçlarına yöneltmiştir. Örneğin, Çin parasal genişlemeye ağırlık verirken, Türkiye, politika faizine ek olarak gecelik borç alma ve borç verme faiz oranlarını kapsayan faiz koridoru, zorunlu karşılıklar ve rezerv opsiyon mekanizmasını aktif olarak kullanmaya başlamıştır.

Sonuç olarak, finansal piyasaları etkileyecek şekilde genişletilmiş bir tepki ve iletişim fonksiyonunun oluşturulması kanısına yönelik, merkez bankaları faiz oranı volatilitesine dayanan tepki fonksiyonuyla cevap vermiştir.

1.3.2.1. Faiz düzeltirme kuralı ve dışsal şoklar

Faiz düzeltirme kuralının, kısa vadeli faiz oranlarının gerçek seyrinin yakalanması ya da gelecek dönem tahmini oranlara ulaşılması açısından başarılı olduğu düşünülmektedir (Clarida vd.; 2000, Rudebusch; 2001, Woodford; 2001, Orphanides; 2004). Hedeflenen ve bir dönem gecikmeli faiz oranlarının da yer aldığı ve gerçekleşen faiz oranının (i_t) tahmin edildiği faiz düzeltirme kuralı şöyle tanımlanır (Clarida vd., 2000: 153):

$$i_t = \rho(L)i_{t-1} + (1 - \rho)i_t^* + v_t \quad (1.13)$$

Denklem 1.13'de, $\rho(L) = \rho_1 + \rho_2 L + \dots + \rho_n L^{n-1}$ ve $\rho = \rho(I)$ olmak üzere ρ ; faiz düzleştirme derecesini, L ; gecikme operatörünü, ν_t ise; sıfır ortalamalı dışsal faiz şoku hata terimini temsil etmektedir.

Denklem 1.13, ileriye dönük Taylor kuralına göre ifade edilecek olursa, merkez bankası faiz kararlarına ilişkin etki-tepki fonksiyonunu¹⁶ şöyle elde etmek mümkündür:

$$i_t^* = i^* + \beta(E\{\pi_{t,k}|\Omega_t\} - \pi^*) + \gamma(E\{x_{t,k}|\Omega_t\}) \quad (1.14)$$

$$i_t^* = i^* - \beta\pi^* + \beta\pi_{t,k} + \gamma x_{t,k} \quad (1.15)$$

$$i_t^* = r^* + \pi^* - \beta\pi^* + \beta\pi_{t,k} + \gamma x_{t,k} \quad (1.16)$$

$$i_t^* = r^* - (\beta - 1)\pi^* + \beta\pi^* + \beta\pi_{t,k} + \gamma x_{t,k} \quad (1.17)$$

$$i_t^* = r^* - (\beta - 1)\pi^* + \beta\pi^* + \beta\pi_{t,k} + \gamma x_{t,k} \quad (1.18)$$

$$i_t = \rho(L)i_{t-1} + (1 - \rho)[r^* - (\beta - 1)\pi^* + \beta\pi^* + \beta\pi_{t,k} + \gamma x_{t,k}] + \varepsilon_t \quad (1.19)$$

Denklem 1.19'da, kuralın geçerliliğini sağlayan hata terimi (ε_t), tahmini hataların ve veri setindeki eksikliklerin doğrusal bir kombinasyonu olarak varsayıldığından şöyle yazılır (Clarida vd., 2000: 153-154):

$$\varepsilon_t = -(1 - \rho)[\beta(\pi_{t,k} - E\{\pi_{t,k}|\Omega_t\}) + \gamma(x_{t,k} - E\{x_{t,k}|\Omega_t\})] \quad (1.20)$$

i_t ayarlandığında z_t ¹⁷ bilinen ama gözlemlenemeyen değişkenlerin vektörü olarak yazıldığında (örneğin, $z_t \in \Omega_t$), Denklem 1.19'daki

¹⁶ Etki-tepki fonksiyonu elde edilirken, $r^* = i^* - \pi^*$ yararlanılmıştır.

ortogonal matris¹⁸ koşullarını taşıyarak şöyle yazılır (Clarida vd., 2000: 153-154):

$$E = [i_t - (1 - \rho)(r^* - (\beta - 1)\pi^* + \beta\pi^* + \beta\pi_{t,k} + \gamma x_{t,k}) + \rho(L)i_{t-1}] + z_t = 0 \quad (1.21)$$

Denklem 1.21’de, parametre vektörünün tahmin edilmesine temel oluşturan $(\rho, \beta$ ve $\gamma)$, seri korelasyonunu hesaplayan optimal bir ağırlık matrisi Genelleştirilmiş momentler yöntemi (GMM) kullanılarak (ε_t) hesaplanır (Hansen,1982: 1032-1038). Vektör z_t boyutunun dörtten fazla olduğu ölçüde (tahmin edilen parametrelerin sayısı), kuralın geçerliliğini ve kullanılan politika araçlarını değerlendirmek amacıyla, tercih edilen bazı sınırlayıcı kısıtlamalar anlamına gelir.

Denklem 1.20’de, tek terim olarak varsayılan, $r^* - (\beta - 1)\pi^*$, π^* değerinin mevcut olması durumunda ise r^* değerinin de elde edilebileceği belirtilmektedir (Clarida vd., 2000). Bu nedenle sabit terim olan reel faiz oranı, dışsal değişken olarak tahmin sürecinde yer almaktadır (Clarida vd., 2000; Rudebusch, 2001, Driffill vd., 2006). Taylor (1993) kuralı, Denklem 1.21’e göre yeniden düzenlenir ve reel faiz oranı denkleme sabit terim olarak dahil edilirse faiz düzleştirme kuralının son hali şöyle yazılır (Clarida vd., 2000: 153-154):

$$i_t = \rho(L)i_{t-1} + (1 - \rho)[i^* - \beta\pi^* + \beta\pi_{t,k} + \gamma x_{t,k}] + \varepsilon_t \quad (1.22)$$

¹⁷ Clarida vd. (1998) tarafından ileriye dönük Taylor kuralı, $i_t = \theta + \theta E\{\pi_{t,k} | \Omega_t\} + \gamma E\{x_t | \Omega_t\} + \xi E\{z_t | \Omega_t\}$ şeklinde tanımlanmış ve eşitlikte bulunan gözlemlenemeyen değişkenlerin, reel döviz kuru, yurtdışı faiz oranı ve para arzı gibi değişkenler olabileceği belirtilmiştir.

¹⁸ Transpozisi (matris satır ve sütunun yer değiştirmesi) ile tersi birbirine eşit olan matristir.

$$i_t = \rho(L)i_{t-1} + (1 - \rho)[\beta\pi_{t,k} + \gamma x_{t,k}] + \varepsilon_t \quad (1.23)$$

Denklem 1.23, faiz düzleştirme kuralını temsil etmektedir. ρ 'nun aldığı değer enflasyon sapması ve çıktı açığının, gerçekleşen faiz oranı üzerindeki etkisini göstermektedir. $\rho = 1$ olduğunda, enflasyon ve çıktı açığının gerçekleşen faiz oranı üzerinde etkisinin olmadığı, $0 < \rho < 1$ olduğunda ise enflasyon ve çıktı açığının gerçekleşen faiz oranını etkilediği varsayılmaktadır.

Sonuç olarak, faiz oranının bir dönem gecikmeli değerini temsil eden faiz düzleştirme katsayısı, ayrıca, faiz oranı hedeflerinde reel faiz oranına yaklaşılmamasını sağlayan faiz oranının mevcut ve önceki dönem değerlerinin ağırlıklı ortalamasıdır (Mohanty ve Klau, 2004: 3-5, Peker ve Sümer, 2018). Bu durum para politikası yetkililerinin kademeli faiz politikası çerçevesinde karar aldığını göstermekte ve dolayısıyla bu yönüyle orijinal Taylor kuralından ayrılmaktadır (Peker ve Sümer, 2018: 80).

1.3.2.2. Getiri eğrileri

Faiz oranlarına ilişkin temel tartışmalardan biri, kısa ve uzun vadeli faiz oranları arasındaki ilişkidir. Getiri eğrileriyle, bono ve tahvil gibi finansal varlıkların faiz oranı (getirisi) ile vadeleri arasındaki ilişki açıklanır.

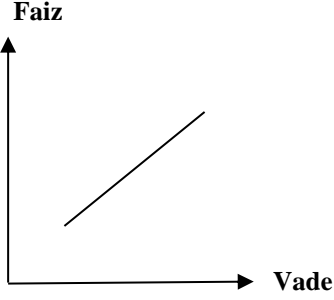
Örneğin, P fiyatında bir tahvilin t_1, t_2, \dots, t_n dönemde K_1, K_2, \dots, K_n şeklinde pozitif sabit nakit akışları olduğu varsayıldığında, vadeye

göre getiri oranı olan r ile ilişkisi şöyle tanımlanabilir (Carpenter, 2016: 7) :

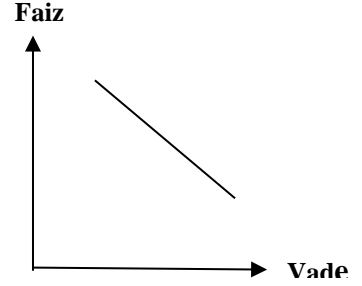
$$P = \frac{K_1}{(1+r/2)^{2t_1}} + \frac{K_2}{(1+r/2)^{2t_2}} + \dots + \frac{K_n}{(1+r/2)^{2t_n}} \quad (1.24)$$

Genel olarak finansal varlıkların fiyatı ile getirileri arasındaki ilişki, Şekil 1.5’de yer alan artan, azalan, yatay ve dalgalı getiri eğrileriyle yorumlanmıştır. Artan getiri eğrisi, enflasyonda uzun vadede artış beklentisi olduğunda, vade uzadıkça faiz oranlarının artacağını göstermektedir. Çünkü, gelecekteki nakit akışına ilişkin belirsizlik borç verecek olanları uzun vadede yüksek faiz talep yönlendirir. Azalan getiri eğrisinde, uzun vadede enflasyonun düşeceği beklentisi olduğundan borç verecek olanlar kısa vade için yüksek faiz talep eder. Eğer, enflasyona ilişkin beklentiler istikrarlı ise kısa ve uzun vadeli faiz oranları arasında küçük ya da ihmal edilebilir bir fark olur ve getiri eğrisi yatay hale gelir. Merkez bankalarının tercih ettiği bu eğri konjonktürel dalgalanmaların hızlı ve geniş çaplı yaşanması durumunda dalgalı hale gelir. Örneğin, ilk dönemlerde uzun vadede enflasyonun artacağı beklentisi yükseltirken, ilerleyen dönemlerde durgunluk yaşanacağı beklentisi faiz oranlarını düşürür. Dolayısıyla, artan ve azalan getiri eğrileri birlikte görülecektir.

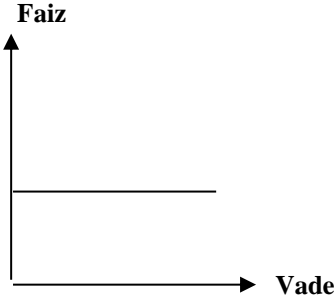
Artan Getiri Eğrisi



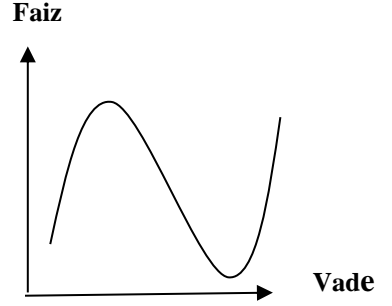
Azalan Getiri Eğrisi



Yatay Getiri Eğrisi



Dalgalı Getiri Eğrisi



Kaynak: Piazzesi ve Schneider (2007) izlenerek tarafımızdan oluşturulmuştur.
Şekil 1.5: Getiri Eğrileri

Getiri eğrilerinin, gelecekteki pozisyonlarına yönelik yapılacak tahminler hem merkez bankası faiz kararlarının belirlenmesinde, hem de özel sektör ve kamunun izleyeceği borçlanma stratejisinde önem arz eder.

1.3.2.3. Bekleyişler teorisi

Fisher (1930: 27), Lutz (1940) ve Hicks (1949) faiz oranlarının vade yapısını belirleyen temel faktörün bekleyişler olduğunu belirtmiştir.

Risk priminin sıfır olduğu bu teoride, kar maksimizasyonu amacıyla hareket eden yatırımcılar için kısa ve uzun vadeli finansal varlık arasında hiçbir fark yoktur. Farklı vadelerdeki finansal varlıkların faiz oranları zamanla birlikte hareket eder.

Eğer kısa vadeli faiz oranları bugün artar ya da azalır, gelecek dönemde daha yüksek ya da düşük olma eğilimi gösterir. Bu nedenle yatırımcılarda gelecek dönem kısa vadeli faiz oranlarında artış ya da azalış beklentisi oluşurken, uzun vadeli faiz oranları da aynı yönde hareket eder. Yatırımcıların elinde kısa vadeli finansal varlık bulundurmasıyla uzun vadeli finansal varlık bulundurması arasında hiçbir fark olmadığı için bu finansal varlıklar birbirini tam ikame eder.

Uzun vadeli tahvil faiz oranı tamamen cari (t) dönem tahvil faiz oranıyla gelecek ($t+1$) dönem tahvil faiz oranına ilişkin piyasa beklentilerinin ağırlıklı ortalamasıdır. O halde n vadeli bir tahvilin faiz oranı beklentiler teorisine göre şöyle bulunabilir (Mishkin, 2004: 131) :

$$i_{n,t} = \frac{i_t + i^e_{t+1} + i^e_{t+2} + \dots + i^e_{t+(n-1)}}{n} \quad (1.26)$$

Denklem 1.25'de, i_t ; 1 yıllık tahvilin t dönem faiz oranı, i^e_{t+1} ; 1 yıllık tahvilin ($t+1$) dönem beklenen faiz oranı, $i_{n,t}$; n vadeli tahvilin faiz oranı olarak ifade edilir.

Ayrıca, uzun vadeli faiz oranlarına, kısa vadeli spot faiz oranı ve cari dönemin ileri vadeli (forward) faiz oranının (i_{t+n}^f) kombinasyonu ile şu şekilde ulaşılabilir (King ve Kurmann, 2002; Handa, 2009):

$$(1 + i_t) = (1 + i_t) \quad (1.26)$$

$$(1 + i)^2 = (1 + i_t) (1 + i_{t+1}^f) \quad (1.27)$$

$$(1 + i)^3 = (1 + i_t) (1 + i_{t+1}^f) (1 + i_{t+2}^f) \quad (1.28)$$

$$(1 + i_{n+t})^{n+1} = (1 + i_t) (1 + i_{t+1}^f) (1 + i_{t+2}^f) \dots (1 + i_{t+n}^f) \quad (1.29)$$

Finansal varlıkların getiri eğrilerinin ise, temel varsayımın tam ikame olması nedeniyle genellikle yatay olduğu söylenebilir. Ancak, artan ve azalan getiri eğrileriyle de karşılaşılabılır. Buna göre, cari dönem faiz oranları düşük ya da yüksek olduğunda yatırımcılar gelecek dönem kısa vadeli faiz oranlarının normal seviyesine yükseleceğini ya da normal seviyesinden düşeceğini bekler. Gelecek dönem faiz oranları cari dönem faiz oranlarından daha yüksek ya da düşük olacaktır. Böylece, uzun vadeli faiz oranları cari dönem kısa vadeli faiz oranlarının üzerinde ya da altında gerçekleşecek ve getiri eğrisi artan ya da azalan olacaktır.

Bekleyişler teorisi farklı vadelerdeki finansal varlıkların birbirini tam ikame etmesi ve faiz oranlarına ilişkin piyasa beklentilerinin kesin olması nedeniyle eleştirilmiştir.

1.3.2.4. Likidite primi teorisi

Likidite primi teorisinde farklı vadelerdeki finansal varlıkların getiri riskini göz önünde bulundurulmuştur. Hicks (1940), bekleyişler teorisindeki gibi farklı vadelerdeki finansal varlıklar arasında tam ikame olması mümkün değildir. Çünkü hem uzun vadeli finansal varlıkların likiditesi kısa vadeliyle kıyasla düşük hem de uzun vadede verilen borçların geri ödenmeme riski yüksektir. Uzun vade için yatırımcılar ya da borç verenler ekstra likidite primi talep ederler. Uzun vadeli finansal varlıkların getiri riskini telafi etmek için önerilen likidite primi genelde artan bir değerdir (Elton vd., 2011).

Uzun vadeli faiz oranları, kısa vadeli faiz oranlarının ortalaması ile likidite priminin toplamına eşit olduğu için, n vadeli bir tahvilin faiz oranı şöyle genelleştirilebilir (Mishkin, 2004: 134) :

$$i_{n,t} = \frac{i_t + i^e_{t+1} + i^e_{t+2} + \dots + i^e_{t+(n-1)}}{n} + l_{nt} \quad (1.30)$$

Denklem 1.30'da, l_{nt} ; likidite primini temsil etmektedir. Burada, uzun vadeli faiz oranları likidite primi kadar kısa vadeli faiz oranlarına göre yüksek olmaktadır (Chinn ve Kucko, 2010).

Uzun vadeli faiz oranları, kısa vadeli spot faiz oranı ve cari dönemin ileri vadeli (forward) faiz oranının kombinasyonu şeklinde ise Denklem 1.29'dan yararlanılarak şöyle yazılır:

$$(1 + i_{n+t})^{n+1} = (1 + i_t) (1 + i^f_{t+1}) (1 + i^f_{t+2}) \dots (1 + i^f_{t+n}) l_{n+t} \quad (1.31)$$

Vade arttıkça likidite priminin artacağı varsayımıyla, finansal varlıklar artan getiri eğrilerine sahip olur.

1.3.2.5. Bölünmüş piyasalar teorisi

Bekleyişler teorisine karşı, Culbertson (1957) tarafından ortaya konan bölünmüş piyasalar teorisinde de, piyasalar farklı vade yapıları için birbirinden tamamen ayrı ve bağımsızdır. Yani yatırımcıların riskini minimize eden belirli vadelerde alternatif tahvil tercihleri vardır. Yatırımcılar sadece kendi tahvil tercihlerinin getirisiyle ilgilenirken, diğer tahvillerin getirilerine karşı duyarsızdırlar. Bu nedenle kısa ve uzun vadeli faiz oranları, yatırımcıların tahvil arz ve talebine göre ayrı piyasalarda oluştuğu için, özel yatırımcıların bulunduğu finansal piyasalarda geçerlidir.

Farklı vadelerdeki finansal varlıklar birbirini ikame etmeyeceği için bölünmüş piyasalar teorisinin ilişkilendirilebileceği getiri eğrisi bulunmaz.

1.3.2.6. Tercih edilen ortam (habitat) teorisi

Modigliani ve Sutch (1966), bekleyişler teorisıyla bölünmüş piyasalar teorisi arasındaki uzlaşmayı dile getirir. Modigliani ve Sutch (1966)'a göre, yatırımcıların faiz bekleyişleri yanında farklı vadelerde tahvil tercihleri bulunduğu için, tahviller arasında kısmi ikame söz konusudur. Ancak, Nelson (1972)'a göre, yatırımcıların bu bekleyiş ve tercihleri risk primi karşısında değişir. Bu ilişkinin temel belirleyicisi yatırımcıların tahvil arz ve talebidir. Yatırımcı

tercihlerinin ön planda olduğu bu teoride, genellikle artan ve azalan getiri eğrileri geçerlidir.

Buraya kadar yapılan açıklamalardan, likidite primi ve tercih edilen ortam teorilerinin, kısa vadeli faiz oranlarının tahmin edilmesinde daha etkili olduğu anlaşılmaktadır. Ancak, fiyatların ve uzun vadeli tahvillerin getirisinin belirlenmesinde gelecek dönem kısa vadeli oranına ilişkin bekleyişler, para politikası için faaliyet hedefi olarak değerlendirilebilir. Gerek kısa ve uzun vadeli faiz oranlarının para politikasına tepki vermesine gerekse para politikasının yürütülmesinde bekleyişler önemli rol oynamaktadır. Bu nedenle, bekleyişler teorisinin faiz oranlarının vade yapısının açıklanmasında hakim teori olduğu düşünülebilir.

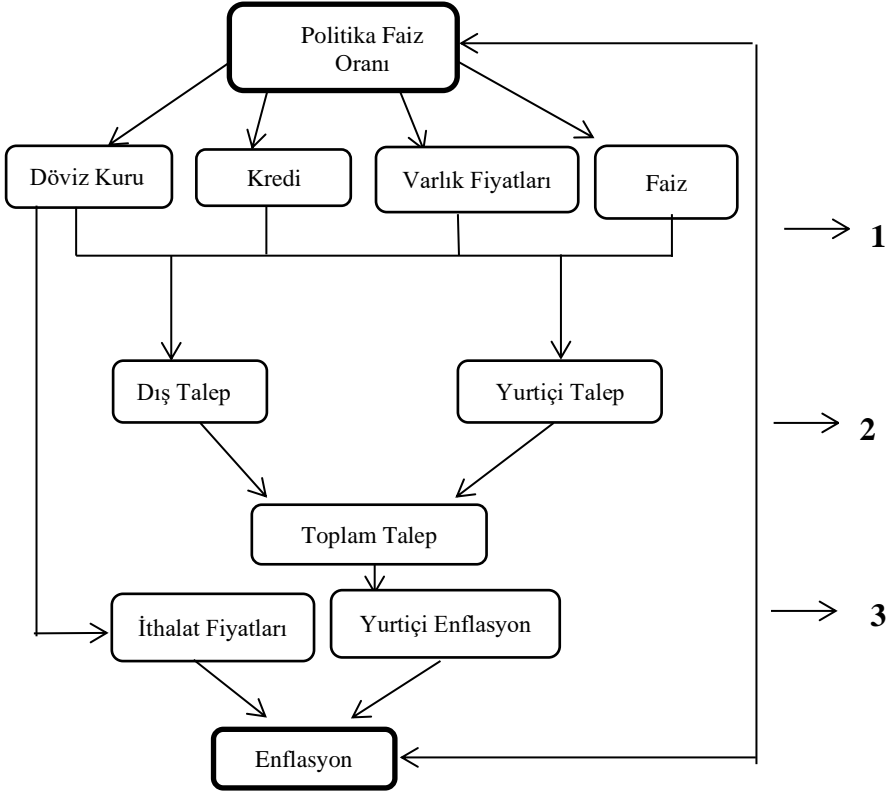
1.3.3. Parasal Aktarım Mekanizması: Faiz ve Ekonomik Performans

Getiri eğrileri çerçevesinde çeşitli teorilerle açıklanan, faiz oranlarının vade yapısı, makroekonomik bilgilerin aktarımında önemli bir mekanizmadır. Finansal varlıkların vade sonları hariç her bakımdan aynı olduğunun varsayıldığı bir durumda kısa vadeli finansal varlık işlemleri sonucunda oluşan kısa vadeli faiz oranları, para politikası uygulamaları için faaliyet hedefi olarak hizmet etmektedir. Uzun vadeli finansal varlık işlemlerine dayanan uzun vadeli faiz oranları ise para politikası uygulamalarının, başta tasarruf ve yatırım olmak üzere reel ekonomiyi etkilemesine aracılık etmektedir. Sonuçta, sinyal niteliğinde olan kısa vadeli faiz oranları tarafından uzun vadeli faiz oranları belirlenmektedir.

Bu kapsamda, merkez bankası, faiz oranlarını birincil para politikası olarak kullandığında, teorik açıdan ekonomik birimlerin para talebinin faiz oranlarındaki değişikliklere karşı tepkisinden yararlanmaktadır. Uygulamada ise, merkez bankası bankalararası para piyasasında geçerli olan ve “gecelik faiz” olarak adlandırılan kısa vadeli faiz oranlarını değiştirmek suretiyle uzun vadeli faiz oranlarını, sermaye piyasasında oluşan varlık fiyatlarını, döviz kurlarını etkileyerek, ekonomik birimlerin tüketim, tasarruf ve yatırım kararlarını yönlendirmektedir. Böylece, merkez bankası politika faiz oranı aracılığıyla makroekonomik değişkenler üzerinde etkinliğini göstermektedir. Çalışmanın bu kısmından itibaren merkez bankası faiz kararlarının ekonomiye nasıl aktarıldığı ve etkilerinin ne olabileceği, parasal aktarım mekanizmasıyla incelenmiştir.

Parasal aktarım mekanizması, merkez bankası faiz kararlarının ekonomik performansa katkısını açıklamaktadır. Keynesyen ve Monetarist yaklaşımlar çerçevesinde ele alınan parasal aktarım mekanizmasında, para arzındaki değişikliklerin, toplam talep, enflasyon, döviz kuru, yabancı sermaye ve milli gelir gibi makroekonomik değişkenler üzerindeki etkisi değerlendirilir (Mishkin, 1995; Norrbin, 2000; Ireland, 2005). Keynesyen yaklaşımda, para politikası kısa vadeli nominal faiz oranları ile yatırım harcamalarını etkilerken, yatırım harcamalarındaki değişiklikler çarpan etkisiyle milli gelir düzeyini belirler. Monetarist yaklaşımda ise, para arzındaki artış miktarı doğrudan uzun vadeli reel faiz oranlarını etkileyerek milli gelir düzeyini belirler.

Bu yaklaşımların yanı sıra, ekonomik konjonktür ve kullanılan para politikası rejimlerine göre, parasal aktarım mekanizması, faiz, varlık fiyatları, kredi ve döviz kuru kanallarıyla ele alınmaktadır¹⁹. Şekil 1.6’da, parasal aktarım mekanizmasının işleyişi üç aşama halinde açıklanmıştır.



Kaynak: ECB Policy Review (2017) izlenerek tarafımızca oluşturulmuştur.

Şekil 1.6: Parasal Aktarım Mekanizması

¹⁹ Parasal aktarım mekanizmasının işleyiş sürecinde beklenti kanalı zımni olarak yer alır. Beklentiler kanalı, başta enflasyon olmak üzere ekonominin gelecek dönem performansına ilişkin ekonomik birimlerin beklentilerinin milli gelire aktarılmasını sağlar. Buna göre, ekonomik birimler, enflasyon, piyasa faiz oranları, döviz kuru ve varlık fiyatlarındaki değişikliklerden yola çıkarak, tüketim, yatırım ve tasarruf davranışları yönlendirerek milli geliri etkiler.

İlk aşamada, merkez bankasının politika faiz oranında yapılan değişiklikler, piyasa faiz oranları, varlık fiyatları, kredi ve döviz kuru kanallarını etkilemektedir. İkinci aşamada, bu kanallar yurtiçi ve ithal mallara olan talebi etkileyerek, toplam talep ve yurtiçi fiyatlara yansımaktadır. En son aşamada ise döviz kurunun ithalat fiyatları üzerindeki etkisi yurtiçi fiyatlarla birlikte enflasyon üzerinde belirleyici olmaktadır.

Enflasyon ve politika faizi arasında karşılıklı olarak devam eden parasal aktarım mekanizması, alternatif para politikası hedef ve araçlarında değinildiği gibi, dolaylı olarak finansal istikrarı etkilemektedir.

1.3.3.1. Toplam talep ve faiz kanalı

Geleneksel aktarım kanalı olarak ifade edilen faiz kanalında, Taylor (1993) kuralından yola çıkılarak para politikası ve reel sektör arasındaki ilişki kısa vadeli nominal faiz oranlarıyla kurulur.

Fiyat yapışkanlığı ve rasyonenel beklentiler varsayımları altında, para politikasındaki bir değişiklik kısa vadeli nominal faiz oranları yoluyla uzun vadeli piyasa faiz oranlarını etkiler (Mishkin, 1995; Norrbin, 2000). Uzun vadeli piyasa faiz oranlarındaki değişikliklerin, firmaların sabit sermaye yatırımları, kişilerin de konut yatırımı ve dayanıklı tüketim malı harcamaları üzerindeki etkisi şöyle gösterilerilebilir (Norrbin, 2000: 5):

$$M \uparrow \Rightarrow i \downarrow \Rightarrow I \uparrow, C \uparrow \Rightarrow Y \uparrow \quad (1.32)$$

Para arzının (M), kısa vadeli nominal faiz oranlarının (i), yatırım harcamalarının (I), tüketim harcamalarının (C) ve milli gelirin (Y) ile ifade edildiği işleyiş sürecinde, genişletici para politikası sonucu kısa vadeli nominal faiz oranlarının düşmesi, mevduat ve kredi faiz oranı gibi uzun vadeli kredi faiz oranlarının düşeceği yönünde algı oluşturur. Tasarruf yapmanın getirisi azalacağı için tüketim ve yatırım harcamaları artar. Toplam talepteki bu artış, milli geliri artırır.

1.3.3.2. Dışa açıklık ve döviz kuru kanalı

Ülkelerin dışa açıklık seviyesi, kullanılan döviz kuru sistemleri ve reel döviz kurunun fiyatlara geçiş etkisi sabit varsayıldığında, döviz kuru kanalının işleyiş süreci şöyle gösterilebilir (Mishkin, 1995: 5):

$$M \uparrow \Rightarrow i \downarrow \Rightarrow E \uparrow \Rightarrow NX \uparrow \Rightarrow Y \uparrow \quad (1.33)$$

Nominal döviz kurunun (E) ve net ihracatın (NX) ile ifade edildiği işleyiş sürecinde genişletici para politikasıyla yurtiçi faiz oranlarındaki düşüş yabancı sermaye açısından karın azalmasına işaret eder. Ülkeden hızlı sermaye çıkışı yaşanırken, ulusal paranın değer kaybetmesiyle birlikte yurtiçinde üretilen mallar ithal mallara kıyasla ucuzlar. Sonuç olarak, net ihracat ve milli gelir artar.

1.3.3.3. Finansal risk ve varlık fiyatları kanalı

Varlık fiyatları kanalı, para politikası ile finansal varlıkların ana bileşenlerinden hisse senedi ve yatırım harcamalarının nispi fiyat yapısındaki değişiklikler arasındaki ilişkiyi değerlendirir. Örneğin,

genişletici para politikası sonucu faiz oranlarındaki düşüş hisse senetlerini tahvillere göre daha çekici hale getirir.

Hisse senetlerinin talep artışına yol açacağı bu uygulama fiyatların yükselmesine yol açar. Bunun yanında, Meltzler (1996), Keynes'in varlık fiyatları kanalını hisse senetleriyle sınırladığını; Monetaristlerin ise, varlık fiyatları ve servet arasındaki ilişkiyi değerlendirerek geliştirdiğini belirtmiştir (Mishkin, 1995: 5-7).

Tobin (1969: 16-19)'e göre, firmaların hisse senedi fiyatlarıyla piyasa değerleri arasında ilişki kurularak, yatırım harcamalarının bu ilişkiden nasıl etkilendiği *q* değeriyle açıklanır. *q* değeri firmanın piyasa değerinin sermayenin yenileme maliyetine oranıdır. Örneğin, firmanın piyasa değeri, sermayenin yenileme maliyetinden büyükse *q* değeri yükselir ve yeni yatırımları teşvik eder. Söz konusu durum, genişletici para politikasıyla ilişkilendirilerek şöyle gösterilebilir (Mishkin, 1995: 6):

$$M \uparrow \Rightarrow P_E \uparrow \Rightarrow q \uparrow \Rightarrow I \uparrow \Rightarrow Y \uparrow \quad (1.34)$$

Hisse senedi fiyatlarının (P_E) ile ifade edildiği işleyiş sürecinde, piyasadaki hisse senedi fiyatlarındaki artış sonucu firmaların piyasa değeri artacağı için, yeni yatırım harcamalarıyla milli gelirden artış sağlanır.

Modigliani (1971: 21-22) ise, hisse senedi fiyatları yoluyla yaşanan servet etkisinin kişilerin tüketim harcamaları üzerindeki etkisini “Yaşam Boyu Gelir” hipoteziyle açıklamıştır. Genişletici para

politikasının etkileri Modigliani'ye göre şöyle gösterilebilir (Mishkin, 1995: 6):

$$M \uparrow \Rightarrow P_E \uparrow \Rightarrow W \uparrow \Rightarrow C \uparrow \Rightarrow Y \uparrow \quad (1.35)$$

Kişilerin, portföyünde bulunan hisse senetlerinden elde edeceği getiri artacağı için, servet düzeyi (W) yükselir. Bu sayede, tüketim harcamalarıyla birlikte milli gelir düzeyi artar.

Genişletici para politikasının reel varlıkların fiyatları yoluyla oluşturduğu servet etkisi ise şöyle gösterilebilir (Norrbin, 2000: 11):

$$M \uparrow \Rightarrow P_H \uparrow \Rightarrow W \uparrow \Rightarrow C \uparrow \Rightarrow Y \uparrow \quad (1.36)$$

Reel varlıklar içerisinde değerlendirilen konut fiyatlarının (P_H) ile ifade edildiği işleyiş sürecinde, artan konut fiyatları, konut satışından kazanç elde eden kişilerin servet düzeyini artırır. Söz konusu durum kişilerin tüketim harcamaları ve milli gelir düzeyinin artmasıyla sonuçlanır.

1.3.3.4. Finansal risk ve kredi kanalı

Bernanke ve Gertler (1995)'e göre, faiz ve varlık fiyatları kanallarının finansal piyasalar üzerindeki etkisi asimetrik bilgiden kaynaklanan ters seçim ve ahlaki tehlike sorunları²⁰ kredi kanalında açıklanır (Mishkin, 1995: 7). Para politikası ve finansal piyasalar arasındaki

²⁰ Kredi piyasasında eksik bilgilenme olarak tanımlanan asimetrik bilgi ters seçim ve ahlaki tehlike sorunlarına yol açar. Ters seçim, kredi sözleşmesinden önce borç verenin borçlu hakkında tam bilgi edinmemesidir. Ahlaki tehlike ise, kredi sözleşmesinden sonra borçlunun kredi kullanma taahhüdüne uyup uymadığının bilinmemesidir.

ilişki, bankaların kredi kanalı ve firmaların bilanço kanalı aracılığıyla sağlanır. Banka kredi kanalında, banka rezervlerindeki değişikliğin milli gelir üzerindeki etkisi önemli rol oynarken, bilanço kanalında bankalardan borçlanmak isteyen firmaların finansal ve reel varlıklardan oluşan nakit akışındaki²¹ değişikliklerin milli gelir üzerindeki etkisi önemlidir (Mishkin, 1995: 7-8).

Banka kredi kanalında, genişletici para politikası sonucunda ortaya çıkan ani rezerv artışını kredi arzına dönüştürmek isteyebilir. Faiz oranlarındaki düşüşle birlikte, yatırım ve tüketim harcamaları artacağı için milli gelir artar. Banka rezervlerinin (B_R) ve banka kredisinin (B_L) ile ifade edildiği bu işleyiş süreci şöyle gösterilebilir (Mishkin, 1995: 8; Norrbin, 2000: 7):

$$M \uparrow \Rightarrow i \downarrow \Rightarrow B_R \uparrow \Rightarrow B_L \uparrow \Rightarrow I \uparrow \Rightarrow C \uparrow \Rightarrow Y \uparrow \quad (1.37)$$

Bilanço kanalının işleyiş süreci ise şöyle gösterilebilir (Mishkin, 1995: 8; Norrbin, 2000: 6):

$$M \uparrow \Rightarrow i \downarrow \Rightarrow CF \uparrow \Rightarrow AS\&MH \downarrow \Rightarrow P_L \uparrow \Rightarrow I \uparrow \Rightarrow Y \uparrow \quad (1.38)$$

Özellikle banka kredilerine bağımlı olan küçük ve orta ölçekli firmaların yatırım harcamalarını etkileyen bilanço kanalında, faiz oranlarındaki düşüş sonucu piyasadan borç almak isteyen firmaların nakit akışı (CF) yükselir.

²¹ Nakit akışı, varlıkların nakde dönüştürülme hızıdır.

Asimetrik bilgiden kaynaklanan ters seçim (AS) ve ahlaki tehlike (MH) sorunlarının azalacağı beklentisiyle borç riski algısı zayıflar. Söz konusu firmalar ihtiyaç duydukları krediyi temin ettiği için yatırım harcamaları ve milli gelir artar.

1.3.4. Çeşitli Merkez Bankası Deneyimleri

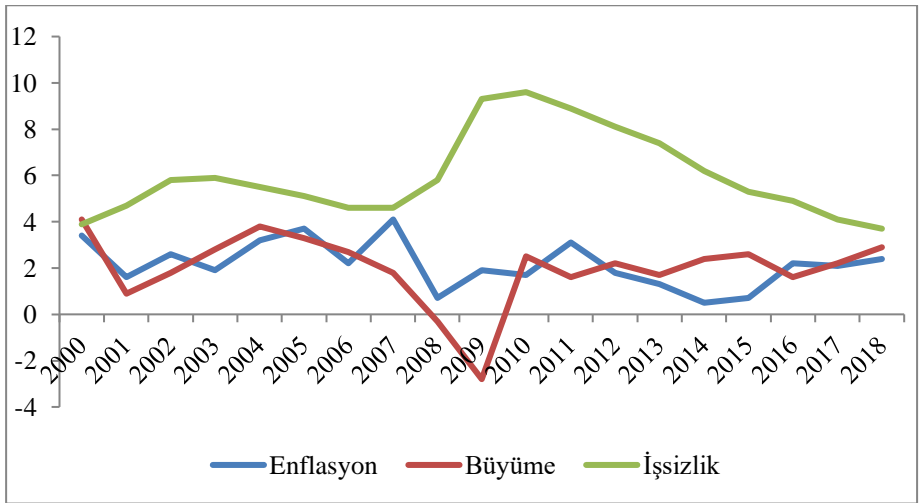
Nihai hedefleri fiyat istikrarı ve tam istihdam doğrultusunda, 2008 küresel kriz öncesi ve sonrası uyguladıkları faiz politikasıyla piyasaları etkileyen FED ve ECB tarafından alınan faiz kararlarının olası etkileri şöyle tartışılabilir:

1.3.4.1. FED faiz kararlarının makroekonomik etkileri

Merkez bankasının tek işlevinin fiyat istikrarını garanti altına almak şeklinde görülmesi, Chang (2007) tarafından instutional mono-tasking yani kurumsal tek görevlendirme olarak ifade edilmiştir. Merkez bankasının işlevsel çeşitliliğini anlamakta başarısızlık ve potansiyelinden tam olarak yararlanılamaması anlamına gelmektedir.

Bu algıyı nispeten aşabilen FED fiyat istikrarının yanında tam istihdamı gözeterek, oldukça etkili olmaktadır. Buna göre, ağırlıklı olarak 2002-2004 döneminde FED, Taylor kuralını izleyerek, enflasyon ve büyüme oranlarına dikkat çekmiştir. FED, enflasyonist eğilimlere karşı enflasyon oranını %2, potansiyel büyüme oranını ise %2,5-3,0 aralığında belirlemiştir. Fiili enflasyon oranının hedeflenen oranın üzerinde olması veya gerçekleşen büyüme oranının potansiyel oranı aşması halinde FED faiz oranını yükseltecektir (Bernanke, 2010).

Ancak, FED 2008 küresel krizinin yaşanmasıyla Taylor kuralının tek başına yeterli olmadığını anlamıştır. Şekil 1.7’de, 2000’li yılların başında teknoloji balonunun borsada yol açtığı zarar, 11 Eylül saldırılarının zemin hazırladığı durgunluk, 2008 küresel krizin etkilerine yer verilmiştir. Bu süreçte, FED, durgunluğa karşı faiz indirimi uygulamıştır. Örneğin, 2000-2003 döneminde faiz oranlarını %6,5’ten %1,1’e düşüren FED, 2008-2011 döneminde faiz oranlarını %0-0,25 aralığına çekmiştir. Bu süreçte FED, özellikle doğal işsizlik oranını gözönünde tutarak, 2015 yılına kadar faiz indirimi kararında ısrarlı olmuştur.



Kaynak: IMF World Economic Outlook Database (April 2019) verileri kullanılarak tarafımızca oluşturulmuştur.

Şekil 1.7: ABD Ekonomisi Enflasyon, İşsizlik ve Büyüme Oranları (%)

Sonuçta, küresel kriz öncesi ve sonrası dönemde durgunlukla mücadelede faiz indirimleri öne çıksa da uygulama konusunda farklılık bulunmaktadır. Çünkü FED küresel krizin ardından, kademeli

faiz indirimlerine yönelmiş, uzun dönemde kredilendirmeyi özendirerek toplam talebi artırmayı amaçlamıştır. İdeal düzeyde olmamasına karşın, kısmen amacına ulaşan FED 2015-2016 döneminde kademeli olarak toplam 50 baz puanlık artışla faiz oranlarını %0,25-0,50 aralığından %0,50-0,75 aralığına yükseltmiştir.

2017-2018 döneminde ise, enflasyonun uzun vadeli hedefin üzerinde gerçekleşmesi, büyümenin potansiyel büyüme oranını aşması ve istihdamın ciddi bir toparlanma sergilemesi sonucunda, FED, son olarak faiz oranlarını %2,00-2,25 aralığına yükseltmiştir.

Bu gelişmelerle birlikte, doların küresel ekonomide rezerv para özelliği taşıması da FED faiz politikasını önemli kılmaktadır. Zira, dolar endeksi²² FED'in faiz kararlarına ilişkin yaptığı açıklamalar doğrultusunda şekillenmektedir. FED'in faiz indirimiyle birlikte dolar endeksi aşağı yönlü eğilim göstermektedir. Böylece, dolar diğer gelişmiş ülke para birimleri karşısında değer kaybederken, küresel piyasada düşük maliyetli fon kaynağına dönüşür. Yatırımcılar artan risk iştahı ile yüksek getirili finansal varlıkların bulunduğu özellikle gelişmekte olan ülkelere yönelirler. "Carry Trade"²³ olarak tabir edilen bu durumda, örneğin sermaye hareketliliğinde yakından takip edilen Amerika'nın 10 yıllık tahvil getirisi düşüşe geçebilir. Sonuçta, diğer ülkelerin yüksek getirili tahvil ya da bono ihraç etmesi kolaylaşır

²² Dolar endeksi, altı temel para biriminden oluşan bir sepet karşısında Amerikan dolarının değerinin ölçülmesinde kullanılır. Sepet içerisinde yer alan para birimlerinin ağırlıkları şöyledir: Euro %57,6, Japon yeni %13,6, İngiliz sterlini %11,9, Kanada doları %9,1, İsveç kronu %4,2 ve İsviçre frangı %3,6

²³ Carry trade , düşük faiz getirisine sahip para biriminden kredi temin ederek yüksek faiz getirisi olan para birimine yatırmaktır.

ve borsaları canlanır. Ayrıca, döviz ve gayrimenkul gibi varlıkların ya da altın ve petrol gibi emtianın fiyatları dolar endeksindeki değer kaybından güç alarak yükselebilir.

Bunun aksine, FED'in faiz artırma kararı dolar endeksini yukarı yönlü hareket ettirmektedir. Riskten kaçınan yatırımcılar aradaki faiz farkının kapanacağını düşünerek Amerika ya da diğer gelişmiş ülkelere yönelirler. Amerika'nın 10 yıllık tahvilleri gibi uzun vadeli finansal varlıkların getirisi artarken, gelişmekte olan ülkeler yüksek getirili tahvil ya da bono ihraç etmekte zorlanabilir. Ayrıca, yatırım aracı olarak dolara talep artmaya başlayacağından, döviz ve gayrimenkul gibi varlıklar ile altın ve petrol gibi emtianın fiyatları da düşebilir. Tablo 1.3'de, 2003-2004 döneminde FED'in faiz indirimine gitmesi sonucu, dolar endeksi ve 10 yıllık tahvil getirisi düşerken, altın ve petrol fiyatları artış göstermiştir.

FED'in 2004-2006 döneminde faiz artırımına gitmesiyle birlikte, dolar endeksi dalgalı bir seyir izlerken, 10 yıllık tahvil getirisi azalan bir eğilim sergilemiştir. Altın ve ham petrol fiyatları ise artmıştır. 2007'nin sonunda faizlerin sıfıra yaklaştırılmasının gündeme gelmesi dolar endeksinin ve 10 yıllık tahvil getirisinin hızla düşmesinde, altın ve ham petrol fiyatlarının belirgin bir şekilde artmasında etkili olmuştur.

2008-2015 döneminde FED istikrarlı faiz indirimleri uygulamasına karşın, finansal piyasalara ve emtia fiyatlarına ilişkin göstergeler dalgalı bir seyir izlemeye devam etmiştir. Dolar endeksi 2009-2010

döneminde en düşük seviyede oluşurken, bu dönemden itibaren hızla artan altın ve ham petrol fiyatları ise en yüksek seviyeleri görmüştür. Bunun yanında, 2011-2012 döneminde, 10 yıllık tahvil getirisi en düşük seviyede gerçekleşirken, 2013'den itibaren toparlanmaya başlamıştır.

Tablo1.3: ABD Finansal Piyasası ve Emtia Fiyatlarına İlişkin Seçilmiş Göstergeler

Yıllar	ABD Dolar Endeksi	ABD 10 Yıllık Tahvil Getirisi (%)	Altın Ons Fiyatı	Ham Petrol Fiyatları (Brent, \$/varil)
2003	86,92	4,6	415,70	26.9
2004	80,85	4,2	437,50	34.5
2005	91,17	4,4	517,10	50.1
2006	83,72	4,7	635,20	61.0
2007	76,69	4,0	834,90	68.1
2008	81,15	2,2	883,60	97.1
2009	77,86	2,8	1.095,20	61.1
2010	79,03	2,3	1.421,10	75.0
2011	80,18	1,9	1.565,80	95.0
2012	79,29	1,6	1.710,90	110.45
2013	80,03	3,0	1.201,90	108.05
2014	90,27	2,2	1.183,90	56.19
2015	98,63	2,3	1.060,30	37.18
2016	102,21	2,4	1.150,00	56.41
2017	91,826	2,4	1.302,8	61.71
2018	95,735	2,7	1.282,49	54.57

Kaynak: Bloomberg (2019).

Bu süre zarfında ilk faiz artışının yapıldığı 2015'de dolar endeksi ve 10 yıllık tahvil getirisi yükselirken, altın ve ham petrol fiyatları azalışa geçmiştir. FED'in 2016'da faiz artışını tekrarlaması üzerine, dolar endeksi en yüksek seviyede oluşurken, 10 yıllık tahvil getirisi de yükselmiş, altın ve ham petrol fiyatları da artmıştır.

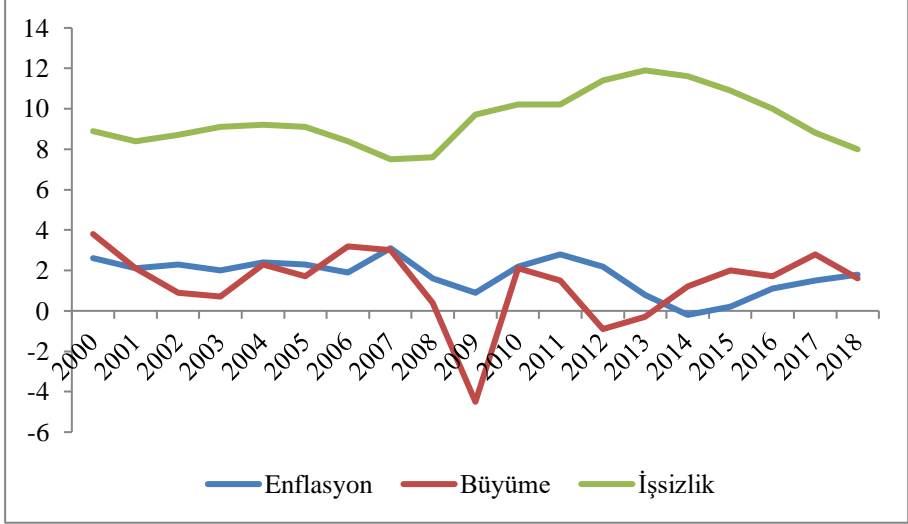
2017’de, faiz arttırımına devam edilmiş, dolar endeksi düşerken, 10 yıllık tahvil getirisi sabit kalmıştır. Altın ve ham petrol fiyatları ise yükselmiştir. FED’in, 2018’de de faiz arttırımı yönünde karar alması sonucu, dolar endeksi ve 10 yıllık tahvil getirisi yükselirken, altın ve ham petrol fiyatları aşağı yönlü eğilim sergilemiştir.

Sonuç olarak, FED tarafından yapılan açıklamalarda ekonomik birimlerin beklentileri nedeniyle faiz kararlarının reel sektör ve finansal piyasalar üzerinde etkili olması 12-18 ay arasında bir süre almaktadır. Dolayısıyla, FED, 2015 yılı itibariyle başlayan küresel ekonomide normalleşme sürecinde sakin adımlarla belirlediği faiz artışı patikasını izleyecektir.

1.3.4.2. ECB faiz kararlarının makroekonomik etkileri

1998 yılında kurulan ECB, euronun ortak para birimi olarak kullanılmasını kabul etmiş ve 1999 yılında da Avrupa Parasal Birliğine geçmiştir. Bu süreçte, ECB üzerinde çalıştığı faiz koridoru sistemini de hayata geçirmiştir. ECB’nin benimsediği faiz koridoru sisteminde, gecelik mevduat faiz oranı koridor tabanını, marjinal fonlama oranı koridor tavanını oluşturmaktadır. ECB likidite yönetiminde ise temel refinansman işlemlerini esas alan ECB, küresel kriz öncesinde minimum teklif oranını, küresel krizin ardından gösterge faiz oranını politika faiz oranı olarak benimsemiştir. Enflasyon ve tam istihdam çerçevesinde de faiz politikasını uygulayan ECB, faiz koridorunun belirlenmesinde hedeflenen %2’lik enflasyon

oranını gözetirken, ekonomik konjonktürün gereklerine göre koridor genişliğini nasıl ayarlandığı Şekil 1.8 yardımıyla yorumlanmıştır.



Kaynak: IMF World Economic Outlook Database, (April 2019) verileri kullanılarak tarafımızca oluşturulmuştur.

Şekil 1.8: Euro Alanına ilişkin Enflasyon, İşsizlik ve Büyüme Oranları (%)

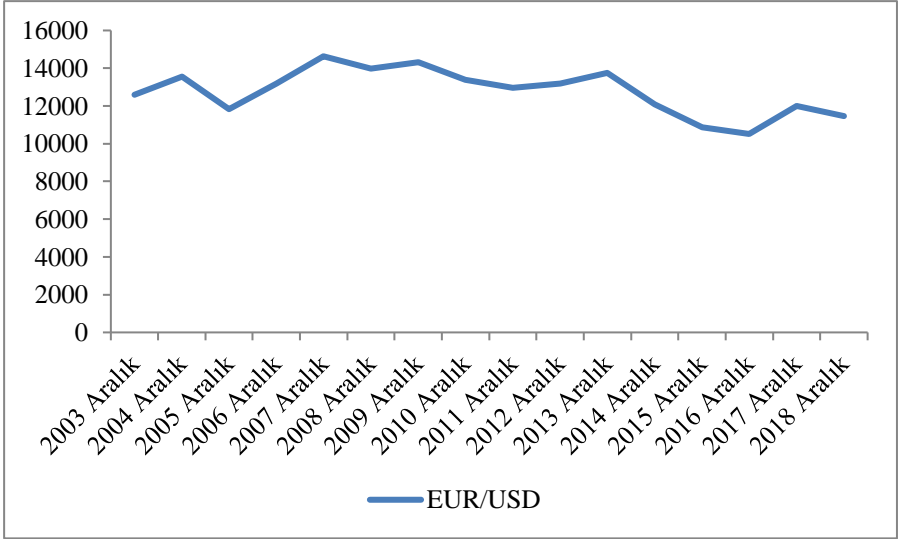
2000-2007 döneminde ortalama enflasyonun hedeflenen oranın üzerinde gerçekleşmesi sonucu, ECB faiz koridorunun genişliğini minimum teklif oranı etrafında 100 baz puan olarak belirlemiştir. Örneğin, enflasyon oranının en yüksek olduğu 2000 yılında, minimum teklif oranı %4 düzeyindeyken, faiz koridorunun tabanı %3, tavanı ise %5 belirlenmiştir. Bu dönemden sonra Avrupa’da hızla yayılan küresel krizin borç krizine²⁴ dönüşmesiyle durgunluk ve deflasyon riski görülmüştür. Önlem olarak, ECB sıfıra yakın faiz indirimlerini önerse de Almanya’nın euronun değersizleşeceği ve enflasyonun artacağı endişesiyle karşılaşılmıştır. Bu nedenle, ECB gösterge faiz

²⁴ Başta Yunanistan’ın karşılaştığı yüksek kamu borcu ve bütçe açığının hafife alınmasıyla başlayan borç krizi İtalya, İspanya ve Portekiz’de de ortaya çıkmıştır.

oranı etrafında kademeli faiz indirimlerine başlamıştır. Örneğin, 2008’de %2,5 olan gösterge faiz oranını, ECB 2009’da %1’e düşürmüştür. Faiz koridorunun genişliği ise bu oranının etrafında 25 baz puan olarak belirlenmiştir.

2012-2014 döneminde, enflasyon ve büyümedeki ani azalışla birlikte faiz koridorunun tabanı olan mevduat faiz oranı sıfırın altına çekilmiştir. Bu sürecin ardından, özellikle işsizlik oranlarında istenilen düzeye ulaşılamaması nedeniyle, genel itibariyle 2015-2018 döneminde, ECB faiz oranlarını sıkça değiştirmekten kaçınmıştır. Hatta, ECB başkanı, son döneme ilişkin mevduat faizini %-40 seviyesinde sabit tuttuklarını belirtmiştir. Dolayısıyla, negatif mevduat faiziyle toplam talebi artırmayı amaçlayan ECB, bankacılık sektöründe kazançlar azalacağı için bankaların kredi arzında isteksiz olabileceğini gözardı etmiştir.

Diğer taraftan, ECB faiz politikası küresel piyasalarda da önem arz etmekte ve özellikle 2008 krizinin ardından Şekil 1.9’da yer alan, euro dolar (EUR/USD) paritesindeki hızlı gelişmeler üzerinden yakından takip edilmektedir. Krizin baş gösterdiği 2007’nin sonundan itibaren FED ve onu izleyen ECB’nin uyguladığı faiz politikası çerçevesinde EUR/USD paritesi dalgalı bir seyir izlemiştir. FED kararlı adımlarla faiz indirimleri uygularken, ECB bu konuda çekimser davranmıştır. 2007’nin sonunda 1,46 seviyesindeki parite, ECB’nin başlattığı faiz indirimleri sonucunda 2008 ‘in sonunda 1.39 seviyesine düşmüştür. ECB’nin başladığı faiz indirimlerinin, FED’e kıyasla zayıf kalması sonucu parite 2009’un sonunda 1.43’e yükselmiştir.



Kaynak: Bloomberg, (2019) verileri kullanılarak tarafımızca oluşturulmuştur.
Şekil 1.9: 2003-2018 Dönemi EUR/USD Paritesi

Gerek euro alanı içindeki bazı ülkelerde yaşanan yüksek kamu borcu kaynaklı eurodaki değer kaybı gerekse düşük faiz politikası konusunda bir belirsizliğin olması nedeniyle 2011'in sonunda 1.29'a kadar düşen parite, giderek yükselmiş ve 2013'ün sonunda 1.37 seviyesinde oluşmuştur. ECB'nin 2014'de negatif faiz uygulamasına geçmesi ve bir yıl sonra da FED'in faiz oranlarını artırmaya başlaması sonucu parite hızla düşüşe geçmiştir. 2014 sonu itibariyle 1.21 olan parite, 2016'nın sonunda 1.05 seviyesine kadar gerilemiştir.

2017-2018 döneminde ise, FED'in ard arda faiz artırımına gitmesi üzerine, parite istikrarsız bir eğilim sergilemiş, 2017'de 1.20'ye yükselirken, 2018'de yaklaşık 1.15 seviyesine düşmüştür.

Sonuçta, daha önce değinildiği gibi carry trade yöntemiyle hareket eden yatırımcılar örneğin son dönemde EUR/USD paritesindeki düşüş

doğrultusunda euro alanından ucuza borçlanıp, dolar cinsinden varlıklara yatırım yapmayı düşünebilirler. Böylece, paritedeki aşağı yönlü eğilim, bir yandan Amerika'nın dış ticaretine diğer yandan altın ve petrol gibi emtia fiyatlarına yansiyacaktır. Doların rekabet gücünün azalmasıyla birlikte Amerika'nın ihracatı olumsuz etkilenirken, altın ve petrol fiyatlarının düşmesi beklenmektedir. Bu durum, Türkiye gibi dışa bağımlılığı yüksek olan ülkelerin lehine olabilir. Buna karşın, Türkiye'nin Euro ağırlıklı ihracat gelirlerine sahip olması nedeniyle paritedeki düşüş ihracat fiyat endeksini ithalat fiyat endeksine kıyasla düşürüp, dış ticaret haddini olumsuz etkileyebilir.

2. BÖLÜM

2. TCMB FAİZ KARARLARININ MAKROEKONOMİK ETKİLERİ

Bu bölümde, öncelikle TCMB'nin dönemler itibariyle gelişimi ve para politikasına ilişkin bilgiler verilecektir. Arkasından ise, TCMB'nin faiz politikası doğrultusunda aldığı kararlar ve makroekonomik etkileri değerlendirilecektir.

2.1. Geçmişten Günümüze TCMB ve Para Politikası

11 Haziran 1930 tarihinde kabul edilen 1715 sayılı banka kanunu ile anonim şirket niteliğinde kurulan TCMB, Türkiye'de para politikasının hazırlanması ve uygulanmasından sorumlu kurumdur. Nihai hedefi fiyat istikrarı olan TCMB, finansal istikrarı sağlayıcı önlemleri de alır. Ayrıca, tedavülde olan Türk lirası (TL) banknotlarının basımı ve değerinin korunması, uluslararası rezervlerin yönetilmesi ile ödeme sistemlerinin oluşturulmasından sorumludur (TCMB, 2011: 2-17). Bu çerçevede, TCMB'nin izlediği para politikası Tablo 2.1'de özetlenmiştir. 2001 krizinden sonra nihai hedef olarak fiyat istikrarını benimseyen TCMB, politika aracı olarak gecelik faizleri tercih etmiştir. 2008 küresel krizinden sonra ise, fiyat istikrarı ve finansal istikrara yönelik politika faizi ve faiz koridorunu birlikte kullanmış, makro finansal risklere karşı zorunlu karşılıklar yeniden gözden geçirilmiş ve rezerv opsiyon mekanizması geliştirilmiştir.

Tablo 2.1: 2008 Küresel Kriz Öncesi ve Sonrası TCMB Para Politikası Hedef ve Araçları

	2008 Küresel Kriz Öncesi	2008 Küresel Kriz Sonrası
Hedefler	<ul style="list-style-type: none">• Fiyat İstikrarı	<ul style="list-style-type: none">• Fiyat İstikrarı• Finansal İstikrar
Araçlar	<ul style="list-style-type: none">• TCMB Gecelik Faizi	<ul style="list-style-type: none">• Politika Faizi• Faiz Koridoru• Makro İhtiyati PolitikaZorunlu KarşılıklarRezerv Opsiyon Mekanizması

Kaynak: TCMB Parasal Aktarım Mekanizması (2013) izlenerek tarafımızca oluşturulmuştur.

2.1.1. 2008 Küresel Kriz Öncesi TCMB Para Politikası Hedef ve Araçları

3 Ekim 1931 tarihinde faaliyetlerine başlayan TCMB'nin amacı "ülkenin ekonomik kalkınmasını sağlamak" şeklinde tanımlanmıştır (TCMB, 2011: 4) Buna göre TCMB, temel politika aracı olan reeskont oranlarını belirleyen, para piyasasını düzenleyen, hazine işlemlerini yerine getiren, TL'nin istikrarına yönelik önlemler alan ve banknot basma yetkisine sahip tek otorite olarak belirlenmiştir (TCMB, 2011: 4-5). Kuruluşundan 1950'li yılların sonuna kadar TCMB, denk bütçe esasına göre sıkı parasal duruş sergilemiştir. 1960 yılından itibaren özellikle sanayinin geliştirilmesi amacıyla TCMB, genişletici para politikasını uygulamış, 14 Ocak 1970 tarihinde kabul edilen 1211 sayılı banka kanunu ile yasal statüsü ve organizasyon yapısı değiştirilmiştir (TCMB, 2011: 6).

1980'li yıllar, Türkiye ekonomisinde bir dönüm noktası olmuş ve 24 Ocak 1980 "İstikrar Kararları" ile dışa dönük farklı bir ekonomik anlayış oluşturulmuştur. Serbest piyasa ekonomisine geçilen bu dönemde sabit döviz kuru sistemi yerine döviz kuruna esneklik

kazandıran sürünen parite sistemine geçilmiştir (TCMB, 2011: 9-11) . 1989 yılında ise TL'nin yabancı sermaye karşısındaki değerini korumak için çıkarılan 32 sayılı karara ilaveten, TCMB açık piyasa işlemleri, disonibilite²⁵ ve munzam karşılıklarla²⁶ rezervlerini ve kredi genişlemesini yöneten etkin bir para ve döviz piyasası oluşturmuştur (TCMB, 2011: 4-5).

1990'lı yıllara gelindiğinde Türkiye ekonomisi kalıcı yüksek enflasyon ve istikrarsız büyümenin yanında finansal krizlerle karşılaşmıştır. TCMB finansal piyasalarda da belirleyici rol oynamış, döviz kurundaki hareketlenmelere karşı istikrar programları uygulamıştır (TCMB, 1998). 1994 krizinden sonra, IMF'nin desteğiyle 1999 yılında yürürlüğe giren kur çıpasına dayalı "Enflasyonla Mücadele Programı" esas alınmış, başarısız olunmuştur (TCMB, 1999: 1-2). Teoride, "İmkansız Üçleme" olarak ifade edilen sabit döviz kuru rejimi ve sınırsız sermaye hareketliliğinde, bağımsız para politikasının uygulanamayacağıının göstergesi olan bu durum, esnek döviz kuru rejimine dikkatleri çekmiştir.

Öyle ki, Kasım 2000 krizinden sonra, hızlı bir şekilde yapısal önlemlerin alınamaması ve güven ortamının tesis edilememesi nedeniyle Şubat 2001 krizi yaşanmıştır (TCMB, 2001:1). Bu dönemde TL yaklaşık %40 değer kaybetmiş, bankalararası para piyasasında

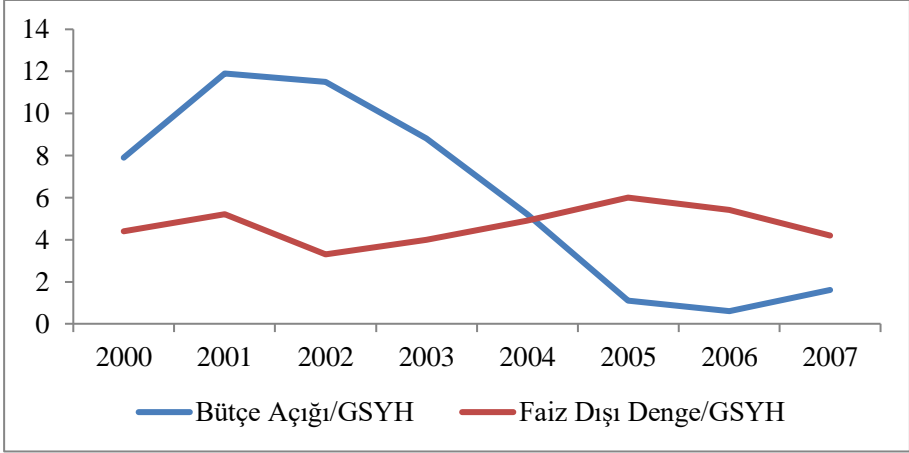
²⁵ Disonibilite, bankaların kabul ettiği mevduatlara karşılık, merkez bankası tarafından kasalarında tutmak zorunda bırakıldığı orandır.

²⁶Munzam karşılık ise, merkez bankasının disonibilitenin kendisine yatırmalarını zorunlu kıldığı miktardır. Günümüzde bunların yerine zorunlu karşılıklar kullanılmaktadır.

(interbank) gecelik faiz oranı %6200 gibi tarihi seviyelere yükselmiştir. Bankalar yükümlülüklerini yerine getiremediği için ödemeler sistemi durma noktasına gelmiş ve reel sektörde iflaslar görülmüştür. Bu nedenle, yapısal reform içerikli “Güçlü Ekonomiye Geçiş Programı” yürürlüğe konmuştur (TCMB, 2001-VIII). Dalgalı döviz kuru sistemine geçilen bu program kapsamında, 1211 sayılı banka kanununda şu düzenlemelere yer verilmiştir (TCMB, 2001): Bankanın temel amacı fiyat istikrarıdır. Bu amaç doğrultusunda kullanacağı araçları belirlemede tek başına yetkilidir. Yalnız, fiyat istikrarıyla çelişmemek kaydıyla, hükümetin büyüme ve istihdam politikalarını destekler. Finansal istikrarı desteklemeye yönelik de, Hazine ile diğer kurum ve kuruluşlara avans vermesi, kredi açması, bu kurumlar tarafından çıkarılan borçlanma araçlarını birincil piyasalardan satın alması yetkileri kaldırılır. Gerek para politikası karar alma mekanizmasının kurumsallaştırılması gerekse kamuoyuyla bilgi paylaşımına yönelik hesap verme sorumluluğu ve şeffaflık ilkelerine göre iletişim politikasının güçleneceği düşüncesiyle “Para Politikası Kurulu (PPK)” oluşturulur.

Faiz dışı fazlaya dayanan mali disiplinle desteklenen bu programın hayata geçirilmesi sonucunda Türkiye ekonomisi istikrarlı bir yapıya kavuşmuştur. Şekil 2.1’de, kamu mali dengesini önemli ölçüde yansıtan performans göstergelerinden bütçe açığı ve faiz dışı dengenin GSYH’ye oranlarına göre, 2003 yılından itibaren faiz dışı fazla verilmiştir. Bu durum, kamu tüketim ve yatırım harcamaları sınırlandırılarak sağlanmıştır. Bu doğrultuda kararlılıkla devam eden

yapısal dönüşüm programının oluşturduğu güven ortamı sayesinde ülke risk primi gerilemiş, özel tüketim ve yatırım harcamaları artmaya başlamıştır. Özel yatırım harcamalarını tamamlayıcı nitelikteki kamu alt yapı yatırım harcamaları zamanla artırılmıştır.



Kaynak: Maliye Bakanlığı Bütçe ve Mali Kontrol Genel Müdürlüğü (BÜMKO) (2017) verileri kullanılarak tarafımızca hazırlanmıştır.

Şekil 2.1: 2008 Küresel Kriz Öncesi Merkezi Yönetim Bütçesi Genel Görünümü

Tüm bu gelişmeler, enflasyona ilişkin eğilimleri değiştirmiş, TCMB 2002-2005 döneminde örtük enflasyon hedeflemesi rejimine geçmiş ve 2006 yılından itibaren bu rejimi resmileştirmiştir. Böylece, 2002 yılına kadar politika aracı olarak kullanılan nominal döviz kuru²⁷ yerine TCMB gecelik faiz oranları tercih edilmiştir.

²⁷ Yurtiçinde yerli para yerine yabancı paranın (dolarizasyonun) hakim olduğu bu süreçte enflasyonun gelecekte izleyeceği seyre yönelik fikir vermesi açısından tercih edilen nominal döviz kuruna fiyatlar endekslenmiştir (TCMB, 2001).

2.1.1.1. Enflasyon hedeflemesi ve TCMB gecelik faizi

TCMB, toplam talebin faize duyarlılığını esas aldığı enflasyon hedeflemesi temel unsurlarını şöyle belirlemiştir (TCMB, 2005:1-4): Kamuoyu tarafından daha anlaşılabilir olacağından enflasyon hedefi “nokta hedef” olarak belirlenir. Ekonomik birimler tarafından takip edilmesi ve günlük yaşam maliyetinin iyi bir temsilcisi olması nedeniyle, enflasyon hedefi tüketici fiyat endeksi (TÜFE) üzerinden tanımlanır. 2003 baz yılı olmak üzere TÜFE yıllık % değişimi ile hesaplanan ve 2006 yılında geçilen üç yıllık bütçeleme sistemine göre, 2006-2008 dönemine ilişkin orta vadeli enflasyon hedefleri 2006’da %5, 2007 ve 2008’de %4 olarak açıklanmıştır. Orta vadeli enflasyon hedefleri doğrultusunda gecelik faiz oranlarını değiştirilmelidir.

Buna göre, TCMB gecelik faizleri, tam ve yarım işgünlerinde²⁸ bankalararası para piyasasında geçerli olan borç alma faiz oranı “taban”, borç verme faiz oranı “tavan” olarak kullanılmaktadır. Günlük veya haftalık likidite ihtiyacı olan bankalar limitleriyle sınırlı olmak şartıyla borç verme faiz oranından borç alabilmektedir. Likidite fazlası olan bankalar da limitsiz olarak borç alma faiz oranından TCMB’ye borç verebilmektedir. Ayrıca, tam ve yarım işgünlerinde²⁹ geçerli olan, likidite açığını kapatmak veya likidite fazlasını borç vermek amacıyla son ana kadar bekleyen bankalar için TCMB’nin

²⁸ Tam işgünleri, 10.00-12.00 ve 13.00-16.00 saatleri arasında, yarım işgünleri ise 10.00-12.00 saatleri arasında gerçekleşmektedir.

²⁹ Geç likidite penceresinde, tam işgünlerinde 16.00-17.00 saatleri arası, yarım işgünlerinde 12.00-12.30 saatleri arası esas alınmaktadır.

ilan ettiği borç alma ve borç verme faiz oranı şeklinde geç likidite penceresi (GLP) faizi uygulanmaktadır.

Tablo 2.2’de, TCMB’nin faiz kararları alma süreci değerlendirilmiştir. 2003-2005 döneminde, enflasyon hedeflerin altında gerçekleşmiş, bu nedenle parasal genişlemeye giden TCMB faizleri aşağı çekmiştir.

2006 yılında, TCMB hem enflasyon görünümünü oluşturmuş hem de faiz kararlarına ilişkin niteliksel bir perspektif sunmaya başlamıştır (TCMB, 2011-I). 2006’da uluslararası enerji fiyatlarındaki artışla birlikte döviz kuru hareketlerinin birikimli etkisinin negatif yansımaları sonucu enflasyon hedefin üzerinde gerçekleşmiştir. Güçlü bir parasal sıkılaştırmayı gerekli gören TCMB faizleri dşrmştir. 2007’de ise parasal sıkılaştırmanın etkisiyle enflasyon görünümü yavaşlamış, dolayısıyla faizler dşrlmştir.

2008 yılı itibariyle küresel ekonomik konjonktür yurtiçi enflasyonun seyri üzerinde daha belirleyici olmuştur. Yılın ilk  çeyreğinde hızla artan uluslararası enerji ve emtia fiyatları, küresel krizin derinleştiği son çeyrekte keskin düşüş göstermesine karşın enflasyon hedefin üzerine çıkmıştır (TCMB, 2009-I: 1-7).

2006-2008 döneminde enflasyon en yüksek düzeyde gerçekleşmiş, döviz kurunun fiyatlara geçiş etkisinin sınırlı kalacağını ve emtia fiyatlarındaki gerilemenin devam edeceğini ngren TCMB, temkinli davranarak Eylül ve Ekim aylarında faizi değiştirmemiş, Kasım ayında 50 baz puan ile başlattığı faiz indirimini, Aralık ayında 125 ve

Ocak ayında 200 baz puan düşürerek sürdürmüştür (Yılmaz, 2009: 14-15).

Özellikle dış talepteki sert düşüşün etkisiyle 2009'un ilk çeyreğinde görülen ekonomik daralma, son çeyrekte yerini ılımlı bir toparlanma eğilimine bırakmış ve faiz indirimine devam etmiştir (TCMB, 2010-I: 1-5).

Tablo 2.2: 2003-2009 Dönemi³⁰ Enflasyon ve TCMB Faizleri (%)

Yıllar	Hedeflenen Enflasyon	Gerçekleşen Enflasyon	Borç Alma Faizi	Borç Verme Faizi
2003	20	18,4	26,00	31,00
2004	12	9,3	18,00	22,00
2005	8	7,7	13,50	17,50
2006	5	9,	17,50	22,50
2007	4	8,4	15,75	20,00
2008	4	10,1	15,00	17,50
2009	7,5	6,5	6,50	9,00

Kaynak: TCMB (2017).

2.1.1.2. TCMB faiz kararları ve ekonomik performans

2001 krizinden önce, kamu borcunun finansal piyasalardan karşılanması sonucu özel sektöre verilebilecek kredi miktarı azalmış, mali baskınlık artmıştır. Böyle bir ekonomik konjonktürde para politikası ve buna bağlı olarak parasal aktarım mekanizması tam anlamıyla işlerlik gösterememiştir. 2001 krizinden sonra ise, uygulanan kapsamlı ekonomik programla kamu ve bankacılık sektörü yeniden yapılandırılmıştır.

³⁰ 2003-2009 döneminin değerlendirilmesinin nedeni şudur: TCMB, 2003 bazlı TÜFE'ye göre enflasyon hedeflerini belirlemekte, 2008'in son çeyreğinden itibaren ülkemizde etkili olan küresel krizle mücadele etmek için 2010 yılına kadar geleneksel faiz politikasını yürütmektedir.

Diğer taraftan mali disiplin adı altında maliye politikası reformları yapılmış ve mali baskınlık azalırken finansal piyasalar derinlik kazanmaya başlamıştır. Sonuçta, hem bankacılık sektörünün güçlendirilmesi hem de mali baskınlığın azalmasıyla parasal aktarım mekanizması işlerlik göstermiştir.



Kaynak: Kara (2012) izlenerek tarafımızca oluşturulmuştur.

Şekil 2.2: TCMB Gecelik Faizin Aktarım Kanalları

Şekil 2.2’de özetlenen, fiyat istikrarına yönelik faiz ve döviz kuru kanallarının teorik işleyişi şöyle açıklanabilir: TCMB gecelik faiz oranlarında yapılan ayarlamalarla, öncelikle piyasa faiz oranlarını yönlendirmekte, ekonomik birimlerin tüketim ve yatırım kararlarını etkileyerek enflasyonu şekillendirmektedir.

Tablo 2.3: 2003-2009 Dönemi Faiz Kanalı (%)

Yıllar	Borç Alma Faizi	Borç Verme Faizi	Tüketici Kredisi Faizleri**	Ticari Kredi Faizleri**	Mevduat Faizleri**	Toplam Yurtiçi Talep***	
						Yurtiçi Tüketim	Yurtiçi Yatırım
2003	44,00	51,00	31,21	32,19	27,69	5,6	10,0
2004	26,00	31,00	27,27	25,03	19,92	9,0	32,4
2005	18,00	22,00	17,13	16,57	15,92	8,1	24,0
2006	13,50	17,50	23,12	19,40	19,12	5,6	14,0
2007	17,50	22,50	17,97	17,26	17,07	4,4	5,5
2008	15,75	20,00	23,27	22,30	18,27	0,2	-5,0
2009	15,00	17,50	13,92	9,06	8,68	-1,0	-19,1

Kaynak: TCMB ve Kalkınma Bakanlığı (2017).

Not: *, bankalarca açılan kredilere ve mevduatlara uygulanan ağırlıklı ortalama faiz oranları ve **yıllık yüzde değişim oranıdır.

Tablo 2.3’de, TCMB’nin 2003-2004 döneminde yaptığı faiz indirimleri, aynı yönde kredi ve mevduat faizlerine yansımış, ancak toplam yurtiçi talepte beklenen etkiyi gösterememiştir.

2005-2006 döneminde de TCMB faiz indirimlerine devam edilmiş, kredi ve mevduat faizleri önceki döneme kıyasla yükselmiş, toplam yurtiçi talep ise azalmıştır. TCMB’nin faiz politikasında yaptığı değişikliklere, ileriye dönük Taylor kuralı ve örtük faiz kuralında değinildiğinin aksine ekonomik birimlerin hemen tepki vermediği gözlenmiştir.

Özellikle, 2006 yılında TCMB’nin açık enflasyon hedeflemesine geçileceğine ve TL’nin değerine ilişkin açıklamalar da ekonomik birimlerde belirsizlik algısı oluşturmuştur. Bu belirsizlik ortamında, ekonomik birimlerin enflasyona yönelik olumsuz beklentilerini ve gecikmeli tepkisini amaçlayan TCMB, 2007’de kredi ve mevduat faizlerini yükseltmiştir.

2008-2009 döneminde ise küresel daralmanın olumsuz yansımalarına önlem olarak TCMB kademeli faiz indirimlerine başlamış, ancak toplam yurtiçi talepteki azalışın önüne geçememiştir.

Döviz kurundaki hareketlenmeler, dışa açıklık derecesine bağlı olarak ekonomik birimlerin dış talebini etkilemektedir. Dışa açıklık derecesi ise, ihracat ve ithalatın milli gelire oranına göre belirlenmektedir. İhracatın-ithalatı karşılama oranının düşük olduğu ülkemizde, dışa açıklık derecesinin yüksek olması döviz kurundaki hareketlenmelerin

baskısını artırmaktadır. TCMB, bu baskıyı kontrol altına almak için faiz oranlarını kullanmaktadır.

Tablo 2.4: 2003-2009 Dönemi Döviz Kuru Kanalı

Yıllar	Borç Alma Faizi	Borç Verme Faizi	Döviz Kuru **	Net İhracat**
2003	44,00	51,00	100,00	-3,1
2004	26,00	31,00	103,21	-4,9
2005	18,00	22,00	112,87	-1,7
2006	13,50	17,50	111,23	0,3
2007	17,50	22,50	119,14	-1,2
2008	15,75	20,00	118,45	1,7
2009	15,00	17,50	110,33	2,7

Kaynak: TCMB ve Bloomberg (2017).

Not: *,TÜFE bazlı reel efektif döviz kurudur (2003=100) ve ***yıllık yüzde değişim oranıdır.

Tablo 2.4’de, 2003-2004 döneminde TCMB faiz indirimine gitmiş ve döviz kuru yükselmiştir. Buna karşın dış ticaret açığında artış gözlenmiştir. 2005-2006 döneminde de TCMB faiz indirim kararı almış, döviz kurunun yükselişiyle dış ticaret açığı azalmıştır. 2007’de, dış talep kaynaklı enflasyon riskinin ortaya çıkmasını önlemek için TCMB faizleri yükseltmiş, ancak döviz kuru ve dış ticaret açığı da artmıştır.

2008-2009 döneminde ise, kademeli faiz indirimleriyle TCMB önceki dönemlere kıyasla döviz kuru ve dış ticaret açığı gelişmelerinde etkili olmuştur.

Teoride örneğin, yurtiçi faiz oranlarının düşmesiyle yabancı sermaye çıkışının hızlanması, döviz kurunun yükselmesine ve net ihracatın artmasına yol açmaktadır. 2003-2004 döneminde bunun aksi bir durum gözlemlenirken, diğer dönemlerde döviz kurunun fiyatlara

geçiş etkisinin gecikmeli olması nedeniyle dış ticarete beklenen yansımalarının olmadığı söylenebilir.

Bu noktada, döviz kuru kanalının ülkemizde dış ticareti ne şekilde etkileyeceği tartışmalıdır. Çünkü yükselen kur ihraç mallarını ucuz hale getirirken, üretimin büyük ölçüde ithal ara malına bağımlı olmasıyla ithalat maliyetini artırmaktadır.

2.1.2. 2008 Küresel Kriz Sonrası TCMB Para Politikası Hedef ve Araçları

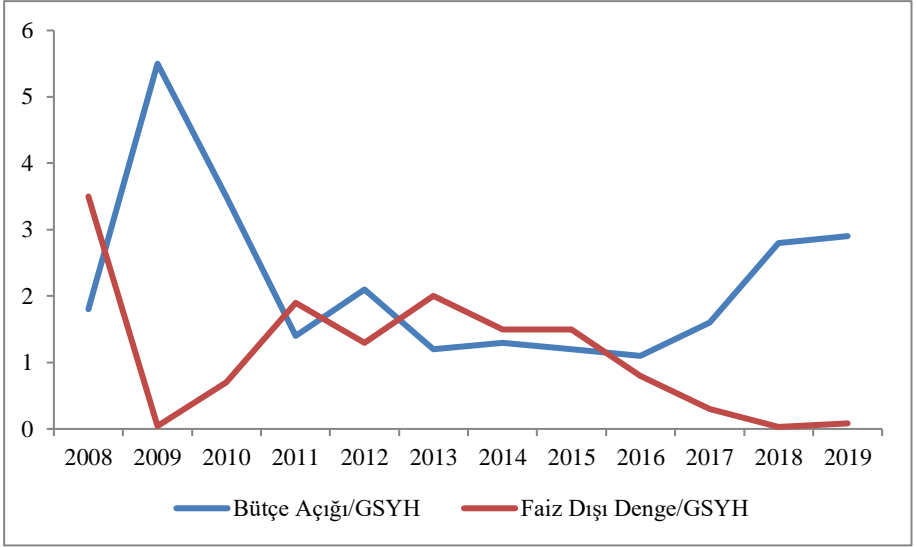
2008'in son çeyreğinden itibaren derinleşen küresel krizin yol açtığı tahribata karşı eşgüdümlü ekonomi politikası önlemleri gündeme gelmiştir (TCMB, 2011-III). Türkiye'de, politika yapıcılar bu anlayış içinde hareket ederek dengeleyici para ve maliye politikalarıyla krizin yıkıcı etkilerini azaltmaya çalışmıştır (Başçı ve Kara, 2011: 11-13). TCMB faizlerini hızla düşürmüştür, bankalararası para piyasasının kesintisiz ve etkin bir biçimde çalışmasına yönelik önlemler alınmış, destekleyici kamu maliyesi araçları kullanılmış ve özel sektöre yönelik kredi desteği mekanizmaları oluşturulmuştur (TCMB, 2015).

2008'in Kasım ayında parasal genişleme sürecini başlatan TCMB, 2008 ve 2009 yıllarının Kasım ayları arasında faizini toplam 1025 baz puan indirmiştir. Bu yolla TCMB piyasaya likidite enjekte ederek finansal sistem ve kredi mekanizmasının sorunsuz işlemesine yardımcı olmayı amaçlamıştır. Gerek hane halklarının düşük borçluluk oranı gerekse bankacılık sektörünün sağlam yapısı sayesinde hızla artan iç talebin öncülüğünde Türkiye ekonomisi

toparlanma sürecine girmiştir (TCMB, 2011-III). Örneğin, bu gelişmeler ışığında Türkiye ekonomisi 2010’da %9,2, 2011’de %8,8 büyümeyle krizden kendini pozitif yönde ayırtmıştır.

Afrika ve Orta Doğu’da yeni pazarlara açılmasına karşın, örneğin, 2008-2012 döneminde önemli ticaret ortaklarımızdan AB ülkelerinde yaşanan sıkıntıların etkisiyle, özellikle 2010-2011 döneminde Türkiye’de ihracat ve ithalat arasındaki fark açılmıştır (TCMB, 2015-IV). 2010 yılından itibaren gelişmiş ülke merkez bankalarının ön planda tuttuğu alternatif para politikasının etkisiyle de, Türkiye’ye yönelik portföy yatırımları ve kısa vadeli yabancı sermaye hareketliliği artmış, TL değerlenmiş ve cari açık artmıştır.

2008 yılının sonunda, finans sektöründen reel sektöre doğru yayılan krizin yol açtığı talep daralmasına yönelik tek başına uygulanan para politikasının yetersizliği nedeniyle maliye politikası önlemleri de alınmıştır. “Toplam talebi uyarıcı nitelikte olan ve mali canlandırma paketi” şeklinde alınan bu önlemler ana hatlarıyla şöyledir (Kaya ve Çelik, 2015: 281): Firmaların stoklarını eritmek amacıyla bazı ürünlerde ÖTV ve KDV oranları geçici olarak düşürülmüştür. Yatırım ortamının iyileştirilmesine yönelik olarak yeni bir yatırım teşvik sistemi oluşturulmuştur. Vergi indirim ve muafiyetlerini kapsayan “varlık barışı” yoluyla yurtdışındaki varlıkların yurda getirilmesi teşvik edilmiştir. KOBİ’lere ve ihracatçı firmalara kredi ve garanti desteği sağlanarak, istihdamın artırılmasına ilişkin vergi indirimleri ve teşvikler konusunda yasal düzenlemeler yapılmıştır.



Kaynak: Maliye Bakanlığı Bütçe ve Mali Kontrol Genel Müdürlüğü (BÜMKO) (2019) verileri kullanılarak tarafımızca hazırlanmıştır.

Şekil 2.3: 2008 Küresel Kriz Sonrası Merkezi Yönetim Bütçesi Genel Görünümü

Şekil 2.3’de, 2008-2019 döneminde gelir ve harcama kalemlerine dayalı olarak, uygulanan genişletici maliye politikasının sonuçlarına yer verilmiştir. Küresel krizin yoğun hissedildiği 2009’da faiz dışı fazlanın GSYH’ye oranı hızla düşmüştür. Bu dönemden itibaren uygulanan genişletici maliye politikası sayesinde her ne kadar düşük bir seyir izlese de faiz dışı fazlanın GSYH’ye oranının artması sağlanmıştır.

TCMB de gerekli gördüğü alternatif para politikası kapsamında iki temel ara hedef belirlemiştir. Bunlar; portföy ve kısa vadeli yabancı sermaye yatırımlarındaki oynaklığı sınırlandırmak, kredi hacmi genişlemesini yavaşlatmaktır (TCMB, 2015). Tüm bunların yanında TCMB şu hususlara odaklanmıştır (Kutlar ve Gündoğan, 2012: 6-7): Makro finansal riskler ekonominin tamamı için zarar verici nitelikte

olduğundan, finansal sistemin kontrol altına alınması önemlidir. Finansal sistemde düzenleyici-denetleyici yetkilere sahip bağımsız bir otoriteye ihtiyaç vardır.

Bu kapsamda, ilk aşamada etkin likidite yönetiminin gerçekleştirilmesine yönelik olarak 14 Nisan 2010 tarihli “Para Politikasında Çıkış Stratejisi” hazırlanmış, teknik faiz ayarlamasına gidilerek, gecelik borç alma faiz oranı yerine, faiz koridorunun arasında kalan 1 hafta vadeli repo ihale faiz oranı 18 Mayıs 2010 tarihinde politika faizi olarak belirlenmiştir (TCMB, 2010: 1-11). Düşük bir politika faizi, geniş bir faiz koridoru ve kriz öncesi seviyelerine çıkarılan zorunlu karşılık oranlarıyla piyasadaki aşırı likidite geri çekilmiştir (TCMB, 2010: 1-11). Aynı zamanda, zorunlu karşılıklara faiz ödemesine son verilmiş ve zorunlu karşılığa tabi yükümlülüklerin kapsamı genişletilmiştir (TCMB, 2010: 1-11). Bununla birlikte, yabancı sermayedeki hareketlenmelerin finansal sisteme olumsuz yansımalarını sınırlamak için Eylül 2011’de yılında rezerv opsiyon mekanizması devreye sokulmuştur. Bankalar, TCMB’de tuttıkları TL zorunlu karşılıkların belirli bir yüzdesini döviz veya standart altın cinsinden tesis etmeye başlamıştır (TCMB, 2013: 16).

Finansal sisteme ilişkin olarak da, 8 Haziran 2011 tarihinde Hazine Müsteşarlığı’nın bağlı olduğu bakanın başkanlığında, Hazine Müsteşarı ile TCMB, Bankacılık Düzenleme ve Denetleme Kurumu (BDDK), Sermaye Piyasası Kurumu (SPK) ve Tasarruf Mevduatı Sigorta Fonu (TMSF) başkanlarından oluşan “Finansal İstikrar

Komitesi” oluşturulmuştur (Hazine Müsteşarlığı, 2017). Finansal istikrarsızlıkla mücadele amaçlı geliştirilen makro ihtiyati politikaların uygulanmasına katkı sağlayacak bağımsız bir otorite yapılandırılmıştır. Alınan söz konusu önlemler, olumlu yönde etkisini göstermiştir. Örneğin, 2010’nun sonunda %40’ın üzerinde seyreden kredi genişleme hızı 2012’nin sonunda %18,6’ya düşmüştür. Bu doğrultuda cari işlemler açığının GSYH’ye oranı ise 2011’in sonunda %9,7 iken, 2012’nin sonunda %6,1’e gerilemiştir.

Yalnız, 2013 yılının Mayıs ayı sonrasında TL’de belirgin bir değer kaybı yaşanması enflasyona ilişkin beklentileri olumsuz etkilemiştir. TCMB, makro finansal riskleri de düşünerek temkinli hareket etmiş ve “Ek Parasal Sıkılaştırma” kararı ile gecelik borç verme faiz oranını yükseltmek koridoru yukarı doğru genişletmiştir.

Son olarak, TCMB küresel para politikalarının normalleşmeye başlamasından önce ve sonra uygulanabilecek politikalara ilişkin 18 Ağustos 2015 tarihinde yayınladığı “Yol Haritası” ile faiz koridorunu daraltarak, 1 hafta vadeli repo ihale faiz oranını daha aktif kullanacağını açıklamıştır.

Özetle, küresel kriz sonrası finansal istikrara ilişkin söylemlerini artıran TCMB, birbirini tamamlayıcı nitelikte olan farklı politika araçlarını kullanarak para politikasında yeni bir yaklaşımı benimsediğini göstermiştir.

2.1.2.1. Finansal istikrar çerçevesinde enflasyon hedeflemesi ve politika faizi

Özellikle döviz kuru oynaklığı ve ülkelerin risk priminin ağırlıkta olduğu küresel belirsizlikler fiyat istikrarı ve finansal istikrar üzerinde bir tehdit unsuru olmuş, TCMB faiz politikasını bu yönde geliştirmiştir. Bu amaçla, 2010 yılı Mayıs ayından itibaren 1 hafta vadeli repo ihale faiz oranını politika faizi olarak kullanılmıştır. TCMB'nin açtığı 1 hafta vadeli repo ihalesinde bankalar ve TCMB arasında repo/ters repo (geri alma/satma) taahhüdü ile alım/satım anlaşmaları yapılır. Hazine bonosu ve devlet tahvili gibi sabit getirili menkul kıymetler önceden belirlenen fiyattan vade sonunda geri alınır ya da satılır. Piyasanın likidite ihtiyacına göre miktar ihalesi yapılan bu sistemde amaç, enflasyonist baskıyı hafifletmektir.

Tablo 2.5: 2010-2019 Dönemi Enflasyon ve TCMB Faizleri (%)

Yıllar	Hedeflenen Enflasyon	Gerçekleşen Enflasyon	Politika Faizi
2010	6,5	6,4	6,50
2011	5,5	10,4	5,75
2012	5	6,2	5,50
2013	5	7,4	4,50
2014	5	8,2	8,25
2015	5	8,8	7,50
2016	5	8,5	8,00
2017	5	11,92	8,00
2018	5	20,3	24,00
2019	5	11,84	12,00

Kaynak: TCMB (2020).

Tablo 2.5’de, TCMB, 2010’da enflasyon hedefin altında gerçekleştiği için politika faizini düşürmüştür. Bir sonraki döneme ilişkin enflasyon hedefi de düşürülmüş, 2011’de, döviz kuru ve emtia fiyatlarındaki artış, enflasyonu, hedefin üzerine çıkarmıştır (TCMB, 2012-I).

Olumsuz ekonomik beklleyişlere izin vermek istemeyen TCMB genişletici parasal duruş sergilemiştir. 2012’de, döviz kurunun birikimli etkilerinin giderek azalması ve iç talepteki yavaşlamanın etkisiyle enflasyon, hedefin üzerinde olmasına karşın bir önceki döneme kıyasla azalış eğilimi sergilemiş, bu durum 2013’ün ilk çeyreğinde de devam ettiği için TCMB genişletici para politikasında ısrarlı olmuştur (TCMB, 2013-I).

2014’de, uluslararası petrol fiyatlarının düşmesi ve döviz kurunun birikimli etkilerinin yavaşça azalmasına rağmen, enflasyon hedefin üzerinde gerçekleştiği için TCMB, genişletici para politikasından vazgeçmiş ve politika faizini yükselmiştir. 2015’de, uluslararası petrol fiyatlarındaki düşüşün etkisi sürerken işlenmemiş gıda fiyatlarındaki artış enflasyonu hedefin üzerine çıkarmış, ancak FED’in para politikasında normalleşme sürecini başlatmasının etkisinin yol açtığı küresel belirsizliğe karşı, TCMB politika faizini düşürmeyi tercih etmiştir. 2016’da ise, uluslararası petrol fiyatlarının hızla artması sonucu enflasyon hedefin üzerinde seyretmeye devam etmiştir. Bununla birlikte, TCMB 2016’da enflasyon beklleyişleri, fiyatlama davranışları gibi unsurları dikkate alan para politikasında normalleşme sürecini uygulamış, politika faizini belirli bir seviyede tutmuştur (TCMB, 2016-I).

2017’de, TL’nin döviz kuru karşısındaki değer kaybı ve petrol fiyatlarındaki artış sonucu, toplam talep koşulları enflasyonu yukarı yönlü harekete geçirmiştir (TCMB, 2018-I). Buna karşın, TCMB normalleşme süreci doğrultusunda, politika faizinde değişikliğe

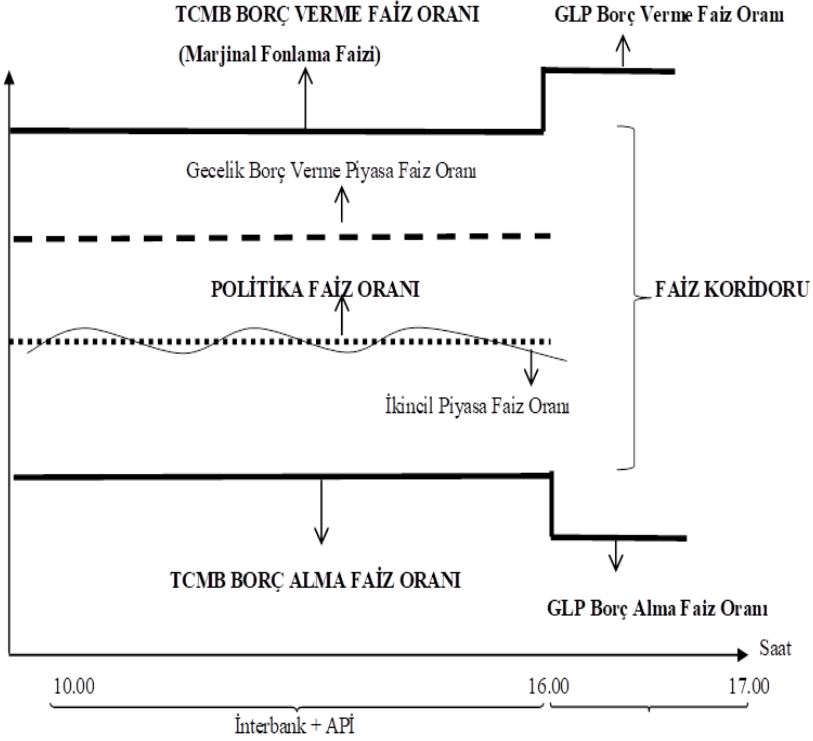
gitmemiştir. Ancak, 2018’de enflasyonun temel belirleyicisi olan döviz kurundaki ani gelişmelere yönelik, TCMB, politika faizini yükseltmeye karar vermiştir. 2019’da ise, enflasyonun ana eğilimini gözönünde bulunduran TCMB yılın ilk yarısında politika faizini %24 seviyesinde sabit tutmuş, hem döviz kurunun birikimli etkilerinin azalması hem yurtiçi talepteki ılımlı görünüm nedeniyle yıl sonunda politika faizini aşağı çekmiştir (TCMB, 2020).

2.1.2.2. Piyasanın fonlanması ve faiz koridoru

Küresel kriz sonrası izlenen genişletici para politikasının yarattığı belirsizliği dikkate alan TCMB politika faizi yanında asimetrik faiz koridorunu kullanmıştır. Asimetrik faiz koridorunda, politika faizi ile kısa vadeli piyasa faizleri arasında önemli fark oluşmaktadır. TCMB’nin, politika faizine müdahale etmeden, faiz koridorunun alt ve üst limitinde yaptığı değişikliklerle ekonominin gidişatını etileyebileceği bu süreç Şekil 2.4 yardımıyla açıklanmıştır. Burada, interbank ve API, TCMB borç alma faiz oranı ile marjinal fonlama faizi yani TCMB borç verme faiz oranına göre gerçekleşir. Sözkonusu sınırların içinde, politika faiz oranı ile piyasa faiz oranları belirlenir. Ayrıca, API kapsamında politika faiz oranı ile marjinal fonlama faizi arasında oluşan gecelik borç verme piyasa faiz oranından, bankalara borç alma imkanı tanınır. Eğer piyasanın günlük likidite ihtiyacı API ile karşılanamazsa, bankaların, TCMB’den gecelik vadede Borsa İstanbul (BİST) repo/ters repo pazarından borçlanmasına marjinal fonlama faizi uygulanır. GLP uygulamasında ise, faiz koridorunun mesafesi genişlerken, GLP borç alma faiz oranı TCMB borç alma faiz

oranının altında, GLP borç verme faiz oranı TCMB borç verme faiz oranının üstünde gerçekleşir.

Faiz Oranı

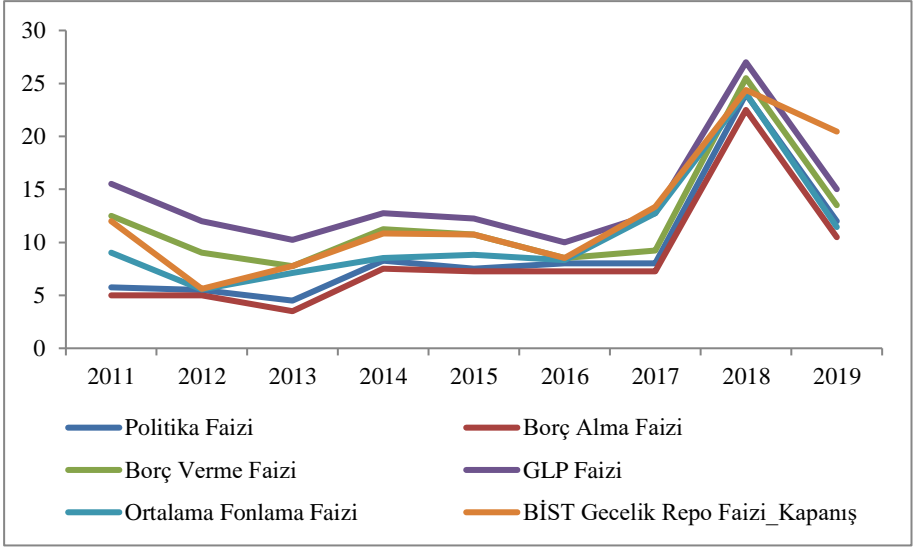


Kaynak: TCMB Çıkış Stratejisi (2010), izlenerek tarafımızca oluşturulmuştur.

Şekil 2.4: Asimetrik Faiz Koridorunun İşleyişi

Şekil 2.5’de ise, piyasadaki likidite ihtiyacına göre TCMB’nin yapmış olduğu fonlama ağırlıklı ortalama fonlama faizi (maliyeti)³¹ ve BİST gecelik repo faizlerindeki değişikliklerle yorumlanmıştır.

³¹ Ağırlıklı ortalama fonlama faizi (maliyeti), TCMB’nin piyasaya verdiği likidite çerçevesinde oluşan gerçek faizdir. Gecelik borç verme faizi ile politika faizinin ağırlıklı ortalaması alınarak hesaplanmaktadır. Dolayısıyla gecelik fonlama ile haftalık fonlama kullanılmaktadır.



Kaynak: TCMB, (2020) verileri kullanılarak tarafımızca oluşturulmuştur.

Şekil 2.5: 2011-2019 Dönemi TCMB ve BİST Gecelik Faizleri (%)

TCMB, “faiz-kur-risk” ilişkisinin ön planda olduğu parasal duruş sergileyerek, kısa vadeli faiz piyasa oranlarını etkilemiştir. 2011’in son çeyreğinde, Türkiye’nin risk primindeki artış, portföy ve kısa vadeli yabancı sermaye yatırımlarının çıkışını hızlandırırken, TL’de yaşanan değer kaybı sonucu enflasyon yükselmiştir.

TCMB buna yönelik olarak ortalama fonlama faiz oranını %7,68’e çıkarırken, gecelik faiz oranı koridorun üst limitine yakın %11,63 seviyesinde gerçekleşmiştir. 2012’de, risk primindeki olumlu görünüm portföy ve kısa vadeli yabancı sermaye yatırımları için cazip bir ortam yaratırken, enflasyonun seyrindeki iyileşme TCMB’yi biraz daha esnek bir politikaya yönlendirmiştir. Buna göre, TCMB, ortalama fonlama faiz oranını %5,53’e çekmiş ve gecelik piyasa faiz oranı da %5,36 seviyesinde oluşmuştur.

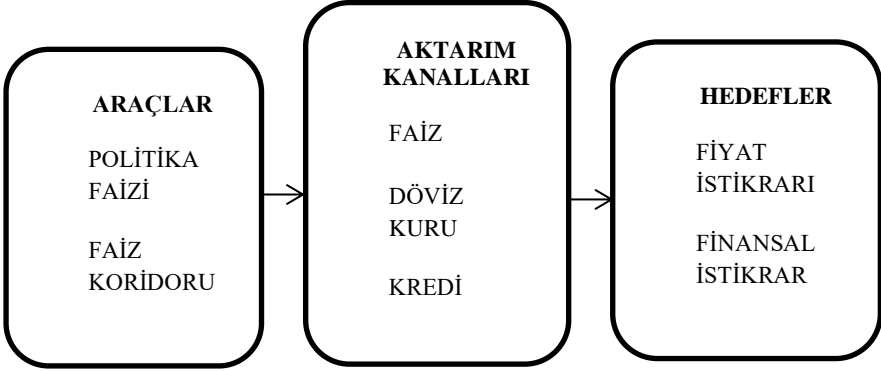
Özellikle, 2014'den itibaren hissedilmeye başlanan kur sepeti ve risk primi arasındaki güçlü ilişki, 2013-2014 döneminde yabancı sermaye yatırımlarının çıkışındaki ve enflasyondaki artış eğilimi TCMB'yi parasal sıkılaştırmayı yöneltmiştir. Bunun sonucunda, ortalama fonlama faiz oranı sırasıyla %6,95 ve %8,44 seviyelerine yükselirken, gecelik piyasa faiz oranları koridorun üst limitine yakın olan %7,75 ve %10,8 çıkmıştır.

2015-2016 döneminde, sınırlı da olsa artış gösteren risk primi ve TL'de gözlenen değer kaybı nedeniyle TCMB Ağustos 2015'de açıkladığı yol haritasına atfen sıkı para politikasını dar bir faiz koridoru etrafında uygulamaya başlamıştır. Politika faiz oranı etrafında hareket etmeye devam eden ortalama fonlama faiz oranı 2015'de %8,79, gecelik piyasa faiz oranı %10,75 seviyesinde, 2016'da ise sırasıyla %8,28 ve %8,50 seviyesinde gerçekleşmiştir.

2017-2018 döneminde ise, özellikle TL'nin döviz kuru karşısındaki aşırı değer kaybı nedeniyle ortalama fonlama faizi ve gecelik piyasa faiz oranları yükselmiştir. 2017'de ortalama fonlama faiz oranı %12,75, gecelik piyasa faiz oranı %13,38 seviyesinde; 2018'de sırasıyla, %24,00 ve %24,38 seviyesinde gerçekleşmiştir. 2019'da ise durum tersine dönmüş, döviz kurunun TL üzerindeki baskısının kısmen hafiflemesiyle birlikte ortalama fonlama faizi %11,43, gecelik piyasa faiz oranı %20,45 seviyesinde gerçekleşmiştir.

2.1.2.3. TCMB faiz kararları ve ekonomik performans

TCMB fiyat istikrarına ilaveten gözettiği finansal istikrara katkı yapacağını düşündüğü faiz koridorunu ve zorunlu karşılıkları aktif olarak likidite yönetiminde kullanmayı tercih etmiştir.



Kaynak: Kara (2012) izlenerek taramızca oluşturulmuştur.

Şekil 2.6: Politika Faizi ve Faiz Koridorunun Aktarım Kanalları

Şekil 2.6’da özetlenen, fiyat istikrarı ve finansal istikrara yönelik faizlerin farklılaştığı faiz, döviz kuru ve kredi kanallarının teorik işleyişi Tablo 2.6’da açıklanmıştır.

2010’dan itibaren TCMB, toplam yurtdışı talebin enflasyon üzerindeki baskısını hafifletmek için faiz koridoruna yönelik kararlar almıştır. TCMB 2010-2011 döneminde, faiz koridorunu yukarı doğru genişletmiştir. Kredi ve mevduat faizleri yükselirken, tüketim harcamaları artmış, yatırım harcamaları gerilemiştir. 2012’de, başta AB ülkeleri olmak üzere küresel ekonomide belirgin daralmanın görülmesi sonucu TCMB faiz koridorunun üst limitini aşağı çekmiştir.

Kredi ve mevduat faizlerinin de düşmesi ekonomik birimlerin dış talebini artırmış, toplam yurtiçi talep zayıflamıştır.

Tablo 2.6: 2010-2019 Dönemi Faiz Kanalı (%)

Yıllar	Politika Faizi	Borç Alma Faizi	Borç Verme Faizi	Tüketici Kredisi Faizleri*	Ticari Kredi Faizleri*	Mevduat Faizleri*	Toplam Yurtiçi Talep**	
							Yurtiçi Tüketim	Yurtiçi Yatırım
2010	6,50	1,50	9,00	10,58	8,39	7,92	6,1	29,9
2011	5,75	5,00	12,50	17,10	14,89	10,60	7,3	18,5
2012	5,50	5,00	9,00	11,92	10,97	7,57	0,3	-2,7
2013	4,50	3,50	7,75	12,58	10,60	8,04	5,3	4,2
2014	8,25	7,50	11,25	13,07	11,14	9,49	1,9	-1,3
2015	7,50	7,25	10,75	16,42	15,77	10,97	5,2	9,2
2016	8,00	7,25	8,50	14,51	14,53	9,64	3,2	3,0
2017	8,00	7,25	9,25	16,06	15,97	11,29	5,9	7,3
2018	24,00	22,50	25,50	25,32	24,07	16,98	1,2	-0,6
2019	12,00	10,50	13,50	22,87	20,73	18,06	1,5	-12,4

Kaynak: TCMB ve SBB (2020).

Not: *, bankalarca açılan kredilere ve mevduatlara uygulanan ağırlıklı ortalama faiz oranlarıdır ve **yıllık yüzde değişim oranıdır.

2013’de ise, TCMB faiz koridorunu her iki yönde aşağı çekmiş, ticari kredi faizleri düşmesine karşın, tüketici kredisi ve mevduat faizleri yükselmiştir. Bu durum, bir önceki döneme kıyasla özellikle yatırım harcamaları açısından toplam yurtiçi talebi canlandırmıştır. 2014’de, toplam yurtiçi talepteki artışın enflasyonist eğilimlere yol açacağı ve para politikasında küresel belirsizliklerin yaşanacağı endişesiyle TCMB faiz koridorunun alt ve üst limitlerini yukarı çekmiş, önceki dönemlerde belirli bir seviyede tuttuğu politika faizini yükseltmiştir. Böylece, kredi ve mevduat faizleri yükselmiş ve yurtiçi toplam talep azalmıştır.

2015-2016 döneminde bir önceki dönemde sınırlı düzeyde seyreden yurtiçi talebi hareketlendirmek amacıyla TCMB, faiz koridorunu aşağı doğru genişletmeye başlamıştır. Para politikasında normalleşmenin hayata geçirildiği bu dönemde faiz koridorunun aralığı açılmadan, faiz oranlarının birbirine yakın seyretmesi sağlanmıştır. Kredi ve mevduat faizleri düşmüş, beklenenin aksine toplam yurtiçi talep azalmıştır.

2017’de ise, temel olarak döviz kurundaki artış eğiliminden dolayı, TCMB faiz koridorunu yukarı doğru genişletmiştir. Mevduat faizinin, kredi faizlerine kıyasla daha yüksek seviyede gerçekleşmesine karşın, toplam yurtiçi talep artmıştır. 2018’de, döviz kurundaki oynaklığın etkisiyle faiz koridorunun yukarı doğru genişletilmesi kredi maliyetlerini yükseltmiştir. Nitekim 2019’da faiz koridoru aşağı çekilmiş, kredi maliyetleri kısmen düşmüştür. Dolayısıyla, 2018-2019 döneminde, toplam yurtiçi talepte azalış görülmüştür.

Küresel kriz öncesi dönemde değinildiği gibi, döviz kurunda yaşanan gelişmeler ekonomiyi tüketim ve üretim açısından etkilemektedir. Tablo 2.7’de, 2010-2011 döneminde, TCMB’nin toplam yurtiçi talebi sınırlandırmak için faiz koridorunu yukarı doğru genişletmesi döviz kurunun düşmesini ve dış ticaret açığının azalmasına yol açmıştır. 2012’de, toplam yurtiçi talebin zayıflamasına yönelik endişelerle TCMB faiz koridorunun üst limitini aşağı çekmiş ve döviz kuru yükselmiştir. Bu durum dış ticarete beklenen yönde gelişme sağlamıştır.

Tablo 2.7: 2010-2019 Dönemi Döviz Kuru Kanalı (%)

Yıllar	Politika Faizi	Borç Alma Faizi	Borç Verme Faizi	Döviz Kuru *	Net İhracat**
2010	6,50	1,50	9,00	120,72	-4,4
2011	5,75	5,00	12,50	106,51	-1,5
2012	5,50	5,00	9,00	109,06	4,1
2013	4,50	3,50	7,75	107,18	-2,6
2014	8,25	7,50	11,25	101,74	1,8
2015	7,50	7,25	10,75	98,98	0,5
2016	8,00	7,25	8,50	98,78	-1,3
2017	8,00	7,25	8,25	86,34	0,1
2018	24,00	22,50	25,50	76,37	3,6
2019	12,00	10,50	13,50	76,22	2,3

Kaynak: TCMB ve SBB (2020).

Not: *, TÜFE bazlı reel efektif döviz kurudur (2003=100) ve **yıllık yüzde değişim oranıdır.

2013-2014 döneminde, küresel anlamda genişletici para politikasının uygulanmayacağına ilişkin söylemlerin yayılması, küresel risk ve belirsizlikleri artırmıştır. Özellikle dış talep kaynaklı enflasyonist eğilimlere yönelik TCMB, 2014'ün sonunda faiz koridorunu yukarı doğru genişletmiştir. Döviz kuru düşmüş, 2013'de gözlemlenen dış ticaret açığı ise kapatılmıştır.

2015-2016 döneminde, TCMB faiz koridorunun alt limitine yakın faiz politikası uygulamıştır. Döviz kuru neredeyse sabitlenmesine karşın dış ticaret açığının önüne geçilememiştir. 2017'de ise, faiz koridorunun üst limitinin yukarı çekilmesine karar verilmesiyle, döviz kuru düşmüş ve dış ticaret açığı kapanmıştır.

2018-2019 döneminde, döviz kurundaki azalış eğilimiyle birlikte TCMB faiz oranlarını kademeli olarak düşürmüş, dış ticarete pozitif görünüm devam etmiştir. Ancak, üretimde ithal ara malı payının fazla

olması, 2010-2017 döneminde genel olarak faiz koridorunun dış ticaret üzerindeki etkisini sınırlamıştır.

2008 küresel krizinin ardından, gelişmiş ülkelerin ekonomik faaliyetlerinin aşağı yönlü eğilimlerinin yoğunlaşması sonucu ilk aşamada başvurulmuş düşük faiz oranları hem küresel likiditeyi artırmış hem de getiri arayışını hızlandırmıştır. Bunun üzerine ülkemize yönelik yabancı sermaye akımlarının güçlenmesi kredi hacmini genişletirken, döviz kurundaki oynaklıklarla birlikte dış talebi zora sokmuş, TCMB yurtiçi kredi hacmini kısıtlamıştır.

Tablo 2.8’de, 2010-2011 döneminde, faiz koridorunun üst limitinin artırılmasıyla birlikte, kredi hacmi artış hızı gerilemiştir.

Tablo 2.8: 2010-2019 Dönemi Kredi Kanalı (%)

Yıllar	Politika Faizi	Borç Alma Faizi	Borç Verme Faizi	Kredi Hacmi Artış Hızı*
2010	6,50	1,50	9,00	43,9
2011	5,75	5,00	12,50	33,5
2012	5,50	5,00	9,00	18,6
2013	4,50	3,50	7,75	34,2
2014	8,25	7,50	11,25	18,4
2015	7,50	7,25	10,75	19,1
2016	8,00	7,25	8,50	16,6
2017	8,00	7,25	9,25	21,16
2018	24,00	22,50	25,50	12,33
2019	12,00	10,50	13,50	10,85

Kaynak: TCMB ve IMF World Economic Outlook, (2020) verileri kullanılarak tarafımızca oluşturulmuştur.

Not: *, bankacılık sektörü yurtiçi kredi hacmi (TCMB dahil) verisidir.

2012’de ise faiz koridorunun üst limiti aşağı çekilmesine karşın, kredi hacmi artış hızı azalmıştır. TCMB’nin 2010 yılı sonundan itibaren, uygulanan faiz politikasına dayalı olarak yurtiçi talep ivme

kaybetmiştir. 2013’de, faiz koridorunun üst limitinin indirilmesi, beklenildiği gibi kredi hacmi artış hızını yükseltmiştir. 2013-2014 döneminde, gündeme gelen sıkı para politikası duruşu, 2014’de, faiz koridoru aralığının yukarı doğru daralması ve politika faiz oranının hızla yükselmesiyle gerçekleşmiştir. Bu sayede kredi hacmi artış hızı düşmüştür.

2015-2016 döneminden itibaren ise, dar ve simetrik bir faiz koridoru aralığında, kredi hacmi artış hızına yönelik sürdürülebilir bir patika oluşturulmuştur.

Özellikle, 2017’de toplam talepteki hızlı artış nedeniyle, kredi hacmindeki artışa yönelik, 2017-2018 döneminde, faiz koridoru, yükseltilecek politika faizi etrafında yukarı doğru genişletilmiş, dolayısıyla kredi hacmindeki artış gerilemiştir. Beklenen etki 2019’da görülmemiş, TCMB politika faizi ve faiz koridorunu aşağı doğru çekmesine karşın yurtiçi talepteki azalış sonucu kredi hacmindeki artış gerilemeye devam etmiştir.

2.1.3. TCMB Makro İhtiyati Para Politikası Hedef ve Araçları

Alternatif para politikası çerçevesinde, yurtiçi kredi hacmindeki artış hızı ve döviz kuru oynaklığının yavaşlatılması olarak belirlenen iki ara hedef için TCMB’nin kullandığı zorunlu karşılıklar ve rezerv opsiyon mekanizmasının etkileri şöyle açıklanabilir:

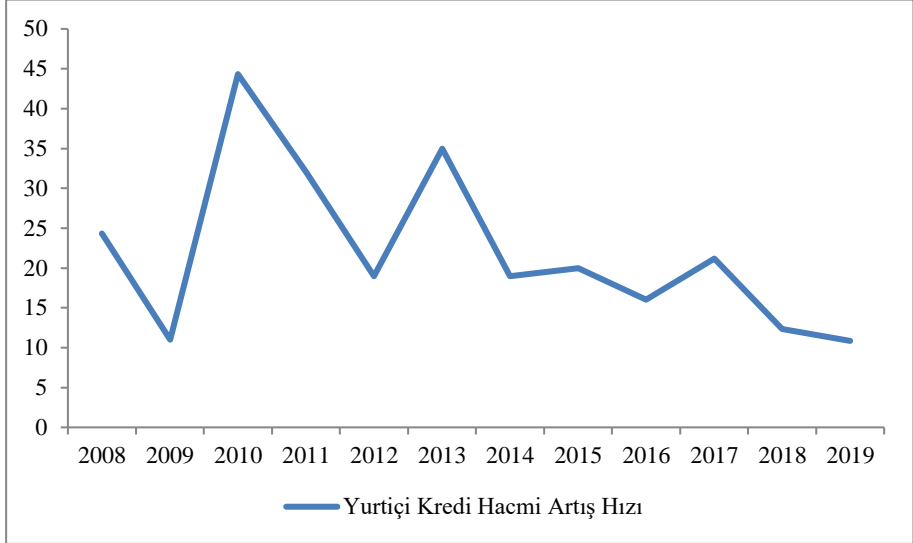
2.1.3.1. Zorunlu karşılıklar ve kredi hacmi

Zorunlu karşılıklar, kredi vermeye yetkili bankaların yükümlülüklerinin merkez bankası tarafından belirlenen bir kısmını, merkez bankası nezdinde bulundurmalarıdır. Zorunlu karşılık politikası ile bankaların kredi vermede özellikle başvurdukları mevduatlar yönlendirilerek piyasadaki kredi hacminin etkilenmesi amaçlanmakta ve otomatik dengeleyici olarak kullanılmaktadır (Çevik, 2016: 712; Eroğlu vd., 2016: 65).

Böylece, kredi imkanları yoluyla TL üzerindeki değerlendirme baskısı ile oluşan, belirgin iç ve dış talepteki ayrışma minimize edilir (Alper ve Tiryaki, 2011: 1-3). 2010 yılı sonundan itibaren TL ve döviz mevduatlarından kısa vadeli olanlara yüksek, orta ve uzun vadeli olanlara ise düşük zorunlu karşılık oranları uygulanarak mevduatların vadeleri uzatılmış, kredi riski düşürülmüştür (Eroğlu ve Kara, 2017: 66-67). Bu sayede TCMB, vadeye dayalı zorunlu karşılıklar ile bankaların varlık ve yükümlülükleri arasındaki vade uyumsuzluğunu gidermekte, bankaların net faiz marjı üzerindeki maliyetleri ve TL likidite elde etme yöntemini kontrol altında tutar (Eroğlu vd., 2016).

2008'de %24,32 seviyesinde olan kredi hacmi artış hızı keskin bir şekilde 2009'da yaklaşık %11'e düşmüş, Şekil 2.7'de, 2010'da ani bir şekilde yükselen kredi hacmi artış hızı %44,33 gibi bir oranla en yüksek seviyede gerçekleşmiştir. Bu nedenle, zorunlu karşılıklar kademeli olarak artırılmıştır. 2011'de, TL ağırlıklı ortalama zorunlu karşılık oranı %10,5, döviz ağırlıklı ortalama zorunlu karşılık oranları

%10,3 olarak belirlenmiş ve kredi hacmi artış hızı %32 seviyesine gerilemiştir.



Kaynak: TCMB (2019) verileri kullanılarak tarafımızca oluşturulmuştur.

Şekil 2.7: 2008-2018 Dönemi Kredi Hacmi Artış Hızı (%)

Kredi hacmindeki istikrarsız artışa tedbir almak amacıyla, 2012’de, TL ve döviz ağırlıklı ortalama zorunlu karşılık oranı %10,6’ya yükseltilirken, kredi hacmi artış hızı yaklaşık %19 olarak gerçekleşmiştir. 2013’de, alınan ek parasal genişleme önlemleri nedeniyle kredi hacmi artış hızı tekrar yükselerek %35 gibi yüksek bir seviyede gerçekleşmiştir. Bu doğrultuda, 2013’de TL ve döviz ağırlıklı ortalama zorunlu karşılık oranları sırasıyla %11 ve %12’e yükseltilmiştir. 2014’de ise, kredi hacmi artış hızının yaklaşık %19 seviyesinde gerçekleşmesi üzerine TL ağırlıklı ortalama zorunlu karşılık oranı sabit tutulurken, döviz ağırlıklı ortalama zorunlu karşılık oranı FED’in parasal genişlemeden çıkacağını duyurması üzerine %11,6’ya düşürülmüştür.

2015'den itibaren, para politikasında normalleşme süreci kapsamında %20 seviyesinde oluşan kredi hacmi artış hızına karşı TL ağırlıklı ortalama zorunlu karşılık oranları yine sabit tutulurken, cari dengedeki bozulmaya yönelik döviz ağırlıklı ortalama zorunlu karşılık oranı %12,8'e yükseltilmiştir. 2016'da ise, %16 gibi bir oranla kredi hacmi artış hızının sürdürülebilir duruma gelmiş, TL ağırlıklı ortalama zorunlu karşılık oranları %10 ve döviz ağırlıklı ortalama zorunlu karşılık oranları %12,4 olarak belirlenmiştir.

2017-2019 döneminde, finansal piyasalarda ekonomik dinamiklerle uyumlu olmayan kredi genişlemesi ve fiyat eğilimlerine yönelik, TL ve döviz mevduatlarına uygulanan zorunlu karşılık oranları da yeniden düzenlenmiştir. Buna göre, 2016 yılı sonu itibariyle, %21,16'ya yükselen kredi hacmine karşılık TCMB, zorunlu karşılık oranlarını sabit tutmuş. Ancak, 2017 yılı sonunda, kredi hacminin yaklaşık %12'ye gerilemesi nedeniyle, TL ağırlıklı ortalama zorunlu karşılık oranları, %7,4 ve döviz ağırlıklı zorunlu karşılık oranları %11,3 olarak belirlenmiştir. 2018 yılı sonunda ise, kredi hacmi yaklaşık %11'e gerilemesi üzerine, TL ağırlıklı ortalama zorunlu karşılık oranları %7'ye düşürülmüş, döviz ağırlıklı zorunlu karşılık oranlar %20'ye yükseltilmiştir.

2010 yılının ortalarından itibaren cari açığın büyük bir kısmının portföy ve kısa vadeli sermaye yatırımları ile kapatılması, sermaye hareketlerinin girişinin hızlanmasına yol açtığı için TCMB, zorunlu karşılıklarda değişikliğe giderek 2011 yılının sonunda rezerv opsiyon mekanizmasını hayata geçirmiştir (Tuna vd., 2015: 220-221).

2.1.3.2. Rezerv opsiyon mekanizması (ROM) ve döviz rezervleri

ROM, bankaların TCMB’de tuttukları TL zorunlu karşılıkların belirli bir yüzdesini döviz ve standart altın cinsinden tesis etmelerini sağlayan bir sistemdir. Zorunlu karşılıklar gibi otomatik dengeleyici olarak işlev gören ROM’un amaçları şöyledir (Ergin ve Aydın, 2017: 69): Döviz rezervlerini güçlendirmek, likidite yönetiminde bankalara daha fazla esneklik sağlamak ve sermaye hareketleri nedeniyle ortaya çıkabilecek döviz kuru oynaklıklarını sınırlandırmaktır.

Buna göre, yabancı sermaye girişlerinin hızlandığı dönemde, döviz kaynaklarının maliyeti TL kaynakların maliyetine kıyasla düşecek, dövizle borçlanma imkanı arttığı gibi, döviz ihtiyacı azalacak, ROM kullanımını artıracaktır (Alper vd., 2012: 2). Yabancı sermaye çıkışlarının hızlandığı dönemde ise, döviz kaynakların maliyeti TL kaynakların maliyetine kıyasla yükseleceğinden, dövizle borçlanma sınırlı hale gelecek, döviz ihtiyacı artacak ve ROM tercih edilmeyecektir.

Bu kapsamda, zorunlu karşılıkların ne kadarının döviz veya altın³² olarak tutulabileceğini rezerv opsiyon oranı (ROO), zorunlu karşılık başına tesis edilebilecek döviz veya altın miktarı ise rezerv opsiyon katsayısı (ROK) ile belirlenir. TCMB, ROO veya ROK’u ayarlayarak doğrudan döviz satışı yapması ya da satış ihalesi açmasına gerek kalmadan döviz fiyatında denge sağlayabilir (Tuna vd., 2015: 224-

³² TCMB, bankaların TL zorunlu karşılıklarının maksimum %60’ı döviz, %30’u altın ve %10’u TL olmak üzere tutmalarına imkan tanımıştır (TCMB, 2012).

226). Sonuç olarak, TCMB faiz koridoruyla sermaye hareketlerini etkileyerek döviz kuru oynaklığına müdahale ederken, ROM ile sermaye hareketlerinin kullanımını değiştirerek döviz kuru oynaklığında etkili olur.

Rezerv opsiyon mekanizması aracılığıyla gerek TCMB'nin piyasalara müdahalesinin azalması gerekse bu mekanizmanın döviz kurundaki olası dalgalanmaları azaltacağına ilişkin bekleyişler, bankalara döviz rezervlerini likidite gereksinimleri doğrultusunda serbestçe kullanabilme imkanı sunmuştur.

2011 yılının sonlarına doğru TCMB, küresel ekonomiden kaynaklanabilecek bir finansal çalkantı durumunda piyasanın ihtiyacı olan likiditeye zamanında, kontrollü ve etkili bir şekilde ulaşabileceği gerekli altyapıyı hazırlamış, kademeli olarak uygulanmasına karar vermiştir (TCMB, 2011). TL yükümlülükler için tesis edilmesi gereken zorunlu karşılıkların %10'una kadar olan kısmının döviz cinsinden tesis edilmesi sağlanmış, 3,9 milyar dolar döviz rezervi tutulmuştur (TCMB, 2011).

Küresel ekonomiye dair belirsizlikler ve bazı Avrupa ülkelerindeki kamu borcu sorununa yönelik endişelerin artmasıyla birlikte, TCMB ek önlemlerin alınmasını gerekli görmüş ve 2013'de mevcut imkan dahilinde 33,7 milyar dolar döviz tutulmasına karar vermiştir (TCMB, 2013). Aynı uygulama 2014'de devam etmiş, 17,1 milyar dolar döviz rezervi oluşturulması belirlenmiştir (TCMB, 2014).

2015’de ise, rezerv opsiyonu mekanizmasının otomatik dengeleyici özelliğinden güçlü bir şekilde yararlanmak için aynı imkânlarla 33 milyar dolar döviz rezervi bulundurulması kararlaştırılmıştır (TCMB, 2015). 2016’da da, rezerv opsiyon kullanım oranlarının aynı seviyede kalması durumunda, finansal sisteme yaklaşık 700 milyon dolar ilave likidite sağlanacağı öngörülmüştür (TCMB, 2016).

Diğer taraftan, 2017-2019 döneminde döviz kurundaki yoğun hareketlenmelerle birlikte, yukarı yönlü fiyat eğilimlerinin gözlenmesi sonucu, rezerv opsiyon kullanım oranlarının düşürülmesine karar verilmiştir. Böylece, 2017’de yaklaşık 1,4 milyar dolar, 2018 ve 2019’da sırasıyla, 2,2 milyar dolar ve 1,7 milyar dolar bankaların kullanımına geçmiştir.

KAYNAKÇA

- Aizenman, J., Hutchison, M. & Noy, I. (2008). Inflation Targeting and Real Exchange Rates in Emerging Markets. 13.03.201. <http://citeseerx.ist.psu.edu/viewdoc/download?doi=10.1.1.183.7014&rep=rep1&type>.
- Alper, K. ve Tiryaki, T. (2011). Zorunlu Karşılıkların Para Politikasındaki Yeri. *TCMB Ekonomi Notları*, 8, 62-71.
- Alper, K., Kara, H. ve Yörükoğlu, M. (2012). “Rezerv Opsiyon Mekanizması. *TCMB Ekonomi Notları*, 28, 1-14.
- Bank for International Settlements. (2016, Ekim). *Research at the BIS-Data*. <https://www.bis.org/forum/research.htm?m=5%7C23> adresinden alınmıştır.
- Barro, Robert J. & David B. Gordon. (1983). Rules, Discretion and Reputation ina Model of Monetary Policy. *Journal of Monetary Economics*, 12(1), 101-121.
- Başçı, E. ve Kara, H.(2011). Finansal İstikrar ve Para Politikası. *İktisat, İşletme ve Finans Dergisi*, 26(302), 9-25.
- Bernanke, B.S. & Gertler, M. (1999). Inside the Black Box: The Credit Channel of Monetary Policy Transmission. *Journal of Economic Perspectives*, 9(4), 27-48.
- Bernanke, B.S. & Mishkin, F., S. (1997). Inflation Targeting: A New Framework for Monetary Policy. *Journal of Economic Perspectives*, 11(2), 97-116.
- Bernanke, B.S. & Woodford, M. (1997). Inflation Forecastand Monetary Policy. *NBER Working Paper*, 6157, 1-66.

- Blinder, A.S. (2010). How Central Should the Central Bank Be?. *Journal of Economic Literature*, 48(1), 123-133.
- Bloomberg HT. (2017, Mayıs). *Ekonomi Verileri*. <https://www.bis.org/forum/research.htm?m=5%7C23> adresinden alınmıştır.
- Bloomberg HT. (2019, Mayıs). *Ekonomi Verileri*. <https://www.bis.org/forum/research.htm?m=5%7C23> adresinden alınmıştır.
- Broz, J.L. (1998). The Origins of Central Banking: Solutions to the Free-Rider Problem. *Cambridge University Press*, 52(2), 231-268.
- BoE. (2016, Ekim). *Research-Data*. <http://www.bankofengland.co.uk/research/Pages/default.aspx> adresinden alınmıştır.
- Boehm, C.E. & House, C.L. (2014). Optimal Taylor Rules in New Keynesian Models. *NBER Working Paper*, 20237, 1-39.
- Bondone, C., A. (2011). Theory of Interest. [http://www.carlosbondone.com/pdf/Theory_of_Interest_\(Carlos_Bondone\).pdf](http://www.carlosbondone.com/pdf/Theory_of_Interest_(Carlos_Bondone).pdf) adresinden alınmıştır.
- Bordo, M, D. & Schwartz, A.J. (1997). Monetary Policy Regimes and Economic Performance: The Historical Record. *NBER Working Paper*, 6201, 1-128.
- Calvo, A.G. (1978). On the Time Consistency of Optimal Policy in a Monetary Economy. *Econometrica*, 46(6), 1411-1428.
- Capie, F., Goodhart, C. & Schradi, N. (1994). *The Development of Central Banking*. (2nd edition). England: Cambridge University Press.

- Carlstrom, C. T. & Fuerst, T. S. (1995). Interest Rate Rules vs. Money Growth Rules: A Welfare Comparison in a Cash-in Advance Economy. *The Federal Reserve Bank of Cleveland*, 9504, 1-29.
- Carpenter, Z.L. (November 12, 2016). Debt Instruments and Markets. <http://pages.stern.nyu.edu/~jcarpen0/courses/b403333/02zeroh.pdf>.
- Chang, J.H. (2007). *Institutional Change and Economic Development*. Tokyo-New York-Paris: United Nations University Press
- Chang, R. (1998). Policy Credibility and the Design of Central Banks. *Federal Reserve Bank of Atlanta Economic Review*, 1-12.
- Chinn, M, D. & Kucko, K.J. (2010). The Predictive Power of The Yield Curve Across Countries and Time. *NBER Working Paper*, 16398, 1-45.
- Clarida, R., Gali, J. & Gertler, M. (2000). Monetary Policy Rules and Macroeconomic Stability: Evidence and Some Theory. *The Quarterly Journal of Economics*, 115(1), 147-180..
- Cukierman, J. (2011). Reflections on the crisis and on its lessons for regulatory reform and for central bank policies. *Journal of Financial Stability*, 7, 26-37.
- Culbertson, J. M. (1957). The Term Structure of Interest Rates. *The Quarterly Journal of Economics*, 71(4), 485-517
- Çarkacıoğlu, A. (2016). Kripto-Para Bitcoin. *Sermaye Piyasası Kurulu Araştırma Raporu*, 1-84.

- Çevik, F. (2016). Sermaye Akımı Oynaklığı ve Kredi Büyümesinde Yeni Para Politikasının Önemi. *Elektronik Sosyal Bilimler Dergisi*, 15(57), 710-718.
- Driffill, J., Rotondi, J.Z, Savona, P.& Zazzara, C. (2006). Monetary Policy and Financial Stability: What Role for The Futures Market?. *Journal of Financial Stability*, 2(2006), 95-112.
- Duff, A.W.S. (2014) . Central Bank Independence and Macroprudential Policy: A Critical Look at the U.S. Financial Stability Framework. *Berkeley Business Law Journals*, 11(1), 185-208.
- ECB. (2016, Ekim). *Research and Publications-Data*. <https://www.ecb.europa.eu/home/html/index.en.html> adresinden alınmıştır.
- Elton, E.J., Gruber, M.J. & Blake, C.R. (2001). An Examination of Mutual Fund Timing Ability Using Monthly Holdings Data. *Review of Finance*, 16(3), 619-645.
- Ergin, A. ve Aydın, H.İ. (2017). Finansal İstikrarı Sağlamaya Yönelik Bir Araç: Rezerv Opsiyon Mekanizması. *Batman Üniversitesi Yaşam Bilimleri Dergisi*, 7(1), 63-75.
- Eroğlu, N. ve Kara, F. (2017). Türkiye’de Makro İhtiyati Para Politikası Araçlarının Makroekonomik Değişkenlere Etkisinin VAR Analizi ile İncelenmesi. *İstanbul İktisat Dergisi*, 67(2), 59-88.
- Eroğlu, N., Söylemez, A. O. ve Alıç, C. (2016). Türkiye’de Zorunlu Karşılıklar ve Tüketici Kredileri: Ekonometrik Bir Model

- Denemesi. *Marmara Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Dergisi*, 38(2), 63-89
- FED. (2016, Ekim). *Economic Research-Data*. <https://www.federalreserve.gov/econres.htm> adresinden alınmıştır.
- Filardo, A. (2000). Monetary policy and asset price bubbles: calibrating the monetary policy trade-offs. *Bank for International Settlements*, 8972, 1-24.
- Fischer, S. (1995). Modern Approaches to Central Banking. *National Bureau of Economic Research*, 5064, 1-74.
- Fisher, I. (1907). *The Rate of Interest*. New York: The Macmillan Company.
- Fisher, I. (1930). *The Theory of Interest*. New York: The Macmillan Company.
- Fraser, B. W. (1994). Central Bank independence: What does it mean? *Reserve Bank of Australia Bulletin*, 12, 1-8.
- Friedman, M. (1969). *In The Optimum Quantity of Money and Other Essays* (2nd edition). Chicago: Aldine.
- Galati, G. & Moessner, R. (2010). Macroprudential Policy-A Literature Review. *De Nederlandsche Bank*, 267, 1-40.
- Gali, J. & Monacelli, T. (2003). The impact of macroprudential policies and their interaction with monetary policy: an empirical analysis using credit registry data. *Bank FOR International Settlements*, 636, 1-43.
- Giavazzi, F. & Giovannini, A. (19.07.2010). The Low Interest Rate Trap.13.03.2017 www.voxEU.org.

- Glocker, C. & Towbin, P. (2012). Reserve Requirements for Price and Financial Stability: When Are They Effective?. *International Journal of Central Banking*, 8(1), 65-113.
- Goodhart., C.A.E. (2011). The Changing Role of Central Banks. *International London School of Economics*, 197, 1-37.
- Handa, J. (2009). *Monetary Economics* (2th edition.). London and NewYork: Routledge.
- Hansen L.P. (1982). Large Sample Properties of Generalized Method of Moments Estimators. *Econometrica*, 50(4), 1029-1054.
- Hazine Müsteşarlığı. (2017, Mayıs). *Dış Ekonomik İlişkiler- Ekonomik Veriler*. <https://www.hazine.gov.tr/tr-TR/Sayfalar/Hakkimizda-DEI> adresinden alınmıştır.
- Hoffmann, M. & Kempa, B. (2009). The Poole Analysis in the New Open Economy Macroeconomic Framework. *Review of International Economics*, 17, 1074-1097.
- IMF. (2019, Mayıs). *Data*. <http://www.imf.org/en/data> adresinden alınmıştır.
- IMF. (2020, Nisan). *Data*. <http://www.imf.org/en/data> adresinden alınmıştır.
- Ireland, P.,N. (2006). The Monetary Transmission Mechanism. *Federal Reserve Bank of Boston*, 6(1), 1-15.
- Kalkınma Bakanlığı. (2017, Mayıs). *Ekonomik Gelişmeler*. <http://www.kalkinma.gov.tr/Pages/EkonomikGelistmeler.aspx> adresinden alınmıştır.
- Kara, H. (2012). Küresel Kriz Sonrası Para Politikası. *Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası*, 17, 1-28.

- Kaya, V. ve Çelik, A. (2015). Küresel Finans Krizi Sürecinde Merkezi Yönetim Bütçe Harcamalarının Görünümü. *Atatürk Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Dergisi*, 9(2), 279-291.
- Kerr, W. & Robert, G.K. (1996). Limits on Interest Rate Rules in the IS Model. *Federal Reserve Bank of Richmond Economic Quarterly*, 82, 47-75.
- Keynes, J.M. (1936). The General Theory, Employment, Interest and Money. *The History of Economics Thoughts*. Ağ Sitesi. 13.03.2017.
<http://www.hetwebsite.net/het/texts/keynes/gt/gtcont.htm>
- King, R.G. & Kurmann, A. (2002). Expectations and the Term Structure of Interest Rates: Evidence and Implications. *Federal Reserve Bank of Richmond Economic Quarterly*, 88(4), 49-95.
- Kutlar, A. ve Gündoğan, H. (2012, Kasım). Türkiye’de 2008 Finansal Kriz Sürecinde Para Politikası ve Enflasyon Hedeflemesi. Sözlü Bildiri, *Türkiye Ekonomi Kurumu-Uluslararası Ekonomi Konferansı*, İzmir, 1-20.
- Kydland, F.E. & Prescott, E.C. (1977). Rules Rather than Discretion: The Inconsistency of Optimal Plans. *The Journal of Political Economy*, 85(3), 473-492.
- Leijonhufvud, A. (13.05.2008) Central Banking Doctrine in Light of Crisis.13.03.2017 www.voxEU.org.
- Lim, C., Columba, F., Costa, A., Kongsamut, P., Otani, A., Sayiyid, M., Wezel, T. & Wu, X. (2011). Macroprudential Policy: What Instruments and How to Use Them? Lessons from Country Experiences. *International Monetary Fund*, 238, 1-82.

- Lutz, F.A. (1940). The Structure of Interest Rates. *The Quarterly Journal of Economics*,55(1), 36-63.
- Marcussen, M. (2005). Central Banks on The Move. *Journal of European Public Policy*, 12(5), 903-923.
- Macfarlane, I. J. (1997). Monetary Policy Regimes: Past and Future. *Reserve Bank of Australia Bulletin*, October, 20-31.
- McCallum, B.T. (2001). Should Monetary Policy Respond Strongly to Output Gaps?. *American Economic Review*, 91 (2): 258-262.
- Maliye Bakanlığı. (2016, Ekim). Ekonomik Veriler. <http://www.bumko.gov.tr/TR,146/istatistikler.html> adresinden alınmıştır.
- Maliye Bakanlığı. (2019, Ekim). Ekonomik Veriler. <http://www.bumko.gov.tr/TR,146/istatistikler.html> adresinden alınmıştır.
- Marcussen, M. (2005). Central Banks on The Move. *Journal of European Public Policy*, 12(5), 903-923.
- Mishkin, F.S. (1995). Symposium on the Monetary Transmission Mechanism. *Journal of Economic Perspectives*, 9(4), 3-10.
- Mishkin, F.S. (1999). International Experiences with Different Monetary Policy Regimes. *NBER Working Paper*, 6965, 1-46.
- Mishkin, F.S. (2001). From Monetary Targeting to Inflation Targeting Lessons from Industrialized Countries. *Policy Research Working Paper*, 2684, 1-35.
- Mishkin, F.S. (2004). *The Economics of Money, Banking and Financial Markets* (7th edition.). The Addison-Wesley Series in Economics.

- Mishkin, F.S. (2007). Will Monetary Policy Become More of a Science?. *NBER Working Paper*, 13566, 1-43.
- Modigliani, F. & Sutch, R. (1966). Innovations in Interest Rate Policy. *The American Economic Review*, 56(1), 178-197.
- Modigliani, F. (1971). Monetary Policy and Consumption: Linkages via Interest Rate and Wealth Effects in the FMP Model, Consumer Spending and Monetary Policy: The Linkages. *Federal Reserve Bank of Boston Conference Series*, 5, 9-84.
- Mohanty, M. & Klau, M. (2004). Monetary Policy Rules in Emerging Market Economies: Issues and Evidence. *BIS Working Papers*, 149, 1-17.
- Nier, W., Osinski, J., Jácome, L.I. & Madrid, P. (2011). Institutional Models for Macroprudential Policy. *International Monetary Fund*, 18, 3-6.
- Orphanides, A. (2004). Monetary Policy Rules, Macroeconomic Stability and Inflation: A View From the Trenches. *Journal of Money Credit and Banking*, 36(2), 151-175.
- Orsmond, D. & Price, F. (2016) . Macroprudential Policy Frameworks and Tools. *Reserve Bank of Australia*, 75-86.
- Osinski, J., Seal, K. & Hoogduing, L. (2013). Macroprudential and Microprudential Policies: Toward Cohabitation. *International Monetary Fund*, 5,4-27.
- Peker, O. ve Sümer, A.L. (2018). Yeni Keynesyen Yaklaşım Perspektifinde Optimal Taylor Kuralı: Türkiye Örneği. *Bankacılar Dergisi*, 108, 77-96.

- Piazzesi, M. & Scheider, M. (2007). Equilibrium Yield Curves. *NBER Working Paper*, 21,389-472.
- Poole,W. (1970). Optimal Choice of Monetary Policy Instruments in a Simple Stochastic Macro Model. *The Quarterly Journal of Economics*, 84(2), 197-216.
- Ricardo, D. (1997). *Ekonomi Politiğın ve Vergilendirmenin İlkeleri*.(Çev. Erhan, T.). İstanbul: Belge Yayınları.
- Rudebusch, G.D. (2001). Term Structures Evidence on Interest Rate Smoothing and Monetary Policy Inertia. *Journal of Moneraty Economics*, 49, 1161-1187.
- SBB. (2019, IV). *Ekonomik Gelişmeler*. <https://www.sbb.gov.tr/wp-content/uploads/2020/05/2019-EkoGel-4Ceyrek.pdf/> adresinden alınmıştır.
- Schinasi, G. J. (20004) Defining Financial Stability. *International Monetary Fund*,1, 3-17.
- Senior, N., W. (1836). Political Economy. 13.03.2017. (<http://www.econlib.org/library/Senior/snP2.html#Chapter%202,%20Nature%20of%20Wealth>).
- Smets, F. (2014). Financial Stability and Monetary Policy: How Closely Interlinked?. *European Central Bank*, , 10(2), 265-303.
- Smith, A. (1997). *Ulusların Zenginliğı*. (Çev. Yunus, A. ve Bakırcı, M.). İstanbul: Alan Yayıncılık.
- Taylor, J.B. (1993). Discretion Versus PolicyRules in Practise. *Cornegie-Rochester Conference Series on Public Policy*, 39, 194-214.

- Taylor, J.B. (1995). The Monetary Transmission Mechanism: An Empirical Framework. *The Journal of Economic Perspectives*, 9(4), 11-26.
- Taylor, J.B. (1999). A Historical Analysis of Monetary Policy Rules. *NBER Working Paper*, 7419, 319-348.
- TCMB. (2003, Ocak). *Para ve Kur Politikası Genel Çerçevesi*.
<https://www.tcmb.gov.tr/wps/wcm/connect/TR/TCMB+TR/Main+Menu/Yayinlar/Para+ve+Kur/Para+ve+Kur+Politikasi+Metinleri/> adresinden alınmıştır.
- TCMB. (2005, Aralık). *Enflasyon Hedeflemesi Rejiminin Genel Çerçevesi*.<https://www.tcmb.gov.tr/wps/wcm/connect/TR/TCMB+TR/Main+Menu/Yayinlar/Para+ve+Kur/Para+ve+Kur+Politikasi+Metinleri/> adresinden alınmıştır.
- TCMB. (2006, Ocak). *Enflasyon Raporu 2006-I*.
<https://www.tcmb.gov.tr/wps/wcm/connect/TR/TCMB+TR/Main+Menu/Yayinlar/Raporlar/Enflasyon+Raporu/> adresinden alınmıştır.
- TCMB. (2007, Ocak). *Enflasyon Raporu 2007-I*.
<https://www.tcmb.gov.tr/wps/wcm/connect/TR/TCMB+TR/Main+Menu/Yayinlar/Raporlar/Enflasyon+Raporu/> adresinden alınmıştır.
- TCMB. (2008, Ocak). *Enflasyon Raporu 2008-I*.
<https://www.tcmb.gov.tr/wps/wcm/connect/TR/TCMB+TR/Main+Menu/Yayinlar/Raporlar/Enflasyon+Raporu/> adresinden alınmıştır.

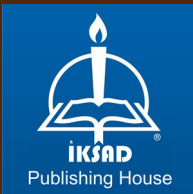
- TCMB. (2009, Aralık). *TCMB Bülten*. <https://www.tcmb.gov.tr/wps/wcm/connect/TR/TCMB+TR/Main+Menu/Yayinlar/Raporlar/Eski+Raporlar/TCMB+Bulten/TCMB+Bulten> adresinden alınmıştır.
- TCMB. (2009, Ocak). *Enflasyon Raporu 2009-I*. <https://www.tcmb.gov.tr/wps/wcm/connect/TR/TCMB+TR/Main+Menu/Yayinlar/Raporlar/Enflasyon+Raporu/> adresinden alınmıştır.
- TCMB. (2010, Ocak). *Enflasyon Raporu 2010-I*. <https://www.tcmb.gov.tr/wps/wcm/connect/TR/TCMB+TR/Main+Menu/Yayinlar/Raporlar/Enflasyon+Raporu/> adresinden alınmıştır.
- TCMB. (2011, Ocak). *Enflasyon Raporu 2011-I*. <https://www.tcmb.gov.tr/wps/wcm/connect/TR/TCMB+TR/Main+Menu/Yayinlar/Raporlar/Enflasyon+Raporu/> adresinden alınmıştır.
- TCMB. (2012, Ocak). *Enflasyon Raporu 2012-I*. <https://www.tcmb.gov.tr/wps/wcm/connect/TR/TCMB+TR/Main+Menu/Yayinlar/Raporlar/Enflasyon+Raporu/> adresinden alınmıştır.
- TCMB. (2013, Ocak). *Enflasyon Raporu 2013-I*. <https://www.tcmb.gov.tr/wps/wcm/connect/TR/TCMB+TR/Main+Menu/Yayinlar/Raporlar/Enflasyon+Raporu/> adresinden alınmıştır.
- TCMB. (2014, Kasım). *Finansal İstikrar Raporu*. <https://www.tcmb.gov.tr/wps/wcm/>

- connect/TR/TCMB+TR/Main+Menu/Yayinlar/Raporlar/Finansal+Istikrar+Raporu/adresinden alınmıştır.
- TCMB. (2014, Ocak). *Enflasyon Raporu 2014-I*.
<https://www.tcmb.gov.tr/wps/wcm/connect/TR/TCMB+TR/Main+Menu/Yayinlar/Raporlar/Enflasyon+Raporu/> adresinden alınmıştır.
- TCMB. (2015, Kasım). *Finansal İstikrar Raporu*.
<https://www.tcmb.gov.tr/wps/wcm/connect/TR/TCMB+TR/Main+Menu/Yayinlar/Raporlar/Finansal+Istikrar+Raporu/> adresinden alınmıştır.
- TCMB. (2015, Ocak). *Enflasyon Raporu 2015-I*.
<https://www.tcmb.gov.tr/wps/wcm/connect/TR/TCMB+TR/Main+Menu/Yayinlar/Raporlar/Enflasyon+Raporu/> adresinden alınmıştır.
- TCMB. (2016, Ekim). *Enflasyon Raporu 2016-IV*.
<https://www.tcmb.gov.tr/wps/wcm/connect/TR/TCMB+TR/Main+Menu/Yayinlar/Raporlar/Enflasyon+Raporu/> adresinden alınmıştır.
- TCMB. (2016, Eylül). *TCMB Bülten*. <https://www.tcmb.gov.tr/wps/wcm/connect/TR/TCMB+TR/Main+Menu/Yayinlar/Raporlar/Eski+Raporlar/TCMB+Bulten/TCMB+Bulten> adresinden alınmıştır.
- TCMB. (2016, Kasım). *Finansal İstikrar Raporu*.
<https://www.tcmb.gov.tr/wps/wcm/connect/TR/TCMB+TR/Main+Menu/Yayinlar/Raporlar/Finansal+Istikrar+Raporu/> adresinden alınmıştır.

- TCMB. (2016, Mayıs). *Küresel Para Politikalarının Normalleşme Sürecinde Yol Haritası*. <https://www.tcmb.gov.tr/wps/wcm/connect/TR/TCMB+TR/Main+Menu/Yayinlar/Para+ve+Kur/Para+ve+Kur+Politikasi+Metinleri/> adresinden alınmıştır.
- TCMB. (2016, Mayıs). *Para Politikası Çıkış Stratejisi*. <https://www.tcmb.gov.tr/wps/wcm/connect/TR/TCMB+TR/Main+Menu/Yayinlar/Para+ve+Kur/Para+ve+Kur+Politikasi+Metinleri/> adresinden alınmıştır.
- TCMB. (2016, Ocak). *Enflasyon Raporu 2016-I*. <https://www.tcmb.gov.tr/wps/wcm/connect/TR/TCMB+TR/Main+Menu/Yayinlar/Raporlar/Enflasyon+Raporu/> adresinden alınmıştır.
- TCMB. (2017, Kasım). *Enflasyon Raporu 2017-IV*. <https://www.tcmb.gov.tr/wps/wcm/connect/TR/TCMB+TR/Main+Menu/Yayinlar/Raporlar/Enflasyon+Raporu/> adresinden alınmıştır.
- TCMB. (2017, Kasım). *Finansal İstikrar Raporu*. <https://www.tcmb.gov.tr/wps/wcm/connect/TR/TCMB+TR/Main+Menu/Yayinlar/Raporlar/Finansal+Istikrar+Raporu/> adresinden alınmıştır.
- TCMB. (2017, Mayıs). *İstatistikler-Elektronik Veri Dağıtım Sistemi*. <http://evds.tcmb.gov.tr/> adresinden alınmıştır.
- TCMB. (2017, Ocak). *Enflasyon Raporu 2017-I*. <https://www.tcmb.gov.tr/wps/wcm/connect/TR/TCMB+TR/Main+Menu/Yayinlar/Raporlar/Enflasyon+Raporu/> adresinden alınmıştır.

- TCMB. (2018, Haziran). *İstatistikler-Elektronik Veri Dağıtım Sistemi*.
<http://evds.tcmb.gov.tr/> adresinden alınmıştır.
- TCMB. (2018, Kasım). *Finansal İstikrar Raporu*.
[https://www.tcmb.gov.tr/wps/wcm/connect/TR/TCMB+TR/Main+Menu/Yayinlar/Raporlar/Finansal+Istikrar+Raporu/adresinden alınmıştır](https://www.tcmb.gov.tr/wps/wcm/connect/TR/TCMB+TR/Main+Menu/Yayinlar/Raporlar/Finansal+Istikrar+Raporu/adresinden+alınmıştır).
- TCMB. (2018, Ocak). *Enflasyon Raporu 2018-I*.
[https://www.tcmb.gov.tr/wps/wcm/connect/TR/TCMB+TR/Main+Menu/Yayinlar/Raporlar/Enflasyon+Raporu/](https://www.tcmb.gov.tr/wps/wcm/connect/TR/TCMB+TR/Main+Menu/Yayinlar/Raporlar/Enflasyon+Raporu/adresinden+alınmıştır) adresinden alınmıştır.
- TCMB. (2019, Ocak). *Enflasyon Raporu 2019-I*.
[https://www.tcmb.gov.tr/wps/wcm/connect/TR/TCMB+TR/Main+Menu/Yayinlar/Raporlar/Enflasyon+Raporu/](https://www.tcmb.gov.tr/wps/wcm/connect/TR/TCMB+TR/Main+Menu/Yayinlar/Raporlar/Enflasyon+Raporu/adresinden+alınmıştır) adresinden alınmıştır.
- TCMB. (2020, Ocak). *Enflasyon Raporu 2020-I*.
[https://www.tcmb.gov.tr/wps/wcm/connect/TR/TCMB+TR/Main+Menu/Yayinlar/Raporlar/Enflasyon+Raporu/](https://www.tcmb.gov.tr/wps/wcm/connect/TR/TCMB+TR/Main+Menu/Yayinlar/Raporlar/Enflasyon+Raporu/adresinden+alınmıştır) adresinden alınmıştır.
- Tinbergen, J. (1952). *On the Theory of Economic Policy*. Amsterdam: North-Holland Publishing Company.
- Tobin, J. (1969). General Equilibrium Approach To Monetary Theory. *Journal of Money, Credit and Banking*, 1(1), 15-29.
- Tuna, A., Öner, S. ve Öner, H. (2015). Rezerv Opsiyonu Mekanizmasının Optimal Kullanımı ve Türk Bankacılık Sektörü Açısından Maliyet Analizi. *Atatürk Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Dergisi*, 29(2), 219-232.

- Turgot, A.R.J (1976). *Reflections on the Formation and Distribution of Wealth*. (Çev. Meek, R.L). London: Cambridge University Press.
- Verick, S. & Islam, I. (2010). The Great Recession of 2008-2009: Causes, Consequences and Policy Responses. *Discussion Paper Series*, 4934, 1-62.
- Wong, K.M. & Chong, T.L. (2014). A Tale of Two Regimes: Classifying and Revisiting the Monetary Policy Regimes. *Institute of Global Economics and Finance Working Paper*, 25, 1-28.
- Woodford, M. (2011). Inflation Targeting and Financial Stability. *Columbia University*, 10, 1-34.
- Yılmaz, D. (2009). Küresel Kriz, Etkileri ve Para Politikası Uygulamaları. *TCMB Ekonomi Notları*, 1-25.



ISBN: 978-625-7139-79-3