

T.C.
İSTANBUL TİCARET ÜNİVERSİTESİ
FİNANS ENSTİTÜSÜ
BANKACILIK ANABİLİM DALI
BANKACILIK DOKTORA PROGRAMI

PARA POLİTİKASINDA YENİ YAKLAŞIMLAR VE
FİNANSAL KESİM İLE ETKİLEŞİMİ

Doktora Tezi

Nurettin ÖZTÜRK
200003140

İstanbul, 2021

T.C.
İSTANBUL TİCARET ÜNİVERSİTESİ
FİNANS ENSTİTÜSÜ
BANKACILIK ANABİLİM DALI
BANKACILIK DOKTORA PROGRAMI

PARA POLİTİKASINDA YENİ YAKLAŞIMLAR VE
FİNANSAL KESİM İLE ETKİLEŞİMİ

Doktora Tezi

Nurettin ÖZTÜRK
200003140

Danışman: Prof. Dr. Elçin AYKAÇ ALP

İstanbul, 2021

ÖZET

Ülkelerin karşılaştıkları ekonomik ve finansal zorluklar, merkez bankalarının sadece politika faizi aracını kullanarak ortaya çıkan sorunların üstesinden gelinemeyeceğini gösterdiğinden parasal otoriteleri alternatif bazı uygulamalara yöneltmiştir. Özellikle küresel finansal krizin ardından ortaya çıkan geleneksel olmayan para politikaları ve makro ihtiyati politikalar ile merkez bankasının temel hedefi olan fiyat istikrarına odaklanılmasının yanı sıra, finansal istikrarın da gözetildiği bir anlayışın oluşmaya başladığı görülmektedir. Bu kapsamda, hayata geçirilen yenilikçi uygulamalar para politikasında yeni yaklaşımlar olarak ifade edilmektedir.

Yeni para politikası yaklaşımları, finansal piyasalar ve kurumlar üzerinden sağlanan uygulamalarla finansal kesim ile etkileşim çerçevesinde yürütülmektedir. Dünyanın önde gelen merkez bankaları başta olmak üzere birçok ülkenin ekonomi yönetimi, finansal aracılık sistemini kullanarak parasal aktarım mekanizmasının etkinliğini artırmaya çalışmaktadır. Benzer şekilde, Türkiye de kendi ekonomik koşulları ve ortaya çıkan gereksinimler çerçevesinde belirli dönemlerde farklı stratejiler sergilemekte ve alternatif uygulamalara başvurmaktadır. Bu bağlamda, son yıllardaki yeni para politikası yaklaşımlarının teorik olarak ve uygulama bazında ele alınması ve sonuçlarının analiz edilmesi çalışmanın amacını oluşturmaktadır.

Bu kapsamda, yeni para politikası yaklaşımlarının finansal kesim ile etkileşimi üç ana başlık etrafında sınıflandırılarak 2006:01-2020:10 dönemi için incelenmiştir. Ortaya konulan uygulamaların etkinliği, Eşik Yapısal Vektör Oto Regresyon (TSVAR) metodu kullanılarak enflasyon bağımlı değişkeni üzerinden analiz edilmiştir. Çalışmanın sonucunda elde edilen bulgular, özellikle döviz piyasalarına yönelik uygulamaların fiyat istikrarı hedefi için gerekli olduğunu göstermektedir.

Anahtar Kelimeler: Para Politikası, Geleneksel Olmayan Para Politikaları, Makro İhtiyati Politikalar, Merkez Bankaları, TSVAR

ABSTRACT

The economic and financial difficulties faced by the countries showed that the problems that emerged by using only the policy rate tool of central banks could not be overcome, thus directing the monetary authorities to some alternative practices. Especially with the unconventional monetary policies and macro-prudential policies that emerged after the global financial crisis, an understanding that takes into account financial stability in addition to focusing on price stability, which is the main target, has begun to form. In this context, the new practices implemented are expressed as new approaches in monetary policy.

New monetary policy approaches have been carried out within the framework of interaction with the financial sector through applications provided through financial markets and institutions. The economy management of many countries, especially the leading central banks of the world, tried to increase the effectiveness of the monetary transmission mechanism by using the financial intermediation system. Similarly, Turkey has displayed different strategies and started alternative practices in certain periods within the framework of its own economic conditions and emerging needs. In this context, the aim of the study is to examine the new monetary policy approaches in recent years on a theoretical and practical basis and to analyze the results.

In this context, the interaction of new monetary policy approaches with the financial sector was classified under three main headings and analyzed for the period 2006: 01-2020: 10. The efficiency of the applications revealed was analyzed over the inflation dependent variable using the Threshold Structural Vector Auto Regression (TSVAR) method. The findings obtained as a result of the study show that especially the applications for foreign exchange markets are necessary for the price stability target.

Key Words: Monetary Policy, Unconventional Monetary Policies, Macro Prudential Policies, Central Banks, TSVAR

ÖNSÖZ

Bir ülkede uygulanması tercih edilen para politikası, toplumun tüm kesimleri ve gelecek nesiller için sonuçlar doğurmaktadır. Özellikle son yıllarda ortaya çıkan yeni para politikası anlayışında finansal piyasalar üzerinden gerçekleştirilen ve alternatif araçların kullanıldığı bir yaklaşımın olduğu göze çarpmaktadır. Nitekim, bu konuyu çalışma alanı olarak seçme nedenim de bahsi geçen yeni para politikası yaklaşımlarının geliştirilen finansal ürünler üzerinden nasıl çalışmakta olduğu konusunda katkıda bulunma amacına dayanmaktadır. Tez temel olarak geleneksel olmayan para politikaları ve makro ihtiyati politikalardan oluşan yeni para politikası yaklaşımlarını içermektedir. Bu niteliği ile çalışmanın hem politika yapıcılar, hem de araştırmacılar için temel bir kaynak olmasını hedefledim.

Ünlü düşünür Seneca, “Bilgi sermayemdir, bilim silahımdır, sabır giysimdir...” der. Akademik düzeyde çalışma yapmak isteyen bir kişi için kılavuz niteliği taşıyan bu düstur ile çıktığım uzun ve meşakkatli yolun sonunda literatüre nazizane bir katkı sağlamanın mutluluğunu yaşamaktayım.

Şüphesiz böyle bir eserin ortaya çıkması benim yalnız başıma taşıyabileceğim bir yük olamazdı. Çalışma konusunun belirlenmesinde ve doktora tezimin hazırlanma sürecinin tüm aşamalarında bilgi, tecrübe ve zamanını esirgemeyerek bana her fırsatta yardımcı olan değerli tez danışmanı hocam Prof. Dr. Elçin AYKAÇ ALP’e teşekkürlerimi sunarım. Çalışmanın yürütülmesinde bakış açıları ile olumlu ve yapıcı katkı sağlayarak beni yönlendiren tez izleme komitesindeki kıymetli hocalarım Prof. Dr. Serkan ÇANKAYA ve Doç. Dr. Hicabi ERSOY’a teşekkürü borç bilirim.

Hayatım boyunca beni destekleyen, her daim dualarını esirgemeyen ve bugünlere gelmemde üzerimde büyük emekleri olan muhterem anneme ve babama şükranlarımı sunarım. Her zaman olduğu gibi doktora eğitimim süresince de anlayış ve sabırla yanımda olan sevgili eşime, onlara ayırdığım zamandan kıstığım her bir dakika için kızlarım Azra ve Rümeyza’ya sonsuz sevgilerimi sunarım.

İÇİNDEKİLER

	Sayfa No.
ÖZET	i
ABSTRACT.....	ii
ÖNSÖZ.....	iii
TABLolar LİSTESİ	viii
ŞEKİLLER LİSTESİ	ix
KISALTMALAR.....	xi
GİRİŞ.....	1
1. PARA POLİTİKASININ KAVRAMSAL ÇERÇEVESİ	6
1.1. Para Politikası Tanımı	6
1.2. Para Politikası Teorileri.....	7
1.3. Para Politikası Stratejileri	11
1.3.1. Parasal Hedefleme.....	12
1.3.2. Döviz Kuru Hedeflemesi.....	13
1.3.3. Enflasyon Hedeflemesi.....	15
1.3.4. Türkiye’de Para Politikası Stratejileri Deneyimleri.....	17
1.4. Parasal Aktarım Mekanizması	18
1.4.1. Parasal Aktarım Mekanizması Kanalları.....	19
1.4.2. Türkiye’de Parasal Aktarım Mekanizması	21
1.5. Geleneksel Para Politikaları.....	22
1.6. Geleneksel Olmayan Para Politikaları.....	24
1.6.1. Geleneksel Olmayan Para Politikaları Kavramı	24
1.6.2. Geleneksel Olmayan Para Politikalarının Ortaya Çıkışı	26
1.6.3. Geleneksel Olmayan Para Politikaları Genel Çerçevesi	30
1.6.4. Geleneksel Olmayan Para Politikalarına Yönelik Eleştiriler	34
1.6.5. Geleneksel Olmayan Para Politikalarından Çıkış Stratejileri.....	35

1.7.	Makro İhtiyati Politikalar	37
1.7.1.	Makro İhtiyati Politika Kavramı ve Ortaya Çıkışı.....	37
1.7.2.	Makro İhtiyati Politikaların Genel Çerçevesi	38
1.7.3.	Makro İhtiyati Politikaların Etkileşimi	40
1.7.4.	Makro İhtiyati Politikaların Yönetişimi	42
1.7.5.	Makro İhtiyati Politikalara Yönelik Eleştiriler	43
1.8.	Bütünleşik Politika Çerçevesi	44
1.9.	Yeni Para Politikası Yaklaşımlarının Finansal Kesim ile İlişkisi.....	47
2. DÜNYADA GELENEKSEL OLMAYAN PARA POLİTİKALARI		
UYGULAMALARI.....		49
2.1.	FED'in Geleneksel Olmayan Para Politikası Uygulamaları.....	52
2.2.	ECB'nin Geleneksel Olmayan Para Politikası Uygulamaları	56
2.3.	BOE'nin Geleneksel Olmayan Para Politikası Uygulamaları	58
2.4.	BOJ'un Geleneksel Olmayan Para Politikası Uygulamaları	59
2.5.	GOÜ Merkez Bankalarının Geleneksel Olmayan Para Politikaları.....	60
3. TÜRKİYE'DE YENİ PARA POLİTİKASI UYGULAMALARININ		
BAŞLICA AŞAMALARI.....		63
3.1.	2010 Yılı Öncesi Dönem	64
3.2.	2010 Yılı Sonrası Dönem (Küresel Kriz Sonrası)	66
3.2.1.	Para Politikası Çıkış Stratejisi	66
3.2.2.	Küresel Para Politikalarının Normalleşme Sürecinde Yol Haritası	68
3.2.3.	Finansal Piyasalara İlişkin Tedbirler	70
3.2.4.	Koronavirüsün Ekonomik ve Finansal Etkilerine Karşı Alınan Tedbirler	71
4. TÜRKİYE'DE YENİ PARA POLİTİKASI UYGULAMALARI		74
4.1.	Likidite Yönetimi Uygulamaları.....	75
4.1.1.	Faiz Koridoru.....	76
4.1.2.	Geç Likidite Penceresi (GLP).....	78

4.1.3.	Zorunlu Karşılıklar.....	81
4.1.4.	Rezerv Opsiyon Mekanizması (ROM).....	91
4.1.5.	Sistemin Fonlama İhtiyacı (SFİ).....	93
4.1.6.	Parasal Genişleme	95
4.1.7.	Negatif Reel Faiz	99
4.2.	Finansal Piyasalara Yönelik Uygulamalar	101
4.2.1.	Kurumsal Yapılanma.....	102
4.2.2.	Kredi Genişlemesi.....	104
4.2.3.	İletişim ve Sözle Yönlendirme	110
4.2.4.	Kredi Teminat Oranı Sınırlamaları (LTV)	112
4.2.5.	Borç Gelir Oranı Sınırlamaları (DTI).....	113
4.2.6.	Mevduat ve Katılım Fonu Sigortası	115
4.2.7.	Ödeme Sistemleri Düzenlemeleri	115
4.2.8.	Türk Lirası Gecelik Referans Faiz Oranı (TLREF)	118
4.3.	Döviz Piyasalarına Yönelik Uygulamalar	121
4.3.1.	Döviz Takası Uygulamaları.....	122
4.3.2.	Vadeli Döviz Sözleşmeleri	128
4.3.3.	Döviz Kredisi Kısıtlaması	129
4.3.4.	Döviz Sözleşmelerinin Sınırlandırılması.....	132
4.3.5.	Yabancı Para Hesaplara Stopaj Düzenlemesi.....	132
4.3.6.	İhracat Bedellerinin Yurda Getirilmesi Zorunluluğu.....	134
4.3.7.	Döviz Alış İşlemlerine Yönelik Düzenlemeler.....	135
5.	YENİ PARA POLİTİKASI YAKLAŞIMLARININ FİYAT İSTİKRARINA	
ETKİSİ	138	
5.1.	Veri Seti.....	138
5.2.	Literatür Taraması.....	139
5.3.	Yöntem	144

5.4.	Ampirik Bulgular	147
5.4.1.	Model A: M1 Para Arzı ve Enflasyon.....	147
5.4.2.	Model B: Toplam Krediler ve Enflasyon	150
5.4.3.	Model C: Döviz Kuru ve Enflasyon.....	156
5.4.4.	Model D: Borsa Piyasa Değeri ve Enflasyon	160
5.5.	Değerlendirme	163
SONUÇ		166
KAYNAKÇA.....		171

TABLÖLAR LİSTESİ

	Sayfa No.
Tablo 1. Geleneksel Olmayan Para Politikaları Sınıflandırmaları	31
Tablo 2. Merkez Bankalarının Genişleyen Rolü Kapsamında Para Politikaları	33
Tablo 3. Bütünleşik Politika Çerçevesi.....	47
Tablo 4. Bazı Ülke Merkez Bankaları ve Politika Tedbirleri	52
Tablo 5. FED Tarafından Uygulanan Başlıca Likidite Yönetimi Araçları	56
Tablo 6. Türkiye’de Eski ve Yeni Para Politikası Yaklaşımları	68
Tablo 7. TCMB’nin Para Politikası Araçları	71
Tablo 8. Türkiye’de Yeni Para Politikası Yaklaşımı Uygulamaları.....	75
Tablo 9. Kaldıraca Dayalı Zorunlu Karşılık Oranları.....	85
Tablo 10. Kredi Performansına Dayalı Zorunlu Karşılık Uygulaması.....	86
Tablo 11. Rezerv Opsiyonu Katsayıları (ROK)	92
Tablo 12. 2020 Yılı Doğrudan DİBS Alımları (Milyar TL)	97
Tablo 13. Türkiye’de Finansal İstikrardan Sorumlu Kurumlar.....	103
Tablo 14. KGF Kefaletli Kredi Destek Programları.....	106
Tablo 15. Kredi Garanti Fonu Verileri	106
Tablo 16. TCMB’nin Sözle Yönlendirme Örnekleri.....	112
Tablo 17. Kredi Teminat Oranı Düzenlemeleri.....	113
Tablo 18. Para Takası Faiz Oynaklıkları	125
Tablo 19. BDDK’nın Swap İşlemlerine Yönelik Kararları	126
Tablo 20. TL ve YP Stopaj Oranları (%).....	133
Tablo 21. Geçici Stopaj Döneminde Mevduat Vade Dağılımı Değişimleri (%)	133
Tablo 22. Modele Ait Değişkenlere İlişkin Bilgiler	139
Tablo 23. Model A-Threshold SVAR Test Sonucu	147
Tablo 24. Model B-Threshold SVAR Test Sonucu.....	151
Tablo 25. Model C-Threshold SVAR Test Sonucu.....	156
Tablo 26. Model D-Threshold SVAR Test Sonucu	160
Tablo 27. Özet Analiz Sonuçları	164

ŞEKİLLER LİSTESİ

Sayfa No.

Şekil 1. Türkiye’de Yeni Para Politikası Çerçevesinde Parasal Aktarım Mekanizması	22
Şekil 2. Finansal İstikrar Karar Ağacı	28
Şekil 3. Makro İhtiyati Politika Araçları	39
Şekil 4. Para Politikaları ve Makro İhtiyati Politikaların Etkileşimi	42
Şekil 5. Başlıca Merkez Bankalarının Bilanço Büyüklükleri (Milyar USD)	51
Şekil 6. Türkiye’de Yeni Para Politikaları Adımları	64
Şekil 7. Faiz Koridoru	77
Şekil 8. TCMB Faiz Oranları	79
Şekil 9. TCMB Net Fonlaması Bileşenleri	80
Şekil 10. Ağırlıklı Ortalama Zorunlu Karşılık Oranları (%)	83
Şekil 11. Zorunlu Karşılıklarda Farklılaşma	84
Şekil 12. ROK İmkanları ve Kullanım Oranları (%)	93
Şekil 13. Sistemin Fonlama İhtiyacı Araçları	94
Şekil 14. TCMB Analitik Bilanço Kalemleri Gelişimleri (Milyar TL)	97
Şekil 15. M1 Para Arzı ve Emisyon Hacmi Gelişimi (Milyar TL)	98
Şekil 16. Türkiye’de Negatif Reel Faiz	100
Şekil 17. Türkiye’de Kredilerin Gelişimi (Milyon TL)	109
Şekil 18. Kredi Kartı İşlemlerinde Uygulanan Azami Faiz Oranları	117
Şekil 19. Üye İşyerlerine Uygulanabilecek Azami Komisyon Oranları	118
Şekil 20. TLREF Oranının Seyri (%)	120
Şekil 21. YP Kredi, YP Mevduat ve Döviz Borç Oranları	122
Şekil 22. TL Depoları Karşılığı Döviz Depoları (Milyon USD)	123
Şekil 23. Döviz ve TL Depo Faiz Oranları (%)	124
Şekil 24. Para Swapları	127
Şekil 25. Reel Sektör Firmalarının Net Pozisyonu (Milyon USD)	130
Şekil 26. Bankaların TL Karşılığı Döviz İşlem Hacimleri (Milyar USD)	136
Şekil 27. YP Kredi ve YP Mevduatın Aylık Değişimi (%)	137
Şekil 28. Ekonometrik Modeller	139
Şekil 29. Model A - Kümülatif Etki Tepki Analizi Sonuçları	148
Şekil 30. Model A – Genelleştirilmiş Etki Tepki Analizi Sonuçları	150
Şekil 31. Model B - Kümülatif Etki Tepki Analizi Sonuçları	152

Şekil 32. Tüketici Kredileri Kümülatif Etki Tepki Analizi Sonuçları	154
Şekil 33. İmalat Sanayi Kredileri Kümülatif Etki Tepki Analizi Sonuçları.....	155
Şekil 34. Model B – Genelleştirilmiş Etki Tepki Analizi Sonuçları.....	156
Şekil 35. Model C - Kümülatif Etki Tepki Analizi.....	158
Şekil 36. Model C – Genelleştirilmiş Etki Tepki Analizi Sonuçları.....	159
Şekil 37. Model D - Kümülatif Etki Tepki Analizi	162
Şekil 38. Model D – Genelleştirilmiş Etki Tepki Analizi Sonuçları	163

KISALTMALAR

AB	: Avrupa Birliği
ABD	: Amerika Birleşik Devletleri
AMLF	: Varlığa Dayalı Finansman Bonosu Para Piyasası Yatırım Fonu Likidite Kolaylığı (Asset Backed Commercial Paper Money Market Mutual Fund Liquidity Facility)
AOFM	: Ağırlıklı Ortalama Fonlama Maliyeti
APİ	: Açık Piyasa İşlemleri
APP	: Varlık Alım Programı (Asset Purchase Programme)
AR	: Aktif Rasyosu
ARDL	: Gecikmesi Dağıtılmış Otoresresif (Autoregressive Distributed Lags)
BDDK	: Bankacılık Düzenleme ve Denetleme Kurumu
BİST	: Borsa İstanbul A.Ş.
BOE	: İngiltere Merkez Bankası (Bank of England)
BOJ	: Japonya Merkez Bankası (Bank of Japan)
BPP	: Bankalararası Para Piyasası
BRICS	: Brezilya, Rusya, Hindistan, Çin ve Güney Afrika Cumhuriyeti
CPFF	: Finansman Bonosu Fonlama Kolaylığı (Commercial Paper Funding Facility)
CME	: Kapsamlı Parasal Genişleme (Comprehensive Monetary Easing)
DİBS	: Devlet İç Borçlanma Senedi
DTH	: Döviz Tevdiat Hesapları
DTI	: Borç Gelir Oranı (Debt to Income)
ECB	: Avrupa Merkez Bankası (European Central Bank)
ESRB	: Avrupa Sistemik Risk Kurulu (European Systemic Risk Board)
EVDS	: Elektronik Veri Dağıtım Sistemi
FED	: Amerika Merkez Bankası (Federal Reserve Bank)
FİK	: Finansal İstikrar Komitesi
FRFA	: Sabit Faiz Tam Tahsis (Fix Interest Rate with Full Allotment)
FLS	: Bankaların Refinansman İhtiyaçlarının Karşılanması (Funding for Lending Scheme)
FYY	: Finansal Yeniden Yapılandırma

GIRF	: Genelleştirilmiş Etki-Tepki Fonksiyonları (Generalized Impulse Response Function)
GLP	: Geç Likidite Penceresi
GOÜ	: Gelişmekte Olan Ülkeler
GSYİH	: Gayri Safi Yurt İçi Hasıla
IMF	: Uluslararası Para Fonu (International Monetary Fund)
İTMK	: İpotek Teminatlı Menkul Kıymet
KGF	: Kredi Garanti Fonu
LIBOR	: Londra Bankalararası Faiz Oranı (London Interbank Offered Rate)
LTV	: Kredi Teminat Oranı (Loan to Value)
MEP	: Vade Uzatma Programı (Maturity Extension Programme)
MMIFF	: Para Piyasası Yatırımcısını Fonlama Kolaylığı (The Money Market Investor Funding Facility)
NACE	: Avrupa Topluluğunda Ekonomik Faaliyetlerin İstatistiki Sınıflaması
NIRP	: Negatif Faiz Oranı Politikası (Negative Interest Rate Policy)
OMT	: Açık Piyasa İşlemleri (Outright Monetary Transactions)
PDCF	: Piyasa Yapıcısı Kredi Kolaylığı (Primary Dealer Credit Facility)
PEPP	: Pandemi Acil Varlık Alım Programı (Pandemic Emergency Purchase Programme)
POS	: Üye İşyeri (Point of Sale)
PPK	: Para Politikası Kurulu
QE	: Niceliksel Gevşeme (Quantitative Easing)
QQE	: Niceliksel ve Niteliksek Gevşeme (Quantitative and Qualitative Easing)
ROK	: Rezerv Opsiyon Katsayısı
ROM	: Rezerv Opsiyon Mekanizması
SFİ	: Sistemin Fonlama İhtiyacı
SMP	: Menkul Kıymetler Piyasası Programı (Securities Markets Programme)
SPK	: Sermaye Piyasası Kurulu
TAF	: Vadeli İhale Kolaylığı (Term Auction Facility)
TBB	: Türkiye Bankalar Birliği
TCMB	: Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası
TL	: Türk Lirası
TLREF	: Türk Lirası Gecelik Referans Faiz Oranı

TLTRO	: Hedefli Uzun Vadeli Refinansman Operasyonu (Targeted Longer Term Refinancing Operation)
TOP	: Vadeli Opsiyon Programı (The Term Option Programme)
TPKKHK	: Türk Parası Kıymetini Koruma Hakkında Karar
TRLIBOR	: Türk Lirası Bankalararası Satış Oranı
TSLF	: Vadeli Menkul Kıymet Borç Verme Kolaylığı (The Term Securities Lending Facility)
TSVAR	: Eşik Yapısal Vektör Oto Regresyon (Threshold Structural Vector Auto Regression)
TÜFE	: Tüketici Fiyat Endeksi
TVAR	: Eşik Otoregresif Model (Threshold Autoregressive Model)
USD	: Amerikan Doları (United State Dollars)
VAR	: Vektör Otoregresyon (Vector Autoregressive)
VLTRO	: Çok Uzun Vadeli Yeniden Finansman Operasyonu (Very Long Term Refinancing Operation)
VDMK	: Varlığa Dayalı Menkul Kıymet
VİOP	: Vadeli İşlem ve Opsiyon Piyasası
YP	: Yabancı Para
ZIRP	: Sıfır Faiz Oranı Politikası (Zero Interest Rate Policy)

GİRİŞ

Değişen çağın ekonomik ve finansal gerekliliklerine paralel olarak para politikaları da gelişim göstermektedir. Özellikle küresel finansal krizin ardından, ülke ekonomilerinde ortaya çıkan sorunların çözümünde merkez bankalarının daha fazla sorumluluk üstlendikleri ve alternatif para politikası uygulamaları ile finansal piyasalara müdahalede bulundukları görülmektedir. Finansal ve ekonomik koşulların farklılaşması ile birlikte merkez bankalarının rolleri de değişime uğrayarak gelişmekte ve bu kapsamda yeni yaklaşımlar sergilenmektedir. Ekonominin normal olmayan dönemlerinde başvuru olan yeni para politikası yaklaşımları, merkez bankalarının politika duruşlarındaki anlayışı dönüştürerek normal dönemler için de kullanılabilecek alternatif araçlara dayalı yeni bir anlayışı benimsemelerini sağlamaktadır.

Bir ekonomide parasal otoritelerin benimsedikleri politikalar, başta fiyat istikrarı olmak üzere istihdam, büyüme ve cari işlemler dengesi gibi temel makroekonomik değişkenler üzerinde etkili olmaktadır. Finansal sistemin tamamını etkileme gücü olan para politikasının başarılı çıktı üretmesi ülkelerin iktisadi gelişimine katkıda bulunurken, tersi yöndeki durumlarda başta fiyat istikrarının bozulması ve finansal istikrarın zarar görmesi olmak üzere toplumun geniş kesimleri için ciddi boyutlara varan maliyetlere yol açılması söz konusu olabilmektedir.

Özellikle küresel finansal krizin ardından, merkez bankalarının ekonomi üzerindeki yoğunluklarının daha da arttığı ve bu kapsamda geliştirdikleri farklı araçların politika setlerine dahil edilmesiyle sadece politika faizi aracı ile sınırlı kalmadıkları, bunun ötesinde daha etkin ve çevik bir anlayış benimseyerek alternatif politika araçlarını devreye aldıkları görülmektedir. Bu kapsamda, çalışmada “para politikasında yeni yaklaşımlar” olarak ifade edilen kavramsal yapı, geleneksel olmayan para politikaları ve makro ihtiyati politikalardan oluşan uygulamaları temsil etmektedir.

Para politikasının ekonomi politikaları içindeki yeri ve önemi zamanın gerektirdiği koşullar çerçevesinde önemli değişiklikler göstermektedir. Son dönemlerde ortaya çıkan sorunlar için para politikalarına daha fazla başvurulması ile birlikte, parasal otoriteler karar mekanizmalarında gün geçtikçe yükselen bir öneme sahip olmaktadır. Küresel finansal kriz sonrasında merkez bankalarının değişen ve gelişen rolleri ile birlikte, bu kurumlarda sadece fiyat istikrarının gözetilmesinin ötesinde finansal

istikrarın da benimsendiği yeni bir politika anlayışı ortaya çıkmaya başlamıştır. Bu bağlamda, merkez bankaları ve finansal istikrarı sağlamakla yükümlü kurumlar tarafından uygulamaya alınan geleneksel olmayan para politikaları ve makro ihtiyati politikalardan müteşekkil olan yeni para politikası yaklaşımları bu çalışmanın ana odak noktasını oluşturmaktadır.

Para politikasından sorumlu otoritelerin ana hedefleri genel itibariyle fiyat istikrarı üzerine kurulmakta, bundan ödün verilmemek kaydı ile belirlenen hedeflere ulaşılması amacıyla farklı yaklaşımlar da sergilenmektedir. Bu doğrultuda kullanılan politika araçlarının seçim kriterleri ülkeden ülkeye farklılık gösterdiği gibi, ekonomilerin gelişmişlik seviyelerine, önceliklerine ve yapısal özelliklerine bağlı olarak da değişiklik gösterebilmektedir. Özellikle son yıllarda geleneksel para politikası araçlarının yanı sıra, finansal piyasalarda kullanılan birtakım araçlar üzerinden ilerleyen uygulamalarda da yoğunlaştığı gözlemlenmektedir.

Yeni para politikası yaklaşımlarının finansal kesim ile olan ilişkisi üzerinde durulduğunda, hem geleneksel olmayan para politikalarının hem de makro ihtiyati politikaların birbirleri ile önemli derecede etkileşimde oldukları görülmektedir. Geleneksel olmayan para politikaları araçları, özellikle bankacılık sektöründe ürün ve hizmet koşullarının değiştirilmesi ve belirlenen politika etrafında yönetişimin sağlanması suretiyle finansal kesim ile etkileşimde bulunurken, makro ihtiyati politika araçları da finansal piyasalar ve kurumlar ile genel ekonomi arasındaki etkileşime odaklanarak sistemik riskin yönetilmesine odaklanmaktadır. Dolayısıyla, yeni para politikası yaklaşımları, finansal kesimde faaliyet gösteren araçları bir fonksiyonel yapı olarak görmenin ötesinde bizatihi aktör olarak kabul etmekte ve bu kurumların para politikası aktarım mekanizmasındaki rollerini genişletmektedir.

Türkiye’de yeni para politikası yaklaşımları ile ilgili olarak bugüne kadar yapılan çalışmalar incelendiğinde, önceki uygulamalarda araç setinin kısıtlı ve kapsamın dar olması nedeniyle sınırlı bir derinlikte kalındığı görülmektedir. Çalışmaya konu zaman diliminde yeni para politikası uygulamalarının adet, boyut ve ölçek olarak artması ile konunun daha geniş bir perspektiften ele alınması mümkün hale gelmiştir. Bu yönü ile değerlendirildiğinde, konu ile ilgili güncel uygulamaları içeren bu çalışmanın literatüre önemli bir katkı sunması ve konu ile ilgili sonraki araştırmalara

kaynak olması beklenmektedir. Bu bağlamda çalışmanın amacı, Türkiye’de yeni para politikası yaklaşımlarını finansal kesim ile etkileşim çerçevesinde ele alarak ilgili araçların gelişiminin gösterilmesi, bu araçların kapsam ve koşullarının incelenmesi ve uygulama sonucunda sağlanan etkinliğin analiz edilmesidir.

Kapsam bakımından küresel finansal kriz sonrasında ve özellikle Türkiye ekonomisinin son dönemlerindeki gelişmelerin odak noktasını oluşturduğu çalışmada, ülkemizde ve gelişmiş bazı ülkelerde uygulama alanı bulan yeni para politikası yaklaşımlarının teorik altyapısı incelenmekte ve finansal kesim ile etkileşim içerisinde nasıl kullanıldıkları irdelenmektedir. Son yıllarda Türkiye ekonomisinde yeni para politikası yaklaşımlarının geniş bir ürün yelpazesi ile uygulamaya konu olması nedeniyle, bu bölüm geniş çerçevede ele alınarak detaylı bir incelemeye tabi tutulmaktadır.

Çalışmada, Türkiye’de yeni para politikası araçlarının devreye alınmaları uygulama bazında açıklayıcı sayısal veri setleri ile gösterilmekte ve bu araçların ekonomik düzlemdeki yansımalarına değinilmektedir. Dünyadaki başlıca ülke merkez bankaları ve gelişmekte olan ülkelerdeki uygulamalar ile ülkemizdeki yeni para politikası uygulamalarının başlıca özellikleri ortaya konulmaktadır. Türkiye’deki yeni para politikası yaklaşımı deneyiminin daha iyi anlaşılmasına katkıda bulunmasının hedeflendiği bu çalışma, sözkonusu politikaların belirlenmesinde etkili olan faktörler, araçların uygulanma süreçleri, politika sonuçlarının etkilerinin analizi ve diğer ülke uygulamaları ile kıyaslanması açısından kapsamlı bilgilendirme imkanı sunmaktadır.

Bu kapsamda birinci bölümde, kavramsal çerçeve başlığı etrafında para politikasının tanımı, başlıca para politikası teorileri, para politikasında kullanılan stratejiler ve parasal aktarım mekanizması konuları ele alınmaktadır. Bunun yanında, çalışmanın ilerleyen kısımlarında sıklıkla yer verilen geleneksel olmayan para politikaları, makro ihtiyati politikalar ve bütünleşik para politikası kavramları geniş bir yelpazede tartışılmaktadır.

İkinci bölümde, dünyada uygulanan geleneksel olmayan para politikalarına yer verilmektedir. Bu bağlamda, dünyanın önde gelen ekonomileri olan Amerika Birleşik Devletleri, İngiltere, Avrupa Birliği ve Japonya merkez bankalarının geleneksel olmayan para politikaları incelenmektedir. Ayrıca, gelişmiş ülkelerin yeni para

politikası yaklaşımlarının etkilerinin görüldüğü gelişmekte olan ülkelerdeki yansımaları da kısaca değinilmektedir.

Üçüncü bölümde, Türkiye’de yeni para politikası anlayışı için belirlenen başlıca aşamalara değinilmektedir. Bu bölüm, küresel kriz öncesi ve sonrası olarak ayrılmakta olup, merkez bankasının yeni para politikası uygulamalarında kırılım dönemleri olarak görülen başlıca aşamalar belirtilmekte ve bu dönemlerde ortaya çıkan yeni para politikası yaklaşımları analiz edilmektedir.

Dördüncü bölümde, Türkiye’de yeni para politikaları uygulama bazında detaylı olarak incelenmektedir. Bu başlık altında, ülkemizde son on yılda uygulanan geleneksel olmayan para politikaları ve makro ihtiyati politikalar 3 ana kısımda likidite yönetimine yönelik, finansal piyasalara yönelik ve döviz piyasalarına yönelik uygulamalar olmak üzere ele alınmakta, uygulama detayları 22 alt başlık etrafında detaylı olarak irdelenmektedir.

Son bölümde, yeni para politikası yaklaşımlarının fiyat istikrarı üzerindeki etkisi ampirik olarak test edilmektedir. Türkiye ekonomisinin 2006:01-2020:10 dönemine ait aylık verileri ile Eşik Yapısal Vektör Oto Regresyon (TSVAR) modeli kullanılarak yapılan ekonometrik analizde parasal genişleme, kredi genişlemesi, döviz piyasaları ve sermaye piyasalarına yönelik uygulamaların enflasyon oranı üzerindeki etkileri araştırılmaktadır.

Çalışmanın sonucunda, yeni para politikası yaklaşımı çerçevesinde parasal genişleme ve kredi genişlemesinde meydana gelen pozitif yönlü şokların enflasyonu artırdığı ortaya çıktığından bu kapsamdaki politikaların merkez bankası fiyat istikrarı hedefi ile aynı paralelde olmadığı ortaya çıkmaktadır. Döviz kurunda meydana gelen şokların enflasyona olumsuz yansımaları görüldüğünden, döviz piyasalarına yönelik uygulamaların fiyat istikrarı hedefi için gerekli olduğu söylenebilmektedir. Son olarak, sermaye piyasalarına olan yönelimin artması ile enflasyon oranının düşmekte olduğu görüldüğünden sermaye piyasalarına yönelik uygulamaların fiyat istikrarı hedefi ile uyumlu olduğu sonucuna ulaşılmıştır.

Çalışmanın genel değerlendirmesine göre, teorik ve ampirik analiz sonucunda ulaşılan sonuçlar ana hatları ile özetlendiğinde; yeni para politikası yaklaşımlarının

temel para politikası aracına ikame değil, tamamlayıcı unsurlar oldukları, uygulamaya alınan alternatif politika araçlarının özellikle bankacılık sistemi başta olmak üzere finansal kesim ile yüksek dereceli bir etkileşim ile yürütölmekte olduğu, politika yapıcılar için yeni araçların uygulanmasına karar verilmesi ve uygulama boyutu ile ilgili olarak eşik değerlerin dikkate alınması gerektiği ortaya çıkmaktadır.

1. PARA POLİTİKASININ KAVRAMSAL ÇERÇEVESİ

1.1. Para Politikası Tanımı

Para politikası, merkez bankasının banka gibi finansal kurumlara ve finansal kurumlar dışındaki kesimlere olan yükümlülüklerini değiştirerek ekonomik aktiviteyi yönetmesi olarak tanımlanmaktadır (Keyder, 2005). Diğer bir görüşe göre para politikası, merkez bankalarının makroekonomik hedefleri gerçekleştirmek için parasal değişkenleri ve diğer finansal koşulları etkilemeye dayalı kararları içeren politikalar bütünü olarak tanımlanmaktadır (Arıcan & Okay, 2014).

Para politikası, para otoriteleri olan merkez bankalarının ülke ekonomisine yön vermek ve belirlediği düzenlemeleri yapmak için uygulamaya aldıkları politika setini ifade etmektedir. Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası (TCMB) terimler sözlüğüne göre para politikası, merkez bankalarının temel makro ekonomik hedeflere ulaşmak amacıyla paranın elde edilebilirliğini ve maliyetini seçtiği araçlar ile etkilemeye yönelik stratejik kararları olarak ifade edilmektedir.

İlgili tanımlamada yer alan temel makro ekonomik hedefler ülkelerin gelişmişlik düzeyi, politik tercihleri ve içinde bulundukları dönemin şartlarına göre değişiklik göstermektedir. Bununla birlikte para politikasının öncelikli amacının fiyat istikrarının sağlanması, yani enflasyonun belirlenen hedefler dahilinde yönetilmesi olduğu konusunda genel bir kabul bulunmaktadır. Diğer taraftan, ana amaca aykırılık oluşturmaksızın tam istihdam, ekonomik büyüme ve ödemeler bilançosu dengesinin sağlanması gibi hedefler de gözetilmektedir.

Ülkemizde TCMB'nin temel amacı fiyat istikrarı olarak belirlenmiş olup, bununla çelişmemek kaydıyla hükümetin büyüme ve istihdam politikalarının da desteklemesi amaçlar arasında ifade edilmiştir (TCMB Kanunu, 1970). Bunun yanında, temel görevler arasında finansal istikrarın sayılması ve diğer görevlerin dolaylı anlamda finansal istikrarı sağlayıcı yönü dikkate alındığında, fiyat istikrarı temel amacının yanı sıra finansal istikrarın da gözetildiği bir yapının varolduğu görülmektedir.

TCMB'nin para politikası tanımında yer alan paranın elde edilebilirliği, para arzı miktarına ya da likidite koşullarına bağlı iken, paranın maliyeti ise politika faiz oranları etrafında oluşturulmaktadır. Merkez bankaları bu değişkenleri belirlediği hedeflere göre

yöneterek genişletici (gevşek) veya daraltıcı (sıkı) para politikası izlenmesine karar verebilmektedir. Genişletici para politikası, merkez bankasının para arzını artırmak suretiyle faizlerin düşürülmesi ve böylece iktisadi durgunluğun önüne geçilerek ekonomik faaliyetlerin artmasının sağlanması için uygulanmaktadır. Bunun karşısında daraltıcı para politikası ise para arzının azaltılarak faizlerin yükseltilmesi ve aşırı ısınan ekonomideki toplam talebin azaltılması ile enflasyonun önüne geçilmesine yönelik olarak kullanılmaktadır.

Merkez bankaları belirlediği hedeflere ve izlediği stratejilere göre çeşitli politika araçları kullanmaktadır. Temelde yaygın olarak kullanılan para politikası aracı “politika faizi” olarak ifade edilen bir hafta vadeli repo ihale faiz oranı yani kısa vadeli faiz oranlarıdır. Merkez bankalarının kullandığı para politikası araçları, en geniş anlamda “geleneksel para politikası araçları” ve “geleneksel olmayan para politikası araçları” olarak iki ana başlık altında sınıflandırılarak ilgili bölüm başlıkları altında incelenmektedir.

1.2. Para Politikası Teorileri

Modern iktisadi sistemler içinde özellikle de finansal piyasalarda para politikası uygulamalarının etkisinin giderek artması, merkez bankası kararlarının daha fazla sorumluluk taşımaya neden olmaktadır. Günümüzde uygulama alanı bulan veya tartışma konusu olan para politikası teorilerinin daha iyi anlaşılabilmesi, şimdiye kadar bu konuda ortaya konulan düşünsel çabaların, özellikle de ana akım teorilerin bu bağlamdaki görüşlerinin gözden geçirilmesini gerekli kılmaktadır. Bu kapsamda, başlıca iktisat okullarından başlanarak, günümüzde tartışma alanı bulan modern para teorisine kadar geçen süreçteki görüşler tarihsel perspektif çerçevesinde ana hatları ile ele alınmaktadır.

Klasik İktisat Teorisi’ne göre para, bir örtü olarak görülmekte ve mübadeleyi kolaylaştıran bir araç olarak pasif bir nesne olarak değerlendirilmektedir. Dolayısıyla, ekonomide paranın rolü önemsizdir ve para politikası etkisizdir. Devletin para politikası araçları ile piyasaya müdahale etmesi gereksiz ve faydasız görülmekte olup, böyle bir

işlemin yapılması halinde piyasa mekanizmasının bozulacağı ifade edilmektedir (Kazgan, 2016).

Klasik iktisadi görüşe göre para politikasını, bu doktrinin temelini oluşturan üç önemli ilke olan *Klasik Dikotomi*, *Say Kanunu* ve *Paranın Miktar Teorisi* ile açıklamak mümkündür. Birinci ilke olan klasik dikotomi, parasal değişkenlerin reel değişkenler üzerinde etkisinin olmadığını vurgulamakta, para politikası uygulamalarının sadece nominal düzeyde etkisinin olacağını, reel değişkenler üzerinde herhangi bir etkisinin olmayacağını ifade etmektedir. İkinci ilke olan say kanununa göre, her arz kendi talebi doğuracağından ve ekonomi kendi dengesini oluşturacağından, sisteme para politikaları ile müdahale edilmesi paranın yansızlığı görüşüne göre etkili olmayacaktır. Son olarak, paranın miktar teorisi¹ görüşüne göre, ekonomide herhangi bir parasal müdahale bulunulması mübadele denklemi eşitliğini olumsuz etkileyecektir.

1930'lu yıllarda yaşanan ve Büyük Buhran olarak bilinen ekonomik kriz ile birlikte John Maynard Keynes'in öncülüğünde yeni bir iktisadi düşünce şekillenmeye başlamıştır. Maliye politikalarının ekonomiye etkisinin para politikalarına göre daha etkin olduğunu savunan *Keynesyen Teori*'ye göre para politikaları *Likidite Tuzağı* (para arzındaki artışların faizleri daha fazla düşürememesi) ve kriz dönemleri haricinde ekonomiyi etkileyebilmektedir. Buna göre, para otoritelerinin para arzını değiştirmeleri faiz oranlarını etkilemekte, faiz oranları da yatırım hacmini ve dolayısıyla da gelir ve istihdam düzeyini belirlemektedir. Merkez bankaları her ne kadar para arzını artırarak faiz haddi üzerinde etki gösterse de, likidite tuzağı durumunda para arzının artışı sadece elde tutulan atıl fonların artmasına yardım etmekte ve para politikasının etkisiz kalmasına neden olmaktadır (Kazgan, 2016). Bu bakımdan, ekonomik aktörlerin geleceğe dönük para politikası beklentilerinin yönetilmesi de önemlidir.

Keynesyen teorinin para politikası ile ilgili diğer önemli noktası *Likidite Tercihi Yaklaşımı*'dir. Bu yaklaşıma göre, kişiler ve firmalar işlem, ihtiyat ve spekülasyon güdülerini ile para talebinde bulunmaktadır. Finansal piyasalarda dengeyi sağlayan faiz oranı, para ve tahvil gibi aktifler arasında seçim yapılmasını gerektiren bir ödünleşme olarak görülmektedir (Parasız & Ekren, 2015).

¹ Bu denklem $M.V=P.T$ şeklinde formülize edilmekte olup M= para arzını, V= paranın dolaşım hızını, P=fiyatlar genel düzeyini, T=işlem hacmini göstermektedir.

1970’li yıllara gelindiğinde Milton Friedman’ın öncülüğünü yaptığı *Monetarizm (Parasalılık)*, ekonomilerde istikrarsızlık yaratan enflasyon ve stagflasyon gibi sorunlara para politikası odaklı çözüm önerileri sunmaya başlamıştır. Para politikalarının diğer iktisat politikalarından daha etkili çözüm ürettiğini savunan bu görüşe göre “*Enflasyon her zaman ve her yerde parasal bir olgu*” olarak ifade edilmektedir. Enflasyona neden olan faktörlerden biri olarak da merkez bankalarının ekonomiye gerekenden fazla para enjekte etmeleri sonucu oluşan parasal dengesizlik gösterilmektedir. Monetaristlere göre, para politikası duruşunun temelini merkez bankasının para arzı değişimleri oluşturduğundan, para arzı artış hızının optimal şekilde belirlenerek istikrarlı bir yapıya kavuşturulması ve “*duruma dayalı*” para politikası yerine “*kurala dayalı*” para politikası uygulanması önerilmektedir (Ersoy, 2012). Para talebinin istikrarlı olmasından kastedilen, paranın dolanım hızının sabit bir değer alması değil, faiz ve enflasyon gibi gözlemlenebilen değişkenlere göre dinamik şekilde ayarlanabilmesini ifade etmektedir.

Yeni Klasik İktisat Teorisi’nin temelinde, *Rasyonel Bekleyişler Görüşü* yer almaktadır. Rasyonel beklentiler görüşüne göre, ekonomi politikaları uygulamalarına duyarlı olan iktisadi karar alıcılar sistematik hata yapmamakta ve mevcut tüm bilgileri kullanarak analiz edebilmektedir. Yeni klasik teorinin para politikası yaklaşımı da bu paralelde şekillenmektedir. Rasyonel beklentiler görüşü çerçevesinde, para politikası değişikliklerinin reel etkileri bu değişikliklerin iktisadi aktörlerce öngörülmesi ve öngörülmemesine göre farklılık göstermektedir. Buna göre, öngörülen bir para politikası değişikliği reel değişkenler üzerinde etkili değilken, öngörülmeyen bir değişiklik ise sadece kısa dönemde etkili olmakta fakat uzun dönemde herhangi bir etki göstermemektedir. Böyle bir sonucun ortaya çıkması, literatürde *Politika Etkisizliği Önermesi* olarak ifade edilmektedir (Parasız, Ekren, & Eroğlu, 2016).

Yeni Keynesyen İktisat Teorisi’ne göre de rasyonel beklentiler görüşü hakim olmakla birlikte, para politikalarının reel çıktı üzerinde etkili olduğunu öne sürmektedir. Özellikle öngörülmeyen politika değişiklikleri, öngörülen politikalara nispeten daha güçlü biçimde etkide bulunmaktadır. Yeni Keynesyen yaklaşım, para politikalarının kurala bağlı olması gerektiğini savunmakta olup, para politikasının kısa dönemde yanlı olmasını nominal katılıklar ile açıklamaktadır (Büyükkakın, 2007).

2008 yılında başlayan küresel finansal kriz, ana akım iktisat teorilerine alternatif bazı yaklaşımların gündeme alınmasını beraberinde getirmiştir. Farklı kaynaklardan beslenerek ekonomi düşünceleri topluluğu oluşturan ve yerleşik akımlara meydan okuyan *Modern Para Teorisi* bunların başında yer almaktadır. Teorinin kurucusu L.Randall Wray olarak gösterilmekte olup, temel fikri sermaye hareketlerinin serbestliği altında rezerv paraya sahip ekonomilerin bütçe açıkları ve parasal genişleme ile ekonomiyi yönlendirmeleri gerektiği üzerine kurulmuştur. Bu yönüyle *Neo-Chartalizm* olarak bilinen ve ulusal para biriminin tedarikçisin devlet olduğu ve paranın değerinin devletin güvenilirliğine dayandığını savunan yaklaşıma benzetilmektedir. Modern para teorisinin ana öğelerini aşağıdaki şekilde belirtmek mümkündür (Yılmaz & Demirel, 2019) ve (Palley, 2013).

- Egemen paraya sahip ülkeler (ABD, Japonya, Avustralya) devlet borçlanması, bütçe açıkları ve cari işlemler açığı gibi durumlarla kendilerini sınırlandırmamalıdır. Zira, bu ülkeler bütçe açığı verseler de para yaratma yetenekleri dolayısıyla temerrüt riskleri oldukça düşüktür.
- Paranın dolaşım teorisine göre, bütçe açıklarının finansmanı hazineden değil, doğrudan merkez bankaları tarafından finanse edilmelidir.
- Para arzının içsel (endojen) olduğu, yani paranın bankalar tarafından kredi verilerek sistemde mevduat yaratıldığı görüşü savunulmaktadır.
- Enflasyonun açıklanma biçiminde miktar kuramı kullanılmadığından, kamu borcunun parasallaştırılmasının enflasyon yaratmadığı ifade edilmektedir. Bunun da ötesinde artan bütçe açıkları ile oluşan para, finansal sistemdeki döngü vasıtasıyla banka rezervlerine ekleneceğinden faizlerin düşmesine katkı sağlayacaktır.
- Para politikasının hedefinin, maliye politikasını etkili kılmaya yönelik olduğu savunulmaktadır. Bu bakımdan merkez bankalarına fiyat istikrarı ve bağımsızlık gibi konularda aksi bir rol biçilmektedir.

Modern para teorisi, gelişmiş ülkeler için alternatif bir para politikası yaklaşımı olarak tartışılmaktadır. Bunun karşısında, parası rezerv para olmayan, yüksek enflasyon

ve dolarizasyon gibi sorunları olan gelişmekte olan ülkeler için geçerli olmaktan uzak bir yaklaşımdır. Ayrıca, tavsiye edilen para politikasının sınırlarının bilinmemesi ve kurumsal çerçevesinin iyi tasarlanmamış olması ve politik müdahalelere açık olması da bu teorinin eleştirel yönlerini oluşturmaktadır.

1.3. Para Politikası Stratejileri

Bir ülkede uygulanması uygun görülen para politikaları arasından seçim yapılması ve bu kapsamda yürütülen sürecin genel yapısı “para politikası stratejisi” olarak tanımlanmaktadır.

İktisat politikaları bazı belirli amaçları gerçekleştirmek için uygulanmakta, fakat bu nihai amaçlar (fiyat istikrarı, büyüme, istihdam vb) izlenecek para politikası için her zaman doğrudan bir gösterge olmamaktadır. Merkez bankasının fiyat istikrarı hedefi ile ekonominin nihai amaçları arasında güçlü bir bağ olması gerekse de bu sürecin dolaylı ve uzun zaman içeren bir etkileşim zinciri olmasından ötürü gecikme ve belirsizlik gibi sorunların ortaya çıkması ara amaç konulmasını gerektirmektedir (Parasız, Ekren, & Eroğlu, 2016).

Nominal Çapa olarak da ifade edilmesi mümkün olan para politikası ara amacı, para otoritelerinin stratejilerini belirlemede hedef aldıkları ve döviz kuru, para arzı veya enflasyon gibi değişkenlere bağlanan bir göstergedir. Nominal çapanın belirlenmesi ile hedeflere kurumsal bağlılık artmakta, izlenen politikanın tutarlı olması sağlanmakta ve beklentilerin doğru yönetilmesine yardımcı olunmaktadır (Mishkin, 2018).

Merkez bankaları, fiyat istikrarı hedefine ulaşmak için bir ara amaç vasıtasıyla çeşitli türlerde para politikası stratejileri uygulamaktadır. Para politikası stratejileri ülkelerin ekonomik durumu ve içinde bulundukları zamanın gereklerine göre farklılık göstermekle birlikte, genel kabul gören başlıca stratejileri; döviz kuru hedeflemesi, parasal hedefleme, enflasyon hedeflemesi olarak sıralamak mümkündür. Bu stratejiler için belirlenen nominal çapalar ise sırasıyla döviz kuru, parasal taban ve enflasyon tahminleridir.

Para otoritelerinin uygulanmasına karar verdikleri para politikası stratejileri birtakım özelliklere sahip olmalıdır. Belirlenen strateji; fiyat istikrarı hedefinin karşılanmasında etkili olmalı, kamuoyunda hedef belirleme ve karar verme süreçlerinin şeffaflığı oluşturulmalı, merkez bankası bağımsızlığı ile tutarlı olmalı ve para otoritesinin eylemleri için hesap verilebilirlik sağlanmalıdır. Ayrıca, hedeften kısa dönemde olası saptamalara yanıt vermede bir miktar ihtiyatlılık korunurken, enflasyonist beklentilere orta vadede odaklanılmalıdır (McCoy & Devine, 1998).

Bu bölümde, başlıca para politikası stratejileri açıklanmakta ve bunların temel özellikleri ile olumlu ve olumsuz yönlerine yer verilmektedir. Son başlıkta ise Türkiye'nin uyguladığı para politikası stratejileri tecrübelerine değinilmektedir.

1.3.1. Parasal Hedefleme

Merkez bankasının fiyat istikrarı hedefi doğrultusunda para arzını belirlediği parasal büyüklük değerleri (M1, M2, M3 vb.) ile kontrol ederek yönetmesi parasal hedefleme olarak tanımlanmaktadır. Enflasyonun parasal büyümeden kaynaklandığını belirten monetarist iktisadi görüşün hakim olduğu ve yüksek enflasyon oranlarının görüldüğü 1970'li yılların ortalarında uygulama alanı bulan bu strateji ile özellikle Almanya ve İsviçre merkez bankalarının başarılı sonuçlar elde ettikleri bilinmektedir.

Parasal hedefleme stratejisi merkez bankalarına ekonomik çıktı dalgalanmaları karşısında müdahale etme yeteneği verdiği için, para politikasının daha etkin kullanılması sağlanmaktadır. Ayrıca, hedeflerin sağlanması konusunda uygulanan politikalara dair verilere daha kısa gecikmelerle erişildiğinden zamansal tutarsızlık sorununun önüne geçilmekte ve politikanın ölçülebilirlik derecesi artmaktadır. Sayılan bu avantajların sağlanabilmesi, hedef olarak seçilen değişkenler (enflasyon, gelir, büyüme vb.) ile parasal toplam arasında sağlam ve güvenilir bir ilişki olmasına bağlanmaktadır. Kısaca, para talebinin istikrarlı olması beklenmektedir. Bu anlamda optimal parasal büyüklüğün belirlenmesi ve uygun para tanımı seçiminin yapılması zorlukları ile karşılaşilmektedir. Bu stratejinin başarı kriterleri ise esneklik, şeffaflık, güçlü kamuoyu iletişimi ve hesap verebilirlik olarak gösterilmektedir (Eroğlu İ. , 2009).

Bernanke ve Mishkin (1992)'e göre, merkez bankasının enflasyonla ilgili kaygısı ne kadar büyük olursa, parasal büyüklükleri ara hedef olarak kullanma eğilimi de o denli güçlü olmaktadır. Parasal hedefleme seçiminin nedenlerinden biri para politikası için bir kılavuz görevi görmesi iken, daha önemli nedeni ise merkez bankasının niyetlerine, özellikle de enflasyona ilişkin hedeflerine işaret etmektir. Diğer taraftan, merkez bankaları parasal büyüklük hedefi için katı kurallara bağlı kalmak yerine ekonomideki yeni gelişmelere göre yön değiştirebilmektedir.

1.3.2. Döviz Kuru Hedeflemesi

Döviz kuru hedeflemesi, bir ülkenin ulusal parasının değerini, istikrarlı ve düşük enflasyona sahip olan güçlü bir ülkenin parasına veya yabancı paralardan oluşan bir sepete bağlayarak yürüttüğü parasal bir stratejidir. Bir ülkenin kendi para birimini yabancı para birimleri ile ilişkilendirme yöntemi olan döviz kuru hedeflemesi, sabit kur rejimi ve dalgalı kur rejimi olarak iki ana kısma ayrılmaktadır. Bahsi geçen uygulamalar bir ülkede kendi başlarına arzulanan sonuçları vermemekle birlikte, hangi rejimin daha uygun olduğu konusu ekonominin karakteristik yapısına göre belirlenmektedir.

Dalgalı kur rejiminde, döviz kuru piyasada arz ve talep koşullarına bağlı olarak belirlenmekte ve merkez bankası, hazine olan işlemleri haricinde kur seviyesine müdahalede bulunmamaktadır. Bu yöntemin, sermaye hareketlerinin serbest olduğu ve reel ekonomiden kaynaklı sorunların olduğu durumlarda uygulanması makul görülmektedir. Dalgalı döviz kuru sisteminde, merkez bankası tarafından korunması gereken bir kur seviyesi gözetilmediğinden para politikasının üzerindeki baskı hafiflemektedir. Bunun karşısında, piyasada kur seviyesine ilişkin belirsizlik yaratılabilmekte ve ani sermaye hareketleri döviz kurunda oynaklıklara sebebiyet verilebilmektedir (Özatay, 2011). Merkez bankasının resmi bir kur hedefi olmamasına rağmen, ulusal paranın değer yitirmesine neden olan aşırı oynaklıkların finansal istikrara tehdit oluşturması durumunda piyasadan döviz alım satımı yapması müdahaleli dalgalı kur rejimi olarak bilinmektedir.

Sabit kur rejimi, merkez bankası tarafından ulusal paranın gelişmiş bir ülke para birimine bağlanarak değerinin kontrol edilmesi üzerine kurulu olup, nominal şokların olduğu ekonomilerde uygulanması tercih edilen yöntemdir. Sabit kur rejimi, para politikası otoritelerinin kararları doğrultusunda *peg rejimi*, *para kurulu* ve *para ikamesi* (*dolarizasyon*) gibi düzenlemeler ile farklı kuvvetlerde uygulama alanı bulabilmektedir.

Peg rejimi, ulusal paranın rezerv paraya veya birden fazla paradan oluşan bir sepete bağlanması olarak tanımlanmaktadır. Para kurulu, merkez bankasının yerli para basımını elinde bulundurduğu döviz rezervine bağlanmasıdır. Para kurulu rejiminde, merkez bankası kendisine getirilen her döviz ulusal paraya çevirmek veya tersi durumu yerine getirmek zorundadır. Böylece, sisteme döviz karşılığı olmayan para sürülmeyle yüksek enflasyonun önüne geçilmesi hedeflenmektedir. Bu yöntemde, para tabanının büyüklüğü kısıtlanarak karşılığı olmayan parasal genişlemeye izin verilmemesi ile istikrarsızlığın önüne geçilmesini sağlamaktadır. Diğer taraftan, bu yöntemin oldukça pasif bir politika olması merkez bankasına sadece operasyonel süreç işletmesine müsaade etmekte ve böylelikle merkez bankasının son kredi mercii özelliğinin yitirilmesine neden olmaktadır. Para ikamesi veya dolarizasyon, bir ekonomide yerel para biriminin değişim aracı özelliğinin zayıflaması ile varlıkların ve yükümlülüklerin bir kısmının yabancı para cinsinden tutulmasının tercih edilmesi ve dövizin sözleşme birimi olarak kullanılması durumudur. Sabit kur rejiminin daha katı uygulaması olan resmi dolarizasyon ise, bir ülkenin gönüllü olarak kendi parasını kullanmaktan vazgeçerek gelişmiş bir ülkenin parasını para birimi olarak kabul etmesine denilmektedir (Özatay, 2011).

Mishkin (2014), döviz kuru hedeflemesi stratejisinin önemli avantajlar sunmasının yanında bazı önemli riskleri de beraberinde getirmekte olduğunu belirtmektedir. Aşağıdaki kısımda açıklanan olumlu ve olumsuz yönleriyle birlikte değerlendirildiğinde, politik ve parasal kurumların zayıf olduğu gelişmekte olan ülkelerde ekonomiyi istikrar kavuşturmanın yolu olarak bu stratejinin uygulanmasının mantıklı olduğu vurgulanmaktadır.

Döviz kuru hedeflemesinin avantajlarına bakıldığında, uluslararası ticarete konu olan mallar için enflasyon oranının düzeltilip kontrol altına alınması sağlanmaktadır. Döviz kuru hedefi güvenilirse, para biriminin bağlandığı enflasyon oranına

sabitlenmektedir. Zamansal tutarsızlık sorununun çözümüne yardım ederek yerel para birimin değeri kazanması veya kaybetmesi eğilimlerine karşı otomatik bir kural oluşturulmaktadır. Son olarak, basitlik ve açıklık avantajı ile kamuoyu tarafından kolayca anlaşılabilir.

Bunun karşısında, döviz kurunun bağlı olduğu ülkedeki ekonomik şoklardan doğrudan etkilenmesi gibi olumsuz yönü bulunmaktadır. Bunun yanında, bağımsız para politikası uygulanması engellendiğinden karar alıcıların para politikası kullanma yeteneklerinin kaybedilmesi ve politika yapıcılarının sorumluluk seviyesinin azalması söz konusu olabilmektedir. Ayrıca, ülke yabancı sermaye akımlarına açık hale gelmekte olduğundan yerel para birimi spekülasyon ataklarına maruz kalabilmekte ve finansal kırılganlık artmaktadır.

1.3.3. Enflasyon Hedeflemesi

Döviz kuru hedeflemesi ve parasal hedefleme stratejilerinin ekonomilerde beklenen başarıyı sağlayamaması yeni alternatif rejimlerin arayışını beraberinde getirmiştir. İlk kez 1990 yılında Yeni Zelanda tarafından uygulanan enflasyon hedeflemesi, hem enflasyonu hem de reel ekonomiyi dengelemede başarılı çıktılar elde etmiş ve günümüzde birçok merkez bankası tarafından kabul edilen bir yöntem haline gelmiştir. Enflasyon hedeflemesi, ilan edilen sayısal bir enflasyon hedefinin olması, enflasyon tahminine odaklı para politikası ve şeffaflık ve hesap verilebilirlik özellikleri çerçevesinde karakterize edilen bir para politikası stratejisidir (Svensson, 2010).

Enflasyon hedeflemesi stratejisi, merkez bankasının temel amacı olan fiyat istikrarının sağlanması amacıyla gelecek bir ya da birkaç dönem için nokta veya bant aralığı şeklinde bir enflasyon oranı belirlenerek kamuoyuna açıklanması ve para politikasının doğrudan bu oranın hedef alınarak yürütülmesidir.

Enflasyon hedeflemesi stratejisinin başarılı sonuç verebilmesi, merkez bankası kurumsal yapısı ve finansal piyasalara dair önkoşulların varlığına bağlıdır. Buna göre enflasyon hedeflemesi uygulayan bir ülkede merkez bankası bağımsız olmalı, tek hedef fiyat istikrarı olarak belirlenmeli, şeffaflık ve hesap verilebilirlik sağlanmalı ve etkin para politikası izleme yeteneğine sahip olmalıdır. Finansal piyasalara dair

koşulların sağlanması için beklentiler ise mali baskınlığın olmaması, finansal piyasaların yeterli derinlikte ve gelişmiş olması ve mali sistemin istikrarlı yapıda olması olarak sıralanmaktadır (Tutar, 2005).

Batini ve Laxton (2006)'a göre ise, enflasyon hedeflemesi için sıkı bir kurumsal, teknik ve ekonomik önkoşullar kümesinin karşılanması gerekli görülmemektedir. Bunun yerine, hedeflemenin başarısı yetkililerin hedeflemeyi uygulamaya koyduktan sonra kurumsal değişimi planlama ve yönlendirme yeteneğine bağlanmaktadır.

Mishkin (2004)'e göre, enflasyon hedeflemesinin tercih edilmesi enflasyon oranının ılımlılaştırılmasında ve kontrol altına alınmasında ekonomilere olumlu katkılar sunmakta, bunun karşısında potansiyel bazı olumsuz özellikleri de barındırmaktadır. Bu stratejinin avantajlı yönlerine bakıldığında;

- Para politikasının yurt içi gelişmelere odaklanmasını ve ülke ekonomisinin şoklara cevap vermesi sağlanır,
- Kamuoyu tarafından kolay anlaşılabilir, açık ve düzenli iletişim kanalları sayesinde şeffaflık desteklenir,
- Net bir sayısal hedefin olması merkez bankasının hesap verebilirliğini artırır,
- Para politikasının duruma göre uyarlanması sağlayan esnek yapıya sahiptir,
- Geleneksel istikrar hedeflerini de ihmal etmemektedir.

Diğer taraftan, bu strateji kusursuz bir reçete sunmamaktadır. Enflasyon hedeflemesinin dezavantajlı yönleri aşağıdaki gibi sıralanmaktadır.

- Enflasyon oranının aşırı derecede baskılanması ekonomik aktivitelerin azalması ile düşük büyüme ve deflasyon riskine yol açabilir,
- Özellikle gelişmekte olan ekonomilerde para otoritelerinin enflasyonu kontrol altına alınmasında zorluk yaratabilir,
- Para politikasında uzun dönemli gecikmeler nedeniyle hemen sonuç vermeyebilir,
- Üretim ve istihdamda düşük oranlı ve istikrarsız bir büyümeye yol açabilir.

Enflasyon hedeflemesi stratejisinin başarısı hakkında farklı performans değerlendirmeleri olmakla birlikte kesin bir yargıya varılması henüz mümkün

gözükmemektedir. Bu parasal rejimin, alternatif stratejilerin bulunmasına kadar güçlü bir şekilde varlığını sürdürmesi ve iktisadi kültürün parçası olarak daha fazla ülkede uygulanması beklenmektedir (Eroğlu İ. , 2009).

1.3.4. Türkiye’de Para Politikası Stratejileri Deneyimleri

Türkiye ekonomisi, 1980 yılı sonrasında hızlı bir parasallaşma sürecine girerek serbestleşme adımları atmaya başlamıştır. TCMB, bu dönemden itibaren para politikası uygulamalarında araç çeşitliliği imkanı elde ederken, daha kapsamlı programlar hazırlama kabiliyetine kavuşmuştur (Eroğlu N. , 2011).

Türkiye’de parasal hedefleme stratejisi uygulama örneklerini iki ayrı dönemde incelemek mümkündür. Bunlardan ilki, TCMB’nin 1985 yılında hazırlıklarını tamamlayarak bazı yıllarda kesintiler olmasına rağmen uygulanmaya başlanan parasal hedefleme programıdır. 1989 yılı sonrasında daha geniş tanımlı parasal büyüklükler yerine merkez bankası bilanço büyüklüğünün kontrol altına alınması hedefine yönelen bu program, 1994 krizi ile başarısızlığa uğrayarak parasal hedeflemeye bir süre ara verilmiştir. İkinci parasal hedefleme deneyimi ise 2000 yılında Uluslararası Para Fonu (International Monetary Fund-IMF) ile yapılan Stand-by Anlaşması ile yürürlüğe konulmuştur. Buna göre, TCMB’nin net iç varlıkları için bir üst sınır belirlenerek parasal tabanın artırılması sınırlandırılmıştır. Ancak, bu program da enflasyonu düşürmekte başarısız olduğundan parasal hedefleme olumlu sonuç vermemiştir (Özataş, 2011).

Türkiye’de döviz kuru hedeflemesi stratejisi “Enflasyonu Düşürme Programı” çerçevesinde tutarlı bir para ve kur politikası izlenmesi amacıyla Ocak 2000 ile Şubat 2001 tarihleri arasında sabit döviz kuru sistemi olarak uygulanmıştır. IMF ile yapılan Stand-by anlaşması ile desteklenen programa göre artış hızı önceden belli olan döviz kuru sistemi uygulanmaya başlanarak 1 Dolar ve 0,77 Euro olarak kabul edilen sepetin alacağı değerler kamuoyu ile paylaşılmıştır. Yine bu programa göre, sabit döviz kuru sisteminin Haziran 2001’de sonlandırılarak geniş bir bant içinde dalgalanmasına izin verileceği, 2002 yılı sonunda ise dalgalı döviz kuru rejimine geçileceği belirtilmekteydi. Fakat, Kasım 2000 ve Şubat 2001’de yaşanan ekonomik krizler, sabit kur rejiminin

belirlenen tarihten önce başarısızlıkla sona ermesine neden olmuştur (Yalta, 2011). Yaşanan krizin ardından, döviz kuruna dayalı istikrar programına son verilerek dalgalı döviz kuru sistemine geçilmesine karar verilmiştir.

Parasal hedefleme ve döviz kuru hedeflemesi stratejilerinin Türkiye ekonomisinin karakteristik yapısına uyumlu olmaması başarısızlığa uğramalarında en büyük etken olarak gösterilmiş ve yeni bir strateji arayışına girilmiştir. 2001 yılında uygulamaya alınan “Güçlü Ekonomiye Geçiş Programı” ile birlikte enflasyon hedeflemesi stratejisinin benimsenmesine karar verilmiştir. Bu kapsamda öncelikle para politikasının etkinliğini sınırlayan unsurların ortadan kaldırılmasına yönelik adımların atılması ve gerekli önkoşulların sağlanması için 2002-2005 yılları arası “örtük enflasyon hedeflemesi” adıyla bir hazırlık ve geçiş dönemi olmuştur. Bu dönemde enflasyon ile mücadelede başarı elde edilmesi uygulanan para politikasının kredibilitesini artırmış ve tesis edilen güven sayesinde TCMB’nin ön koşulların sağlandığı kanaati ile 2006 yılından itibaren “enflasyon hedeflemesi” rejimine geçilmiştir (Eroğlu İ. , 2009). Küresel finansal krizin ardından enflasyon hedeflemesi rejiminin çerçevesi daha da genişletilerek yeni para politikası bileşimi uygulamaya konulmuştur.

1.4. Parasal Aktarım Mekanizması

Parasal aktarım mekanizması, klasik anlamda parasal değişkenlerin toplam talebi, çıktı açığını ve enflasyonu hangi kanallarla ve ne ölçüde etkilediğini göstermektedir (TCMB, 2013a). Parasal değişimler, reel ekonomi üzerinde etkileşim oluşturduğundan merkez bankalarının seçtiği para politikası stratejilerinin ekonomiye olan yansımalarının analizinde bu mekanizmanın çıktıları kullanılmaktadır.

Parasal aktarım mekanizması, amaçlar ve araçlar arasında aktarım işlevi sağlamaktadır. Bu aracılık fonksiyonunun yürütülmesi sırasında doğal olarak makro ihtiyati politikalar ile etkileşime girilmesi de söz konusu olmaktadır. Makro ihtiyati politika uygulamalarındaki düzenlemeler, parasal aktarım mekanizmasının belirli aşamalarında geçerli olan koşulları değiştirebilmektedir. Uzun vadede makro ihtiyati politikaların finansal sistemi daha sağlıklı hale getirmesi ve finansal kriz olasılığını

azaltarak sağlamlığını artırması, mali şokların parasal aktarım mekanizması üzerindeki oynaklık ve büyüklüğünü azaltmaktadır (Beyer, et al., 2017).

Küresel finansal krizin ardından benimsenen yeni para politikası yaklaşımlarının merkez bankaları tarafından aktif olarak kullanılmaya başlanması, parasal aktarım mekanizmasının da işleyişini etkilemekte olduğundan bu alanın incelenmesi faydalı görülmektedir. Yavuz (2017)'a göre, parasal aktarım mekanizmasındaki bir aksaklık geleneksel olmayan para politikalarının hedeflediği sonuçlara tam olarak ulaşılmasına engel olabilmektedir. Bu anlamda, para politikası yaklaşımlarının bütüncül ve kapsamlı bir çerçevede incelenmesi için ilgili mekanizmanın temel unsurlarına değinilmektedir.

Para politikası kararları veya uygulamalarındaki bir değişikliğin reel ekonomi üzerinde etki göstermesine kadar izlediği süreci ifade eden parasal aktarım mekanizması, ilk aşamada değişkenlerin finansal piyasalara aktarımı; ikinci aşamada ise nihai olarak çıktı ve enflasyon gibi parametrelerin etkilenmesi şeklinde çalışmaktadır (Macit & Durgun, 2019). Parasal aktarım mekanizması, ülke ekonomilerinin yapısal özellikleri ve önceliklerine göre farklı nitelikteki değişkenleri çeşitli yoğunluklarda etkileyebilmektedir. Bu mekanizmayı etkileyen faktörlerin başlıcaları olarak resmi müdahaleler, piyasanın fiyat mekanizması, finansal sistemin mimarisi, bankacılık sisteminin yapısı, sermaye hareketleri, hane halkı ve firmaların finansal durumu olarak belirtilmektedir (Erdoğan, 2012).

1.4.1. Parasal Aktarım Mekanizması Kanalları

Parasal otoritelerin politika kararlarının iktisadi faaliyetleri etkilemesi başlıca dört ana kısımda faiz oranı kanalı, varlık fiyatları kanalı (kredi kanalı ve hisse senedi kanalı), beklentiler kanalı ve döviz kuru kanalı olarak incelenmektedir. Bahsi geçen kanallar uygulamada birbirini tamamlamakta ve karşılıklı etkileşim içinde olduklarından birbirinden keskin çizgilerle ayıramamaktadır.

Faiz oranı kanalı, parasal aktarım mekanizmalarının geleneksel kanalı olarak da bilinmektedir. Faiz oranı kanalı, para politikası ve reel ekonomi arasındaki ilişkinin faiz oranı üzerinden kurulduğu Keynesyen parasal aktarım görüşüne dayanmaktadır. Buna göre, merkez bankasının kısa vadeli faiz oranlarını değiştirmesi, finansal piyasalardaki

arz ve talep mekanizmaları vasıtasıyla orta ve uzun dönemli reel faiz oranlarına yansımaktadır. Dolayısıyla, borç verilen paranın marjinal maliyetinin değiştirilmesi ile ekonomik birimlerin tüketim, yatırım ve tasarruf kararları etkilenmektedir.

Geleneksel kanala göre, genişletici bir para politikasının uygulanması ile para arzı seviyesinde (M) meydana gelen artış, reel faiz (İ) oranlarının azalmasına ve sermaye maliyetinin düşmesine neden olmaktadır. Böylece, yatırım harcamalarının (I) artması ile toplam çıktı (Y) düzeyi yükselmektedir. Faiz oranı kanalının şematik biçimi $M\uparrow \Rightarrow \dot{I}\downarrow \Rightarrow I\uparrow \Rightarrow Y\uparrow$ olarak gösterilmektedir.

Varlık fiyatları kanalı, merkez bankasının politika faiz oranlarında veya para arzında yaptığı değişikliklerin kredi kanalı ve hisse senedi kanalı üzerinden etki göstermesi ile çalışmaktadır. Para politikası değişikliklerinin varlık fiyatlarını etkilemesi ile başlayan ve reel ekonomi üzerinde etkisini gösteren bu süreç varlık fiyatları kanalı olarak adlandırılmaktadır (Serel & Güvenoğlu, 2019).

Kredi kanalına göre, para arzındaki artış bankaların kredi kullandırma kapasitelerini artıracığından toplam talep düzeyinde genişletici etki oluşacaktır. Bu etki de nihai olarak üretimi ve geliri artırmaktadır. Benzer şekilde, genişletici bir para politikası sonucunda faiz oranlarının düşmesi, hisse senetlerine olan talebi artırmaktadır. Böylece, meydana gelen servet etkisi ve firma piyasa değerinin yükselmesi hisse senedi kanalı ile çıktı seviyesinin yükselmesini sağlamaktadır (Cambazoğlu & Karaalp, 2012).

Beklentiler kanalı, parasal otoritelerin aldığı kararların piyasa aktörlerince gelecek dönemlere ait beklentilerini etkilemesi ile işlemektedir. Güvenilir ve kredibilitesi yüksek bir merkez bankasının kısa dönemli faiz oranı kararları ve politika duruşu, ekonomik birimlerin beklentilerinin yönlendirilmesi ile uzun dönemde bununla uyumlu hale getirilmektedir.

Döviz kuru kanalı, para politikasının döviz kurları üzerinde oluşturduğu etkinin net ihracata yansması sonucunda reel üretimde meydana gelen değişimi ifade etmektedir (Örnek, 2009). Sermaye hareketlerinin serbest ve esnek döviz kuru sisteminin geçerli olduğu dışa açık ekonomilerde geçerli olan bu kanal, para politikası uygulamalarına bağlı olarak döviz kurundaki değişimlerin fiyatlar genel düzeyi ve milli gelirdeki etkilerini içermektedir.

Bu kanalın işleyişine bakıldığında, para arzı (M) düzeyindeki bir artış sonucunda reel faiz (İ) oranlarındaki azalış, yerli para yerine yabancı para (E) tercihini artırmakta ve döviz kuru değeri kazanmaktadır. Bunun sonucunda yurt içi malların görece ucuz hale gelmesi ile birlikte net ihracat (NX) artmakta ve dolayısıyla toplam çıktı (Y) miktarı yükselmektedir. Sürecin şematik gösterimi $M\uparrow \Rightarrow \dot{I}\downarrow \Rightarrow E\uparrow \Rightarrow NX\uparrow \Rightarrow Y\uparrow$ şeklinde ifade edilmektedir.

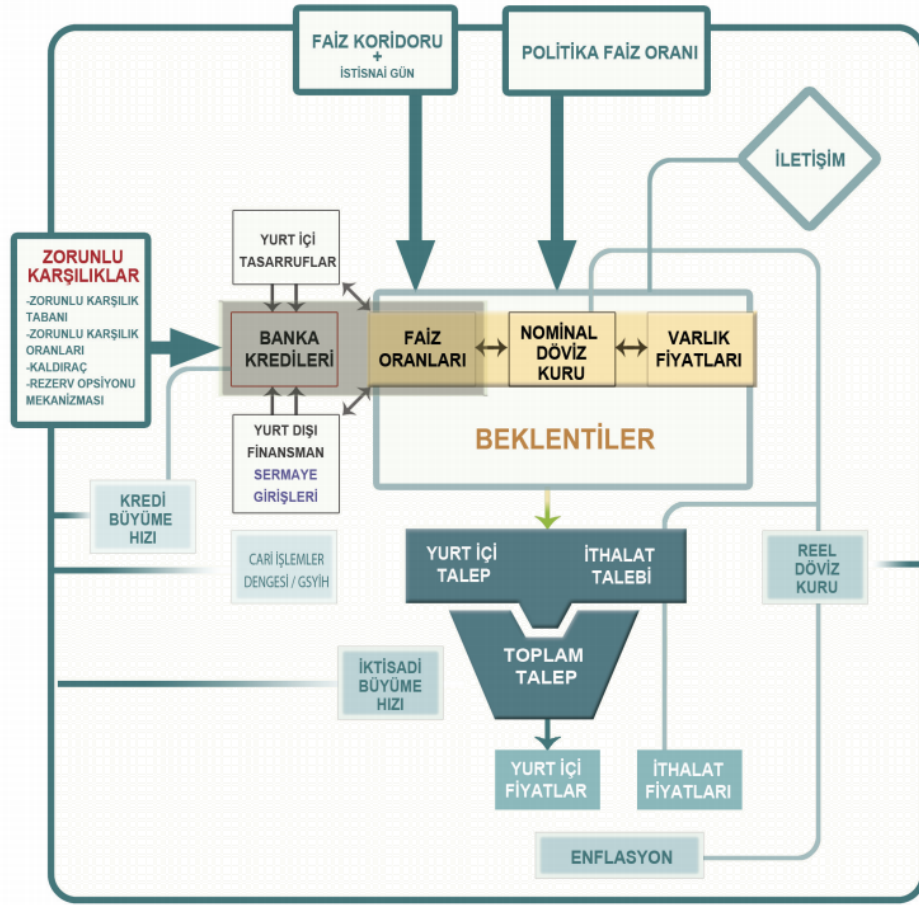
Döviz kurunda meydana gelen değişimlerin genel fiyat düzeyi üzerindeki etkisi para politikasının başarısını etkileyen bir faktör olması, döviz kuru kanalının aktarım mekanizmasında asli bir unsur olarak önemini artırmaktadır.

1.4.2. Türkiye’de Parasal Aktarım Mekanizması

Türkiye’de parasal aktarım mekanizmasının işleyişi 2008 küresel finansal kriz sonrası uygulamaya alınan “Yeni Para Politikası Stratejisi” ile dönüşüme uğramıştır. Bu dönemden itibaren politika aracı olarak kullanılmakta olan kısa vadeli faiz oranlarının yanı sıra geleneksel olmayan para politikası araçlarının da kullanılması ile fiyat istikrarı hedefinden ödün verilmeden finansal istikrara da önem verilmeye başlanmıştır.

Fiyat istikrarı ve finansal istikrarı sağlayacak olan faiz oranlarının birbirinden farklı olabilmesi, kısa vadeli faiz oranlarının tek başına yeterli bir politika aracı olmadığını ortaya koymuş ve merkez bankalarının birden fazla politika aracı kullanmaları zaruri hale gelmiştir. Bu kapsamda, TCMB de yeni para politikası yaklaşımında politika faizinin yanı sıra yeni politika araçlarını devreye alarak parasal aktarım mekanizması kanallarını daha etkin olarak kullanmaya başlamıştır. Söz gelimi, geç likidite penceresi ile faiz kanalı, zorunlu karşılıklar uygulamasıyla kredi kanalı, iletişim politikası vasıtasıyla beklentiler kanalı ve rezerv opsiyon mekanizması ile döviz kuru kanalı kullanılarak ekonominin öncelikleri ve ihtiyaçları doğrultusunda tedbirler hayata geçirilmektedir.

YENİ PARA POLİTİKASI ÇERÇEVESİNDE PARASAL AKTARIM MEKANİZMASI



Şekil 1. Türkiye’de Yeni Para Politikası Çerçevesinde Parasal Aktarım Mekanizması

Kaynak: (TCMB, 2013a)

Şekil 1’e göre Türkiye’de parasal aktarım mekanizmasının işleyişi incelendiğinde, faiz oranı şemsiyesi altında temel olarak krediler ve döviz kuru kanallarının ön plana çıkarıldığı ve iletişim politikası ile beklentiler kanalının desteklenerek politika araçlarından nihai amaçlara giden yola dair daha anlaşılabilir ve gözlenebilir bir çerçeve sunulmasının amaçlandığı görülmektedir. Türkiye’de yeni para politikası yaklaşımı ile birlikte bahsi geçen dört temel kanalın da konjonktürün gerekleri doğrultusunda aktif olarak kullanıldığını belirtmek mümkündür.

1.5. Geleneksel Para Politikaları

Geleneksel para politikası, merkez bankalarının politika faizi olarak da adlandırılan kısa vadeli faiz düzeyini belirlemesi ile yönetilmektedir. Likidite yönetimi

kapsamında piyasadaki para arzının kontrol edilmesi, finansal sistem aracılığıyla gerçekleştirilmektedir. Bu kapsamda, merkez bankaları geleneksel para politikası araçları olan Açık Piyasa İşlemleri (APİ), reeskont kredileri ve zorunlu karşılıklar uygulamaları ile bankacılık sistemi üzerinden piyasadaki likidite düzeyini ayarlamakta ve piyasada oluşan faiz düzeyinin merkez bankasıyla belirlenen politika faizi etrafında oluşması hedeflemektedir.

Bir ekonomide para otoritesinin para arzını ve kantitatif kredi kontrolünü sağladığı para politikası araçlarından olan APİ, ekonomideki toplam kredi hacmini yönetmek, kısa vadeli faiz oranlarının belirlenen ve öngörülen seviyede oluşmasını sağlamak ve finansal piyasalarda likiditeyi geçici veya kalıcı olarak ayarlamak amacıyla merkez bankalarının ikincil piyasalardan menkul kıymet alım satım işlemi yapması olarak tanımlanmaktadır (Güzel, 2018).

APİ, piyasanın likidite hacmi ve durumu gözetilerek doğrudan alım-satım işlemleri, repo-ters repo işlemleri ve depo işlemleri vasıtasıyla yürütülmektedir. Doğrudan alım (satım) işlemleri piyasada kalıcı likidite sıkışıklığı (fazlalığı) olan durumlarda gerçekleştirilmekte, piyasaya TL verilerek (çekilerek) faizlerin düşmesi (yükselmesi) sağlanmaktadır. Repo (ters repo) işlemleri ise piyasada likidite sıkışıklığının (fazlasının) geçici nitelikte değerlendirildiği durumlarda, likiditenin artırılması (azaltılması) amacıyla kullanılmaktadır. Repo işlemleri, bankacılık sistemi üzerinden sözleşmede belirlenen fiyattan ileri bir tarihte geri satmak taahhüdüyle menkul kıymet satın alınmasını, ters repo ise bunun aksi yöndeki işlemi ifade etmektedir. Depo işlemleri ise, merkez bankasının ilan ettiği şartlar dahilinde kotasyon yöntemiyle bankalara sağlanan mevduat olanağıdır.

Reeskont kredileri, bankaların merkez bankasından kullanmak istedikleri kısa vadeli kredilerin temini amacıyla iskonto ettikleri ve vadesi henüz gelmemiş borç senetlerinin merkez bankasına tekrar iskonto ettirmeleridir. Merkez bankaları, ekonomideki para arzı ve kredi genişlemesini dikkate alarak reeskont faiz oranı değişiklikleri ile dolaylı yoldan para arzının kontrolünü sağlamaktadır. Ancak, reeskont kredilerinin son yıllarda bir para politikası aracı olarak önemini yitirdiği görülmektedir.

Zorunlu karşılıklar, bankaların mudilerden topladıkları mevduatın belirlenen bir oranının merkez bankasında tutmakla yükümlü oldukları tutarları ifade etmektedir. Bankacılık sisteminde fonlama maliyetlerini etkileyerek kredi ve mevduat faizlerinin belirlenmesindeki rolü nedeniyle oldukça etkili bir para politikası aracı olan zorunlu karşılıklar, merkez bankaları tarafından likidite yönetimi için kullanıldığı gibi ihtiyat ve parasal kontrol işlevleri de bulunmaktadır (Gray, 2011).

Zorunlu karşılıklar geleneksel para politikası aracı olarak tasnif edilmesinin yanı sıra geliştirilmiş ve çeşitlendirilmiş versiyonları ile geleneksel olmayan para politikası araçları içinde de önemli bir enstrüman olarak yer almaktadır. Bu politika aracına sonraki başlıklarda (bkz. 4.1.3) daha detaylı olarak yer verildiğinden bu kısımda temel özelliklerine değinilmesi yeterli görülmektedir.

1.6. Geleneksel Olmayan Para Politikaları

1.6.1. Geleneksel Olmayan Para Politikaları Kavramı

Geleneksel olmayan para politikaları hakkında yapılan tanımlamalar incelendiğinde, literatürde yer alan betimlemelerin araştırma yapılan ülkelerin gelişmişlik düzeyi, yapılan uygulamaların içeriği ve araştırmacıların konuyla ilgili bakış açıları doğrultusunda şekillenmekte olduğu görülmektedir. Tanımlamalarda görülen farklılıklara rağmen, ortak paydada bu politikaların finansal krizler gibi normal olmayan zamanlarda kullanıldığı ve odak noktasını finansal istikrarın sağlanmasına yönelik olduğunu belirtmek mümkündür.

Geleneksel olmayan para politikaları oldukça yalın bir ifade ile, merkez bankası tarafından faiz oranının değiştirilmesine bağlı olmayan diğer herhangi bir müdahale türü olarak tanımlamaktadır (Sheedy, 2017).

Daha geniş bir tanımlama yapan Kreko vd. (2013), geleneksel olmayan para politikalarını finansal kriz, kargaşa veya başarısızlık durumlarında para politikasının etkinliğini kaybetmesi nedeniyle devreye alınan, ekonomik gerilemenin boyutunu azaltmak ve finansal sistemin çökmesini engellemek için uygulanan ve nihai hedefi deflasyona neden olmadan enflasyonu belirlenen aralıkta tutmak olan politikalar olarak

betimlemektedir. Buna göre, merkez bankası bilançosunun büyüklüğü ve kompozisyonu üzerinde değişiklik getiren geleneksel olmayan para politikaları ile hem finansal sistemin sağlıklı işlemesi sağlanmakta hem de fiyat istikrarı hedefi gözetilmeye devam edilmektedir.

Smaghi (2009)'ye göre, bankaların, hane halkının ve reel sektör firmalarının dış finansman sağlama imkân ve maliyetine doğrudan etki etmeyi hedefleyen para politikası araçları geleneksel olmayan para politikaları olarak tanımlanmaktadır. Perera (2010)'ya göre ise, finansal türbülans durumlarında parasal aktarım mekanizmasının önemli derecede bozulması ve politika faiz oranlarının düşebileceği en düşük seviyede olmasına rağmen merkez bankasının ulaşmak istediği hedeflere yanıt verememesi nedeniyle uygulamaya alınan tamamlayıcı nitelikteki politika araçlarıdır. Benzer şekilde Markmann (2018)'a göre, merkez bankalarının geleneksel araç setleri tükendiğinde veya karşılaştığı zorlukların üstesinden gelinmesinde etkinliğini yitirdiğinde kullandığı politika araçları için bir şemsiye terim olarak ifade edilmektedir.

Diğer taraftan, literatürde yer alan bazı tanımlamalarda geleneksel olmayan para politikası ifadesi yerine alternatif bazı adlandırmaların da kullanıldığı görülmektedir. Bu bağlamda ele alınan bir çalışmada geleneksel olmayan para politikaları, merkez bankası bilançosunun aktif olarak kullanılarak kısa vadeli faiz oranlarının ve piyasa koşullarının etkilenmesinin sağlanması olarak değerlendirilmekte, merkez bankalarının bu araçları zaten kullanmakta olduğundan hareketle sıra dışı olarak tanımlanmasının yerinde olmadığı belirtilmekte ve “bilanço politikası” olarak tanımlanmaktadır (Borio & Disyatat, 2009). Başka bir çalışmada ise, geleneksel olmayan para politikası araçlarının finansal ve parasal koşulları kolaylaştırması, piyasaları düzenlemesi ve ekonomik faaliyetleri desteklemesi nedeniyle finansal istikrar kavramına odaklandığı belirtilerek “finansal istikrar politikaları” olarak tanımlanmaktadır (Kozicki, Santor, & Suchanek, 2011).

Ortaya konulan görüşlerden çıkarılan ortak sonuca göre, finansal sistemin istikrarının sağlanmasına yönelik olarak olağan dışı durumlarda başvuru ve genel iktisadi tedbirlerin ötesinde alternatif ve yenilikçi araçların devreye alındığı para politikası uygulamaları olarak tanımlanabilmektedir.

1.6.2. Geleneksel Olmayan Para Politikalarının Ortaya Çıkışı

Geleneksel olmayan para politikaların teorik temelleri incelendiğinde, bu politika araçlarının ilk kullanım örneklerinin 1.Yüzyıla kadar uzanan bir tarihsel derinliği olduğundan söz edilmektedir (Pagano & Federico, 2016). Bu görüşe göre, zamanın koşulları ölçüsünde entegre bir ekonomik, mali ve parasal sisteme sahip olan Roma İmparatorluğu'nun 33 yılında yaşadığı ekonomik çalkantı karşısında alınan tedbirler (borçluların iki kat teminat vermesi karşılığında üç yıl süreli faizsiz borçlanma imkanı ve hazineden bankalara yüz milyon Roma sikkesi dağıtılması) geleneksel olmayan para politikalarının başlangıcını oluşturmaktadır.

Modern anlamdaki kullanımda, geleneksel olmayan para politikası araçlarının düşünsel tarihçesi için 1929 Büyük Ekonomik Buhranı zamanına işaret edilmekte ve bu anlamdaki ilk örneklerin talep noksanlığının giderilmesi ve likidite tuzağından çıkılması için yapılan entelektüel tartışmaların oluşturduğu konusunda görüşler mevcuttur (Armstrong & Ebell, 2015).

Keynes (1936), para otoritesinin kısa vadeli faiz oranları üzerindeki etkinliğini kaybettiği durumda likidite tuzağından çıkış yolu için beklenti yönetimine vurgu yaparak sözle yönlendirme ya da ileri vadeli rehberliği, talep noksanlığının aşılması için de niceliksel genişlemeyi tartışmaya açarak modern zamanlarda uygulama alanı bulan geleneksel olmayan para politikası araçlarından ikisinin erken örneklerinin temellerini atmıştır.

Diğer taraftan, geleneksel olmayan para politikası araçlarının fiilen kullanımının Japonya Merkez Bankası (Bank of Japan-BOJ) tarafından uygulanmaya başlandığı konusunda görüşler mevcuttur. Kuroda (2014)'ya göre, yaygın olarak bilinmemekle birlikte 1990'lı yılların sonunda sözle yönlendirme, niceliksel genişleme ve sıfır faiz oranı politikası gibi daha önce benzeri görülmemiş para politikaları ilk olarak BOJ tarafından izlenmeye başlanmıştır.

Krugman (1998)'ın Japonya ekonomisinde görülen deflasyon ve sıfır faiz oranı düzeyinde dahi talep sıkıntısının devam ettiği durumda likidite tuzağından nasıl kurtulacağı hakkında reçete sunduğu çalışmaları, geleneksel olmayan para politikasının teorik modelinin öncü tasarımları olarak gösterilmektedir. Buna göre, deflasyonun

üstesinden gelmenin yolu olarak para arzının ve enflasyon beklentilerinin artırılması ile reel faiz oranlarının yeterince düşük hale getirilmesidir. Japonya ekonomisi özelinde önerilen bu model, daha sonra yapılan düşünsel katkılarla geliştirilerek küresel finansal kriz sırasında uygulanan para politikası stratejileri için referans kaynağı haline gelmiştir.

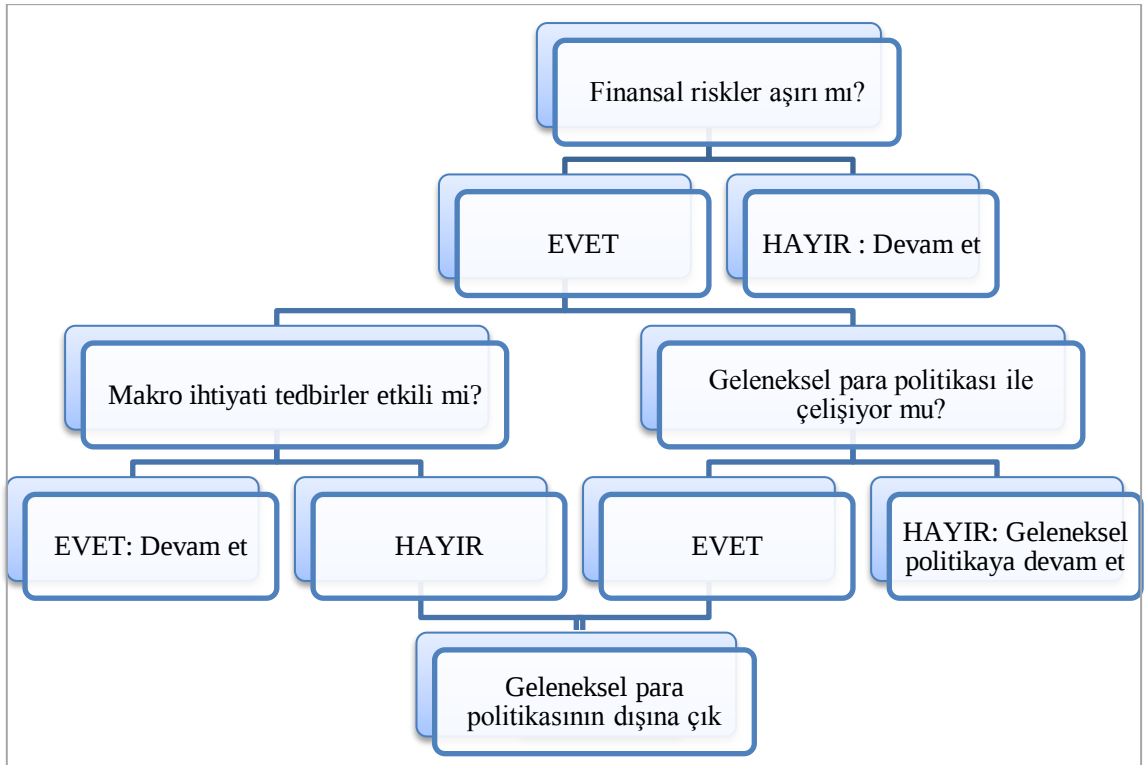
Geleneksel olmayan para politikalarının teorik temelleri her ne kadar daha önceki dönemlerde atılmaya başlanmış olsa da, bu araçların kullanımının uluslararası boyuta ulaşması, önlemlerin çeşitliliği, hacimlerinin büyüklüğü ve etkilerinin düzeyi dikkate alındığında milat tarihi olarak küresel finansal kriz döneminin gösterilmesinde sakınca olmadığı düşünülmektedir. Bu bağlamda, geleneksel olmayan para politikalarının ortaya çıkış zamanı konusunda küresel finansal kriz ve buna çözüm arayışlarının olduğu döneme işaret edilirken, bu politikaların merkezi olarak da yine krizin başlangıç noktası ve merkezi olan Amerika Birleşik Devletleri (ABD) gösterilmektedir. Zira, finansal küreselleşme sonucunda oluşan ekonomik düzenin başat faktörü olarak görülen bu merkezdeki değişim, teori ve uygulamadaki dönüşüm için de öncü rol oluşturmaktadır.

ABD’de 2007 yılında başlangıçta konut piyasalarında görülen kriz, kısa sürede bir likidite bunalıma ve ardından finansal krize doğru evrilmiş ve başta Avrupa ülkeleri olmak üzere neredeyse tüm dünya ekonomilerini olumsuz etkileyen küresel bir boyuta ulaşmıştır. Küresel finansal kriz ile birlikte başta Amerika Merkez Bankası (Federal Reserve Bank-FED) olmak üzere önce gelişmiş ülke merkez bankaları, daha sonra da gelişmekte olan ülke merkez bankaları uygulamakta oldukları para politikalarını gözden geçirmeye başlamıştır. Mevcut para politikalarının yaşanan finansal krizin etkileri karşısındaki durumu, akademik çevrelerin ve karar alıcıların bu uygulamaları sorgulamasına ve alternatif uygulamaların hayata geçirilmesine yönlendirmiştir. Zira, sadece fiyat istikrarına odaklanan ve kısa vadeli faiz oranlarını etkileyerek yönetilen para politikaları enflasyonun düşük seviyelerde olmasını sağlasa da, borçluluk oranlarının ve varlık fiyatlarının aşırı boyutlara ulaşarak finansal sisteme zarar verecek aşamaya ulaşmasına engel olamadığı tecrübe edilmiştir.

Küresel finansal kriz, o döneme kadar oluşturulan para politikası stratejisinin ayrıntılarını yeniden düşünmeye sevk etmiştir. Mishkin (2011), krizden önce geliştirilen para politikası ilkelerinin geçerliliğini korumakta olduğunu belirtmekle birlikte, krizden

bazı önemli derslerin de çıkarıldığını ifade etmektedir. Mishkin (2011)'in bahsettiği sonuçlar; (i) finans sektöründeki gelişmelerin ekonomik faaliyet üzerinde daha önce düşünülenenden çok daha fazla etkisinin olduğu, (ii) makro ekonominin doğrusal bir yapıda olmadığı, (iii) sıfır alt düzeyinde faiz oranının farkedilenden daha büyük bir sorun olabildiği, (iv) finansal kriz sonrasında temizliğin maliyetinin çok yüksek olduğu ve (v) fiyat ve çıktı istikrarının sağlanmasının finansal istikrarının garantisi olmadığı şeklinde sıralanmaktadır.

Bahsedilen gelişmeler, fiyat istikrarının sağlanmasının finansal istikrarın sağlanması için gerekli koşul olduğu, fakat bunun tek başına yeterli olmadığını göstermiştir. Böylece, merkez bankaları politika araç setlerini gözden geçirerek finansal istikrarı da gözetilen bir anlayış ile geleneksel olmayan para politikalarına yönelmeye başlamıştır. Şekil 2 ile gösterilen karar ağacına göre, finansal risklerin aşırı olması durumunda makro ihtiyati tedbirlerin etkisizliği ve geleneksel para politikası ile çelişen koşulların olması, geleneksel olmayan para politikalarının uygulanmasına elverişli bir ortam hazırlamaktadır.



Şekil 2. Finansal İstikrar Karar Ağacı

Kaynak: (IMF, 2015)

Ekonominin olağan koşullarında merkez bankaları piyasadaki para miktarını belirlemek yerine kısa vadeli faiz oranlarını değiştirerek bankalararası para piyasalarında geçerli olan faiz oranlarını etkilemekte ve böylece orta/uzun vadeli faizlerin seviyesini kontrol etmektedir. Ancak olağan dışı zamanlarda bahsedilen geleneksel para politikası, merkez bankasının belirlediği hedeflere ulaşılmasında yetersiz kalabilmektedir.

Perera (2010), bu duruma etki eden faktörleri ve çözüm önerilerini iki kategori altında özetlemektedir. Bunlardan ilki, ekonomik dalgalanma nominal faiz oranını sıfırın altına düşürmesi gerektirse de politika faiz oranında daha fazla kesintinin mümkün olmadığı sıfır alt sınır düzeyindeki durumdur. Bu aşamada finansal koşulları kısa vadeli faiz oranları ile iyileştirmenin ötesinde tasarlanan tedbirler, orta ve uzun vadeli faiz oranı beklentilerinin yönlendirilmesi, merkez bankası bilanço kompozisyonunun değişimi ve bilanço büyüklüğünün artırılmasıdır. İkincisi ise, politika faiz oranının sıfırın üstünde olmasına rağmen parasal aktarım mekanizmasının önemli ölçüde bozulduğu durumdur. Bu koşulun gerçekleşmesi halinde kısa vadeli nominal faiz oranının normal şartlardan daha fazla azaltılması ve alternatif araçlarla parasal aktarım mekanizmasına doğrudan müdahale edilmesi seçenekleri bulunmaktadır.

Merkez bankalarının tek bir araç ile birden fazla değişkeni kontrol etmesinin zorluğunu dile getiren ve Jan Tinbergen'in ortaya koyduğu "Tinbergen Kuralı"na göre, birbirinden bağımsız çok sayıda politika hedefine ulaşılması için bu nihai hedeflere eşit sayıda politika aracının olması gerekmektedir (Schaeffer, 2019). Fiyat istikrarı hedefi ile birlikte makro ekonomik riskleri de gözetilen bir finansal istikrar politikasının uygulanabilmesi, doğal olarak politika aracı olarak kısa vadeli faiz oranlarının yanı sıra diğer ilave politika araçlarının da devreye sokulmasını gerekli kılmaktadır.

Para politikasının nasıl şekillenmesi gerektiği ile ilgili düşünsel çabanın bir diğer ürünü ise "Rüzgara Karşı Durmak" (Leaning Against the Wind) görüşüdür. Para politikasını finansal istikrar eksenini üzerinden değerlendiren bu yaklaşıma göre, finansal piyasaların hızlı genişlediği dönemlerde, para politikası fiyat istikrarı hedefinin gerektiğinden daha sıkı durması gerektiği savunulmaktadır. Buna göre, merkez bankasının izlediği değişkenler üzerindeki sapmalara karşı para politikası uygulamalarında yaptığı değişiklikler ile tepki vermesi makroekonomik performansı ve

finansal istikrarı olumlu yönde etkilemektedir. Dolayısıyla, finansal sistemin tamamına nüfuz edebilen bir yapısı olan para politikasının sadece faiz aracı ile yönetilmesinin yeterli olmaması, finansal risklere karşı farklı araçların kullanılmasıyla önden önlem alan bir para politikası stratejinin benimsenmesini gerektirmektedir (Can, 2020).

Sonuç olarak, gerek teorik ve ampirik çalışmaların neticeleri, gerekse uygulama evresinde yaşanan deneyimler, merkez bankalarının para politikasında yeni bir açılım yaparak finansal sisteme işlerlik kazandırmak ve ekonomileri büyüme patikasına yönlendirmek için geleneksel olmayan para politikalarının benimsemesinin önemini ortaya koymaktadır.

1.6.3. Geleneksel Olmayan Para Politikaları Genel Çerçevesi

Geleneksel olmayan para politikalarının genel çerçevesinin oluşturulmasında söz konusu politika araçlarının nasıl gruplandırıldığı önemlidir. IMF'nin bu konuda hazırladığı rapora göre, gelişmiş ülkelerde uygulanan geleneksel olmayan para politikaları iki ana kategoride değerlendirilmektedir. Birinci kısım, finansal piyasaların ve finansal araçların işleyişini sağlamaya yönelik olan likidite desteği gibi araçlardan oluşmaktadır. İkinci kısım ise, varlık satın alım programları ve beklenti yönetimi/rehberlik gibi ilave para politikası desteklerinin sunulması olarak gösterilmektedir (IMF, 2013).

Literatürde geleneksel olmayan para politikalarının sınıflandırılması ile ilgili kesin bir görüş bulunmamakla birlikte yaygın anlamda parasal genişleme, kredi genişlemesi ve ileri vadeli rehberlik olarak üç ana başlık etrafında gruplandırıldığı görülmektedir. Ülke ekonomilerinin yaşadıkları iktisadi sorunların öncelikleri, ülkelerin gelişmişlik düzeyi ve içinde bulunulan konjonktüre göre oluşan farklı tipteki uygulamaların sınıflandırılması yazarların kendi bakış açılarına göre öznel nitelikte olabilmektedir. Dünya çapında uygulanan geleneksel olmayan para politikalarının sınıflandırmasında ABD ve Euro Bölgesi'nin oluşturduğu başlıca örnekler Tablo 1'de özetlenmektedir.

Tablo 1. Geleneksel Olmayan Para Politikaları Sınıflandırmaları

Yazar(lar)	Geleneksel Olmayan Para Politikaları Sınıflandırmaları
Bernanke ve Reinhart (2004)	Faiz Taahhüdü Politikası, Miktersal Genişleme Politikası, Kredi Genişlemesi Politikası
Smaghi (2009)	Doğrudan Miktersal Genişleme Politikaları, Kredi Genişlemesi Politikaları, Dolaylı Kredi ve Miktersal Genişleme Politikaları
Meier (2009)	Faiz Taahhüdü Politikası, Uzun Vadeli Refinansman, Doğrudan Varlık Alım Programları
Reis (2010)	Faiz politikası, Miktersal Politikalar, Kredi Politikaları
Perera (2010)	Miktarsal Genişleme, Faiz Düzeyi Rehberliği, Kredi Genişlemesi
Borio ve Disyatat (2010)	Döviz Kuru Politikası, Borç Benzeri Yönetimi Politikası, Kredi Politikası, Banka Rezervleri Politikası
Kreko ve Diğerleri (2013)	Ticari Bankalara Likidite Olanakları, Kredi Piyasalarına Doğrudan Müdahaleler, Devlet Borçlanma Araçları Satın Alınması

Kaynak: (Bayır, 2019)

Sharpe ve Watts (2013)'a göre, geleneksel olmayan para politikaları büyük ölçüde bağlamsaldır ve doktriner yapıda değildir. Dolayısıyla, merkez bankaları bu politika setini kendi özel şartlarına, kısıtlarına ve karşılaştığı durumlara göre uyarlayarak uygulamaktadır. Mali piyasaların istikrarına, kurumsal finansmanın kolaylaştırılmasına ve ekonomik büyümenin teşvik edilmesine yönelik uygulanan bu politika araçları geçici nitelikte olup, genel kabul gören bir katılım kuralları mevcut değildir.

Potter ve Smets (2019), geleneksel olmayan para politikası araçlarının geçmişte kullanım örnekleri olduğundan hareketle, bu araçları aslında tamamen yeni olarak değerlendirmemektedir. Yazarlara göre söz konusu politikaları gerçekten farklı kılan

unsurlar; uygulamaların birleşimi, benzeri görülmemiş bir faaliyet ölçeği ve amaca yönelik birçok aracın kullanılması olarak gösterilmektedir.

Geleneksel olmayan para politikalarının özelliklerine değinen Trichet (2013), bu önlemlerin boyutunu, finansal sistem ve piyasalar üzerindeki para politikası aktarımının işlev bozukluğu derecesine bağlı görmektedir. Buna göre, ilgili tedbirlerin özellikleri; (i) standart önlemlerden tamamen bağımsız yapıya sahip olması, (ii) para ve finansal piyasaların anormal işleyiş zamanlarında faiz politikasının daha iyi aktarılmasına yardımcı olması, (iii) doğası gereği geçici nitelikte olması ve (iv) iletim mekanizmasında ince ayar amacı taşımaması olarak sıralanmaktadır. Dolayısıyla, piyasanın bozulma derecesi ile alınan önlemlerin boyutu doğru orantılı olmalı, konu hakkında muhataplara verilmek istenen mesajlar net ve hızlı olmalıdır.

Hannoun (2010), merkez bankalarının genişleyen rolü kapsamında geleneksel para politikaları ile geleneksel olmayan para politikalarının başlıca özelliklerini karşılaştırmalı olarak belirtmektedir. Yazara göre, geleneksel olmayan para politikaları merkez bankasının bilanço araçları olarak görülmekte, miktara odaklanan bir araç olduğu belirtilmekte ve finansal piyasalara doğrudan müdahalede bulunması özelliklerine vurgu yapılmaktadır. Diğer taraftan, geleneksel olmayan para politikalarının yurt içi finansal piyasalara müdahale ve döviz piyasalarına müdahale için kullanılan araçlardan oluştuğu dile getirilmektedir.

Tablo 2. Merkez Bankalarının Genişleyen Rolü Kapsamında Para Politikaları

Geleneksel Para Politikaları		Geleneksel Olmayan Para Politikaları	
Fiyatlara odaklı, Finansal koşulları ve varlık fiyatlarını dolaylı olarak etkileme yaklaşımı, Sadece bankalararası piyasada çok kısa dönemde etki		Merkez bankası bilanço araçları, Fiyat odaklıdan miktar odaklıya geçiş, Finansal piyasalara doğrudan müdahale	
Para Politikası Araçları	İhtiyati Politika Araçları	Yurt İçi Finansal Piyasalara Müdahale	Döviz Piyasalarına Müdahale
Politika faiz oranları, Rezerv gereksinimleri veya nakit rezerv oranları	Sermaye gereksinimleri, Likidite ihtiyacı	Bankalararası vadeli işlem piyasaları, Kamu borçlanma araçları piyasası, Kredi piyasaları, Mortgage piyasaları	Döviz müdahaleleri, Rezerv birikimi, Para swapları düzenlemesi

Kaynak: (Hannoun, 2010)

Üzerinde çalışılan konulardan biri de geleneksel olmayan para politikalarının etkinlik ölçütüdür. Bu araçların iyi tasarlanmış bir çerçeve bağlamında etkinliklerinin artırılması ve istenmeyen yan etkilerinin azaltılması belirli koşullara bağlanmaktadır. Potter & Smets (2019)'e göre bu politikaların etkinliğini artıran başlıca unsurlar; elverişli yasal ve kurumsal altyapının olması, finansal piyasa katılımcıları ve kamuoyu beklentilerinin yönetilmesi, diğer ihtiyati tedbirler ve maliye politikaları eşliğinde ve ülkenin koşullarına göre kullanılması olarak sıralanmaktadır. Diğer bir çalışmada, geleneksel olmayan para politikasının üç spesifik koşulda daha etkili olma eğiliminde olduğu gösterilmektedir. Buna göre, finansal sıkıntıların arttığı, deflasyonist beklentilerin olmadığı ve merkez bankasının kredibilitesinin yüksek olduğu dönemlerde ilgili politikanın etkinliği daha güçlü hissedilmektedir (Dell'Ariccia, Rabanal, & Sandri, 2018).

1.6.4. Geleneksel Olmayan Para Politikalarına Yönelik Eleştiriler

Geleneksel olmayan para politikaları, çeşitli açılardan tartışılmakta ve bazı yönleri ile eleştirilmektedir. Bu politika araçları uygulanırken göz önünde bulundurulması gereken bir konu, finansal piyasaların yerine geçilmesi veya müdahale boyutlarının piyasaların işleyişine engel olması riskidir. Merkez bankası uygulamaları, piyasa aktörlerine cazip geldiğinden bu kaynağa aşırı bağımlılık oluşması diğer finansman kanallarının dışlanması sebep olabilmekte ve normal piyasa koşullarına geçiş zorlaşabilmektedir (Smaghi, 2009).

Merkez bankalarının genişleyen rolü üzerinde duran benzer bir görüşe göre, bu kurumların finansal piyasalara aşırı miktarda müdahalesine neden olunmakta, finansal istikrarı sağlama hedefi ile yola çıkılmasına rağmen sınırların ötesinde aksiyon alınması sonucunda varlık fiyatlarının bozulmasına ve finansal koşulların daha verimsiz olmasına sebebiyet verilebilmektedir (Hannoun, 2010).

Geleneksel olmayan para politikası araçları, kriz dönemlerinde veya yerleşik bir para politikası olarak kullanımda istenmeyen bazı sonuçlar ortaya çıkarabilmektedir. Bu uygulamaların bazı potansiyel maliyetleri; finansal piyasaların dengesinin bozulması, merkez bankası bilanço yönetimini zorlaştırması, merkez bankası bağımsızlığı ve kredibilitésinin olumsuz etkilenmesi, finansal istikrar hedefi ile çelişme ve yapısal makroekonomik sorunların ertelenmesi olarak sıralanmaktadır (Kozicki, Santor, & Suchanek, 2011).

Sıradışı durumlarda uygulanan özel araçlar olarak görülmesi gereken geleneksel olmayan para politikaları, merkez bankalarını karmaşıklık ve iletişim sorunları ile karşı karşıya bırakmaktadır. Merkez bankaları, bilançolarını genişletmeye devam ettiğinde ve daha fazla finansal risk aldıklarında fiyat istikrarını savunan kimlikleri tehdit altına girmekte ve hükümet politikaları ile koordinasyon, araç bağımsızlığı ve hesap verebilirlik ile ilgili sorunlar ortaya çıkmaktadır (Borio & Disyatat, 2009).

Geleneksel olmayan para politikalarının sınırlılıkları üzerinde duran Hannoun (2010), bu araçları finansal istikrarı sağlamada başarılı olduklarını, fakat hedeflenen noktaya ulaşıldığında hızlı şekilde sona erdirilmesi gerektiğini ifade etmektedir. Bu görüşe göre geleneksel olmayan para politikalarının yararlı olabilmesi için, tıpkı bir

ilacın kullanımında olduğu gibi geçici süreli ve sınırlı boyutta uygulanması gerekmektedir. Finansal piyasalarda bu araçların sürekli olacağı yönünde bir beklenti oluşturmaksızın arızı durumlarda müdahale amacıyla uygulanabileceğı şeklinde bir kanaat oluşturulmalıdır. İstisnai politika araçları yeni normal olarak görülmemeli ve amaçlanan noktaya erişilmesi ile zaman kaybetmeksizin sona erdirilerek merkez bankasının asli görevlerine dönmesi sağlanmalıdır.

Geleneksel olmayan para politikası önlemlerinin sürdürülmesi, banka ve finansal kuruluşlar merkez bankası beklentilerine bağılı olarak likidite riskini artırması, para politikasının daha fazla risk almayı teşvik ederek finansal istikrarı zayıflatması, gelecekteki para politikasının etkinliğini zayıflatması, sermaye akımlarının ani şekilde yön değiştirmesine neden olması gibi bazı potansiyel maliyet ve riskleri barındırmaktadır. Doğal olarak, geleneksel olmayan para politikalarının faydaları belirli sınırlar içinde olup yapısal bankacılık sorunlarını kendi başına çözemez veya orta ve uzun vadede potansiyel büyümeyi artıramaz (IMF, 2013).

Sheddy (2017), geleneksel ve geleneksel olmayan para politikaları arasında yaptığı karşılaştırma sonucunda, bu politikaların ekonomi üzerindeki etkilerinin eşdeğer olmadığı sonucuna ulaşmıştır. Özellikle, içinde bulunulan zamanda ekonomiyi istikrara kavuşturmak için geleneksel olmayan para politikasının kullanılması, gelecekteki ekonominin istikrarı üzerinde olumsuz bir etkiye sahip olmaktadır. Ayrıca, geleneksel olmayan para politikaları zamanlararası ödünleşim nedeniyle daha farklı ve daha karmaşık yapıdadır. Geleneksel olmayan para politikalarının dağıtım etkilerinin büyüklüğü sabit bir kuralın izlenmesini ve merkez bankalarının siyasi baskıdan yalıtılmasını zorlaştırmaktadır. Sonuç olarak, geleneksel olmayan para politikası araçlarının ekonomiyi istikrara kavuşturmada ve para politikasını politik baskılardan uzak tutmada geleneksel faiz oranı politikasının yerine geçemediğı ileri sürülmekte ve zayıf bir ikame olarak görülmektedir.

1.6.5. Geleneksel Olmayan Para Politikalarından Çıkış Stratejileri

Geleneksel olmayan para politikalarının sona erdirilmesi kararı, zamanlama ve uygulama açısından hassas bir ayarlama gerektirmektedir. Ülkelerin özelliklerine ve

ekonominin durumuna özgü koşullara göre oluşturulan politika müdahalelerinin çeşitliliği göz önüne alındığında çıkış stratejilerinin buna bağlı olarak belirlenmesi kritik öneme sahiptir. Bu kapsamda, normal duruma geçiş rehberlik etmesi beklenen bazı ilkeler; para politikasının fiyat istikrarına göre yönlendirilmesi, para politikasının ekonomik görünüme dair bilgilere dayandırılması, karar vericilerin parasal aktarım mekanizmasının değişimini analiz etmesi, gelecekteki politikaların etkinliği için merkez bankası bağımsızlığı ve kredibilitesinin sağlanması, çıkış stratejisi iletişiminin ve bilanço raporlamalarının şeffaf olması şeklinde sıralanmaktadır (Kozicki, Santor, & Suchanek, 2011).

Bununla birlikte çıkış stratejisinin zorluğu teknik operasyonlardan öte zamanlama yani çıkışın ne zaman gerçekleştirileceği ve hangi hızda normale döneceği ile ilgilidir. Çıkışın erken gerçekleşmesine karar verilmesi, uygulanan politikaların çözüme katkı sağlanmadan sona erdirilmesi olasılığını beraberinde getirmektedir. Bunun karşısında, aşırı derecede temkinli davranılması ile alınacak kararların geciktirilmesi veya süreçte yavaş hareket edilmesi ise enflasyona yol açarak yeni bir finansal dengesizliğe itilmesi riskini taşımaktadır (Borio & Disyatat, 2009).

Geleneksel olmayan para politikalarından çıkış için ekonominin toparlanması ve fiyat istikrarının belirlenen hedefe ulaşmasının uygun olduğu konusunda ortak görüşler olmakla birlikte, zamanlama ve süreç konusunda bazı endişeler bulunmaktadır. Sürecin doğru yönetilmesi ve zorluklarına değinen Perera (2010), zamanlamanın doğru seçilmesine, önlemlerin kademeli olarak kaldırılmasına, temkinli bir yaklaşım sergilenmesine ve koordinasyonun sağlanmasına vurgu yapmaktadır. Yine bu çalışmada yeterli bir çıkış stratejisinin izlenmesinin zorlukları olarak; varlıkların vade uyumunun sağlanması, faiz oranı riskinin taşınması, parasal duruş için karışık sinyal oluşturulması, döviz borçluluğunun artması, borç alacak ilişkisinin borç veren aleyhine bozulması gibi faktörlere dayandırılmaktadır.

1.7. Makro İhtiyati Politikalar

1.7.1. Makro İhtiyati Politika Kavramı ve Ortaya Çıkışı

Makro ihtiyati politikalar, finansal sistemdeki sistemik riski sınırlamak için öncelikle ihtiyati araçların kullanılması olarak tanımlanmaktadır. Bu politika, sistemik risklerin azaltılması suretiyle finansal krizlerin sıklığını ve şiddetini azaltmayı hedeflemektedir (BIS, FSB, IMF, 2016). Bu tanımda ve kavramın farklı tanımlamalarında da ana unsur olarak yer alan “sistemik risk” kavramı, finansal sistemin tamamı veya bir kısmında yaşanan sorunlardan kaynaklanan ve ekonomi için ciddi olumsuz neticelere yol açabilen finansal hizmetlerin sunumundaki yaygın bozulma riskidir.

Makro ihtiyati kavramının kökenlerini araştıran Clement (2010)’e göre, bu terimin ilk ne zaman kullanıldığı kesin olmamakla birlikte BIS (Bank For International Settlements-Uluslararası Ödemeler Bankası) kayıtlarından yola çıkılarak uluslararası bağlamda ortaya çıkışının 1979 yılında düzenlenen Cooke Komitesi toplantısına kadar uzandığı düşünülmektedir. Bahsi geçen dönemden itibaren çeşitli platformlarda kullanılmaya başlanan bu kavram, asıl anlamda küresel finansal kriz ile birlikte politika yapımcıların ve akademik çevrelerin ilgisini çekmeye başlamıştır. Hahm vd. (2012)’ne göre, küresel finansal krizin ortaya çıkardığı üç önemli sonuç yeni bir politika yaklaşımı arayışını gerektirmektedir. Bunlar, (i) finans sektöründe yaşananların ekonomik aktivite üzerinde tahmin edilenden çok daha fazla etkisinin bulunması, (ii) finansal krizlerin maliyetinin yüksek olması ve (iii) fiyat istikrarının finansal istikrarı garanti altına almaması olarak belirtilmektedir. Sayılan bu güçlü etkiler, finansal sistemin genelini kapsayan proaktif tedbirlerin hayata geçirilmesini gerekli kılmaktadır. Bahsi geçen tedbir ve düzenlemelerin bütünü makro ihtiyati politikalar olarak adlandırılmaktadır.

Konu hakkında genel bir çerçevenin tasarlanmasına yönelik düzenlenen G20 İlerleme Raporu (2011)’na göre makro ihtiyati politikalar amaç, kapsam ve araçlar olarak üç betimleyici öğeye atıfla tanımlanmaktadır. İlk olarak, makro ihtiyati tedbirlerin amacı genel ekonomi için ciddi olumsuz sonuçları olan ve finansal hizmetlerin sunumunda yaygın bozulmaya neden olabilecek sistemik riski sınırlamaktır. İkinci olarak bu politika, kapsam bakımından finansal ve reel sektörün tamamını içermektedir. Üçüncüsü de politika araçları olarak sistemik risklere odaklı şekilde

ayarlanmış olan ihtiyati araçların olması gerekliliğidir. Bu çerçeveden bakıldığında makro ihtiyati politikaların en önemli rolü, aşırı risk alma teşviklerini kısıtlamaktır (IMF, 2013a).

1.7.2. Makro İhtiyati Politikaların Genel Çerçevesi

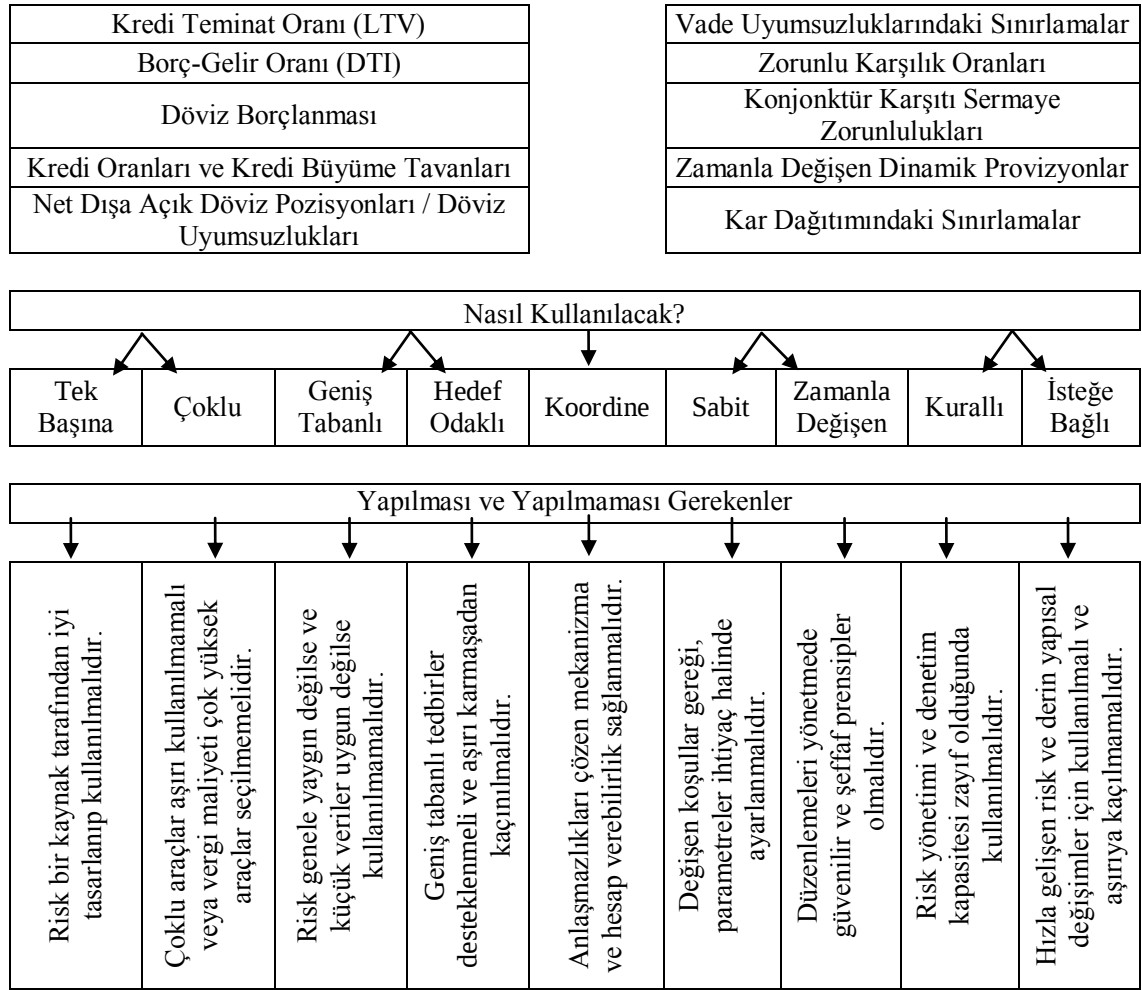
Makro ihtiyati politikaların genel çerçevesi başlığı altında bu tedbirlerin amaçları, kullanılan başlıca araç setleri, uygulama stratejisi ve faktörsel boyutları ele alınmaktadır.

Makro ihtiyati politika uygulamalarının amacı, sistemik riskin sınırlandırılarak finansal sistem ve genel ekonominin sağlıklı işleyişinin devam etmesinin sağlanmasıdır. Bu temel amaç doğrultusunda makro ihtiyati politikaların üç önemli hedefi; (i) sistemik şoklara karşı tampon oluşturarak finansal dengesizliklerin oluşmasını azaltmak, (ii) kredi ve varlık fiyatları arasındaki çevrimsel döngüyü azaltmak, yoğun kaldıraç kullanımını sınırlamak ve fonlamanın sürdürülebilir olmasının sağlanması ile sistemik kırılmalıkların önüne geçmek ve (iii) finansal sisteminde birbirine bağımlılıktan kaynaklı olabilecek kırılmalıkların kontrol etmek ve kilit derecede önemli kuruluşları belirlemek olarak sıralanmaktadır (TCMB, 2014).

Makro ihtiyati politika araçları, ülke ekonomisinin yapısı ve karşılaşılan şoklara veya risklere göre değişiklik göstermektedir. Literatürde yer alan makro ihtiyati politika araçlarını kategori bazında sınıflandıran IMF (2011)'ye göre, bunlar sistemik riski azaltmak için özel olarak tasarlanan araçlar ve revize edilen araçlar olarak temelde iki kısımda incelenmektedir. TCMB (2014) ise makro ihtiyati politika araçlarını, tanımlama ve izleme araçları ve operasyonel araçlar olarak gruplandırmaktadır. Bu sınıflandırmadaki tanımlama ve izleme araçları, analitik araç seti olarak risklerin zaman ve kesit boyutunu ortaya koyarak doğru politika kararları ve risk önlemleri alınmasına yardımcı olurken, operasyonel araçlar ise sistemik risklerin önlenmesinde kullanılan çeşitli enstrümanları ifade etmektedir.

Makro ihtiyati politika araçlarına dair en kapsamlı araştırmalardan biri olarak gösterilen Lim vd. (2011) tarafından yapılan çalışmada ilgili politika setleri; kredilere ilişkin araçlar (kredi/teminat oranı, borç/gelir oranı, kredi kısıtlamaları vb), likiditeye

ilişkin araçlar (zorunlu karşılıklar, vade uyumu sınırlamaları, döviz pozisyonları vb) ve sermayeye ilişkin araçlar (kar dağıtım politikaları, sermaye tamponları vb) olmak üzere üç ana grupta incelenmektedir. Aynı çalışmada, uygulamada en çok tercih edilen 10 tip makro ihtiyati politika aracı, bunların nasıl kullanması gerektiği ile uygulama sırasında yapılması ve yapılmaması gerekenler Şekil 3 ile gösterildiği şekilde özetlenmektedir.



Şekil 3. Makro İhtiyati Politika Araçları

Kaynak: (Lim, et al., 2011)

Popoyan (2016) ve Claessens (2015)'a göre ise makro ihtiyati politika araçları beş ana kategoride ele alınmaktadır. Bunlar; finansal sektördeki bilanço kısıtlamaları, sermaye gereksinimlerinin karşılanması, borçlu kesime yönelik kısıtlamalar, vergi ve harç gibi düzenlemeler ve diğer yapısal tedbirler olarak belirtilmektedir.

Makro ihtiyati politika stratejisinin uygulanması temel olarak dört aşamada meydana gelmektedir. Bunlar; (i) risklerin tanımlanması aşaması, (ii) politika araçlarının seçilmesi ve kalibrasyonu aşaması, (iii) tedbirlerin etkinleştirildiği uygulama

ve iletişim aşaması ve son olarak (iv) enstrümanların etkisinin değerlendirilmesi aşaması olarak sıralanmaktadır (ESRB, 2014).

Makro ihtiyati politikaların faktörsel boyutu konusunda yapılan çalışmalarda söz konusu politika araçlarının tasarlanmasında belirleyici etkenler zaman-kesit boyutu, kural temelli-isteğe bağlı ayarlanma sorunsalı ve fiyat-miktar kısıtlamalarına bağlı ayarlanma sorunsalı olmak üzere temelde üç önemli husus göz önünde bulundurularak açıklanmaktadır (Çetin & Bakırtaş, 2018). Bu politika aracı belirlenirken göz önünde bulunduran hususlardan ilkinde yer alan zaman boyutu, risklerin zaman içinde birikmesinin önlenmesini, kesit boyutu ise riskin ilgili süre içinde etki ve yayılımını önlemeyi ifade etmektedir. Politika yapıcının riske karşı alınacak tedbirleri önceden tasarlayarak kural bazlı davranması veya gelişen koşullara göre esnek hareket ederek isteğe bağlı ayarlama tercihi ikinci belirleyici faktör olarak sayılmaktadır. Üçüncü faktörde ise, makro ihtiyati politika araçlarının belirlenmesinde marjinal maliyetler gözönünde bulundurularak fiyat ve miktar ayarlamaları yapılmaktadır.

1.7.3. Makro İhtiyati Politikaların Etkileşimi

Svensson (2018)'a göre, iktisat politikalarının yalnızca ulaşabilecekleri hedeflerinin olması ilkesi, para politikasından çok fazla şey istenmemesi gerektiği anlamına gelmektedir. Buna göre, para politikası öngörülen uzun vadeli faiz oranı etrafında ortalama enflasyonu sürdürülebilir faiz oranına eşitlemektedir. Para politikasının, kendi başına finansal istikrarı sağlayamaması nedeniyle ayrı bir politika anlayışına ihtiyaç duyulmaktadır. Bu noktada makro ihtiyati politikaları içeren yaklaşım devreye girmektedir.

Literatürde makro ihtiyati politikalar ile diğer politika türleri (para politikası, maliye politikası, mikro ihtiyati politikalar ve yapısal politikalar) arasındaki etkileşim konusunda yapılan çalışmalarda ağırlıklı olarak geleneksel para politikalarının bulunduğu (Claessens, 2015) ve bu politikanın genel çerçevesine yer verildiği görülmektedir. Bazı çalışmalarda ise daha detaya inilerek geleneksel olmayan para politikalarına değinildiği ve bu politikaların makro ihtiyati politikalara benzer veya birbirini kapsayıcı nitelikte uygulamalar olarak betimlendikleri görülmektedir.

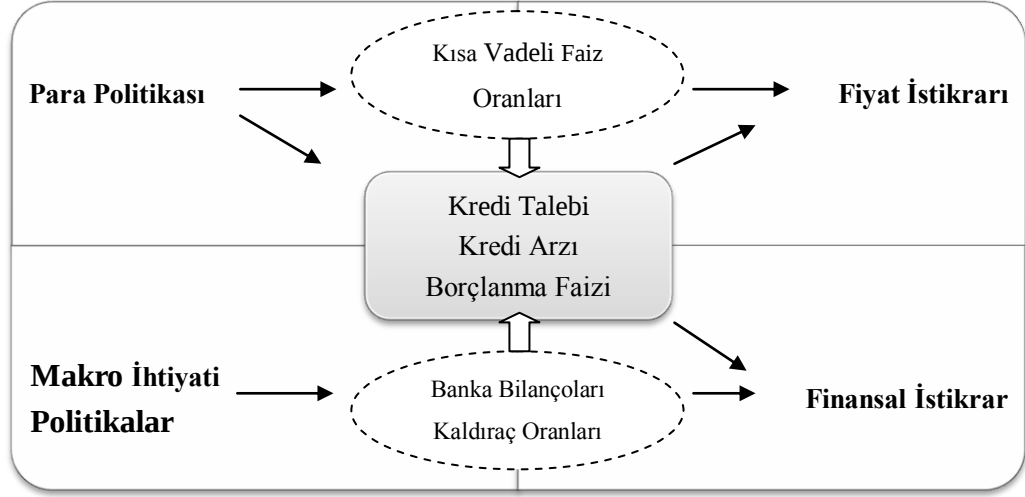
Geleneksel olmayan para politikaları ile makro ihtiyati politikalar arasındaki etkileşimi inceleyen IMF (2013a) çalışmasına göre, etkili makro ihtiyati politikalar, geleneksel olmayan para politikalarının gerekli olduğu durumlarda finansal stresin önlenmesine yardımcı olmakta ve böylelikle ahlaki tehlikeyi azaltabilmektedir. Bu kapsamda görüş belirten Sheddy (2017)'ye göre, geleneksel olmayan para politikaları, tanımlanmış faiz oranlarından bağımsız olarak borçlanmaya kısıtlama getiren makro ihtiyati politika araçlarını da içermektedir. Geleneksel olmayan para politikaları ile makro ihtiyati politikalar özünde birbirinin tersi yönde işlemekte olsa da, her iki politika da etkileri bakımından yakından ilişkilidir. Dolayısıyla, makro ihtiyati politikalar da bir tür geleneksel olmayan para politikası olarak analiz edilmektedir.

Makro ihtiyati politikaların para politikasına alternatif olarak kullanılması konusunda iki görüş bulunmaktadır. İlk görüşe göre; makro ihtiyati politikalar, iletim kanalları benzer olduğu sürece ekonomiyi istikrara kavuşturmak için politika faiz oranlarındaki hareketlerin tamamen yerini alabilir. Bu görüşteki teorisyenler, her iki politika kümesinin de finansman arzını ve kredi talebini etkilemekte olduğu düşüncesinde olduklarından politikaların ikamesine olanak vermektedir. Diğer taraftan aksi yöndeki ikinci görüşe ise, faiz oranlarının ekonomideki tüm araçlar için geçerli olan genel bir fiyat olması ve düzenleyici mekanizma için kapsam sunmaması nedeniyle makro ihtiyati politikaların para politikasının yerini alamayacağı yönündedir (Gadanecz & Jayaram, 2015).

Para politikası ile makro ihtiyati politika arasındaki etkileşimi inceleyen Popoyan (2016), teorik olarak ideal perspektif, geniş perspektif ve entegre bakış açısı olmak üzere üç farklı yönden değerlendirmede bulunmaktadır. İdeal perspektif, para politikasının ve makro ihtiyati politikaların kendi araç setleri ile finansal istikrara odaklanmasıdır. Geniş perspektif, para politikasının ana hedefi olan fiyat istikrarının yanında finansal istikrarın ara hedef olarak gözetilerek eklenmesidir. Son seçenek ise, para politikasının finansal istikrarı ikinci bir hedef olarak benimsediği entegre bakış açısı olarak tanımlanmaktadır.

Şekil 4'ten de izlenebileceği üzere para politikası ile makro ihtiyati politikaların ara hedefleri ve araçları farklılık gösterse de, etki alanlarının nihai olarak finansal sistem üzerinden geçmesi nedeniyle iletim mekanizmaları birbiri ile örtüşmektedir. Özetle, bir

politikanın etkileri diğerinin tasarımında ve uygulanmasında dikkate alınmakta, ilgili politikalar diğerinin faaliyet alanını şekillendirmektedir.



Şekil 4. Para Politikaları ve Makro İhtiyati Politikaların Etkileşimi

Kaynak: (Popoyan, 2016)

Para politikası ile makro ihtiyati politikaların aktif olarak kullanıldığı yerlerde birbirleri üzerinde güçlü bir tamamlayıcılık etkisi oluşturdukları görülmektedir (Nier & Kang, 2016). Bu görüşe göre para politikası ile makro ihtiyati politika uygulamaları arasındaki etkileşim, birtakım yan etkilere neden olsa da tek başına uygulamaya göre daha üstün sonuçlar verebilmektedir. Makro ihtiyati politikalar, para politikasının fiyat istikrarı hedefi için manevra alanı sağlamakta ve finansal stres dönemlerinde para politikasının etkinliğini korumasına destek olan tamponlar oluşturmaktadır. Diğer taraftan para politikaları, makro ihtiyati tedbirlerin ekonomideki çıktı düzeyi üzerindeki daraltıcı yan etkisini hafifletmektedir. Özetle, para politikaları ile makro ihtiyati politikaların birbirine ikame uygulamalar değil, tersine birbirini tamamlayıcı ve geliştirici politikalar olduğu söylenebilmektedir.

1.7.4. Makro İhtiyati Politikaların Yönetişi

Makro ihtiyati politikalardan sorumlu ve yetkili kurumun seçiminde farklı alternatif görüşler ve uygulama örnekleri mevcuttur. Makro ihtiyati politikaların seçimi ve uygulanması aşamasında merkez bankaları veya bağımsız düzenleme kurumları yetkili olabileceği gibi, bu politikanın yönetiminin bir komite tarafından sağlanması da

karar verici merciler açısından tercihe dayalı bir konu olarak görülmektedir (Çetin & Bakırtaş, 2018).

Bu anlamda ortaya çıkan en belirgin görüşlerden ilki, ilgili makamlardan oluşan bir komitenin oluşturulması, ikincisi ise bu görevin bizzat merkez bankasına verilmesidir (Svensson, 2018). Bahsi geçen her iki alternatif de kendi içinde olumlu ve olumsuz durumları barındırmaktadır. İlk seçenekte önerilen gibi bir komite oluşturulması, finansal istikrardan sorumlu tüm kurumların katılımının sağlanması ve farklı uzmanlık alanlarının birleştirilmesi açısından katkı sağlarken, karar alım süreçleri ve hesap verilebilirlikte zorluk yaratabilmektedir. İkinci seçenekte ise tüm yetkilerin tek bir otorite olarak merkez bankasına bırakılması daha etkin yönetim ve işlevsellik sağlamakta, fakat uygulamada oluşabilecek aksaklıklarda merkez bankası kredibilitesine olumsuz yansımaları olabilmektedir.

Makro ihtiyati politikaların yönetiminde kurumsal düzenlemelerin ülkelere özgü koşullara ve kurumsal geçmişlerine uygun olması gerekmektedir. Ülkelerin kendilerine has özellikleri herkes için uygun tek bir yaklaşımın olmadığını göstermektedir. Bu anlamda, kurumsal tasarımlar oluşturulurken mevcut bir otorite (merkez bankası, düzenleme/denetleme kurumu veya hazine/ekonomi bakanlığı) yetki sahibi olabileceği gibi, kurumların katılımı ile oluşan bağımsız komiteler veya danışma kurulları ile de yönetim sağlanabilmektedir (BIS, FSB, IMF, 2016).

Konu hakkında çeşitli yapıdaki yönetsel modelleri gözden geçiren Nier vd. (2011)'ne göre, karmaşık ve parçalı kurumsal yapılar sistemik riskin başarılı bir şekilde azaltılmasına elverişli olmadığından bundan kaçınılmalı ve merkez bankası politika yapımında önemli rol almalıdır. Karar verme mekanizmaları çeşitli merciler arasında dağıtılmış bir yapı var ise, bir koordinasyon komitesi oluşturulması, öncü bir makro ihtiyati makamın tanımlanması ve yetkilerin açık şekilde verilmesi sağlanmalıdır.

1.7.5. Makro İhtiyati Politikalara Yönelik Eleştiriler

Son zamanlarda makro ihtiyati politikaların kaydettiği ilerlemeye rağmen eleştiriye açık bazı yönleri de bulunmaktadır. Söz konusu politika araçlarının uygulanmasında finansal risklerin ölçülmesinin zor olması, analitik çerçevenin yeterince

gelişmiş olmaması, enstrümanların uyarlanmasıdaki deneyim eksikliği ve kurumsal politik hususlar gibi zorluklarla karşılaşmaktadır (Popoyan, 2016).

Makro ihtiyati politikaların uygulanmasında finansal sistemde belirli kuruluşlara (ağırlıklı olarak bankacılık sektörü) odaklı olarak alınan tedbirler bu alandaki riskleri azaltmada başarılı olsa da, risk transferi ile bunların diğer sistemdeki finansal kurumlara aktarılması ihtimali bulunmaktadır. Bu açıdan değerlendirildiğinde, genel amaç olan sistemik riskin azaltılmasında makro ihtiyati önlemlerin başarısı tartışmalı hale gelebilmektedir. Diğer önemli bir eleştiri noktası ise, politika yapıcılarının eylemlerinin iletişim mekanizmalarını etkin kullanamaması nedeniyle olumsuz piyasa tepkilerine maruz kalınması ve sonuç olarak itibar riski ile karşılaşılmasıdır (Genberg & Zamorski, 2015).

Küresel finansal krizin ardından yaygın olarak kullanılmaya başlanan makro ihtiyati politikalar finansal sistem açısından henüz oldukça yeni araçlar olarak görülmektedir. Bu anlamda, literatürde konu hakkında oldukça yoğun teorik ve ampirik çalışmalar yapılmasına rağmen bu politikaların ne kadar etkili olduğu ve hangi araçların en iyi çalıştığı konusunda halen bir fikir birliğine varılabilmemiş değildir (Araujo, Patnam, Popescu, Valencia, & Yao, 2020).

1.8. Bütünleşik Politika Çerçevesi

Fiyat istikrarı ve finansal istikrara yönelik risklerin ortaya çıkardığı durum karşısında, merkez bankalarının politika faizini tek başına kullanması yeterli olmayabilmektedir. Böyle bir durumda, para politikası ile birlikte sermaye akımları yönetimi, finansal piyasalara yönelik uygulamalar, döviz kuru politikası ve makro ihtiyati tedbirlerin de dahil bulunduğu çoklu araç kullanımı gerekebilmektedir. Bu bağlamda, gelişmekte olan ülkelerde belirlenen politika hedeflerine ulaşmak amacıyla bahsi geçen araçları da içeren yeni yaklaşım “Bütünleşik Politika Çerçevesi” olarak betimlenmektedir (TCMB, 2020c).

Para politikası ve makro ihtiyati politikaların hangi çerçevede yürütüleceği konusunda öne sürülen görüşler ayrık politika çerçevesi (separated policy framework) ve bütünleşik politika çerçevesi (integrated policy framework) olarak iki kısımda

incelenmektedir. Ayrık politika çerçevesi, özünde Tinbergen Kuralı² ve Mundell Kuralı³ ilkelerini taşımaktadır. Bu yaklaşıma göre, para politikası ile fiyat istikrarına, makro ihtiyati politikalar ile de finansal istikrara odaklanılmakta ve farklı nihai hedefleri gözeten politikalar arasında sınırlı bir etkileşim gerçekleşmektedir. Diğer taraftan bütünlük politikası çerçevesi, para politikası ile makro ihtiyati politikalar arasında tamamlamıcılık ilişkisi olduğunu varsaymakta ve para politikası ile birlikte birden fazla farklı politika aracının birlikte uygulanmasını ifade eden bir alternatifini temsil etmektedir (İlhan, 2019).

IMF, gelişmekte olan ülkelere yönelik uygun para politikası seçiminde değerlendirilmek üzere, bütünlük politikası çerçevesini otoritelerin değerlendirmelerine sunmakta ve uygulamaya yönelik yeni modellerin geliştirilmesini desteklemektedir. Bu kapsamda yapılan çalışmalardan Adrian vd.(2020)'nin geliştirdiği modelin sonuçlarına göre, bütünlük politikası çerçevesinde birden çok aracın kullanılması para politikasında ortaya çıkan ödünleşimleri iyileştirmektedir. Özellikle yüksek borç stokuna sahip ve döviz kuru uyumsuzluğu sorunu yaşayan ülkelerde kullanılması önerilen bu model, aşağı yönlü risklerin yönetiminde fayda sağlamaktadır. Basu (2020)'ya göre, şoklarla başa çıkmaya çalışan politika yapıcılar, standart faiz oranı belirleme ve dalgalı döviz kuru yönetimi gibi klasik yöntemlerin ötesinde daha eklektik⁴ bir yaklaşım benimsemelidir. Bu doğrultuda yapılan analizde, bir ekonominin yaşadığı şoklara ve ülke özelliklerine göre en uygun politika bileşiminin eşleştirilmesini sağlayan kapsamlı bir çerçeve sunulmaktadır.

Bütünlük politikası çerçevesi konusunda IMF (2020)'nin analizinden elde edilen temel bulgular aşağıdaki gibi özetlenmektedir:

- Gelişmekte olan ülkelere politika yapıcıların karşılaştığı zorluklar, belirli koşullar altında birden çok aracın (makro ihtiyati önlemler, döviz müdahaleleri ve sermaye akışı yönetimi önlemleri) kullanılmasını gerektirmektedir.

² Tinbergen Kuralı'na göre, politika otoriteleri en az nihai amaç değişkeni kadar politika aracına sahip olmalıdır (J.Tinbergen-1952).

³ Mundell Kuralı'na göre, politika araçları nispeten daha etkili olduğu amaçlara yönelik olarak kullanılmalıdır (R.Mundell-1962).

⁴ Bir sisteme ait olan farklı unsurların seçilerek, yeni bir sistem içerisinde kullanılmasını ifade etmektedir.

- Bütünleşik politika çerçevesindeki uygun araç bileşimleri şokların doğasına, ülke özelliklerine ve koşullara bağlıdır.
- Bütünleşik politika çerçevesinde kullanılan araçlar, parasal özerkliğin geliştirilmesine, finansal istikrar ve fiyat istikrarının iyileştirilmesine ve çıktı oynaklığının azaltılmasına yardımcı olabilir. Bu sayede, normal zamanlarda ihtiyati rezerv birikimi sağlanırken, kötü zamanlar için tampon oluşturulur.
- Farklı bütünleşik politika çerçevesi araçlarının kullanılması gerektiği durumlarda, bu araçların kullanılması gereken önceden belirlenmiş bir hiyerarşi veya sıralama bulunmamaktadır.
- Bu ilkeler, birden fazla aracın ayırım gözetmeksizin kullanımını rasyonelleştirmez veya her koşulda bunların uygulanmasını desteklemez. Potansiyel maliyetler içeren ve sürekli hale getirilmesinin riskli olduğu bu araçlar, derin piyasaların, sağlıklı bilançoların ve güçlü kurumların yerini tutmamaktadır.

Bütünleşik politika çerçevesi yaklaşımında en uygun politika bileşimi, ilgili ülkenin kendine özgü kırılگانlıkları ve yaşadığı şokların türüne göre belirlenmektedir. Bu kapsamda ortaya konulan makro model, araç seçiminin ülke karakteristiklerine göre tasarlanabildiği ve birden çok aracı içeren bir çerçeve sunmaktadır (TCMB, 2020c). Bu yaklaşım çerçevesinde, gelişmekte olan ülkeler odaklı düşünülerek ortaya çıkabilecek olası senaryolar ve oluşabilecek riskler karşısında uygulanması önerilen politikalar Tablo 3'te gösterilmektedir.

Tablo 3. Bütünleşik Politika Çerçevesi

Durum	Riskler	BÜTÜNLEŞİK POLİTİKA ÇERÇEVESİ			
		Para Politikası	Finansal Piyasalara Yönelik Politikalar	Sermaye Akımlarına Yönelik Politikalar	Döviz Kuru Politikaları
Risk Primi Artışı	Yerel para biriminde değer kaybı, enflasyon baskısı, finansal koşullarda sıkılaşma, iktisadi faaliyette daralma	Sıkı para politikası	Döviz likiditesini artıracı önlemler (zorunlu karşılıklar, finansal aracılık işlemlerine ve bilançolara yönelik düzenlemeler)	Değer kaybı baskısını sınırlamaya yönelik geçici önlemler	Döviz satım müdahaleleri ve vadeli/türev işlemler
Küresel Risk İştahında Artış	Yerel para biriminde değer kazancı, yabancı para borçluluk artışı, hızlı kredi artışı, iktisadi faaliyette artış ve enflasyon baskısı	Sıkı para politikası	Döviz likiditesini azaltıcı, kredi büyümesini yavaşlatıcı makro ihtiyati tedbirler	Değer kazancını sınırlamaya yönelik geçici önlemler	Rezerv birikimi

Kaynak : TCMB Enflasyon Raporu (2020-IV)

1.9. Yeni Para Politikası Yaklaşımlarının Finansal Kesim ile İlişkisi

Finansal krizler, para politikalarının iletiminde finansal araçların rolünü yeniden gündeme getirmiştir. Son deneyimlerden çıkarılan derslerden birisi de, finansal ve parasal istikrarın birbirinden bağımsız olarak hedeflenemeyeceği ve para politikası aktarım mekanizmalarının büyük ölçüde bankacılık sistemine bağlı olduğudur. Para politikasındaki yeni yaklaşımlar, finansal araçları bir mekanizmanın ötesinde bizatihi birer aktör olarak görmektedir (Beck, Colciago, & Pfajfar, 2014).

Geleneksel para politikası uygulamasında politika faizi olarak adlandırılan kısa vadeli vadeli faiz oranı ile finansal piyasalar genel bir çerçevede etki altına

alınmaktadır. Para politikası, tanımında da yer aldığı üzere paranın elde edilebilirliği ve maliyetini etkileyerek finansal sistemin tümünde geçerli olan koşulları belirlemektedir. Geleneksel olmayan para politikası yaklaşımında ise, politika faizi oranı aracının yanı sıra, kullanılan diğer alternatif araçlarla finansal piyasaların özellikle de bankacılık sisteminin daha yakından yönlendirilmesi söz konusudur. Bu yönlendirme, geleneksel olmayan para politikası araçlarının bankacılık ürün ve hizmetleri koşullarını değiştirmesi ve belirlenen politika etrafında yönetişimi ile sağlanmaktadır.

Makro ihtiyati politikalar, finansal kurumlar ve finansal piyasalar ile genel ekonomi arasındaki etkileşime odaklanmaktadır. Bu politikaların iki önemli amacı, finansal sistemde oluşması muhtemel sistemik riskleri sınırlandırmak ve finansal sistemin esnekliğini güçlendirmektir (Gadanecz & Jayaram, 2015). Bankacılık sektörünün finansal sistem içindeki payının yüksekliği göz önünde bulundurulduğunda, doğal olarak makro ihtiyati politikaların bu alandaki etki derecesi de önemli düzeyde olmaktadır. Zira, bu politika çerçevesinin amaçları, kullandığı araçlar ve kapsamı ele alındığında odak noktasında bankacılık sektörünün yer aldığı ve bu finansal aracılık sistemi vasıtasıyla genel ekonomik çıktılar üzerinde etkili olunmasının hedeflendiği görülmektedir.

Makro ihtiyati önlemler, finansal sistemde döngüsel şekilde çalışmaktadır. Buna göre, finansal düzenlemeler parasal koşulları etkilerken, parasal koşullar da finansal kuruluşlar ve finansal istikrar üzerinde etkide bulunmaktadır. Bu anlamda, makro ihtiyati politikaların kapsamı bankacılık sektörüne yönelik düzenlemelerden daha geniştir. Zira, finansal istikrara yönelik riskler, finansal sistemin diğer alanlarından da kaynaklı olabilmektedir. Dolayısıyla, makro ihtiyati tedbirler riskin diğer kuruluşlara transferini azaltarak ve daha geniş bir perspektif ile sistemik riskin ortaya çıkması muhtemel olan tüm alanlara yönelik zengin bir araç seti ile uygulanması gerekmektedir (ESRB, 2014).

Yeni para politikası yaklaşımlarının finansal kesim ile ilişkisi Türkiye özelinde incelendiğinde, Bölüm 1.4.2’de belirtildiği üzere parasal aktarım mekanizması kanallarının ülkemizde finansal piyasalar üzerinden işleyişi göz önünde bulundurularak karşılıklı etkileşim içinde oldukları görülebilmektedir.

2. DÜNYADA GELENEKSEL OLMAYAN PARA POLİTİKALARI UYGULAMALARI

Para piyasalarının en önemli aktörlerinden olan merkez bankaları, küresel finansal krizin ülke ekonomilerine getirdiği olumsuz etkileri asgari seviyeye indirmek için geleneksel para politikalarından daha farklı uygulamaları da gündemlerine almak durumunda kalmışlardır. Bununla beraber, ekonomik ve siyasal düzlemde meydana gelen değişimler de bu kurumların görev ve yetkileri ile strateji seçimlerini de doğrudan etkileyen diğer etmenler olarak görülmektedir (Değirmen, 2019).

El-Erian (2020)'a göre, merkez bankaları küresel finansal kriz sırasında olabildiğince aktif bir pozisyona geçerek ekonomileri yapay da olsa büyüme yörüngesinde tutabilmenin deneysel yollarını bulmaya çalışmışlardır. Merkez bankaları, krizle birlikte birbiri ardına ortaya çıkan durumlara çözüm getirmeye çabalarırken, geleneksel yaklaşımlarını bir kenara bırakarak bunun yerine alışılmadık yeni yaklaşımların seri politika deneyimleri olarak evrilmeye başlamıştır. Bu bağlamda, başvurdukları finansal mühendislik ile piyasalara daha önce görülmemiş düzeyde müdahil olarak volatilitiyi baskılamak, varlık fiyatlarını canlandırmak ve yatırımcı kararlarını etkilemek suretiyle likidite destekli büyümeye yönelmişlerdir.

Merkez bankalarının temel fonksiyonları ve gözettiği amaçlar iktisadi ve politik etkilerle birlikte zaman içinde değişiklik gösterebilmekte ve farklı denge noktalarına doğru yönelimler görülebilmektedir. Goodhart (2010), merkez bankalarının rollerini yerine getirmelerindeki zaman dilimlerini Viktorya Dönemi (1840-1914), Hükümet Kontrolü (1930-1960) ve Piyasaların Zaferi (1980-2007) olmak üzere üç dönemde incelemekte ve küresel finansal krizin ardından dördüncü bir döneme girildiğini ifade etmektedir. Zira, yaşanan son küresel finansal krizin para politikaları üzerindeki en ciddi sonucu, politika faizine dayalı geleneksel politikaların artık etkili olamayacağı bir konjonktür yaratması ve merkez bankalarını alternatif uygulamalara sevk etmesi olmuştur (Üzar & Başoğlu, 2017). Çalışma, bahsi geçen dördüncü döneme odaklanmakta olduğundan bu zaman dilimindeki yeni para politikası yaklaşımlarına yoğunlaşmaktadır.

Küresel finansal krizin ardından merkez bankalarının fiyat istikrarını sağlamasının finansal istikrarı garanti etmediği gerçeğinin kabulü ile birlikte, merkez

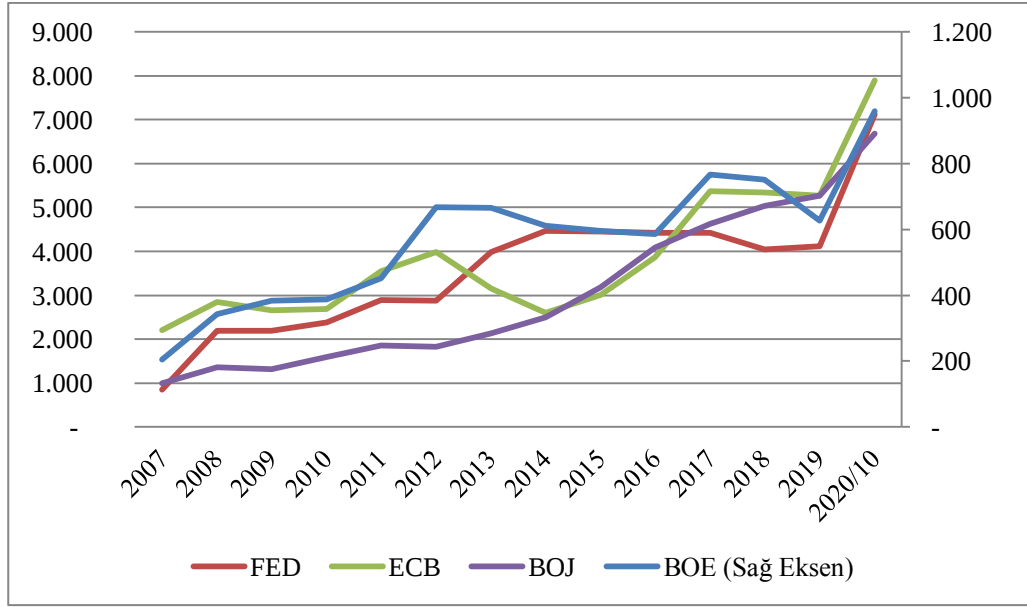
bankalarının rollerini değiştiren ve genişleten yeni bir anlayışın benimsenmesi gerekliliği ortaya çıkmıştır. Tunalı ve Yalçınkaya (2016), merkez bankalarını geleneksel olmayan para politikalarını uygulamaya zorlayan gelişmeleri; yaşanan ekonomik şokun büyüklüğü, parasal aktarım mekanizmasındaki aksaklıklar ve özellikle fiyat istikrarı için birçok merkez bankası tarafından kullanılan Taylor Kuralı'nın⁵ fonksiyonlarını yitirmesi olarak belirtmektedir.

Merkez bankalarının yeni rollerinde standart prosedürlerinde yer alan politika faizinin belirlenmesi ve enflasyon hedeflemesi stratejileri değişmemekle birlikte, bunlara ilave olarak finansal istikrarı korumaya odaklı özel amaçlı makro ihtiyati araç setlerinin geliştirilmesi yer almaktadır. Goodhart (2010)'ın merkez bankalarının değişen rolü olarak betimlediği anlayış, benzer bir yaklaşımla Hannoun (2010) tarafından merkez bankalarının genişleyen rolü olarak dile getirilmekte ve çalışmaların ortak paydasında bu kurumlar daha fazla müdahaleye dayalı bir finansal otorite olarak karakterize edilmektedir.

Merkez bankalarının küresel finansal krize verdikleri tepkilerinde geleneksel kısa vadeli faiz oranlarının kullanılmasının yanı sıra, politika faiz oranlarını çok düşük seviyelere çekilmesi, finansal kurumlara likidite sağlanması, finansal piyasalara doğrudan müdahalede bulunulması, uzun vadeli menkul kıymet alımlarının yapılması ve belirli finansal kurumların desteklenmesi gibi alternatif yöntemleri kullanarak para politikasının kapsam ve büyüklüğü yeni bir boyuta taşınmıştır (Minegishi & Cournede, 2010) ve (Perera, 2010).

Bu bağlamda, merkez bankalarının bilanço yapıları ve büyüklükleri ölçümleme yapabilmek için önemli görölmektedir. Şekil 5'te, başlıca merkez bankaları olarak bilinen Amerika Merkez Bankası (FED), Avrupa Merkez Bankası (European Central Bank-ECB), İngiltere Merkez Bankası (Bank of England-BOE) ve Japonya Merkez Bankası (BOJ) bilanço büyüklüklerinin gelişimi gösterilmektedir. İlgili merkez bankalarının bilanço büyüklüklerinin toplamı 2007 sonunda 4,3 trilyon USD seviyesinde iken, Ekim 2020 sonuna gelindiğinde bu rakamın 22,7 trilyon USD'ye ulaştığı izlenebilmektedir (Reuters Graphics, 2021).

⁵ Taylor Kuralı'na göre merkez bankalarının kısa dönem borç verme faiz oranlarını, gerçekleşen ve potansiyel GSYH arasındaki fark ile gerçekleşen ve hedeflenen enflasyon oranı arasındaki sapmalarla aynı yönde değiştirmesi gerekmektedir (John Taylor-1993).



Şekil 5. Başlıca Merkez Bankalarının Bilanço Büyüklükleri (Milyar USD)

Kaynak : Reuters Graphics, (02.01.2021)

Geleneksel para politikaları ile ilgili bilgi birikimi ve tecrübeler karşısında, geleneksel olmayan para politikaları hakkında henüz yeterli derinlikte teorik ve ampirik birikimin oluşmaması, bu politika setinin uygulandığı ülkeler arasında homojen bir yapıda olmamasını da beraberinde getirmektedir. Ülkelerin ekonomilerinde karşılaşılan sorunların niteliği, krizlerden etkilenme düzeyleri ile bunlar için üretilen çözüm önerileri ve finansal sistemdeki yapısal farklılıklar ilgili ülkenin genel karakteristiğine göre kendisine has bazı uygulamaları ortaya çıkarmaktadır. Ayrıca merkez bankalarının politika duruşu ve deneyimleri de, uygulanacak politikanın türü ve boyutunda belirleyici olabilmektedir (Özdemir & Yıldırım, 2019).

Bazı ülke merkez bankalarının geleneksel olmayan para politikaları ve bankacılık sektörü tedbirleri Tablo 4’te özet olarak sunulmaktadır. Piyasa katılımcıları ve teorisyenler, bahsi geçen merkez bankaları tarafından uygulanan geleneksel olmayan para politikaları ve diğer önlemlerin etkisini henüz yeterli kesinlikte ve net olarak tahmin edemese de genel olarak finansal koşulları kolaylaştırdığı, ekonomik faaliyetleri ve enflasyonu desteklediği ve para birimleri üzerinde aşağı yönlü baskı oluşturduğu konusunda ortak görüşe sahiptir (Caldara, Gagnon, Garcia, & Neely, 2020).

Tablo 4. Bazı Ülke Merkez Bankaları ve Politika Tedbirleri

	Geleneksel Olmayan Para Politikaları ⁶							Bankacılık Sektörü Tedbirleri				
	Kredi Genişlemesi	Miktarsal Genişleme	Faiz Koridoru	Zorunlu Karşılıklar	Teminat Çeşitlendirmesi	Vade Uzatımı	Faiz Taahhüdü	Sermaye ile İlgili Düzenlemeler	Kurumsal Düzenlemeler	Kredi Garantileri	Garanti Programları	Likidite Tedbirleri
FED	X	X			X	X	X	X	X			
ECB	X	X	X	X	X	X				X		
BOE	X	X	X		X			X	X	X	X	X
BOJ	X	X	X		X				X	X		

Kaynak: (Vural, 2013)

Bu bölümde, dünya çapında parasal sistemde önemli yere sahip olan ve literatürde “majör merkez bankaları” olarak ifade edilen dört merkez bankasının küresel finansal kriz sonrasında uyguladıkları geleneksel olmayan para politikaları ve makro ihtiyati tedbirlere genel çerçeveden bakış sağlanmaktadır. Bu kapsamda, dünyanın önde gelen merkez bankaları olan FED, ECB, BOE ve BOJ tarafından ortaya konulan geleneksel olmayan para politikaları uygulamalarına yer verilmektedir.

Gelişmiş ülkelerin uyguladıkları para politikalarının sonuçları, sermayenin dolaşımı, küresel ticaret ve portföy hareketleri gibi etkilerle gelişmekte olan ülkeler üzerinde yayılma etkisi göstermektedir. Bu doğrultuda gelişmekte olan ülkeler (GOÜ) merkez bankalarının geleneksel olmayan para politikaları hakkındaki duruşlarına da ana hatları ile değinilmektedir.

2.1. FED’in Geleneksel Olmayan Para Politikası Uygulamaları

Daha önceki bölümlerde (bkz. 1.6.2) değinildiği üzere geleneksel olmayan para politikalarının ortaya çıkış zamanı için küresel finansal kriz sürecine işaret edilirken, uygulamaların merkezi olarak da Amerika Birleşik Devletleri (ABD) gösterilmektedir.

⁶ Bu kısımdaki politika araçlarının kavramsal yönlerine 4.Bölüm’de ilgili başlıklarda yer verilmektedir.

ABD’de, 2007 yılında ipotekli konut kredileri (mortgage) ve buna dayalı türev ürünlerden kaynaklı olarak başlayan kriz, kısa sürede tüm finansal sistem üzerinde tehdit oluşturan bir yapıya ulaşmıştır. Başlangıçta mali bir kriz olarak ortaya çıksa da bir süre sonra reel sektörün de etkilenmesi ve küresel boyuta ulaşılması ile 1929 Büyük Buhranı’ndan sonra görülen en büyük küresel krizle karşı karşıya gelinmiştir. 2008 yılında ABD’nin önemli yatırım bankalarından olan Lehman Brothers’ın iflasını açıklaması, diğer finansal kurumlar için de risk derecesinin yükselmesine ve finansal piyasalarda panik havasının artmasına neden olmuştur.

Krize karşı para politikası otoritesinin öncelikli tepkisi, finansal koşulların gevşetilmesi ve politika faiz oranının (federal funds rate) düşürülmesi yönünde olmuştur. Ancak, politika faiz oranının sıfır alt düzeyde olmasına rağmen geleneksel faiz politikasının beklenen sonucu vermediği görüldüğünden, alternatif yeni para politikası araçlarının devreye alınmasının gerekliliği ortaya çıkmıştır. Bu süreçte FED tarafından uygulanan geleneksel olmayan para politikaları temel olarak iletişim ve beklenti yönetimi, miktarsal genişleme ve varlık alım programları ve likidite programları olarak üç ana başlık etrafında incelenmektedir.

İletişim politikasında önemli bir yer tutan sözle yönlendirme/ileri vadeli rehberlik (forward guidance), merkez bankalarının para politikasının gelecekteki yönelimi hakkında ekonomik birimlerin beklentilerinin yönetilmesi ve değiştirilmesi amacıyla kamuoyu ile yaptığı iletişim çalışması olarak tanımlanmaktadır. FED’in uygulamaları ele alındığında bu aracın türleri olan açık uçlu yönlendirme, zamana bağlı yönlendirme ve duruma bağlı yönlendirme örneklerinin kullanıldığı görülebilmektedir. Böylece, uzun vadeli politika faizine ilişkin beklentilerin yönetilmesi ve piyasa üzerinde belirgin etki oluşturulması sağlanmaktadır (Yılmaz & Kahveci, 2014).

İletişim ve beklenti yönetimi politikasının diğer bir ayağını ise faiz taahhüdü uygulaması oluşturmaktadır. Faiz taahhüdü, merkez bankasının beklentileri etkin yönetme stratejisi altında, politika faiz oranının belirli bir süre düşük düzeyde sabit tutacağını açık/örtülü veya koşullu/koşulsuz bir şekilde taahhüt ederek geleceğe dönük beklentileri etkilemesi olarak ifade edilmektedir. Böylece, kısa vadeli faiz oranları hakkında yapılan açıklamalar ile uzun vadeli faizlerin seviyesine de yön verilmektedir (Vural, 2013). Küresel finansal krizle birlikte iletişim politikasında daha önemli bir yer

almaya başlayan bu geleneksel olmayan para politikasının, merkez bankalarının resmi açıklamaları, başkan konuşmaları ve basın duyuruları gibi çeşitli iletişim araçlarında kullanıldığı görülmektedir. Bayır (2019), faizlerin geleceği ile ilgili taahhüt niteliği taşıyan ilk uygulamanın 16.12.2008 tarihinde *“zayıf ekonomik koşullar söz konusu olduğu için federal fon oranının bir süre düşük seviyelerde tutulacağı garanti edilmiştir”* açıklaması ile başladığını ve 2011 yılından sonraki açıklamalarda ise daha niceliksel katkılarla yürütüldüğünü belirtmektedir.

FED’in bir diğer geleneksel olmayan para politika uygulamaları miktarsal genişleme (Quantitative Easing-QE) ve varlık alım programları altında incelenmektedir. Bu kapsamda, Aralık 2008’de parasal genişleme politikasının ilk fazı olan QE1 başlatılarak bankalardan 800 milyar USD tutarında hazine tahvili ve mortgage türev ürününe dayalı varlık alımı yapılmıştır. Ardından Kasım 2010’da QE2 programı başlatılarak 600 milyar USD tutarında uzun vadeli finansal ürün alımı gerçekleştirilmiştir. Bu programın devam ettiği süreçte ilave olarak Eylül 2011’de “Operation Twist” olarak da bilinen Vade Uzatma Programı (Maturity Extension Program-MEP) başlatılarak 400 milyar USD hacminde işlem yapılmıştır. Bir tür swap (değiş tokuş) işlemi olan bu uygulamada uzun vadeli menkul kıymetler ile kısa vadeli varlıkların takası yapılmaktadır. Böylece, bilanço genişletmeden uzun vadeli faiz oranları ile kısa vadeli faiz oranları arasındaki farkın azaltılması amaçlanmıştır. Eylül 2012’de ilan edilen QE3 kapsamında aylık 85 milyar USD tutarında devlet tahvilinden oluşan varlık alımı gerçekleştirilmesine karar verilmiştir. 2013 yılının Ocak ayında devreye alınan QE4 ile aylık 85 milyar USD tutarında uzun vadeli varlık alımı yapılacağı duyurulmuştur. Ancak, FED’in bu programın uygulanmasına yönelik belirlenen iki koşulun (işsizlik oranının %6,5’un altına düşmesi ve enflasyonun %2,5’un üzerine çıkması) gerçekleşmesi nedeni ile parasal genişleme durdurularak Ekim 2014 tarihinde uygulama sona erdirilmiştir (Eğilmez, 2020).

Bahsi geçen niceliksel genişleme programları sonucunda, küresel finansal krizin başlangıcında 880 milyar USD düzeyinde olan FED’in toplam bilanço büyüklüğü, uygulamanın sona erdirildiği tarih itibarıyla 4,4 trilyon USD’ye kadar yükselmiştir. ABD ekonomisindeki niceliksel genişleme konusunda daha ileri uygulama örnekleri, FED’in koronavirüs pandemisine karşı ekonomiyi desteklemek için aldığı 23.03.2020 tarihli geniş kapsamlı tedbir paketi ile devam etmiştir. Bu kapsamda devreye alınan

önlemler, bilanço büyüklüğünün ulaştığı boyut ve kullanılan araç çeşitliliği bakımından geline aşamayı göstermektedir. Bahsi geçen tedbir paketi ile FED'in bilanço büyüklüğünün Haziran 2020'de o tarihe kadar görülen en yüksek seviye olan 7,1 trilyon USD'ye kadar ulaşmıştır (FED, 2020).

Küresel finansal kriz ile mücadele için alınan bir diğer tedbir likidite programları olmuştur. FED'in likidite yönetimi uygulamalarının ilk setini, piyasalardaki fon sorunlarını hafifletmek için tasarlanan merkez bankasının geleneksel politika araçları oluşturmuştur. Bu kapsamda, öncelikle geleneksel likidite olanakları ile piyasalara ihtiyaç duyulan likiditenin aktarılması sağlanmış ve diğer merkez bankaları ile swap imkanları oluşturulmuştur.

Ancak, bu uygulamaların finansal piyasaların sorunlarını gidermek için yeterli olmadığı görülmüş ve daha fazla politika eylemine ihtiyaç duyulması üzerine oldukça geniş kapsamdaki geleneksel olmayan para politikası araçları ile müdahaleye geçilmiştir. Bunların başlıcaları; Vadeli İhale Kolaylığı (Term Auction Facility-TAF), Piyasa Yapıcısı Kredi Kolaylığı (Primary Dealer Credit Facility-PDCF), Vadeli Menkul Kıymet Borç Verme Kolaylığı (The Term Securities Lending Facility-TSLF), Vadeli Opsiyon Programı (The Term Option Programme-TOP), Varlığa Dayalı Finansman Bonosu Para Piyasası Yatırım Fonu Likidite Kolaylığı (Asset Backed Commercial Paper Money Market Mutual Fund Liquidity Facility -AMLF), Finansman Bonosu Fonlama Kolaylığı (Commercial Paper Funding Facility-CPFF) ve Para Piyasası Yatırımcısını Fonlama Kolaylığı (The Money Market Investor Funding Facility-MMIF) olarak sıralanmaktadır. Tablo 5, bu programların dahil olduğu tarafa göre gruplandırılmasını genel bir bakışta göstermektedir (Brave & Genay, 2011).

Kriz sürecinde finansal piyasalardan kısa vadeli likiditenin çekilmesi ile sistemik riskin oluşma ihtimali artmıştır. Bu durumda, kilit öneme sahip finansal kuruluşların yaşadığı mali sıkıntıların genel ekonomiye olan etkilerinin azaltılmasının yöntemleri tartışılmaya başlanmıştır. Likidite programları kapsamında, faaliyetlerini sürdürememe durumunda tüm finansal sisteme zarar verebilecek boyutta olan ve batmayacak kadar büyük (too big to fail) olarak adlandırılan finansal kuruluşların yaşatılması yer almaktadır. Bu kapsamda, likidite sıkıntısı yaşayan Bear Stearns, American International Group, Bank of America ve Citi Group gibi finansal kuruluşlar için gerekli

kurtarma, birleştirme veya varlık alımları ile destekleme operasyonları ile fonlama sorununun çözümüne katkıda bulunulmuştur.

Tablo 5. FED Tarafından Uygulanan Başlıca Likidite Yönetimi Araçları

Geleneksel Karşı Taraflara Likidite İmkanları			Diğer Yatırımcılara Likidite İmkanları
Mevduat Kurumları	Piyasa Yapıcıları	Diğer Merkez Bankaları	Para Piyasası Yatırım Fonları ve Finansman Bonosu Piyasaları
Reeskont Penceresi	PDCF	Döviz Swap Limitleri	CPFF
Politika Faizi	TSLF		AMLF
TAF	TOP		MMIFF

Kaynak: (Brave & Genay, 2011)

2.2. ECB'nin Geleneksel Olmayan Para Politikası Uygulamaları

1998 yılında kurulan ECB, küresel finansal krizin etkilerinin Avrupa Birliği (AB) üyesi ülkelerin ekonomilerine sıçraması ve finansal piyasalarda sorunların ortaya çıkmaya başlaması ile birlikte temel para politikası aracına (main refinancing operation rate) ilave olarak geleneksel olmayan para politikalarını hızlı bir şekilde uygulamaya başlamıştır. ECB'nin geleneksel olmayan para politikası araçları incelendiğinde; finansal piyasalara ve kurumlara likidite sağlanması, varlık alım programlarının devreye alınması ve sözle yönlendirme/ileri vadeli rehberlik uygulaması olmak üzere başlıca üç temel üzerine yoğunlaşıldığı görülmektedir (Eryılmaz & Yılmaz, 2020).

ECB tarafından uygulanan geleneksel olmayan para politikaları birkaç yönü ile diğer merkez bankaları örneklerinden ayrılmaktadır. Öncelikle, ECB'nin politikalarının tek bir ülkeye özgü olmaması ve homojen olmayan ülke gruplarına yönelik olması politika etkinliğini güçleştiren bir faktör olmuştur. Bunun yanında Euro bölgesinin temel finansman kaynağının bankacılık sektörü olması, bu alandaki tedbirlerin daha

yoğun ve öncelikli olarak gözetilmesini gerektirmiştir. Öte yandan, diğer merkez bankaları geleneksel olmayan para politikalarına standart politika araçları işlevlerini yerine getiremez olduklarında başvurmakta iken, ECB ise geleneksel olmayan para politikası araçlarını parasal aktarım mekanizmasının çalışmasının sağlanması ve standart politikaların destekleyicisi olarak kullanmıştır (Baştürk, 2017).

ECB'nin kriz karşısındaki tepkisi ve geleneksel olmayan para politikası uygulamaları kronolojik bakımdan üç aşamada incelenmektedir (Dell'Ariccia, Rabanal, & Sandri, 2018). Benzer şekilde ECB de, küresel finansal krizin başlangıcından itibaren görülen evreleri ve ortaya çıkan zorluklara yanıt olarak uygulamaya alınan geleneksel olmayan para politikası önlemlerini sıralamaktadır (ECB, 2020).

Buna göre, krizin ilk aşamasında (2008-2010), ECB'nin geleneksel olmayan para politikası önlemlerinin temel amacı, bankalara likidite sağlamak ve mali piyasaların işlerliğini sürdürmek olmuştur. Bu kapsamda, bankalara sabit faiz oranıyla sınırsız kredi sağlanması, finansman vade yapısının önemli ölçüde uzatılması ve varlık yelpazesinin genişletilmesi sağlanmıştır. Bankacılık sektörünün desteklenmesine odaklanılan krizin başlangıç aşamasında acil fonlama uygulamaları ve likidite destekleri devreye alınmıştır. Bankaların likidite riskine maruz kalmalarını önlemek için uygulamaya alınan Sabit Faiz Tam Tahsis (Fix Interest Rate with Full Allotment-FRFA) bu dönemde ECB'nin en önemli geleneksel olmayan para politikası aracı olarak değerlendirilmektedir (Kurum & Oktar, 2019).

Bir “Borç Krizi” olarak adlandırılan 2010-2012 yılları arasındaki ikinci aşamada, yoğun olarak devlet tahvillerinden oluşan varlık alım programları devreye alınmıştır. Piyasaların işlevsizliğinin giderilmesi ve finansman koşullarındaki farklılıkların azaltılmasının amaçlandığı bu dönemde uygulanan politika araçları; borç senetlerinin satın alınmasını sağlayan Menkul Kıymetler Piyasası Programı (Securities Markets Programme-SMP), Çok Uzun Vadeli Yeniden Finansman Operasyonu (Very Long Term Refinancing Operation-VLTRO) ve devlet tahvil piyasalarındaki Açık Piyasa İşlemleri (Outright Monetary Transactions-OMT) olarak sıralanmaktadır.

2013 yılından itibaren başlayan üçüncü aşama ise, kredi koşullarının iyileştirilmesi ve parasal teşvik sağlanması için büyük ölçekli ve geniş çaplı varlık alım programları başta olmak üzere geleneksel olmayan para politikalarının daha agresif

şekilde kullanılmaya başlandığı dönem olarak görülmektedir. Bu dönemde uygulanan para politikası araçları, kısa vadeli faiz oranlarının sıfır seviyesinde iken, kredi sıkışıklığının giderilmesi ve deflasyon riskine karşı finansman koşullarıyla ilgili faiz oranlarının etkilenmesine yöneliktir. Bu doğrultuda; tüketimin teşvik edilerek ekonominin canlandırılması için Negatif Faiz Oranı Politikası (Negative Interest Rate Policy-NIRP), piyasaların kredi kanalı ile desteklenmesi için Hedefli Uzun Vadeli Refinansman Operasyonu (Targeted Long Term Operation-TLTRO), faiz oranlarının vade yapısı üzerinde aşağı doğru baskı uygulamak için özel ve kamu sektörü menkul kıymetlerinin alımını içeren Varlık Alım Programı (Asset Purchase Programme-APP) ve politika önlemlerinin gelecekte nasıl gelişmesini beklediğini ve hangi koşulların politika duruşunda bir değişiklik gerektireceğini iletmek anlamında sözle yönlendirme/ileriye dönük rehberlik politikaları uygulamaya alınmıştır.

ECB'nin geleneksel olmayan para politikası uygulamalarının son dönemdeki örneği ise Pandemi Acil Varlık Alım Programı (Pandemic Emergency Purchase Programme-PEPP)'dir. Bu program, tüm dünyayı etkisi altına alan koronavirüs salgınının ortaya çıkardığı finansal risklere karşı koymak için Mart 2020'de başlatılan standart dışı bir para politikası tedbiri olarak, özel ve kamu sektörü menkul kıymet varlıklarının satın alınmasından oluşmaktadır. İlk olarak 750 milyar Euro olarak başlatılan programın boyutu, daha sonra yapılan artışla birlikte 1 trilyon 350 milyar Euro'ya kadar yükseltilmiştir. Böylece, dışsal bir şoka karşı finansal bozulmanın önüne geçilerek ekonomik belirsizliğin yönetilmesi amaçlanmaktadır.

2.3. BOE'nin Geleneksel Olmayan Para Politikası Uygulamaları

Küresel finansal krizin ülke ekonomilerine yol açtığı ciddi ölçekli gerileme parasal otoritelerce finansal istikrar ve reel ekonomi üzerindeki etkilerin hafifletilmesine yönelik alternatif yöntemlerle karşılık vermesini gerekli kılmıştır. Modern merkez bankacılığının ilk örneği olarak kabul edilen BOE (1694), bu süreçte geleneksel politika faizi (official bank rate) uygulamasında sıfır alt sınırına yakın seviyede olduğundan bir dizi yenilikçi politika ile önlem almaya yönelmek durumunda kalmıştır. Bunların arasında geliştirilmiş likidite destekleri, mali piyasalara yönelik uygulamalar (özel likidite destekleri, kredi garanti fonları, varlık koruma programları vb) ve büyük ölçekli

varlık alım programları bulunmaktadır (Churm, Joyce, Kapetanios, & Theodoridis, 2015).

İngiltere’de uygulanan geleneksel olmayan para politikaları Dell’Ariccia vd. (2018)’e göre üç ana aşamada incelenmektedir. Birincisi, küresel finansal krizin hemen sonrasında oluşan durgunluğun önüne geçilmesi ve ekonomik toparlanmanın desteklenmesi için 2009-2012 arasında uygulanan büyük ölçekli niceliksel genişleme (QE) programlarıdır. İkincisi, BOE’nin politika faizini yükseltmeme niyetini açığa vurmayı hedefleyen 2013-14 yılları arasındaki sözle yönlendirme/ileri vadeli rehberlik uygulamaları, sonuncusu ise 2016 yılında Brexit olarak ifade edilen AB üyeliğinden ayrılma kararı sonrasında uygulanan ilave parasal genişleme programıdır.

BOE, geleneksel olmayan para politikasında ağırlıklı olarak varlık alım programlarını tercih etmekte ve niceliksel genişleme politikasında diğer merkez bankalarından farklılaşan iki önemli özelliği bulunmaktadır. Bunlardan ilki, varlık alım programları için BOE’nin iştiraki olan özel nitelikli bir kuruluşun (Asset Purchase Facility Fund Limited) görevlendirilmesi ve para politikası operasyonları için yetkilendirilmiş olmasıdır (Bank of England, 2020). Diğer husus ise, niceliksel genişleme politikası kapsamında emeklilik fonları gibi menkul kıymetlerin tercih edilerek bankacılık sektörü dışındaki mali kesime odaklanmasıdır (Iwata & Takenaka, 2011). Bu kapsamda 2009-2020 yılları arasında uygulanan 5 farklı QE programı ile toplam 2,4 trilyon sterlin tutarında varlık alımı gerçekleştirilmiştir (BoE, 2020). Bahsedilen uygulamalara ilave olarak Bankaların Refinansman İhtiyaçlarının Karşılanması (Funding for Lending Scheme-FLS) da finansal sisteme yönelik önemli bir politika aracı olarak yer bulmaktadır (Boneva, Cloyne, Weale, & Wieladek, 2016).

2.4. BOJ’un Geleneksel Olmayan Para Politikası Uygulamaları

Diğer gelişmiş ülke uygulamalarından farklı olarak, Japonya ekonomisi kendi dinamikleri çerçevesinde geleneksel olmayan para politikası uygulamalarını diğer merkez bankalarına nispeten daha önce deneyimleme fırsatı bulmuştur. Japonya ekonomisinde 1990’lı yıllarda yaşanan deflasyonist süreç, BOJ’u temel politika aracı olan kısa vadeli faizlerin (overnight call rate) ötesine geçerek alternatif para politikası

uygulamalarına öncülük eden bir merkez bankası olmasına yöneltmiştir. Öyle ki, önceki kısımda bahsedildiği üzere, geleneksel olmayan para politikalarının modern anlamda fiilen başlangıç kaynağı olarak Japonya'nın gösterilmesi dahi savunulmaktadır (bkz. 1.6.2).

Japonya'nın geleneksel olmayan para politikası deneyimi BOJ Başkanı Kuroda (2014)'nın gruplandırmasına göre dört ayrı dönem üzerinden incelenmektedir. Bu tasnifteki zaman aralıkları ve geleneksel olmayan para politikası araçları 1999/2-2008/8 arası dönemde Sıfır Faiz Oranı Politikası (Zero Interest Rate Policy-ZIRP), 2001/3-2006/3 arasında Miktersal Genişleme (QE), 2010/10-2013/4 arasında Kapsamlı Parasal Genişleme (Comprehensive Monetary Easing-CME) ve 2013/4 dönemi sonrasında Niceliksel ve Niteliksel Genişleme (Quantitative and Qualitative Easing-QQE) programları şeklindedir.

Japon ekonomisinin 2013 yılı sonrasındaki ekonomi programında geleneksel olmayan para politikası öğeleri “Üç Ok Planı” tanımlaması ile duyurulmuştur. Bahsi geçen programın sac ayaklarını (i) gevşek para politikası, (ii) bütçe kaynaklı teşvikler ve (iii) yapısal reformlar oluşturmaktadır. Bu kapsamda uygulamaya alınan niceliksel genişleme politikası ile geniş çaplı varlık alımlarının yapılması ve para bazının iki katı artırılması hedeflenirken, enflasyon hedefinin %1'den %2'ye yükseltilmesi taahhüt edilerek beklenti yönetimi kanalı ile ekonomik canlanmanın sağlanması ve kronik hale gelen deflasyon ile mücadeleye yönelik adım atılmaktadır (Şahin & Kalaycı, 2015).

2.5. GOÜ Merkez Bankalarının Geleneksel Olmayan Para Politikaları

Gelişmiş ekonomilerin merkez bankalarının uyguladığı geleneksel olmayan para politikaları, finansal yayılım ile gelişmekte olan ekonomileri de etkisi altına almaktadır. Bununla birlikte, uygulanan para politikaları arasında önemli farklılıklar bulunmaktadır.

Gelişmiş ülkelerin sahip olduğu derinlikli finansal sistem ve güçlü iktisadi yapı sayesinde, merkez bankalarının kredibilite yüksekliği para politikasının uygulanmasında etkin sonuç alınmasını sağlayabilmektedir. Bunun karşısında, gelişmekte olan ülkelerin genel olarak makro ekonomik dengelerin sağlanması ve finansal istikrarın oluşturulması anlamında henüz yeterli olgunluğa erişemedikleri ve mali kırılganlık düzeylerinin

yüksek olduğu bilinmektedir. Bu sebeplerle, geleneksel olmayan para politikalarının uygulanmasında genel itibariyle gelişmiş ülkelerin uyguladıkları stratejilerin gölgesi altında kalmakta ve bu ülkelerin politikalarından kaynaklı ortaya çıkan kısa vadeli sermaye girişi, döviz kuru oynaklıkları ve aşırı kredi büyümesi gibi olumsuz etkilerden korunmaya yönelik davranış gösterilmektedir.

Gelişmekte olan ülkelerin geleneksel olmayan para politikaları zamanlama, tür ve boyut olarak gelişen ülkelerden ayrılmakta olduğu ifade edilmektedir (Ishi, Stone, & Yehoue, 2009). Bu görüşe göre, gelişmekte olan ülkeler ilgili tedbirleri gecikmeli olarak kullanmakta, uygulanan politika araçları ve türleri daha dar kapsamlı (zorunlu karşılıklar vb) kalmakta ve merkez bankası bilanço genişlemesi daha düşük boyutlu olmaktadır. Mohanty (2013), gelişmekte olan ülkelere uygulanan geleneksel olmayan para politikalarının diğer bir farklılığı olarak, bu araçların finansal sektörün kurtarılmasından ziyade, toplam talep eksikliğini gidermeye yönelik olduğunu belirtmektedir.

Gelişmekte olan ekonomilerde uygulanan geleneksel olmayan para politikalarını inceleyen Chang ve Velasco (2016)'nın vardığı sonuca göre, bu ekonomilerin temel sorunsalı şoklara karşı kırılgan finansal sistemleri ve buna bağlı olarak kısıtlı borçlanma kapasitelerinden oluşan mali yapılarıdır. Bu bağlamda, geleneksel olmayan politikalar yalnızca merkez bankasının yeterli miktarda uluslararası rezerv tuttuğu ölçüde uygulanabilir görüldüğünden döviz kuruna yönelik mekanizmalar ön planda yer almaktadır.

Fic (2013)'e göre, gelişmekte olan ülkelerdeki politika yapıcılar tarafından makro ihtiyati tedbir ve geleneksel olmayan para politikası aracı olmak üzere bir dizi politika seti uygulanmakta ve böylece kısa vadeli sermaye girişlerinin etkisinin azaltılması, yerel tahvil piyasalarına girişlerin sınırlandırılması, bankacılık sistemindeki risklerin azaltılması, reel sektör borçlanmasından kaynaklı kırılganlıkların düşürülmesi ve döviz kuruna yönelik spekülasyonların azaltılması hedeflenmektedir.

Gelişmekte olan ülkelerdeki makro ekonomik koşullar ve kurumsal yapının farklılığı, geleneksel olmayan para politikalarının uygulanması açısından önem arz etmektedir (Hofman & Kamber, 2020). Bu ülkelerdeki derinlikli olmayan finansal piyasalar, parasal aktarım mekanizmasının zayıflığı, enflasyon hedeflemesinde

başarısızlıklar, döviz kuru kaynaklı bilanço riskleri, sermayenin akışkanlığı ve dolarizasyon, yönetişime dair sorunlar, merkez bankası kredibilitesinin düşük olması ve operasyonel çerçevelerinde yetersiz araç bulunması gibi karakteristik özellikler bu ülkelerin ayrışan yönleri olarak sıralanmaktadır.

Tablo 4 ile belirtilen majör merkez bankaları uygulamalarına ilave olarak, gelişmekte olan ülke gruplarını temsilen Brezilya, Rusya, Hindistan, Çin ve Güney Afrika (BRICS) tarafından ortaya konulan politika tedbirlerine yer verilmektedir. Vural (2013)'e göre, Brezilya tarafından uygulamaya alınan yeni para politikası tedbirleri; döviz kuru müdahaleleri, zorunlu karşılıklar, swap kanalı ve likidite kolaylıkları olarak sıralanmaktadır. Rusya tarafından devreye alınan önlemler finansal piyasalara yönelik olup, bankacılık sisteminin sürekliliğine odaklı olarak mevduat garantileri, likidite sağlanması, bankaların yeniden sermayelendirilmesi ve borçlanma kolaylıkları gibi uygulamalardan oluşmaktadır. Hindistan, likidite imkanları ve döviz kuruna yönelik tedbirleri tercih etmekte, benzer şekilde Çin de özellikle likiditeye yönelik olarak parasal genişleme ve vade uzatımı gibi politikaları öne plana almaktadır. Güney Afrika, kurumsal düzenlemeler kapsamında sermaye düzenlemeleri yapmakta, bunun yanında kredi genişlemesine yönelik araçları devreye almaktadır.

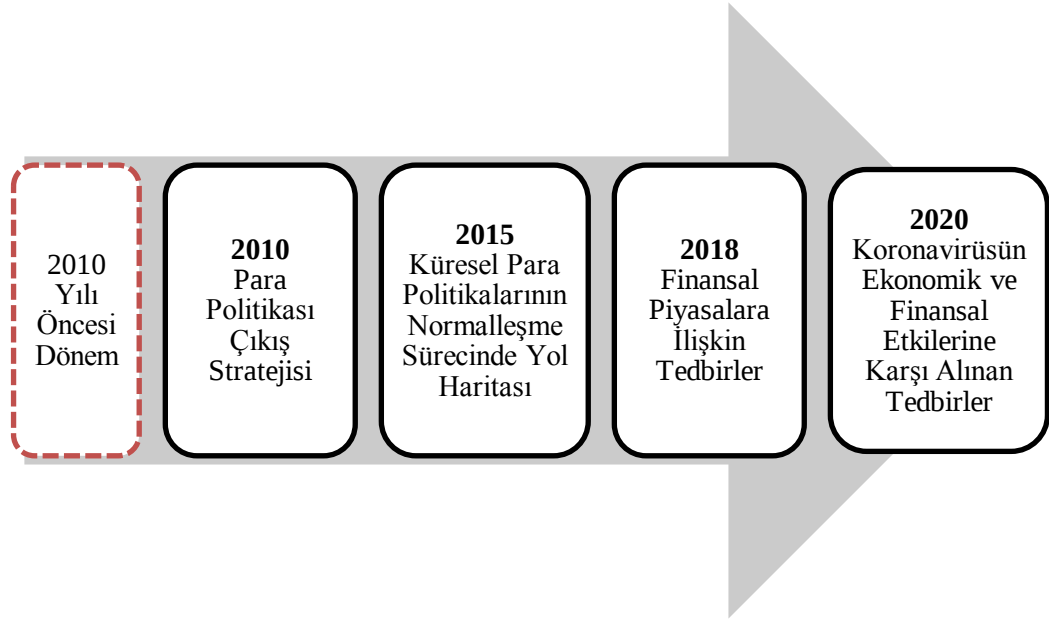
3. TÜRKİYE’DE YENİ PARA POLİTİKASI UYGULAMALARININ BAŞLICA AŞAMALARI

Türkiye’de farklı dönemlerde uygulama alanı bulan para politikalarının başlıca aşamalarının belirlenmesinde TCMB tarafından yapılan sınıflandırma kriter olarak alınmıştır. Bu kapsamda, “Merkez Bankası Para Politikası Çerçevesi” yayınına göre Türkiye’de para politikasının başlıca aşamaları; 2001 krizi sonrası yapısal değişiklikler dönemi, 2002-2005 yılları arası örtük enflasyon hedeflemesi dönemi, 2006 yılı sonrası enflasyon hedeflemesi dönemi ve 2010 yılı sonrası küresel kriz sonrası para politikası dönemi olarak belirtilmektedir. Türkiye’de geleneksel olmayan para politikaları uygulamalarının, 2010 yılı sonrasında küresel finansal krizin etkilerinin hafifletmeye başlaması ile birlikte tercih edilmeye başlandığı ve son yıllarda alternatif birçok yeni uygulamanın devreye alındığı görülmektedir.

Türkiye’de yeni para politikası çerçevesinin tasarlanması ve uygulamaya konulmasında dünyada merkez bankacılığına olan bakış açısının değişmesi ve küresel finansal kriz sonrası ortaya çıkan olağanüstü konjonktürün getirdiği gelişmeler etkili olmuştur (Kara, 2012). Bahsi geçen uluslararası etkenlerin yanı sıra, son yıllarda iç dinamikler nedeniyle yaşanan ekonomik dalgalanmalar da para politikasında yeni yaklaşımların gündeme gelmesine ve geleneksel olmayan para politikası uygulamalarına ve makro ihtiyati tedbirlere başvurulmasına neden olarak gösterilmektedir. Şüphesiz, para politikaları ülke ekonomilerinin yapısına ve zamanın gereklerine göre oldukça farklı biçim ve yöntemlerle ele alınmaktadır. TCMB de bu kapsamda yapısal gelişmeler ve konjonktürel gereklilikler doğrultusunda odaklandığı göstergelere göre politika duruşunu değiştirebilmektedir.

Çalışmanın bu bölümünde, Türkiye’de 2010-2020 yılları arasında uygulama alanı bulan geleneksel olmayan para politikaları ve makro ihtiyati tedbirlerden oluşan yeni para politikası yaklaşımlarına yer verilmektedir. Bununla birlikte, yeni para politikası yaklaşımlarının daha iyi kavranması için önceki dönemlerde izlenen para politikalarına da kısaca değinilmektedir. Bu bağlamda, öncelikle 2010 yılı öncesinde uygulanan para politikası çerçevesinin ana hatları belirtilmektedir. Ardından, Şekil 6’da gösterilmekte olan yeni para politikası yaklaşımlarının uygulandığı ve kırılım aşaması

olarak değerlendirilen dört önemli tarih üzerinden ilgili dönemlerin özellikleri üzerinde durulmaktadır.



Şekil 6. Türkiye’de Yeni Para Politikaları Adımları

Kaynak: Öztürk ve Alp (2021)

3.1. 2010 Yılı Öncesi Dönem

Türkiye’de 2001 Şubat ayı öncesinde para politikası rejimi, fiyat istikrarı için ara hedef olarak nominal döviz kurunun seçildiği bir enflasyon programıdır. 2001 yılında yaşanan ekonomik kriz sonrasında döviz kuruna dayalı istikrar programı sonlandırılarak bunun yerine dalgalı döviz kuru sistemine geçilmiştir. Yaşanan ekonomik krizden çıkış için “Güçlü Ekonomiye Geçiş Programı” hazırlanarak para ve maliye politikasında yapısal reformlar gerçekleştirilmeye başlanmıştır. Bu dönemde TCMB Kanunu’nda yapılan değişiklikler ile bankanın temel amacı olan fiyat istikrarı doğrultusuna gerekli tedbirleri almakla görevlendirilmiş, para politikası kararları için kurumsal bir yapıya geçiş sağlanarak Para Politikası Kurulu (PPK) oluşturulmuş ve merkez bankası para politikası araçlarını doğrudan belirleme hakkına sahip olmuştur (TCMB, 2020a).

İlgili dönemin önemli yasal gelişmelerinden bir diğeri de TCMB Kanunu’nda bankanın ana amacı olan fiyat istikrarı ile çelişmemek kaydıyla Hükümetin büyüme ve istihdam politikalarını destekleyebileceği, finansal sistemde istikrarı sağlayıcı önlemler

ile para ve döviz piyasaları ile ilgili düzenleyici tedbirleri alabileceği yönünde düzenleme yapılmasıdır. Böylece, finansal istikrar destekleyici amaç olarak belirlenerek karar alma ve uygulama sürecinde makro ekonomik riskleri de dikkate alan bir yapıya geçilmesi sağlanmıştır.

Enflasyon hedeflemesine geçiş süreci olarak nitelendirilen 2002-2005 arası dönemde örtük enflasyon hedeflemesi rejimi uygulanmıştır. Para politikasının etkinliğini kısıtlayan unsurların ortadan kalmasına yönelik adımların atıldığı bu dönemde parasal taban ve enflasyon hedefi nominal çapa olarak belirlenmiştir. Bu dönemde yaşanan yapısal dönüşüm ve iktisadi kazanımların gerekli ön koşulların sağlandığına işaret etmesi ile birlikte 2006 yılından itibaren başlayan ikinci aşamada açık enflasyon hedeflemesi rejimi uygulamaya konulmuştur. Bu dönemde enflasyon hedefi, Tüketici Fiyat Endeksi (TÜFE) yıllık yüzde değişimi üzerinden tanımlı nokta hedef olarak belirlenmiş ve PPK tavsiye verici konumdan karar alıcı konuma geçmiştir (Oktar & Dağlaroğlu, 2018). Gerek örtük enflasyon hedeflemesi, gerekse açık enflasyon hedeflemesi döneminin ortak özellikleri, enflasyonla mücadelede para politikası aracı olarak kısa vadeli faiz oranlarının kullanılmasıdır.

2008 küresel finansal krizi, merkez bankalarının sadece fiyat istikrarını gözetten klasik para politikası araçlarının yetersiz kaldığını göstermiş ve finansal istikrarı da gözetten alternatif ve daha esnek para politikası uygulamalarının gerekliliğini ortaya çıkarmıştır. TCMB bu süreçte diğer merkez bankaları uygulamalarına paralel olarak döngüsellik karşıtı tedbirler ile yeni para politikası araçları geliştirerek uygulamaya almıştır. Bu dönemde, dünya ekonomilerinde etkili olmaya başlayan küresel finansal krizin Türkiye’de de hissedilmesi ile birlikte ilk olarak politika faizinde indirime gidilmesi yönünde önlem alınmıştır. Ancak, gelişmekte olan ülkelere yönelen kısa vadeli sermaye akımlarının aşırı kredi genişlemesine ve döviz kuru oynaklığına neden olması sonucu ödemeler dengesi üzerinde tahribat oluşması, daha esnek ve aktif bir para politikasının uygulanmasını zorunlu hale getirmiştir. Bu kapsamda, finansal istikrarı tehdit eden risklerin yönetilmesi için mevcut para politikası çerçevesini destekleyici olan faiz koridoru, zorunlu karşılıklar, rezerv opsiyon mekanizması gibi yeni araçlar devreye alınmıştır.

3.2. 2010 Yılı Sonrası Dönem (Küresel Kriz Sonrası)

Küresel finansal krizi takip eden dönemde para politikasının kurumsal yapısında yapılan değişiklikler ile birlikte geleneksel araçların ağırlıklı olduğu anlayış, geleneksel olmayan araçların eklenmesi ile farklı bir operasyonel çerçeveye dönüşmüştür.

Geleneksel olmayan para politikalarının yoğunlukla uygulanmaya başladığı 2010 yılı sonrasını başlıca dört dönem üzerinden incelenmesi tercih edilmektedir. Yeni para politikası yaklaşımının önemli yapıtaşları olarak değerlendirilen bu adımları aşağıdaki gibi sıralandırmak mümkündür:

- Para Politikası Çıkış Stratejisi (14 Nisan 2010),
- Küresel Para Politikalarının Normalleşme Sürecinde Yol Haritası (18 Ağustos 2015),
- Finansal Piyasalara İlişkin Tedbirler (13 Ağustos 2018),
- Koronavirüsün Ekonomik ve Finansal Etkilerine Karşı Alınan Tedbirler (17-31 Mart ve 17 Nisan 2020).

İlgili kararlar, yayınlandığı dönemlerdeki konjonktüre paralel olarak çıkış stratejisi, yol haritası ve tedbir paketi olarak nitelendirilmekle birlikte genel anlamda para politikasının duruşu ve gelecek dönemlerde nasıl şekilleneceği hakkında fikir vermektedir. Bu anlamda ilgili metinlerin temel noktalarına ve yeni para politikasında üstlendikleri rollere değinilmesinde fayda görülmektedir.

3.2.1. Para Politikası Çıkış Stratejisi

Bu dönemde ekonomik verilerde toparlanma sinyallerinin güçlenmesi ve piyasalarda normalleşme sürecinin başlaması, küresel finansal kriz sırasında uygulamaya alınan olağanüstü önlemlerin geri alınması gerekliliğini ortaya çıkarmıştır. Merkez bankaları, kriz esnasında devreye alınan ancak olağan koşullarda ülke ekonomilerinde dengesizliklere yol açabilecek önlemleri, normalleşme sürecine geçiş aşamasında çıkış stratejileri ile sonlandırmaya çalışmaktadır.

TCMB, 14.04.2010 tarihinde “Para Politikası Çıkış Stratejisi” metnini yayınlamaya bu tarihten itibaren küresel finansal kriz sürecinde uygulamaya alınan tedbirlerin kademeli şekilde geri alınacağı ilan etmiştir. Para politikası çıkış stratejisi, döviz piyasalarına yönelik tedbirler ve TL piyasalara yönelik tedbirler olmak üzere iki temel üzerinde yoğunlaşmaktadır.

Döviz piyasalarına yönelik tedbirlerin başında, döviz kurunun piyasa koşullarında belirlenmesi kapsamında döviz likiditesi yönetimi gelmektedir. Bu dönemde bankacılık sisteminin ihtiyaç duyduğu döviz likiditesinin sağlanması konusundaki imkânların kontrollü olarak kriz öncesi seviyeye getirilmesi planlanmıştır. Ayrıca, yabancı para zorunlu karşılık oranlarının ölçülü şekilde artırılması ve döviz depo piyasasının yeniden düzenlenmesi hedeflenmiştir.

TL piyasalara yönelik tedbirler ise kriz döneminde uygulanan fonlama politikasının yeniden düzenlenmesi ve aktif likidite yönetimi üzerine kurulmuştur. Bu dönemde bir haftalık repo faiz oranı politika faizi olarak belirlenmiş ve miktar ihalesi yöntemine geçilmiştir. Para politikasının operasyonel çerçevesini oluşturan geniş ve asimetrik faiz koridoru ile teknik faiz uygulaması likidite yönetimine esneklik sağlayan araçlar olarak tercih edilmiştir. Makro ekonomik risklerin azaltılması ve finansal istikrarın sağlanması için zorunlu karşılıkların daha etkin kullanılması gibi geleneksel olmayan para politikalarının aktif şekilde kullanılması hedeflenmiştir. Yeni para politikası stratejisinde, kısa vadeli faizlerin öngörülebilirliği azaltılarak zorunlu karşılıklar ile faiz riski kanalının güçlendirilmesi amaçlanmıştır. Bu çerçevede uygulanan yeni para politikası araçları, kısa vadeli sermaye girişi ve kredi genişlemesinin azaltılması için birbirini tamamlayan niteliktedir (Başçı & Kara, 2011).

Küresel finans krizi sonrasında ortaya çıkan makro finansal risklerin olumsuz etkilerine karşı koymak adına, fiyat istikrarı ilkesinden taviz verilmeksizin finansal istikrarı da gözetilen para politikası duruşu “Yeni Para Politikası Stratejisi” adıyla kamuoyu ile duyurularak Kasım 2010 tarihi itibarıyla uygulanmaya başlanmıştır. Tablo 6’da görüldüğü gibi yeni politika bileşiminde amaç setinin genişletilmesine bağlı olarak kullanılan araç seti de genişletilmektedir (Eroğlu & Yeter, 2018).

Tablo 6. Türkiye’de Eski ve Yeni Para Politikası Yaklaşımları

	ESKİ YAKLAŞIM	YENİ YAKLAŞIM
AMAÇLAR	Fiyat İstikrarı	• Fiyat İstikrarı • Finansal İstikrar
ARAÇLAR	Faiz Politikası	• Yapısal Araçlar • Konjonktürel Araçlar • Politika Faizi • Likidite Yönetimi • Faiz Koridoru • Zorunlu Karşılıklar • Rezerv Opsiyon Mekanizması

Kaynak: TCMB, 2013 Yılı Para ve Kur Politikası.

Kara (2012)’ya göre, Türkiye’nin tarihsel perspektif içinde yaşadığı ekonomik krizlerden çıkarılan ortak derslerden birisi de, kısa vadeli sermaye akımlarına karşı ekonominin dayanıklılığının artırılması gerekliliği olmuştur. Aynı zamanda para politikasında daha esnek bir yaklaşımın önemi de artmıştır. Buradan hareketle, TCMB’nin uyguladığı yeni para politikası çerçevesinin esas olarak bu bağlamda değerlendirilmesi gerekmektedir. Yeni para politikası tasarımı, finansal istikrar ile fiyat istikrarı arasında ortaya çıkabilecek ödünleşim nedeniyle politika faizi yanında ilave araçlara duyulan ihtiyaca gözetilerek inşa edilmiştir.

3.2.2. Küresel Para Politikalarının Normalleşme Sürecinde Yol Haritası

Küresel ekonomik belirsizliklerin azalmaya başlaması ve dünyanın önde gelen merkez bankalarının para politikalarını normalleştirmeye başlaması ile birlikte, TCMB de kriz döneminde uyguladığı para politikası yaklaşımlarını belirli bir süreç içerisinde değiştirme kararı almıştır. Bu dönemde para politikasında öne çıkan temel unsurlar; enflasyon görünümüne karşı sıkılaştırıcı, döviz likiditesinde dengeleyici ve finansal istikrarı destekleyici bir anlayış çerçevesinde belirlenmektedir.

18.08.2015 tarihinde yayınlanan “Küresel Para Politikalarının Normalleşme Sürecinde Yol Haritası” başlıklı metinde, izlenmesi planlanan stratejiler temelde üç ana kısımda ve bunların altında yer alan dokuz alt başlıkta ele alınmaktadır. Ana başlıklar; TL Likidite Yönetimi Çerçevesi ve Sadeleşme Adımları, Döviz Likiditesi Önlemleri ve Finansal İstikrarı Destekleyici Önlemler olarak belirtilmektedir.

TL Likidite Yönetimi Çerçevesi ve Sadeleşme Adımları bünyesinde faiz koridoru, fonlama ve teminat koşulları konularına değinilmektedir. Buna göre, faiz koridorunun bir haftalık vadeli repo ihale faiz oranı (politika faizi) etrafında daha simetrik bir hale getirilmesi ve daraltılması hedeflenmektedir. Fonlama politikasında daha basit bir çerçeveye geçilmesi ve teminat koşullarında sadeleşmeye gidilmesi amaçlanmaktadır. Böylelikle, likidite politikasında öngörülebilirliğin artırılması ve bankaların likidite yönetimlerini daha etkin yürütmelerinin sağlanması beklenmektedir. Nihayetinde ulaşılmak istenen hedef ise fonlamanın tek bir kanaldan yapıldığı ve para piyasasındaki faizlerin politika faizi etrafında dar bir aralıkta oluştuğu yapıya geçilmesidir (Tiryaki, 2016).

Döviz Likiditesi Önlemleri olarak belirlenen başlıklar esnek döviz satım ihaleleri, rezerv opsiyonları ve döviz depo piyasası tedbirleri olarak sıralanmaktadır. TCMB, bu dönemde döviz kuru oynaklığını azaltmak amacıyla döviz satım ihalelerinin esnekliğini artırmayı hedeflemektedir. Piyasanın döviz talebini karşılamak amacıyla zorunlu karşılıklar ve rezerv opsiyon katsayısı düzenlemeleri ile finansal sisteme yeterli miktarda döviz likiditesi sağlanmaktadır. Ayrıca, bankaların döviz depo limitlerinin artırılarak yurt dışı yükümlülük pozisyonlarını kapatabilecek düzeyde belirlenmesi amaçlanmaktadır.

Finansal İstikrarı Destekleyici Önlemler başlığında temel olarak amaçlanan, bankaların aracılık maliyetinin azaltılması ve yükümlülüklerinin hafifletilmesidir. Bu kapsamda, YP çekirdek dışı yükümlülüklerin vadelerinin uzatılması, TL cinsi çekirdek yükümlülüklerin desteklenmesi ve YP zorunlu karşılıklara faiz ödenmesi gibi politikaların hayata geçirilmesi hedeflenmektedir.

3.2.3. Finansal Piyasalara İlişkin Tedbirler

2018 yılında Türkiye’de yaşanan gerek yurt içi politik ve ekonomik gelişmeler, gerekse jeopolitik risklerin artması, genel iktisadi görünümün olumsuz etkilenmesine neden olmuştur. Özellikle Ağustos ayında finansal piyasalarda görülen aşırı oynaklık, TL’nin hızlı biçimde değer kaybetmesine yol açmış ve finansal istikrara yönelik risk algısı yükselmiştir.

TCMB, bu koşullar altında finansal istikrarın desteklenmesi ve piyasaların etkin işleyişinin sürdürülmesi amacıyla 13.08.2018 tarihinde “Finansal Piyasalara İlişkin Basın Duyurusu” metni ile birtakım tedbirleri devreye aldığı ilan etmiştir. Bu kapsamda TL ve döviz likidite yönetimlerini destekleyen bir dizi önlem alınmıştır. TL likidite yönetimi kapsamında bankalara hazır imkanlar çerçevesinde ihtiyaç duyulan likiditenin sağlanacağı belirtilmiş, zorunlu karşılık oranları düşürülerek piyasalara likidite sağlanmış ve bankaların teminat koşullarına esneklik getirilmiştir. Ayrıca, TCMB fonlama stratejisinde değişikliğe gidilerek, borçlanma geçici bir süre (13 Ağustos-14 Eylül arası) haftalık repo ihalesi yerine gecelik vadede yapılmıştır.

Bu dönemde döviz kurunda görülen oynaklık ve sağlıksız fiyat oluşumları, döviz likidite yönetiminde bazı önlemlerin alınmasını gerektirmiştir. Bu noktada YP zorunlu karşılık oranlarının düşürülmesi, rezerv opsiyon mekanizmasının döviz imkan üst sınırının düşürülmesi ve döviz depo limitlerinin artırılması gibi uygulamaların yanı sıra, araç setinin genişletilmesine yönelik adımlar atılmıştır. Döviz piyasaların derinleşmesi ve kur riski yönetimine katkı sağlamak amacıyla swap işlemleri ve vadeli döviz piyasaları gibi kurumsal yapılar oluşturulmaya başlanmıştır.

İlgili tedbirler doğrultusunda piyasa derinliği ve fiyat oluşumlarının yakından takip edileceği ve gerekli görülmesi halinde finansal istikrarı sağlamaya yönelik önlemlerin alınacağı belirtilmektedir. Nitekim bu metnin yayımı sonrasında para politikasına ilişkin duruşun bununla uyumlu olarak yeniden şekillendirildiği görülebilmektedir. İlgili tedbir metni sonrasında gerek para politikası kararları, gerekse uygulamaya alınan araç setinin genişlemesi ve kullanım yoğunluğu para politikasında yeni bir aşamaya geçildiğini göstermektedir. Tablo 7’den görüleceği üzere 2019 ve 2020 yılları için hazırlanan para ve kur politikası metinlerinde kullanılması planlanan araç setlerine önceki örneklerinden farklı olarak detaylı şekilde yer verilmektedir.

Tablo 7. TCMB'nin Para Politikası Araçları

Para ve Likidite Politikası Araçları	Döviz ve Altın Piyasası Araçları
• Temel Politika Aracı (Bir hafta vadeli repo ihaleleri) • Hazır İmkanlar (TCMB Bankalararası Para Piyasasında TL depo alma/verme ve BİST bünyesinde repo/ters repo işlemleri) • Nihai Kredi Mercii İşlemleri (Geç likidite penceresi ve gün içi limit işlemleri) • Rutin Olmayan Araçlar (gün içi repo ihaleleri)	• TL Depoları Karşılığı Döviz Depoları İşlemleri • Döviz Karşılığı TL Swap İşlemleri/İhaleleri • TL Uzlaşmalı Vadeli Döviz İşlemleri • BİST VİOP Nezdinde TL Uzlaşmalı Vadeli Döviz İşlemleri • Döviz Depo Piyasası İşlemleri • BİST Swap Piyasası İşlemleri • Altın swap işlemleri

Kaynak: TCMB, Para ve Kur Politikası Metinleri.

3.2.4. Koronavirüsün Ekonomik ve Finansal Etkilerine Karşı Alınan Tedbirler

2020 yılının ilk aylarından itibaren görülmeye başlanan ve kısa sürede küresel çapta etkisini gösteren koronavirüs salgınının oluşturduğu belirsizliğin Türkiye ekonomisi üzerindeki olumsuz etkilerinin sınırlandırılması ve salgın nedeniyle etkilenen mal ve hizmet ihracatçısı firmaların geniş kapsamlı desteklenmesi amacıyla bazı tedbirler uygulamaya alınmıştır.

TCMB, koronavirüs salgınına bağlı gelişmelerin ekonomiye olumsuz etkilerini sınırlandırmak için finansal piyasaların, kredi kanalının ve firmaların nakit akışının kesintisiz ve sağlıklı bir şekilde işlemeye devam etmesine yönelik olarak üç ayrı tedbir

paketini uygulamaya almıştır. Bu önlemlerin temelde dört ana amaca odaklandığı görülmekte olup aşağıdaki gibi özetlenmektedir (TCMB, 2020b).

- Bankaların TL ve YP likidite yönetiminde esneklik sağlanması ve öngörülebilirliğin artırılması (Likidite destekleri, teminat havuzunun genişletilmesi, yeni swap imkanları),
- Reel sektöre kesintisiz kredi akışının sağlanması ve ihracatçı firmaların desteklenmesi (hedefli likidite imkanı),
- Reeskont kredisi düzenlemeleri ile ihracatçı firmaların nakit akışının desteklenmesi (Reeskont kredisi limitinin 20 milyar TL'den 60 milyar TL'ye yükseltilmesi ve koşullarda esneklik sağlanması),
- Devlet İç Borçlanma Senetleri (DİBS) piyasa likiditesinin desteklenmesi (APİ limitlerinin artırılması, İşsizlik Sigorta Fonu portföyünden dolayı olarak DİBS satın alınması).

Bu kapsamda, ilk olarak 17.03.2020 tarihinde 2020-16 sayılı duyuru ile; (i) bankaların TL ve döviz likidite yönetiminde esneklik sağlanarak öngörülebilirliğin artırılmasına, (ii) reel sektöre kredi akışının kesintisiz devamını teminen bankalara hedefli ilave likidite imkanları tanınmasına ve (iii) reeskont kredi düzenlemeleriyle ihracatçı firmaların nakit akışının desteklenmesine yönelik tedbirler alınmıştır.

Bu tedbirlere ilave olarak 31.03.2020 tarihinde 2020-21 sayılı duyuru ile (i) DİBS piyasası likiditesinin desteklenmesi yoluyla parasal aktarım mekanizmasının güçlendirilmesine, (ii) bankaların TL ve döviz likidite yönetimlerinde esnekliğin artırılmasına ve (iii) reel sektöre kredi akışının kesintisiz devamının sağlanmasına yönelik önlemler duyurulmuştur.

Son olarak, aynı tedbir paketleri çerçevesinde 17.04.2020 tarihinde 2020-22 sayılı duyuru ile; (i) açık piyasa işlemlerinde piyasa derinliğinin korunması, (ii) para politikası aktarım mekanizmasının güçlendirilmesi ve (iii) piyasa yapıcılığı sisteminin desteklenmesi amacıyla ilave önlemler hayata geçirilmiştir.

Salgın döneminde geleneksel olmayan para politikaları ve düzenleyici çerçevede sağlanan esneklikler ile finansal kuruluşların kredi aracılığı faaliyetlerinin etkin biçimde devam ettirilmesinin temin edilmeye çalışıldığı görülmektedir. Bu dönemde devreye alınan üç ayrı tedbir paketi ana hatları ile incelendiğinde, merkez bankasının bir yandan bilanço büyütmesi suretiyle parasal genişlemeyi artırdığı, diğer taraftan bankacılık sistemine likidite ve teminat anlamında kolaylık sağlanarak küçük ve orta boy işletmeler ve ihracatçı firmalara kredi akışının sağlanmasına çalıştığı görülebilmektedir. Dolayısıyla, salgın döneminde ekonomik aktivitenin korunmasına odaklanıldığı ve finansal istikrarın gözetilmesine yönelik bir anlayışın sergilendiğini belirtmek mümkündür.

Türkiye’de yeni para politikalarının başlıca aşamalarına bu çerçevede değinilmesinin ardından, izleyen bölümde ise benimsenen politika yaklaşımı doğrultusunda hayata geçirilen bazı uygulamalara yer verilmektedir.

4. TÜRKİYE’DE YENİ PARA POLİTİKASI UYGULAMALARI

Yaşanan finansal krizlerin gösterdiği gibi, finansal sistemdeki büyük çaplı şokların reel ekonomi üzerinde önemli bir etkisi olabilmektedir. Politika yapıcılar bu duruma tepki olarak, finansal piyasaları istikrara kavuşturmak için geleneksel olmayan para politikaları ve makro ihtiyati politikalar gibi yeni ve benzeri görülmemiş araçlar benimsemektedir (Bluwstein, 2017).

Merkez bankaları, ülkelerin ekonomik gereksinimleri doğrultusunda yeni para politikası araçları geliştirmekte ve/veya mevcut para politikası araçlarını koşullara uygun olarak şekillendirmektedir. Benzer şekilde TCMB de geleneksel olmayan para politikası araçlarını dönemin iktisadi yapısına ve şartlarına göre kullanmaktadır. Uygulamada bazı para politikası araçlarının yapısında değişiklik yapılarak kullanıldığı, bazen de bunun ötesine geçilerek ülkemiz ekonomisinin dinamiklerine özgün yeni para politikası araçlarının da geliştirilerek yenilikçi uygulamalara imza atıldığı görülmektedir.

Çalışmanın bu bölümünde, Türkiye’de geleneksel olmayan para politikaları ve makro ihtiyati tedbirlerden oluşan yeni para politikası yaklaşımına dair uygulama örneklerine yer verilmektedir.

Bu bağlamda, Türkiye’de hayata geçirilen yeni yaklaşıma dair örnekler; Likidite Yönetimi Uygulamaları, Finansal Piyasalara Yönelik Uygulamalar ve Döviz Piyasalarına Yönelik Uygulamalar ana başlıkları etrafında üç kısımda sınıflandırılmaktadır. Bu kategorilere ait uygulama örneklerine yirmi iki alt başlıkta detaylı olarak yer verilmektedir. Alt başlıklarda yer alan bazı uygulamaların, geleneksel para politikası olmasına rağmen bir kısım revizyon ile geleneksel olmayan para politikası olarak kullanıldığını ve birden fazla alan ile etkileşimde olabildikleri görülebilmektedir. Ayrıca, ilgili başlıklar altında yer alan bazı uygulamalar birden fazla alanda etkili olabilmektedir. Söz gelimi, zorunlu karşılıklar uygulaması likidite yönetiminde sınıflandırılmakta olsa da aynı zamanda kredi genişlemesine yönelik olarak da kullanıldığından finansal piyasalara yönelik uygulamalar bölümü ile, para cinsine göre ayrıştırılması yönüyle de döviz piyasalarına yönelik tedbirler ile de ilişkilendirilmesi mümkündür.

Tablo 8. Türkiye’de Yeni Para Politikası Yaklaşımı Uygulamaları

LİKİDİTE YÖNETİMİ UYGULAMALARI	FİNANSAL PİYASALARA YÖNELİK UYGULAMALAR	DÖVİZ PİYASALARINA YÖNELİK UYGULAMALAR
• Faiz Koridoru • Geç Likidite Penceresi (GLP) • Zorunlu Karşılıklar • Rezerv Opsiyon Mekanizması (ROM) • Sistemin Fonlama İhtiyacı (SFI) • Parasal Genişleme • Negatif Reel Faiz	• Kurumsal Yapılanma • Kredi Genişlemesi • İletişim ve Sözle Yönlendirme • Kredi Teminat Oranı Sınırlamaları (LTV) • Borç Gelir Oranı Sınırlamaları (DTI) • Mevduat Güvencesi • Ödeme Sistemleri Düzenlemeleri • Türk Lirası Gecelik Referans Faiz Oranı (TLREF)	• Döviz Takası Uygulamaları • Vadeli Döviz Sözleşmeleri • Döviz Kredisı Kısıtlaması • Döviz Sözleşmelerin Sınırlandırılması • Yabancı Para Hesaplara Stopaj Düzenlemesi • İhracat Bedelinin Yurda Getirilmesi Zorunluluğu • Döviz Alış İşlemlerine Yönelik Düzenlemeler

Kaynak: Yazar tarafından oluşturulmuştur.

4.1. Likidite Yönetimi Uygulamaları

Merkez bankaları, temel araç olarak politika faizini kullanmakta ve para piyasalarında oluşan kısa vadeli faiz düzeyinin bu oranın etrafında oluşmasını hedeflemektedir. Küresel finansal krizden çıkarılan derslerden birisi de, merkez bankalarının sadece politika faizini belirlemesi ve klasik politika araçları kullanmasıyla para politikasında yeterli etkinliği gösteremediği, bunun ötesinde bir takım yeniliklere gidilerek geleneksel olmayan para politikalarının uygulanmasının gerekliliği olmuştur.

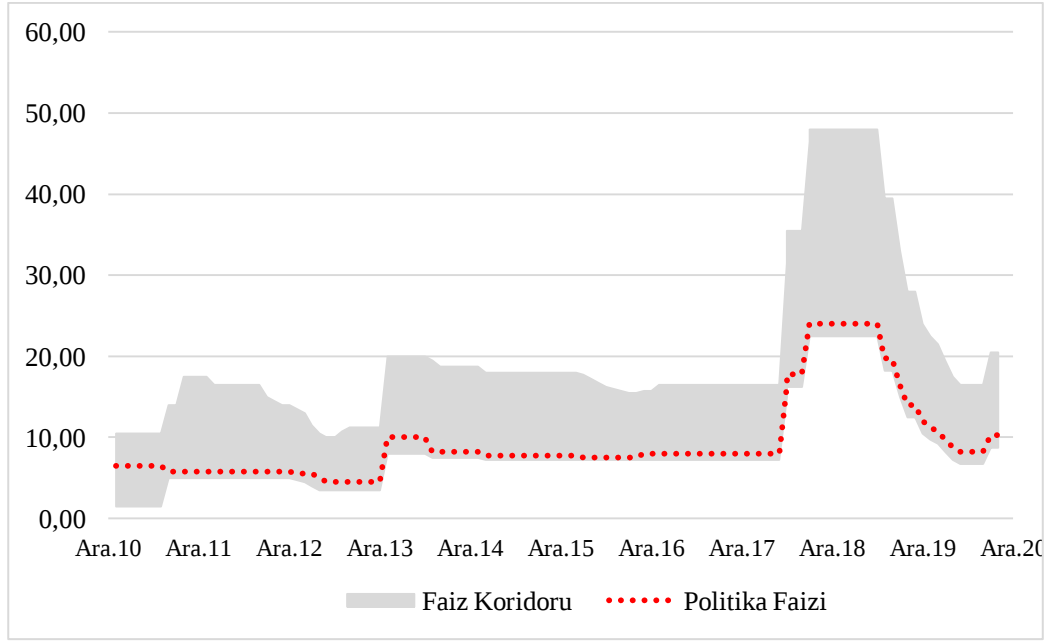
Ülkemizde yeni para politikası bileşimi çerçevesinde aktif bir likidite yönetimi politikası tercih edilmektedir. TCMB, geleneksel olmayan para politikası araçlarını gerek ekonominin ihtiyaçlarına göre uyarlayarak, gerekse kendisi bizzat tasarlayarak

kullanıma sunmaktadır. Bu başlık altında son dönemlerde Türkiye’de uygulama alanı bulan geleneksel olmayan para politikası araçlarından likidite yönetimine dair uygulama örneklerine yer verilmektedir.

4.1.1. Faiz Koridoru

TCMB, piyasada oluşan faiz düzeyini ve likiditesini etkilemek maksadıyla fon ihtiyacı olan bankalara kısa vadeli (gecelik veya haftalık) likidite sağlamakta, fon fazlası olan bankalardan likidite temin etmektedir. Bu işlemlerden ilki borç verme, ikincisi ise borç alma faizi olarak adlandırılmakta ve bu faiz seviyeleri arasında kalan alan ise faiz koridoru olarak tanımlanmaktadır (TCMB, 2013a).

Yeni para politikası bileşimi çerçevesinde 2010 yılı sonunda uygulanmaya başlayan faiz koridoru, borç verme ve borç alma faiz oranları ile bunların arasında kalan bant genişliğinin belirlenmesi ve politika faizinin bant içindeki konumu ile uygulanmaktadır. Bu sayede, para piyasalarındaki faiz oranları finansal gelişmelerin seyrine göre politika faiz oranında değişime gerek kalınmadan hızlı ve esnek şekilde belirlenebilmektedir. Şekil 7’den görüleceği üzere, faiz koridoru bant aralığı (dar-geniş) ve politika faizinin bant aralığındaki konumu (simetrik-asimetrik) piyasa koşulları çerçevesinde dönemler itibariyle değişiklik göstermektedir. Faiz koridoru uygulamasının başladığı dönemdeki mevcut küresel ekonomik konjonktür nedeniyle geniş faiz koridoru ve aktif likidite politikası uygulanmıştır. 2018 yılında dikkat çekici biçimde genişleyen bant aralığının son dönemlerde nispeten daha dar aralıkta devam etmekte olduğu görülmektedir. Buna göre, bazı dönemlerde politika faizlerinin piyasada oluşan fonlama faizinden sapma göstermesi, merkez bankası tarafından bilinçli olarak tercih edilen bir yöntem olduğu söylenebilir.



Şekil 7. Faiz Koridoru

Kaynak: TCMB, EVDS (12.11.2020)

Geleneksel olmayan bir araç olan faiz koridorunda politika faiz oranının değiştirilmesine ihtiyaç duyulmadan fonlama kompozisyonunun ayarlanması suretiyle piyasa faizleri etkilenebilmekte, dolayısıyla para politikasının sıkı veya gevşek olması sağlanabilmektedir. Tercih edilen para politikası stratejisine göre asimetrik faiz koridoru uygulanarak politika faizi ile piyasa faizinin birbirinden farklılaştırılması, parasal aktarım mekanizması kanalı ile finansal kesimin fonlama maliyetini etkilemekte ve bu durum bankaların kredi ve mevduat için uyguladıkları fiyatlama davranışlarında önemli rol oynamaktadır (Binici, Kara, & Özlü, 2016).

TCMB, para politikasının yeni operasyonel çerçevesine ilişkin sadeleşme süreci kapsamında 01.06.2018 tarihinden itibaren bir hafta vadeli repo ihale faiz oranının merkez bankası politika faizi olarak ilan edilmesi kararını vererek, bu çerçevede iki önemli teknik adım atmıştır. Bunlardan ilki, TCMB gecelik borç alma ve borç verme oranlarının bir hafta vadeli repo ihale faiz oranına (politika faizi) kıyasla ± 150 baz puanlık bir marj ile belirlenmesidir. Böylece, faiz koridoru daha dar bir bant aralığında ve simetrik bir yapıya kavuşturularak sıkılaştırma sağlanması hedeflenmiştir. İkinci adım geç likidite penceresi ile ilgili olup, bu konuya ilgili başlık altında yer verilmektedir.

4.1.2. Geç Likidite Penceresi (GLP)

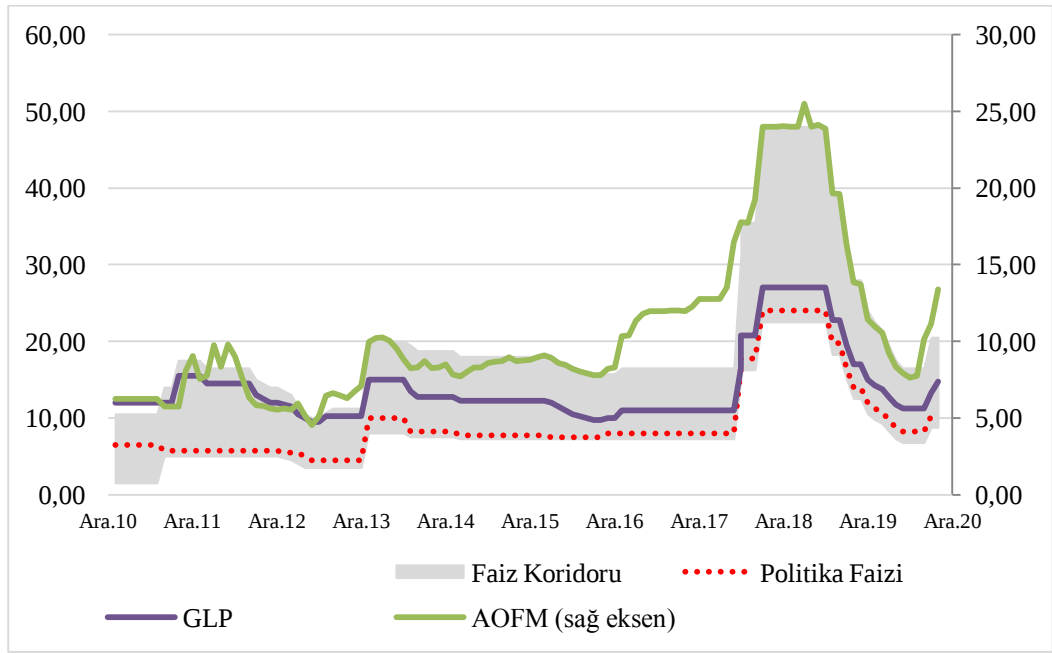
Geç Likidite Penceresi (GLP), merkez bankalarının son kredi mercii sıfatıyla gün sonunda yükümlülüklerini karşılamayacak durumda veya likidite sıkıntısı yaşayan bankalara borç verme veya fazla likiditesi olan bankalardan borç alma imkânıdır. GLP, normal süreçte özellikli durumlarda başvurulmuş bir fonlama aracı olarak bilinmekte ve arıza durumlarda geçici olarak kullanılmaktadır. Ülkemizde daha önceki yıllarda pasif kalan ve olağan dışı dönemlerde uygulama alanı bulan bu politika aracının, belli dönemlerde geleneksel olmayan bir para politikası aracı olarak kullanım alanı bulmakta olduğu görülmektedir. TCMB'nin likidite yönetiminde geleneksel olmayan bir para politikası aracı olarak kullandığı GLP hakkındaki gelişmelere bu kısımda değinilmektedir.

TCMB, piyasalarda gözlemlenen aşırı oynaklıkların ekonomik temellerden uzaklaşan sağlıklı fiyat oluşumlarına sebep olmasının önüne geçmek maksadıyla bazı tedbirleri devreye almaktadır. Bu tedbirlerden birisi de 13.01.2017 tarihinde 2017-02 sayılı duyuru ile Bankalararası Para Piyasası (BPP)'de faaliyette bulunan bankaların borç alabilme limitlerinin 11 milyar TL'ye düşürülmesi olmuştur. Aynı yönde bir düzenleme ile 21.11.2017 tarihinde 2017-47 sayılı duyuruda belirtildiği üzere bankaların borç alabilme limitleri sıfıra çekilmiştir. Bu doğrultuda bankaların likidite ihtiyaçlarının GLP borç verme faiz oranından karşılayabilecekleri yönünde açık bir şekilde yönlendirme yapılmaktadır.

Benzer şekilde, 02.11.2020 tarihinde 2020-65 sayılı duyuru ile bankaların BPP'den borç alabilme limitleri sıfırlandığı ilan edilmiştir. Böylece, likidite ihtiyacı olan bankalar daha yüksek faiz seviyesindeki GLP borç verme faizine yönlendirilmeye başlanmıştır. Bahsi geçen dönemlerde izlenen politikalar ile bankaların fonlama maliyetinin yükseltilmesi suretiyle parasal sıkılaştırma sağlanması hedeflenmektedir.

Binici vd. (2019)'e göre, politika faiz oranı ile piyasanın fonlanmasında alternatif olarak kullanılan çoklu faiz oranları (resmi politika faizi ile birlikte diğer alternatif faiz araçlarının olması durumu) arasında belirli miktarda farkın oluşması merkez bankasının sistematik olarak uyguladığı geleneksel olmayan para politikası tercihidir. Bu bağlamda, çoklu faiz oranlarının takibi için izlenen gösterge Ağırlıklı Ortalama Fonlama Maliyeti (AOFM) değeri olmaktadır.

AOFM, piyasadaki likidite ihtiyacının karşılanması için merkez bankasının çeşitli enstrümanlar (politika faizi, faiz koridoru alt ve üst bandı, piyasa yapıcısı bankalar faizi, geç likidite penceresi faizi) ve farklı vadelerde yaptığı fonlama faizlerinin belirli miktarda ağırlıklandırılması ile bulunan ortalama faiz oranını ifade etmektedir. Şekil 8’den görüleceği üzere TCMB’nin para politikası operasyonel çerçevesinde piyasanın politika faizi ile fonlanması durumunda AOFM’nin bu oran etrafında oluşmasını sağlarken, diğer faiz oranlarının kullanıldığı dönemlerde bu eğilimden uzaklaşıldığı izlenebilmektedir.



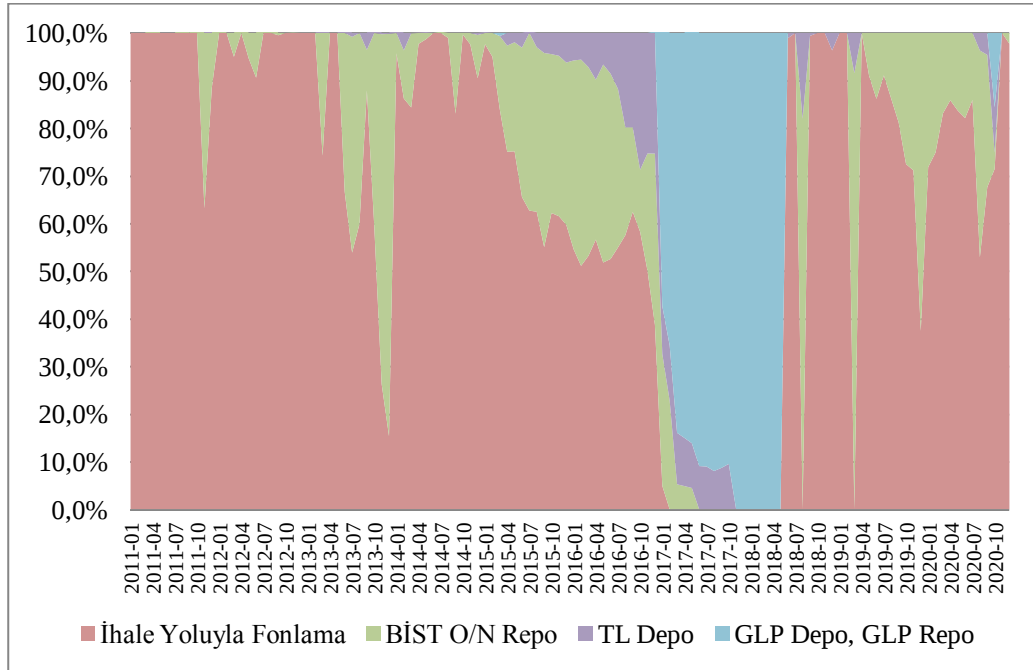
Şekil 8. TCMB Faiz Oranları

Kaynak: TCMB, EVDS (12.11.2020)

Piyasa faizlerinin belirlenmesi ve bankaların fonlanması konusunda çoklu faiz oranının kullanılması gösterge faiz oranı hakkındaki belirsizliği artırmakta ve para politikasının etkinliğini zayıflatmaktadır. Bu doğrultuda önceki başlıkta bahsi geçen TCMB’nin 01.06.2018 tarihli sadeleşme süreci kapsamındaki ikinci adımı ise, GLP borçlanma faiz oranının yüzde sıfır olarak uygulanması ve GLP borç verme faiz oranının gecelik borç verme faiz oranına 150 baz puan eklenmesi yolu ile hesaplanması yönünde alınan karardır. Bu karar ile birlikte GLP faiz oranı ile politika faiz oranı %16,50 olarak birbirine eşitlenmektedir. Böylece, GLP faizi üzerinden sağlanan fonlamadan vazgeçilerek bunun yerine önceki uygulama olan bir hafta vadeli repo ihale faiz oranının politika faizi olarak belirlenmesine devam edilmesi ve sadeleşme sürecinin

tamamlanması ile birlikte, faiz politikası konusundaki karmaşa ortadan kaldırılarak daha anlaşılabilir ve öngörülebilir bir yapıya geçilmesi hedeflenmektedir.

Ancak, 2020 yılında koronavirüsün ekonomiye olan etkilerinin azaltılması amacıyla uygulanan kredi genişlemesi ve parasal genişleme politikaları sonucunda enflasyon oranının yükselişe geçmesi ve döviz kurunda görülen artış, sıkılaştırma tedbirlerini gündeme getirmiştir. Bu dönemde, daha önce alınan sadeleştirme adımları kararının aksine bir likidite yönetimi anlayışı benimsenerek, politika faizinde artış yapılmaksızın diğer faiz türleri üzerinden fonlamanın yapılması suretiyle sıkılaştırma yapılması tercihi ön plana çıkmıştır. Bu kapsamda atılan adımlar ile çoklu faiz uygulamalarının (geleneksel repo ihalelerinin açılması, faiz koridoru üst bandının kullanılması, GLP'ye yönlendirme yapılması) devreye alınması ile zımni olarak piyasa fonlama maliyetlerinin artırıldığı ve dolayısıyla AOFM'nin yükseltildiği görülebilmektedir. Keza, TCMB'nin 2020-61 sayılı duyurusu ile para politikası operasyonel çerçevesinde değişikliğe gidilerek GLP işlemlerinde uygulanan borç verme faiz oranı ile gecelik borç verme faiz oranı arasındaki farkın 300 baz puan olarak belirlenmesine karar verilmiş ve 2020-65 sayılı duyuru ile de açıkça yeniden GLP aracına yönlendirme yapılmaya başlanmıştır.



Şekil 9. TCMB Net Fonlaması Bileşenleri

Kaynak: TCMB (03.01.2021)

Finansal aracilar merkez bankasının resmi açıklamalarından ziyade, gerçekte hangi politikalara yöneldiğini oldukça yakından takip etmektedir. Dolayısıyla, çoklu faiz uygulanması neticesinde zımni bir faiz artırımı yapılması, para politikası duruşunun algılanmasını karmaşık hale getirmekte, kamuoyu ile olan iletişimi güçleştirmekte, belirsizliği ve risk algısını artırmakta ve merkez bankasının kredibilitesi ve etkinliği açısından zayıf sonuçlara yol açabilmektedir. Bu durumun oluşturduğu olumsuz tabloyu gözlemleyen TCMB, başkan değişikliği ile ortaya konulan yeni politika duruşunun bir yansıması olarak 19.11.2020 tarihindeki 2020-68 sayılı duyuru ile para politikası operasyonel çerçevesinde yeni bir sadeleştirme adımı atarak tüm fonlamanın temel politika aracı olan bir hafta vadeli repo faiz oranı üzerinden yapılmasına karar vermiştir. Böylece, politika faizi parasal duruş için tek gösterge niteliğine yeniden kavuşturulmuştur.

4.1.3. Zorunlu Karşılıklar

Geleneksel olmayan bir para politikası uygulaması olarak zorunlu karşılıklar, merkez bankalarının para arzı kontrolü için kullandığı araçlardandır. Özellikle küresel finans krizi sonrası süreçte, merkez bankalarının sadece politika faizi yoluyla finansal sistemde istikrarın sağlanmasında yetersiz kalındığının anlaşılması üzerine bu araç daha yoğun şekilde kullanılmaya başlanmıştır.

Zorunlu karşılıklar, banka ve finansal kurumlar nezdinde bulunan mevduat ve menkul kıymetler gibi kalemlerden, belirlenen bir oranın merkez bankasında tutmakla yükümlü oldukları miktarı ifade etmektedir. Merkez bankaları, uygulama esnekliği olan bu araç ile finansal sistemdeki para arzı miktarını ve kredi piyasalarının etkin işlemlerini kontrol altında tutmaktadır. Finansal sistemle doğrudan etkileşimli şekilde yönetilen bu araç, merkez bankalarının likidite yönetimine katkı sağlamakta, kısa vadeli faiz oranlarının istikrarına destek olmakta ve para politikası duruşuna ilişkin bildirim etkisi oluşturmaktadır (Vural, 2013).

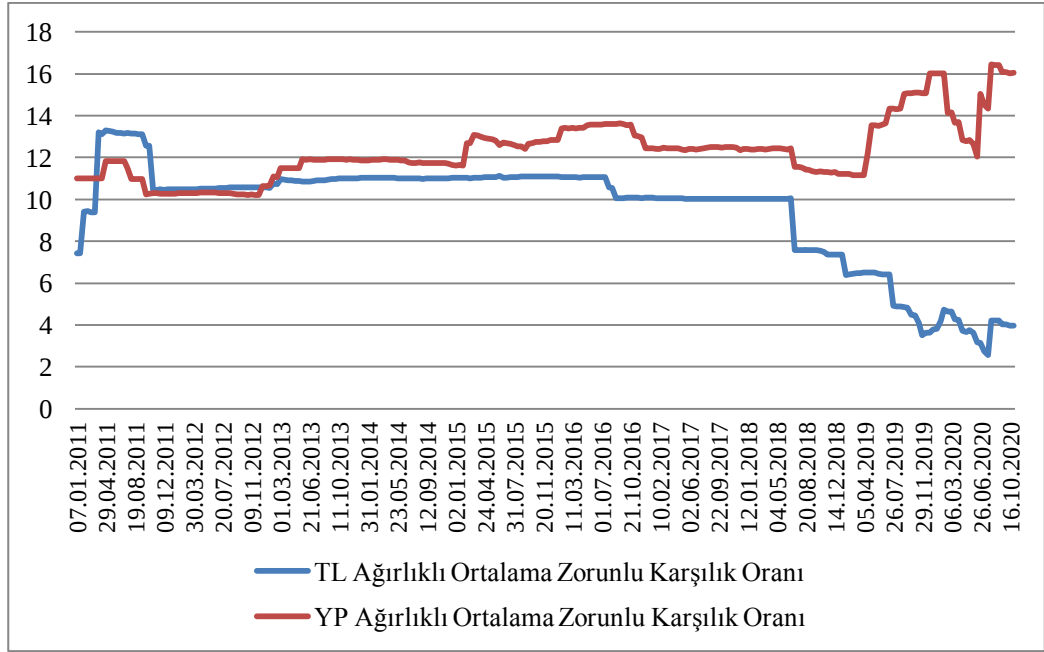
Zorunlu karşılık politikası tercihi ve uygulama yöntemleri ülkelere ve dönemlere göre değişiklik göstermekle birlikte temel olarak ihtiyat, parasal kontrol ve likidite yönetimi amacıyla kullanılmaktadır (Gray, 2011). Merkez bankasının para politikası duruşunu ve enflasyon hedefini destekleyici makro ihtiyati bir araç olarak kullanılan

zorunlu karşılıklar, maliyet ve likidite kanalları ile makroekonomi üzerinde etkili olmaktadır. Maliyet kanalı, merkez bankasının zorunlu karşılıklar ile bankaların mevduat ve kredi faizleri arasındaki farkı etkilemesi, likidite kanalı ise bankaların kısa vadeli merkez bankası kaynaklarına olan taleplerini değiştirmek suretiyle kredi verme politikasını etkilemesi ile çalışmaktadır (Alper & Tiryaki, 2011).

Bu aracın kullanım teorisinde finansal piyasalarda gözlemlenen para arzı artışı, sermaye girişi ve kredi genişlemesi gibi durumlarda zorunlu karşılık oranları artırılırken, tersi durumda ise bu oranın düşürülmesi tercih edilmektedir. TCMB, zorunlu karşılık politikasında etkin rol almakta, finansal piyasalarda gözlemlenen hareketli dönemlerde zorunlu karşılık oranları ve buna bağlı esasların değiştirilme sıklıkları artmaktadır. Zira, 2010:01 dönemi ile 2020:12 dönemi arasında zorunlu karşılık uygulamasında yapılan değişiklik sayısı 67 kez olarak saptanmıştır.⁷

Ağırlıklı ortalama zorunlu karşılık oranlarının seyri, zorunlu karşılıklar aracı üzerinden izlenen politika hakkında fikir vermektedir. Şekil 10'dan izlenebildiği üzere ağırlıklı ortalama zorunlu karşılık oranları 2010 küresel finansal kriz sonrası sermaye akışı karşısında artırılırken, 2018 yılında meydana gelen dalgalanmalarda birlikte tersi yönde hareket söz konusudur. Türkiye'de 2018 yılında yaşanan döviz dalgalanmaları ile başlayan ve 2020 yılında koronavirüsün ekonomik etkilerinin hissedildiği dönemde iyice belirginleşen TL ve YP ağırlıklı ortalama zorunlu karşılık oranlarının asimetric şekilde oluşumu dikkat çekmektedir. Bu dönemlerde izlenen para politikasında, TL zorunlu karşılık oranlarının kademeli olarak düşürülerek parasal aktarım mekanizması vasıtasıyla kredi genişlemesinin teşvik edildiği, diğer taraftan YP zorunlu karşılık oranlarındaki yükseliş ile döviz kurunda sıkılaştırma sağlanarak dolarizasyonun engellenmeye çalışıldığı bir strateji izlendiği sonucuna ulaşılmaktadır.

⁷ TCMB'nin basın duyuruları üzerinden içerik detayına girilmeksizin duyuru bazında yapılan sayımlara dayanmaktadır.



Şekil 10. Ağırlıklı Ortalama Zorunlu Karşılık Oranları (%)

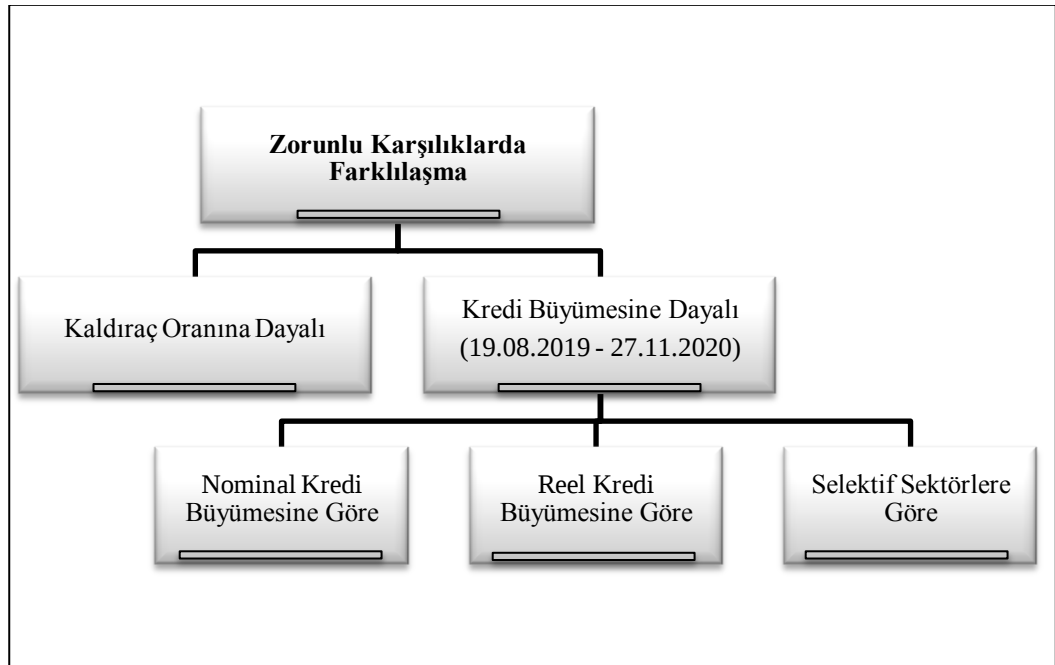
Kaynak: TCMB, (18.12.2020)

Bununla birlikte, zorunlu karşılıkların etkinliğini artırmak adına sadece oran değişimini esas alan bir politika aracının ötesine geçilerek farklı finansal tasarım uygulamalarının yapıldığı görülmektedir. Bu doğrultuda, 2011 yılı sonrasında uygulamaya alınan düzenlemeleri; zorunlu karşılığa tabi kuruluşların kapsamını genişletme, döviz cinsi ve vade dilimine göre ayrıştırma, hesaplama yönteminde sadeleştirme, yükümlülüklerin kapsamını değiştirme, faiz ödeme yönteminde değişiklik, kaldıraç uygulanması, rezerv opsiyon hakkı tanınması olarak saymak mümkündür (Eroğlu, Söylemez, & Alıç, 2016). Son dönemde ise, zorunlu karşılıklarda kredi büyümesine göre farklılaştırma uygulaması daha çok tercih edilen bir yöntem olarak uygulanmaktadır.

Geleneksel olmayan bir para politikası aracı olarak zorunlu karşılıklar, TCMB'nin yeni finansal ürün tasarımı ile yenilikçi boyut kazanmıştır. Zorunlu karşılıkların makro ihtiyati bir araç niteliğinde daha esnek ve etkin kullanımına yönelik olarak, bankaların sadece yükümlülüklerinin değil, bilanço içi ve dışı uygun görülen kalemlerini de esas alınan bir yapı oluşturulmuştur. Yeni finansal tasarım ile birlikte zorunlu karşılıklarda farklılaşma, zorunlu karşılıklara faiz/nema ödenmesi ve döviz cinsi zorunlu karşılıklardan komisyon alınması gibi uygulamalar bu politika aracının

bankacılık sisteminin aracılık maliyetlerini etkileyerek ince ayar sağlamaya yönelik olarak kullanıldığını göstermektedir.⁸

Bu kapsamda 1211 Sayılı TCMB Kanunu ve Zorunlu Karşılıklar Hakkında Tebliğ’de yapılan değişiklikler ile kaldıraç oranına göre farklılaşma ve kredi büyümesine göre farklılaşma olmak üzere iki farklı yöntem uygulanmaya başlanmıştır. İkinci yöntem, belirli dönemlerde görülen ihtiyaçlar üzerine nominal kredi büyümesine göre farklılaşma, reel kredi büyümesine göre farklılaşma ve selektif sektörler farklılaşma olarak göre kendi içinde üç gruba ayrılmaktadır. Bu kısımda, bahsi geçen uygulamaların başlıca özellikleri incelenmektedir.



Şekil 11. Zorunlu Karşılıklarda Farklılaşma

a) Kaldıraç Oranına Göre Farklılaşma

Bankacılık ve finans sektörünün finansal krizlere karşı dayanıklılık kapasitesi, kaldıraç oranının düşük seviyelerde olması ile artmaktadır. Kaldıraç oranı basit anlamda aktiflerin özkaynaklara oranı olarak ifade edilmekte ve varlıkların hangi ölçüde borçlanma ile finanse edildiği hakkında bilgi vermektedir.

⁸ Zorunlu karşılıklara faiz/nema ödenmemesi durumunda birim mevduat maliyeti: $(\text{mevduat faizi} / (1 - \text{zorunlu karşılık}))$ iken; faiz/nema ödenmesi durumunda ise $(\text{mevduat faizi} - \text{zorunlu karşılık} \times \text{zorunlu karşılık faizi}) / (1 - \text{zorunlu karşılık oranı})$ olmaktadır.

TCMB, zorunlu karşılıklarda başlattığı yeni bir uygulama ile kaldıraç oranına göre farklılaşmaya giderek finansal sistemde olası risklerin önlenmesini hedeflemektedir. Bu kapsamda, kaldıraç oranı yani “Ana Sermaye/(Pasif Toplamı+Bilanço Dışı Kaynaklar)” olarak belirlenen değerlerin altına düşen bankaların ilave zorunlu karşılığa tabi olmasını sağlayan düzenleme ilk olarak 2013 yılında izleme amaçlı yürürlüğe girmiş ve kademeli olarak 2015 yılı sonuna kadar genişletilerek uygulanması sağlanmıştır (TCMB, 2013b).

Tablo 9. Kaldıraca Dayalı Zorunlu Karşılık Oranları

	2 Puan	1,5 Puan	1 Puan
2013	< 3	3 < 3,25	3,25 < 3,50
2014	< 3	3 < 3,50	3,50 < 4,00
2015 ve sonrası	< 3	3 < 4,00	4,00 < 5,00

Kaynak: TCMB (10.10.2020)

TCMB verilerine göre, Türk bankacılık sektöründe 2013-2018 yılları arasında ortalama kaldıraç oranı %7,5 dolayında gerçekleşmiş olup, Basel III düzenlemesinde belirlenen %3 seviyesinin ve TCMB’nin 2015 sonrası için belirlediği %5’lik hedefin üzerinde ve istikrarlı bir seyir izlemektedir.

b) Kredi Büyümesine Göre Farklılaşma

Zorunlu karşılıklarda kredi büyümesine göre farklılaşma uygulamaları, nominal kredi büyümesine göre farklılaşma uygulaması ile başlamış, yapılan geliştirmeler ile birlikte önce reel kredi büyümesine göre ve daha sonraki aşamada selektif sektörlerle göre farklılaştırılarak uygulanmıştır. Yapılan bu düzenlemelerin, sadeleştirme adımları çerçevesinde daha basit bir sisteme geçilmesi amacıyla 27.11.2020 tarihinde 2020-71 sayılı duyuru ile yürürlükten kaldırılmasına ve zorunlu karşılık oranları ile faiz/nema oranlarının tüm bankalar için aynı oranlar üzerinden uygulanmasına karar verilmiştir.

ba) Nominal Kredi Büyümesine Göre Farklılaşma

Zorunlu karşılıklar uygulamasında piyasa şartları göz önünde bulundurularak genel kapsam üzerinde yapılan değişikliklere ilave olarak, 19.08.2019 tarihinde yayınlanan 2019-34 sayılı duyuru ile farklı bir uygulama başlatılarak bankaların kredi büyümesi performansı için referans değer aralığı belirlenerek hesaplama yapılmaya başlanmıştır.

Yapılan değişiklikte yıllık kredi büyümesi oranı kapsamına, TL nakdi krediler (bankalara kullandırılanlar hariç) ile dövizde endeksli krediler toplamı dahil edilmiştir. Bu karara göre, kredi büyümesi referans değer olarak belirlenen %10 ile %20 oranları aralığında olan bankaların tesis etmekle yükümlü oldukları zorunlu karşılığa tabi tutar ve bunun karşılığında elde edilecek faiz/nema tutarlarında bankaların lehine iyileştirme sağlanırken, belirlenen kriteri sağlamayan diğer bankalar için daha maliyetli bir yapı oluşturulmuştur. Oluşturulan yapının hayata geçmesinin ardından çeşitli düzenlemeler ile revize edilmiş hali Tablo 10'da gösterilmektedir. Buna göre, referans değer aralığındaki bankaların, diğer bankalara nispeten daha düşük oranda zorunlu karşılığa tabi olmalarının yanı sıra daha yüksek oranda faiz/nema miktarı elde etme avantajına sahip oldukları görülebilmektedir.

Tablo 10. Kredi Performansına Dayalı Zorunlu Karşılık Uygulaması

Yıllık Büyüme Oranı (Dövizde endeksli ile bankalara kullandırılanlar hariç TL nakdi krediler)	TL Zorunlu Karşılık Oranları (Vadesiz, 1 ay ve 3 aya kadar)	TL Zorunlu Karşılık Faiz/Nema Oranı	YP Zorunlu Karşılık Oranları (Vadesiz, 1-3-6 ay ve 1 yıla kadar)
Referans Değer Aralığındaki Bankalar	%4	%9	%17
Diğer Bankalar	%7	%2	%22

Kaynak: TCMB (11.10.2020)

TCMB, kredi büyümesine göre farklılaşma uygulaması ile birlikte para politikası araçlarını standart bir şekilde uygulamanın ötesine geçerek, zorunlu karşılıkları finansal yenilik oluşturan bir uygulama olarak esnek ve etkin kullanılmasını sağlamaya

yönelmektedir. İlgili uygulama öncesinde özel sermayeli bankaların kredilerdeki temkinli duruşunu, kamu bankalarının kredi piyasalarındaki aktif oluşu dengelemekte iken, bu değişiklik ile birlikte bankacılık sektörünün geneline yayılan bir kredi büyümesi motivasyonu sağlanması hedeflenmektedir.

bb) Reel Kredi Büyümesine Göre Farklılaşma

Zorunlu karşılıklar politikasını temel para politikası aracı olan kısa vadeli faiz oranlarını destekleyici ve döngü karşıtı makro ihtiyati bir araç tanımlayan TCMB, bu aracın esnek ve etkin olarak kullanılmasını gözetmektedir. Bu kapsamda, ekonomik faaliyetlerde görülen toparlanma sinyalleri, makroekonomik göstergelerin olumlu seyretmesi ve bankacılık sisteminin güçlü sermaye ve likiditesi yapısının kredi arz ve talebine olumlu katkı yapmaya başladığı gözlenmekte olduğu belirtilerek kredi büyümesine göre farklılaştırma uygulamasında bazı değişiklikler yapılmıştır.

Kredi büyümesinin üretim ve yatırım odaklı ticari kredilere ve uzun vadeli konut kredilerine yönlendirilmesini teşvik ederek finansal istikrara katkı yapılmasını hedefleyen yeni düzenleme 09.12.2019 tarihinde 2019-47 sayılı duyuru ile yürürlüğe girmiştir. Böylece, yapılan revize ile önceki nominal kredi büyümesine göre farklılaşma düzenlemesi “geçiş dönemi” olarak adlandırılarak ilgili yükümlülük hesaplama dönemi sonuna kadar uygulanmasına devam edilmesine karar verilmiştir.

Bu düzenleme ile kredi büyümesi hesaplama yöntemi ve kredi türü kapsamaları yeniden belirlenerek, zorunlu karşılık teşvikinden yararlanılması için bant aralığı %5-%15 aralığına çekilmiştir. Bir önceki düzenlemede kredi büyümesi hesaplaması nominal yüzdesel değişime bağlı iken, yeni düzenlemede kredi büyümesi rakamları enflasyon düzeltilmesine tabi tutularak reel kredi değişimi dikkate alınmaktadır. Ayrıca, reel nakdi kredi stok değerinin son 3 ay ortalama değerleri baz alınmakta ve bazı kredi türleri kapsam dışında tutulmaktadır.

Yeni düzenleme ile birlikte bankaların TL zorunlu karşılık oranlarında tüm vade dilimlerinde (1 yıl ve 1 yıldan uzun mevduat/katılım fonu ile 3 yıldan uzun vadeli diğer yükümlülükler hariç) %2 olarak yararlanabilmesi için aşağıdaki şekilde belirlenen hesaplama yöntemi kullanılmaktadır.

- Kredi büyüme bandının üst sınırını oluşturan %15 hesaplanırken; 5 yıl ve daha uzun vadeli konut kredilerindeki ve 2 yıldan uzun vadeli kredilerdeki (tüketici kredileri ve bireysel kredi kartları hariç) yıllık değişimin tamamı kredi büyümesinden düşülecektir.
- Buna karşılık alt bant olan %5 belirlenirken “tüketici kredilerindeki ve bireysel kredi kartlarındaki (5 yıl ve daha uzun vadeli konut kredileri hariç) yıllık değişimin %50’si büyüme oranının pay kısmından düşülecektir”.

Bahsi geçen yenilikçi zorunlu karşılık uygulamaları, finansal istikrarın desteklenmesi bakımından yeni para politikası yaklaşımının uygulamadaki örneklerinden birini oluşturmaktadır. Diğer taraftan parasal aktarım mekanizması kanalı vasıtası ile bankaların kredi kullandırılmasına teşvik edilmesi, yeni para politikası yaklaşımının finansal kesim ile etkileşim sağlanarak yürütülmesi konusundaki görüşü desteklemektedir. Zira, bu uygulamanın devreye alınması sonrasında makroekonomik verilerdeki olumlu görünümün de etkisi ile bankacılık sisteminde kredi hacminin artmaya başladığı ve ekonomik büyüme tahminleri paralelinde bir kredi büyümesinin sağlandığı görülmektedir.

bc) Selektif Sektörlere Göre Farklılaşma

Zorunlu karşılıklarda reel kredi büyümesine göre farklılaşma uygulamasının devam ettiği süreçte, tüketici kredilerinde gözlenen belirgin yükseliş ve TL kredi büyüme oranının artışa geçmesinin makro ekonomik dengeler üzerinde yaratabileceği etkiler dikkate alınarak bu alanda yeniden düzenleme yapılmasına gerek görülmüştür.

TCMB, 07.03.2020 tarihinde 2020-12 sayılı duyuru ile reel kredi büyümesi hesaplamasına selektif sektör kriterini eklemiştir. Selektif (tercihli) kredi politikaları, ekonomik gelişme hedefleriyle doğrudan örtüşen, kredi kullanım ve kontrol mekanizması açısından sektörler bazında öncelikli tercihlerin yer aldığı ve konjonktürün genel yapısı ile uyumlu finansal kaynak akışını ifade eden politikalar olarak tanımlanmaktadır (Özker, 2008).

Yapılan düzenleme ile birlikte, zorunlu karşılık teşviklerinden yararlanılması için yıllık kredi büyüme oranının aşağıdaki koşulları sağlaması gerekmektedir:

- “Yıllık kredi büyüme oranı %15’in üzerinde olan bankalar için; selektif sektörlerle⁹ kullandırılan 2 yıldan uzun vadeli krediler ile 5 yıl ve daha uzun vadeli konut kredileri reel değişimlerinin tamamı büyüme oranı formülünün pay kısmından düşülerek hesaplanan uyarlanmış reel kredi büyüme oranının %15’in altında olması¹⁰”,
- “Yıllık kredi büyüme oranı %15’in altında olan bankalar için; 5 yıl ve daha uzun vadeli konut kredileri dışında kalan bireysel kredi reel değişiminin %75’i ve yabancı para nakdi kredilerin erken kapatılması veya vadesinden önce yapılandırılması amacıyla 09.03.2020 tarihinden itibaren kullandırılan TL kredilerin tamamı büyüme oranı formülünün pay kısmından düşülerek hesaplanan uyarlanmış reel kredi büyüme oranının %5’in üzerinde olması”.

TCMB’nin bu kararı ile kredi arzının tüketimden ziyade sürdürülebilir büyüme odaklı verimli ve üretim odaklı sektörlerle yönlendirilmesi sağlanarak, cari işlemler dengesine olumlu katkı sağlanması ve finansal istikrarın desteklenmesinin hedeflendiği belirtilmektedir. Makro ihtiyatı ve ince ayar sağlamaya yönelik bir para politikası olarak nitelendirilen zorunlu karşılıklar uygulaması, kredi büyümesi ile ilişkilendirilerek para politikasının etkinliğini destekleyen dinamik bir araç kullanılmaktadır.

c) Zorunlu Karşılıklarda Kapsam

TCMB, zorunlu karşılıkları sadece bankalara yönelik uygulamamakta, bankacılık sektörü dışındaki finansal kurumların kredi kanallarının etkisini de izleyerek gerekli görülmesi halinde bu kuruluşların sisteme dahil edilmesine veya çıkarılmasına karar vermektedir. Bu kapsamda, 04.10.2013 tarihinde 2013-71 sayılı duyuru ile finansman şirketlerince kullandırılan kredilerde gözlemlenen artış dikkate alınarak bu

⁹ Kararda bahsi geçen selektif sektörler, Avrupa Topluluğunda Ekonomik Faaliyetlerin İstatistiki Sınıflandırılması (NACE) çerçevesinde belirlenmiştir. Buna göre belirlenen sektörler ve kısım kodları şu şekilde sıralanmaktadır: A-Tarım, Ormancılık ve Balıkçılık, B-Madencilik ve Taş Ocaklığı, C-İmalat (Alkol ve Tütün Ürünleri Hariç), D-Elektrik, Gaz, Buhar ve İklimlendirme Üretimi ve Dağıtımı, H-Ulaştırma ve Depolama, I-Konaklama ve Yiyecek Hizmeti Faaliyeti, J-Bilgi ve İletişim.

¹⁰ TCMB’nin 20.06.2020 tarih ve 2020-34 sayılı duyurusu ile 26.06.2020-25.12.2020 arasında geçici olarak uygulanmamasına karar verilmiştir.

kurumların da mevcutta geçerli oranlar üzerinden zorunlu karşılık bulundurmasına karar verilmiştir. İlgili dönemin genel ekonomik yapısı ve para politikası stratejisi, sermaye akımları kaynaklı olarak aşırı kredi büyümesinin finansal istikrara olumsuz etkilerinin önlenmesi üzerine kurulmuştur.

Bunun karşısında, son yıllarda tersine dönen sermaye akımları banka kredilerinin daralmasına, reel sektörün finansman kaynaklarının azalması ile iktisadi görünümün zayıflamasına neden olmuştur. Kredi performansına göre zorunlu karşılık uygulamasına paralel bir kararla, finansman şirketleri zorunlu karşılık kapsamından çıkarılarak maliyet kanalının azaltılması suretiyle kredi kullandırmaya teşvik edilmektedir. Finansman şirketlerinin TL ve YP zorunlu karşılık oranları 14.06.2019 tarihinde tüm vadelerde %0 (sıfır) olarak belirlenerek, bu kuruluşların zorunlu karşılık tesis etme yükümlülükleri sonlandırılmıştır.

2019 yılında atılan politika adımları kapsamında 18.01.2019 tarihinde resmi kuruluşlar mevduat/katılım fonları, zorunlu karşılığa tabi yükümlülüklerden hariç tutulmuş ve ilgili madde yürürlükten kaldırılmıştır. Buna ilave olarak 03.05.2019 tarihinde kapsam genişletilerek Kamu Haznedarlığı Yönetmeliği'nde belirtilen resmi kurumların mevduat/katılım fonları da zorunlu karşılık yükümlülüklerinden muaf tutulmuştur.

d) Zorunlu Karşılık Komisyonu

Zorunlu karşılık tutmakla yükümlü olan bankaların ve finansman şirketlerinin bakiyelerinde bulunan Döviz Tevdiat Hesapları (DTH), değişen küresel ve yerel piyasa şartları çerçevesinde gözden geçirilmekte ve gerekli görülmesi halinde ek tedbirlerin alınması söz konusu olmaktadır. Bu kapsamda hayata geçirilen DTH için zorunlu karşılık komisyonu uygulaması, zorunlu karşılıklar politika aracının yeni bir fonksiyonunu oluşturmaktadır.

Euro bölgesinde gözlemlenen ekonomik gelişmeler ve Avrupa Merkez Bankası'nın negatif faiz uygulamasının uzun bir sürece yayılacağı yönündeki tahminler nedeniyle, 23.05.2015 tarihinde 2015-5 sayılı duyuru ile bankaların zorunlu karşılık

olarak tutmakla yükümlü oldukları Euro cinsi zorunlu karşılık bakiyeleri için yıllık %0.2 (binde 2) komisyon alınmasına karar verilmiştir.

Bankacılık sisteminde toplam mevduat içindeki DTH payında yükselişin sürmesi ve kur seviyesindeki oynaklıklar nedeniyle, zorunlu karşılık komisyonu uygulamasına USD cinsi mevduatların da dahil edilmesine karar verilmiştir. TCMB, 02.01.2020 tarihinde itibaren geçeli olmak üzere yayınladığı tarife cetvelinde ilan ettiği üzere USD olarak tutulan zorunlu karşılıklar üzerinden yıllık %0.025 (binde 25), USD dışındaki döviz zorunlu karşılıklar için de yıllık %0.0025 (on binde 25) komisyon uygulamaya başlamış, bu oranlar 16.10.2020'den itibaren yarısı nispetinde düşürülmüştür. Normalleşme adımları çerçevesinde 27.11.2020 tarih ve 2020-71 sayılı duyuru ile bu uygulamaya son verilmiştir.

Yabancı para zorunlu karşılıklara komisyon uygulaması ile birlikte, bankaların döviz hesapları için aracılık maliyetlerinin artırılması ve mudilerin getirisine yansıtılması suretiyle birikimlerin döviz olarak tutulmasından caydırılması amaçlanmaktadır.

4.1.4. Rezerv Opsiyon Mekanizması (ROM)

Geleneksel olmayan para politikası aracı olarak TCMB perspektifinde geliştirilen Rezerv Opsiyon Mekanizması (ROM), zorunlu karşılık uygulamasını tamamlayıcı nitelikte ve otomatik dengeleyici bir araç olarak tasarlanmıştır. Bu uygulama, bankaların TL cinsinden tesis etmekle yükümlü oldukları zorunlu karşılıkların önceden belirlenen orandaki yüzdelik kısmının döviz veya altın cinsinden tutabilmesine imkan sağlamaktadır.

Finansal yenilik getiren bu uygulama ile TCMB brüt döviz rezervlerinin güçlendirilmesi, döviz kuru oynaklığının azaltılması, sermaye akımlarını dengeleyerek finansal piyasalar üzerindeki etkinin yumuşatılması, özellikle döviz cinsi olmak üzere kredilerin sermaye akımlarına olan duyarlılığının azaltılması ve bankalara likidite yönetiminde esneklik ve optimizasyon sağlanması hedeflenmektedir (TCMB, 2012).

ROM uygulamasının hayata geçirilme süreci kademeli olarak belirlenmiş olup, ilk adımda Eylül 2011 tarihinde TL cinsi zorunlu karşılıkların döviz olarak tutulma

imkanı sağlanmış, ardından Ekim 2011’de standart altın olarak tesis edilebilmesine karar verilmiştir. TCMB, Ekim 2016 tarihinde altın cinsinden tasarrufların ekonomiye kazandırılması amacıyla zorunlu karşılığa standart altın kabulü için sağlanan mevcut imkana yeni bir dilimin eklenmesine karar vererek, bu dilimin hurda altın imkanı olarak kullanılmasını sağlamıştır. Böylece, altın günleri ile finansal sisteme aktarılan altınlar için bankaların özendirilmesi sağlanmıştır. Son olarak, 2018 yılında alınan karar ile TL yükümlülükler karşılığında ABD dolarının yanı sıra Euro cinsinden de zorunlu karşılık tesis edilebilmesi imkanı getirilmiştir.

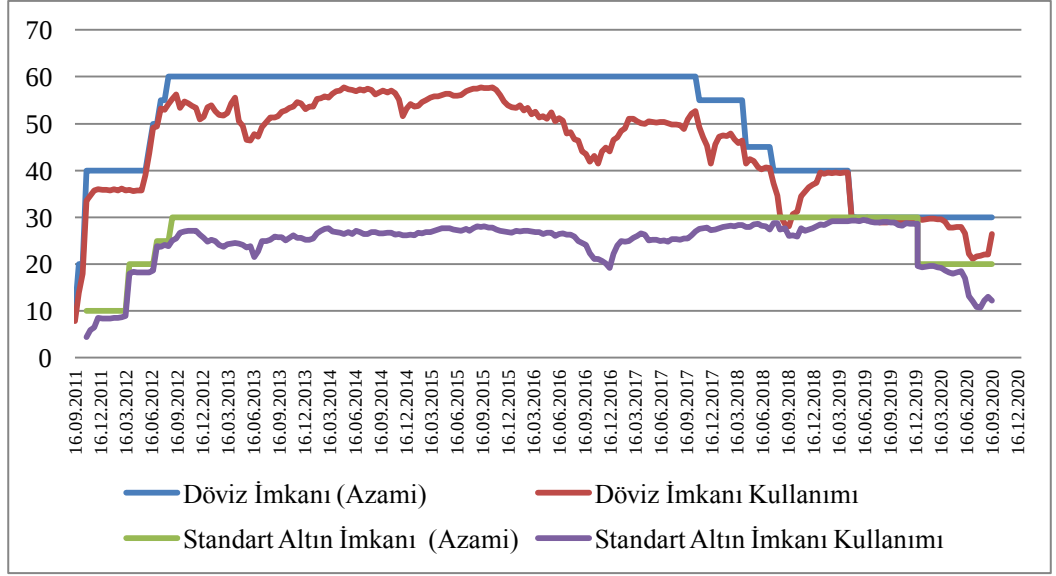
ROM’un aşamalı olarak uygulanmasının yanı sıra, kullanılan katsayı ve imkan dilimleri oranları da genel ekonomik görünüm ve para politikası durumu çerçevesinde güncellenmektedir. Uygulama sonuçları, bu politika aracının döviz kuru oynaklığının azaltılması ve döviz rezervlerinin artırılması bakımından olumlu etkiler sağladığını göstermektedir. Bunun yanı sıra, kredi ve faiz kanalı ile makro değişkenler üzerinde etkili bir araç olduğunun görülmesi bu politika aracının önemini artırmaktadır (Altuntaş, 2019).

Tablo 11. Rezerv Opsiyonu Katsayıları (ROK)

Altın İmkan Dilimleri (%)	Katsayı	Döviz İmkan Dilimleri (%)	Katsayı	İşlenmiş veya Hurda Altın İmkan Dilimleri (%)	Katsayı
0-15	1,6	0-20	1,0	0-10	1,0
15-20	1,7	20-25	1,4		
20-25	2,1	25-30	1,7		
25-30	2,5				

Kaynak: TCMB (17.11.2020)

Finansal kesim ile etkileşim içerisinde yürütülen bu uygulama, bankacılık sisteminin döviz likiditesi tercihi ile etkinlik kazanmaktadır. Şekil 12’den görüleceği üzere uzun bir süre sabit kalan döviz imkanı üst dilimleri, 2017 sonundan itibaren kademeli olarak azaltılmıştır. Buna göre, bankaların döviz imkanı kullanım oranlarının değişiminde döviz kuru oynaklıklarının belirleyici kriterlerden biri olduğu ve döviz kurunun yükseldiği dönemlerde rezerv opsiyon kullanım oranlarının düşüş göstermekte olduğu görülebilmektedir.



Şekil 12. ROK İmkanları ve Kullanım Oranları (%)

Kaynak: TCMB, (14.11.2020)

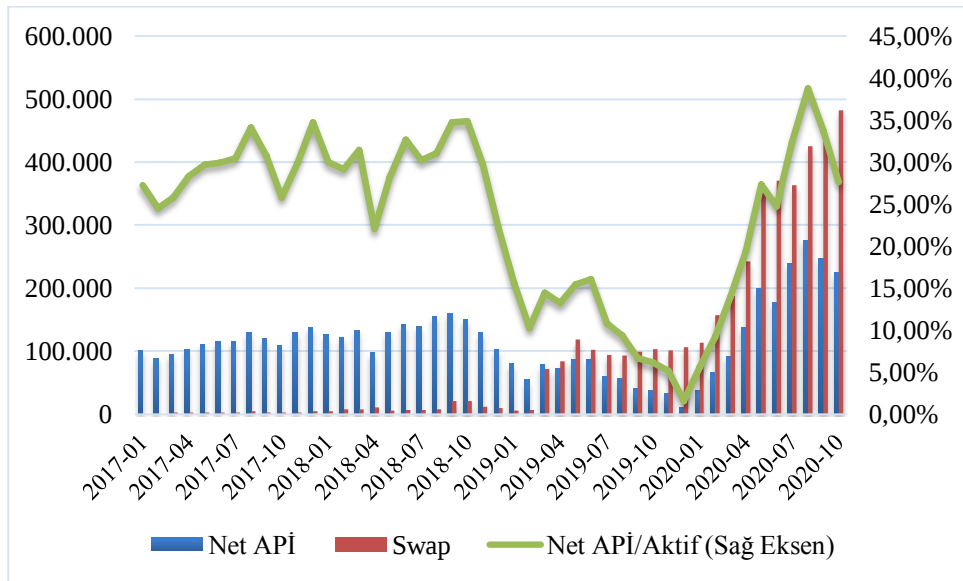
Bankacılık sisteminde bu uygulama, sermaye akımlarının fazla ve yabancı para kaynak maliyetinin görece düşük olduğu dönemlerde daha yoğun tercih edilmektedir. Sermaye çıkışlarının fazla olduğu dönemlerde ise döviz imkanı kullanımı azalmakta, bankaların merkez bankasında tuttıkları rezervleri azaltması ile piyasaya daha fazla döviz likiditesi verilmektedir. ROM uygulaması bu anlamda sterilize edilmemiş döviz alım-satım ihalelerine benzetilmekte, ancak kullanılan katsayıların çarpan etkisinden ötürü birim TL başına etki edilen döviz miktarı daha fazla etkilenmektedir (Küçüksaraç & Özel, 2012).

4.1.5. Sistemin Fonlama İhtiyacı (SFİ)

Finansal sistemin içinde bulunduğu likidite koşulları küresel veya yerel etkilere bağlı olarak değişiklik gösterebilmekte, buna bağlı olarak piyasada likidite açığı veya fazlası oluşabilmektedir. Bu bağlamda Sistemin Fonlama İhtiyacı (SFİ), finansal sistemde likidite açığının oluşması durumunda TCMB tarafından sağlanması gereken likidite miktarını ifade etmektedir (TCMB, 2017b). Sistemin fonlama ihtiyacını etkileyen temel faktörler; parasal büyüklüklerdeki değişimler, bankaların merkez bankası ile gerçekleştirdiği TL işlemler, Hazine ve Maliye Bakanlığı'nın piyasa ile gerçekleştirdiği TL işlemler olarak başlıca üç başlıkta özetlenmektedir.

TCMB, ekonomideki her türlü olasılık ve gelişmeyi dikkate alan kısa ve uzun vadeli likidite projeksiyonları ile sistemin likidite ihtiyacını belirlemekte ve oluşan ihtiyacı kullandığı araçlarla dengelemektedir. SFİ göstergesi olarak Net APİ değeri kullanılmaktadır. Buna göre Net APİ tutarı, TCMB'nin repo/ters repo ve depo işlemleri yoluyla yaptığı ve vadesi gelmemiş tüm TL fonlamaların yine vadesi gelmemiş TL sterilizasyon tutarının düşülmesi yoluyla elde edilmektedir (Güler, Keleş, & Kilimci, 2014).

Türkiye’de sermayenin fonlama ihtiyacı, ağırlıklı olarak APİ (devlet iç borçlanma senedi karşılığı TL) yöntemi ile karşılanmakta bunun yanında swap (döviz ve altın karşılığı TL) ve depo işlemleri de kullanılabilmektedir. Son dönemdeki likidite politikası yaklaşımı ile sistemin fonlama ihtiyacının karşılanmasında swap işlemlerinin de yoğunluklu olarak tercih edilmeye başlandığı görülmektedir. Sistemin fonlama ihtiyacının karşılanmasındaki kompozisyonun farklılaşması para politikası duruşunda değişimi göstermektedir.



Şekil 13. Sistemin Fonlama İhtiyacı Araçları

Kaynak: TCMB (16.12.2020)

Sistemin fonlama ihtiyacı araçlarının değişiminin gösterildiği Şekil 13’den, 2019-01 ile 2020-01 dönemi arasında Net APİ/Aktif oranında aşağı yönlü ciddi değişimin olduğu izlenebilmektedir. Bununla beraber, swap işlem miktarında ise 2019 başından itibaren belirgin bir yükseliş söz konusudur. Ekim 2020 itibarıyla sistemin fonlama ihtiyacı miktarı 706 milyar TL olup, bunun 482 milyar TL’si swap ile karşılanmıştır.

TCMB analitik bilanço verilerine göre, bahsi geçen dönemde Net API değerinin aktif içindeki oranı %31,7 seviyesinde iken, swap¹¹ işlemlerinin oranı %68,3 olarak gerçekleşmiştir. Bankacılık sisteminin TCMB swap imkanlarını yoğun biçimde kullanmayı tercih etmeleri, API ile fonlamaya bir alternatif oluşturmakta ve sistemin fonlama ihtiyacının daha büyük kısmının bu araçla karşılanmasını sağlamaktadır.

4.1.6. Parasal Genişleme

Merkez bankalarının varlık satın alımı yoluyla para arzını artırması anlamına gelen ve bilançolarını genişletmesini sağlayan geleneksel olmayan para politikası yaklaşımları parasal genişleme olarak tanımlanmaktadır. Bu politikanın, niceliksel (kantitatif) genişleme, niteliksel (kalitatif) genişleme veya her iki aracın bir arada kullanıldığı yöntemler ile uygulandığı görülebilmektedir. Uygulamaların ortak amacı ise, finansal piyasaların desteklenmesi ve sağlanan likidite artışı ile ekonominin canlanmasının sağlanmasıdır.

Niceliksel genişleme (Quantitative Easing-QE), merkez bankalarının faiz oranlarını etkilemek amacıyla parasal tabanının büyüklüğünü artırarak, yüksek miktarda orta ve uzun vadeli varlık alımı (DİBS) yapmasıdır. Niteliksel genişleme ise, finansal piyasalardaki likidite sıkıntısının aşılması ve mali işlemlerde canlılık yaratılması için özel sektöre ait menkul kıymetlerin (bono, tahvil, Varlığa Dayalı Menkul Kıymet-VDMK, İpotek Teminatlı Menkul Kıymet-İTMK vb.) para ve sermaye piyasalarından satın alınmasıdır (Kurum & Oktar, 2019).

Bu politika araçları ile, merkez bankası rezervlerinin miktarları ve içerikleri optimal ölçütlerin üzerinde belirlenerek piyasaya para enjekte edilmektedir. Etkin bir para politikası bakımından likidite talebinin yönetilmesi oldukça önemli olup, istikrarlı biçimde seyir izlemesi beklenen bir husustur. Bu doğrultuda, Türkiye’de son dönemlerde uygulama alanı bulan parasal genişleme uygulamalarına bu kısımda yer verilmektedir.

¹¹ Yurt İçi para karşılığında döviz forward ve future'ların toplam kısa ve fazla pozisyon büyüklüklerini ifade etmektedir (para swaplarının gelecekteki bacağına da kapsamaktadır).

Türkiye’de parasal genişlemenin ön adımları olarak 2019 yılında TCMB kararın Hazine’ye aktarım tarihinin yapılan düzenleme ile erkene alınarak Ocak ayına çekilmesi, yine aynı yılın Temmuz ayında TCMB ihtiyat akçesinin Hazine’ye aktarılması gösterilmektedir. Zira, bu yöntemle kamu harcamaları için gerekli olan fon sağlanmakta ve böylece piyasada paranın dolaşım miktarı artırılmaktadır.

Parasal genişlemeye yönelik atılan adımlar 2020 yılının ilk çeyreği itibariyle daha belirgin hale gelmiştir. TCMB Açık Piyasa İşlemleri portföy nominal büyüklüğü daha önceki yıllarda miktarsal olarak belirlenmekte iken, “2020 Yılı Para ve Kur Politikası” metninde yayınlandığı üzere bu kalemde orantısal yapıya geçilmesi ve azami TCMB analitik bilanço aktif toplamının %5’i olarak belirlenmesine karar verilmiştir (TCMB, 2019a). Bu kararın ardından TCMB Menkul Kıymetler kaleminde hızlı bir şekilde artışa gidildiği görülmektedir.

TCMB, bahsi geçen oranı önden yüklemeli olarak gerçekleştirebileceği ve gerektiğinde piyasa koşullarına göre güncelleyebileceği beyanı doğrultusunda 17.04.2020 tarihinde koronavirüsün ekonomik ve finansal etkilerine karşı alınan ilave tedbirlere ilişkin 2020-22 sayılı basın duyurusu ile söz konusu limiti %10 seviyesine yükseltmiştir.

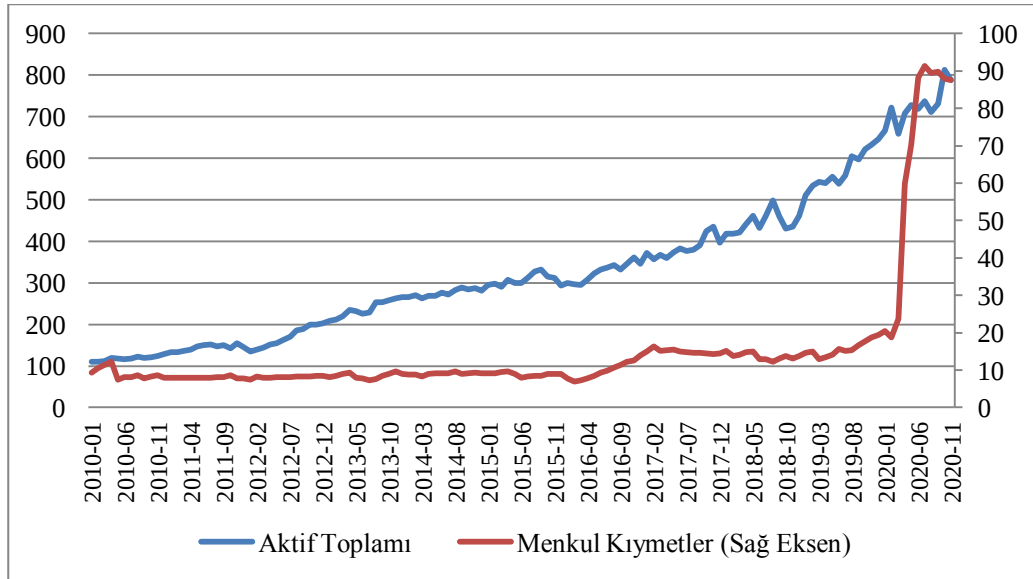
Böylece, 2019 yılı için 18,9 milyar TL olarak belirlenen API portföy nominal büyüklüğü, Tablo 12’de gösterilen doğrudan DİBS alımlarının gerçekleştirilmesi ile birlikte 2020 yılında 79,9 milyar TL düzeyine yükselmiştir. TCMB’nin menkul kıymet alımı yapması, piyasaya likidite sağladığı anlamına gelmekte olduğundan bu kalemdeki gelişmeler miktarsal genişlemenin izlediği seyre dair gösterge niteliği taşımaktadır.

Tablo 12. 2020 Yılı Doğrudan DİBS Alımları (Milyar TL)

TCMB'nin Doğrudan Alımları	Nominal Değeri	Alımlarla Piyasaya Verilen TL Tutarı	Piyasa Değeri
A-Geleneksel İhale İle Doğrudan Alımlar	45,9	47,9	45,6
B-Piyasa Yapıcı Bankalardan Miktar İhalesi İle Doğrudan Alımlar	7,6	8,0	7,5
C-Doğrudan Alımlar (A+B)	53,5	55,9	53,1
D-Portföy Büyüklüğü	67,7	-	66,6
E-İşsizlik Sigorta Fonu Alımları	12,2	20,7	21,9
F-Toplam (D+E)	79,9	-	88,5

Kaynak: TCMB (16.12.2020)

TCMB analitik bilançosundaki menkul kıymetler kaleminin Ocak 2020 döneminden itibaren başlayan keskin biçimdeki miktarsal artışı Şekil 14'ten izlenebilmektedir. Buna göre, menkul kıymetlerin miktarsal olarak en yüksek olduğu seviye 813 milyar TL ile Ekim 2020 döneminde, aktif toplamı içindeki orantısal olarak en yüksek seviye ise %12,57 ile Ağustos 2020 döneminde gerçekleşmiştir.



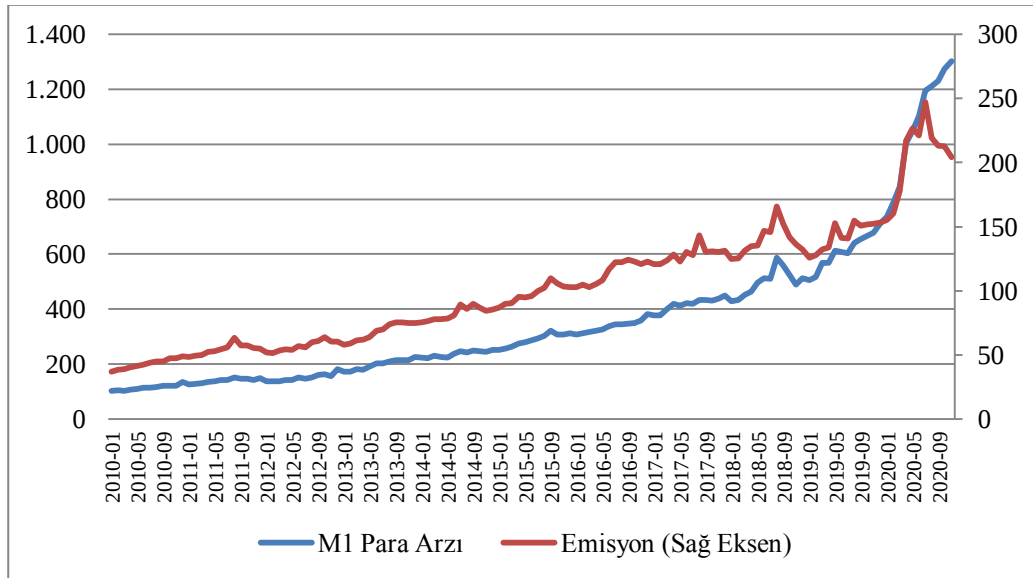
Şekil 14. TCMB Analitik Bilanço Kalemleri Gelişimleri (Milyar TL)

Kaynak: TCMB, EVDS (13.11.2020)

Bilanço genişlemesine yönelik adımlarını kademeli şekilde devreye alan TCMB, koronavirüsün olası ekonomik ve finansal etkilerine karşı aldığı tedbirler ile miktarsal genişlemenin kapsam ve hacmini artırmaktadır. Bu kapsamda, TCMB'nin 2020-16,

2020-21 ve 2020-22 sayılı duyuruları ile uygulamaya geçirdiği önlemlere ilgili bölümde (bkz. 3.2.4) yer verilmektedir.

Bahsi geçen tedbirler incelendiğinde TCMB'nin bilanço büyütmesi ile TL yaratarak niceliksel gevşeme, daha önce teminat havuzuna kabul ettiği varlıkların yanısıra VDMK ve İTMK gibi ürünlerini de ekleyerek niteliksel gevşeme yapmakta olduğuna işaret etmektedir. Bu bağlamda yapılan müdahalelerin daha önce BOJ tarafından uygulanan ve Niceliksel ve Niteliksel Gevşeme (Quantitative and Qualitative Easing- QQE) olarak ifade edilen güçlü parasal genişleme önlemlerine benzediğini belirtmek mümkündür.



Şekil 15. M1 Para Arzı ve Emisyon Hacmi Gelişimi (Milyar TL)

Kaynak: TCMB, EVDS (14.11.2020)

Dar tanımlı M1 para arzı büyüklüğü, dolaşımdaki para ve vadesiz mevduat toplamını ifade etmektedir. Emisyon hacmi ise, merkez bankası tarafından piyasaya sürülen banknotların toplam tutarıdır. Emisyon hacmini belirleyen temel unsur, ekonomideki birimlerin nakite olan talebi olduğundan modern merkez bankacılığı uygulamalarında bir para politikası aracı olarak değerlendirilmemektedir.

Şekil 15'ten de izlenebildiği üzere, M1 para arzı büyüklüğü Ekim 2020 itibarıyla 2019 yılı sonuna göre %83 oranında artarak 1,3 trilyon TL seviyesinin üzerine çıkmıştır. Para arzında görülen bu hızlı gelişme, Türkiye'de parasal genişlemenin izlediği seyir hakkında bilgi vermektedir. Hızlı parasal genişleme, iktisadi canlanmayı

teşvik etse de beraberinde cari açık seviyesinin artması, yabancı sermayenin çıkışı nedeniyle döviz ihtiyacının artması, dolarizasyonun artması ve enflasyon oranının yükselmesi gibi bazı yan etkileri barındırmaktadır. Bu risklerin doğru yönetilmesinde kurula dayalı öngörülebilir politikaların izlenmesi, kurumsal yapılanmanın sağlanması, kredibilite ve güven tesisi ve ıpalanan bir enflasyon beklentisi oluşturulması çözüm olarak sunulmaktadır.

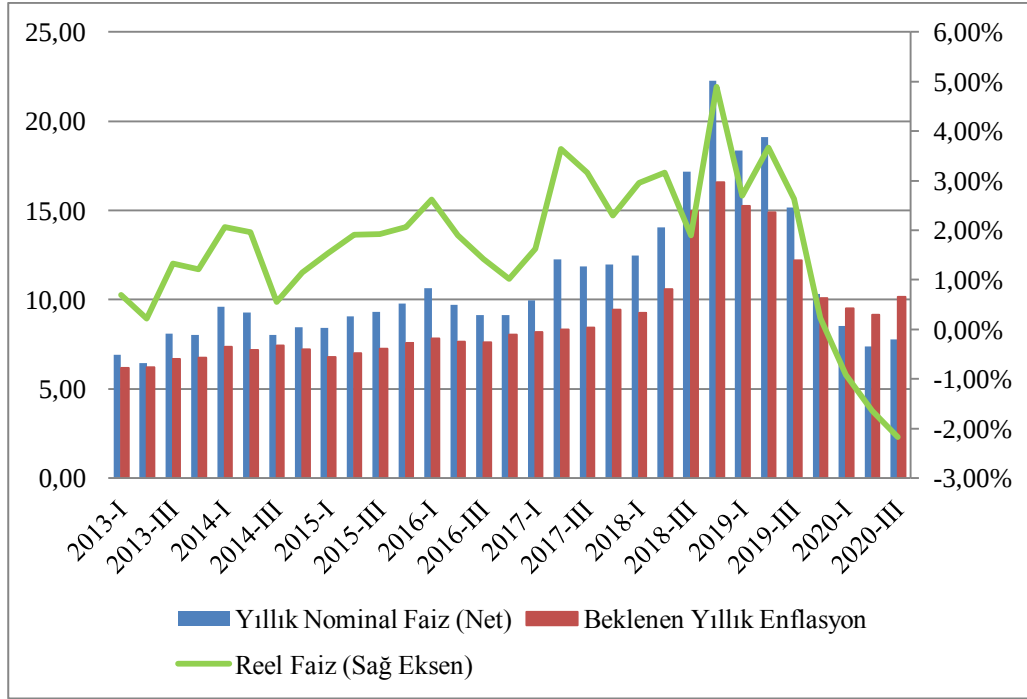
4.1.7. Negatif Reel Faiz

Geleneksel anlayışta faiz oranlarının düşebileceği en düşük sınır, sıfır seviyesi olarak kabul edilmektedir. Olağan ekonomik koşullarda nominal ve reel faiz oranları pozitif seyretmesi beklenmekte, yani borç veren tarafın tasarrufundan vazgeçtiği süre için risk primi ve enflasyon farkı kadar getiri talep etmesi normal karşılanmaktadır. Fakat, olağandışı durumlarda geleneksel olmayan para politikası uygulaması olan negatif reel faiz politika aracı ile bunun tersi yönünde politika izlenebilmektedir. Para otoriteleri, ekonomik büyümeye hız kazandırılması, iç talebin canlandırılması, birikim sahiplerinin harcamaya yönlendirilmesi gibi nedenlerle parasal genişlemeye benzerlik gösteren bu politikaya yönlenebilmektedir. Dünyada başlıca merkez bankalarının da başvurmakta olduğu bu politika aracı, ülkemizde de uygulama alanı bulmaktadır.

Asıl amacı iktisadi canlanmanın sağlanması olan negatif reel faiz uygulaması, para bulunduranlar için bir tür vergi veya yatırımcıların ödemek zorunda kaldıkları bedel olarak da nitelendirilmektedir. Negatif reel faiz politikasının ekonomide talep yönlü artışı sağlayarak canlanmayı teşvik etmesi, kredi hacmini yükseltmesi ve ihracatı artırması gibi faydalı yönleri olmakla birlikte tasarruf sahiplerini dövize yöneltmesi ve sermaye yatırımlarından mahrum kalınması gibi riskleri de beraberinde getirmektedir (Köse, Atik, & Yılmaz, 2015).

Tasarruf sahiplerinin yatırım kararlarında dikkate alması gereken reel faiz, net nominal faizden beklenen enflasyonun düşülmesi ile hesaplanmakta olup formülasyonu $r = (1 + i)/(1 + p) - 1$ şeklinde ifade edilmektedir.¹²

¹² Denklemdaki (r) reel faizi, (i) nominal faizi, (p) ise beklenen enflasyonu simgelemektedir.



Şekil 16. Türkiye’de Negatif Reel Faiz

Kaynak: TCMB, EVDS (15.11.2020)

Türkiye’deki reel faizin son yıllardaki seyri Şekil 16’dan izlenebilmektedir. Bu görselde yer alan net nominal faiz, bankalarca açılan mevduatlara uygulanan ağırlıklı ortalama TL cinsi 1 yıllık mevduata uygulanan faiz oranının stopaj sonrası net tutarını, beklenen enflasyon ise TCMB enflasyon beklenti anketi sonuçları üzerinden elde edilen 12 ay sonrasının yıllık TÜFE beklentisinin aritmetik ortalamasını ifade etmektedir. Buna göre, üst kısımda verilen formülasyona göre Türkiye’de 2019 yılı ortalarından itibaren politika faiz oranlarında güçlü ve hızlı şekilde indirimine gidilmesi sonucunda 2020 yılı başlarından itibaren reel faizlerde negatif düzeye geçildiği görülebilmektedir.

Sermaye akımlarına hassas olan gelişmekte olan ülkelerde uygulanan negatif reel faiz politikasının enflasyon eğilimini artırması, kredi genişlemesine sebep olması, banka parasının oluşumunu sınırlaması ve dolarizasyonu tetiklemesi gibi olası istenmeyen sonuçları görülebilmektedir (Yılmaz & İçellioğlu, 2016). Keza, bu politikanın Türkiye’de uygulandığı dönemde benzer belirtilerin ortaya çıktığı görülmüştür.

4.2. Finansal Piyasalara Yönelik Uygulamalar

Finansal piyasalarda derinliğin giderek artması, para politikasının yürütüldüğü çerçeveyi daha karmaşık hale getirmektedir. Parasal aktarım mekanizmasına aracılık sağlayan finansal sistemin yapısı ve koşullarını etkileyen durumlar para politikasının etkinliği açısından önemlidir. Bu durum, finansal piyasaların etkin çalışması ve sistemik riskin takibine yönelik hassas düzenlemeleri gerekli kılmaktadır. Finansal piyasalardan kaynaklı krizlerin ülke ekonomilerine olumsuz etkileri göz önüne alındığında, bu alandaki regülasyonların önemi ortaya çıkmaktadır.

Finansal piyasaların sağlıklı şekilde işlemesine yönelik düzenlemeler, ülke ekonomisinin yapısal özelliklerine ve dönemsel koşullara göre farklılık gösterebilmektedir. Türkiye’de finansal sistemin yapısı incelendiğinde, Ekim 2020 tarihli BDDK verilerine göre, para piyasası aktörü olan bankacılık sisteminin büyüklüğünü ifade eden aktif büyüklük rakamı 6,2 trilyon TL’dir. Aynı tarihli BİST konsolide verilerine göre, sermaye piyasalarının büyüklüğünü ölçümleyen piyasa değeri rakamının ise 1,5 trilyon TL düzeyinde olduğu görülmektedir. Buradan hareketle, ülkemizde finansal piyasaların %81’ini temsil etmesi nedeniyle bankacılık sistemine yönelik düzenlemelerin de buna paralel olarak daha ağırlıklı olarak uygulandığını belirtmek mümkündür. Ayrıca, geçmişte bankacılık sisteminde yaşanan ve ülke ekonomisini etkileyen olumsuz tecrübeler bu alandaki düzgün işleyişin sağlanmasının ne denli önem arz ettiğini göstermektedir.

Ülkemizde finansal istikrar, temel amacı fiyat istikrarı olan TCMB’nin destekleyici amacı olarak benimsenmiş ve finansal sistemde düzenleyici tedbirleri almaya yetkili kılınmıştır. Bunun yanında, finansal istikrarın sağlanması ve makro risklerin azaltılması noktasında görevli olan düzenleyici ve denetleyici kurumlar tarafından yapılan çeşitli düzenlemeler de bulunmaktadır. Bu bölümde, finansal piyasalara yönelik olarak devreye alınan geleneksel olmayan para politikaları ve makro ihtiyati tedbirlerden oluşan uygulamalar ele alınmaktadır.

4.2.1. Kurumsal Yapılanma

Ekonomi üzerinde etkili olan kurumlar arasındaki işbirliği, finansal piyasaların sağlıklı şekilde işlemesine ve finansal istikrarın sağlanmasına önemli katkı sağlamaktadır. Farklı kurumların sorumluluk alanına giren politikalarda koordineli şekilde karar alınması finansal sistemin bütünlüğü açısından önem arz etmektedir.

Her ülkenin kendi yapısına uygun bir finansal mimarinin oluşturulması, ekonominin durumuna ve yaşadığı krizlerden çıkardığı deneyimlere göre farklılık gösterdiği gibi, literatürde de ideal yapılanma önerileri halen tartışılmaktadır. Bilgin (2018)'e göre, düzenleyici ve denetleyici otoritelerin sınıflandırılması “kurumsal ve geleneksel yaklaşım”, “fonksiyonel yaklaşım”, “entegre yaklaşım” ve “ikiz tepeler modeli” olmak üzere dört ana yaklaşımda ele alınmaktadır. Buna göre, ilk yaklaşımda otoritelerin sorumluluğu finansal hizmet sunan yapının kurumsal kimliğine göre belirlenirken, ikinci yaklaşımda sunulan finansal ürünlere odaklı bir yapılanma söz konusu olmaktadır. Bu iki yapının işlevinin tek çatıda görülmesi entegre yaklaşımı ifade etmektedir. Son olarak dördüncü modelde ise, finansal istikrar ve piyasa işleyişini düzenleyen iki farklı otorite bulunmaktadır.

Özatay (2012)'a göre, uygulanan para politikaları ile finansal düzenlemeler arasında eşgüdümün sağlanması için farklı kurumsal düzenleme seçenekleri bulunmakta olup, temelde merkez bankaları odaklı bir çerçeve üzerinde durulmaktadır. Ülkemizde, para politikası kararları ile makro ihtiyati kararların sorumlu kurumlar ile birlikte yürütüldüğü bir komitenin oluşturulması seçeneği uygulanmaktadır. Türkiye’de, sistemik riskin takibi ve yönetilmesi anlamında makro riskleri azaltıcı politikalar uygulamak suretiyle çeşitli önlemler alan finansal istikrardan sorumlu kurumlar TCMB, BDDK, Hazine ve Maliye Bakanlığı, SPK ve TMSF olarak belirlenmiş olup ilgili kurumların sorumluluk alanları Tablo 13 ile gösterilmektedir.

Tablo 13. Türkiye’de Finansal İstikrardan Sorumlu Kurumlar

İLGİLİ KURUM	SORUMLULUK ALANI
TCMB	Fiyat istikrarı ve finansal istikrar çerçevesinde para ve kur politikası ve ödeme sistemleri.
BDDK	Bankalar ve finansal holding şirketleri ile finansal kiralama, faktoring ve finansman şirketlerinin düzenlenme ve denetlenmesi.
Hazine ve Maliye Bakanlığı	Kamu finansmanı ve mali politikalar ile sigortacılık şirketlerinin düzenlenme ve denetlenmesi.
SPK	Sermaye piyasası ve aracı kurumların düzenlenme ve denetlenmesi.
TMSF	Tasarruf sahiplerinin hak ve menfaatlerinin korunması ile bankaların çözümülenmesi.

Kaynak: TCMB (10.10.2020)

Bu dönemde kurumsal yapılanma alanında yapılan önemli bir değişiklik, 18.10.2019 tarih ve 47 sayılı Cumhurbaşkanlığı Kararnamesi ile, sigortacılık ve özel emeklilik sektörlerinin düzenlenmesi ve denetlenmesine dair görevleri yürütmek üzere kamu tüzel kişiliğine haiz, idari ve mali özerkliğe sahip otorite olarak Sigortacılık ve Özel Emeklilik Düzenleme ve Denetleme Kurumu’nun kurulması olmuştur. Böylece, sigortacılık faaliyetleri ile ilgili daha önce Hazine ve Maliye Bakanlığı bünyesinde yer alan görev tanımları bu kuruma devredilmiştir.

Ayrıca sistemik riskin takibi ve makro riskleri azaltıcı politikaların geliştirilmesi için yukarıda sayılan kurumların yanı sıra “Finansal İstikrar ve Kalkınma Komitesi” ve “Finansal Sektör Komisyonu” gibi önemli oluşumlar da görev yapmaktadır.

Finansal İstikrar ve Kalkınma Komitesi (FİKKO), 02.07.2018 tarihinde 4059 Sayılı Kanun’da yapılan değişiklik ile kurulmuştur¹³. İlgili yasal düzenlemede komitenin amaçları; finansal sistemin ekonomik büyümeyi sağlıklı bir şekilde desteklemesi ve piyasalarda güven korunması için sistemik risklerin yönetilmesi, finansal düzenlemelerde ve uygulamalarda uyumun sağlanması ve reel sektör ile

¹³ 8 Haziran 2011 tarih ve 637 sayılı Ekonomi Bakanlığının Teşkilat ve Görevleri Hakkında Kanun Hükmünde Kararname ile kurulan Finansal İstikrar Komitesi yerine kurulmuştur.

koordinasyonun artırılması yönünde işbirliğinin tesis edilmesi ve bu kapsamda ihtiyaç duyulan verilerin merkezi şekilde toplanması için gerekli faaliyetlerin yürütülmesi olarak belirtilmektedir.

FİKKO'nun kendi politika araçları bulunmamakla birlikte, bünyesinde yer alan ilgili kurumların makro ihtiyati politika setlerine yaptığı tavsiye kararları önemli bir etkiye sahiptir. Bu komitenin kurulmasıyla birlikte, çatısı altında yer alan otoritelerin iletişim ve işbirlikleri daha kurumsal yapıya kavuşturulmuştur.

Finansal Sektör Komisyonu ise finansal istikrardan sorumlu kurumların yanında Rekabet Kurumu, Kalkınma Bakanlığı, Borsa İstanbul, Türkiye Bankalar Birliği ve Türkiye Katılım Bankaları Birliği temsilcilerinden oluşan geniş bir temsil yapısına sahiptir. Komisyonun başlıca görevleri; finansal piyasalardaki güven ve istikrarın oluşturulması amacıyla bilgi alışverişi, kurumlar arası işbirliği ve koordinasyonu sağlamak, ortak politika önerilerinde bulunmak, finans sektörünün geleceğini ilgilendiren konulara ilişkin görüş bildirmek olarak belirlenmiştir.

4.2.2. Kredi Genişlemesi

Bankacılık sisteminde kredi maliyetlerinin indirilmesi, operasyonel süreçlerin kolaylaştırılması ve kredi tahsis politikası standartlarının düşürülmesi suretiyle fon talep edenlerin finansal kaynaklara erişimin sağlanarak kredi hacminin artırılması kredi genişlemesi olarak ifade edilmektedir.

Türkiye'de reel kesimin finansmana erişim bakımından ağırlıklı olarak bankacılık sistemine bağımlı bir yapıya sahip olması, parasal aktarım mekanizmalarından olan kredi kanalı tercihinin etkinliğini artıran bir unsur olarak karşımıza çıkmaktadır. Dolayısıyla, Türkiye ekonomisinde büyüme hızının potansiyel büyüme hızının altında olduğu dönemlerde merkez bankasının para politikası araçları ve finansal istikrardan sorumlu diğer kurumların makro ihtiyati önlemleri ile kredi genişlemesine yönelik politika tercihinin ortaya koyduğu görülmektedir.

Bu kapsamda, 2016 yılı sonundan itibaren Türkiye ekonomisinde görülen iktisadi yavaşlama eğilimine karşı ekonomi yönetimi tarafından alınan makro ihtiyati

tedbirlerden en önemlileri Kredi Garanti Fonu (KGF) uygulamaları, Aktif Rasyosu (AR) düzenlemesi ve Finansal Yeniden Yapılandırma (FYY) programı olarak ele alınmaktadır. Bahsi geçen uygulamalardan ilk ikisi kredi hacminin büyütülmesini, üçüncüsü ise mevcut canlı kredilerin sağlıklı zeminde sürdürülmesini hedeflemektedir.

KGF, teminat yetersizliği nedeniyle bankalardan kredi kullanamayan işletmelere kefalet sağlayarak finansman erişimlerine destek olmaktadır. 2017 yılında KGF teminat limitlerinin artırılması ve Hazine Kefaleti desteğinin eklenmesi ile birlikte kullanım koşullarına yönelik kolaylık sağlanarak daha önceki yıllara göre kredi tutarında hacmin artırılması sağlanmıştır. KGF teminatlı kredi risk bakiyesinin toplam bankacılık sektörü kredi toplamı içindeki en yüksek payına %11,8 oranı ile 2017 yılında ulaşıldığı görülmektedir.

2020 yılı Mart ayında ortaya çıkan koronavirüs salgını, iktisadi alandaki durgunluğa sebep olarak ekonomi üzerindeki olumsuz etkisini göstermeye başlamıştır. Bu kapsamda, 30.03.2020 tarihinde ilan edilen Ekonomik İstikrar Kalkanı paketi kapsamında Hazine destekli KGF kefaletli kredi limiti 25 milyar TL'den 50 milyar TL'ye yükseltilerek KGF kefalet limiti 500 milyar TL'ye çıkarılmıştır. Bu dönemde daha önceki KGF paketlerinden farklı olarak istihdamın korunması için "İşe Devam Kredi Desteği", işletme giderlerinin karşılanması (vergi, prim vb) için "İşletme Gideri Paketi" ve ticari faaliyete dayalı olarak keşide edilip faturalandırılabilen çeklerin finanse edilmesi için "Çek Destek Paketi" gibi farklı kredi programları ile başta teminat sıkıntısı yaşamakta olan firmalar olmak üzere reel sektörün krediye erişim imkanı sağlanmıştır.

Buna ek olarak, bu dönemde ilk kez gerçek kişilere yönelik bir KGF kefaleti olan "Temel İhtiyaç Destek Kredisi Paketi" açıklanarak hanehalkının yaşaması muhtemel ekonomik olumsuzlukların önüne geçilmesi hedeflenmiştir. Böylece, gerçek kişilerin salgın nedeni ile ötelemek durumunda kaldıkları tüketim harcamalarına destek olunurken, aynı zamanda yavaşlayan iktisadi faaliyetin de harekete geçirilmesi amaçlanmaktadır. Bahsi geçen tüm KGF kefaletli kredi destek programlarının 11.05.2020 tarihi itibarıyla ulaştığı seviye Tablo 14'te gösterilmektedir.

Tablo 14. KGF Kefaletli Kredi Destek Programları

	İşe Devam Kredi Desteği	Çek Ödeme	İşletme Gideri	Temel İhtiyaç Destek
Kefalet Limiti (Milyar TL)	121	12	24	41
Kredi Limiti (Milyar TL)	152	15	30	50
Kullanım (Milyar TL)	113,9	5,6	8,7	27,1
Kullanım (Adet)	164,8 bin	12,5 bin	12,77 bin	4,6 milyon

Kaynak: TCMB, Finansal İstikrar Raporu (Mayıs 2020)

Para politikası açısından da önemli bir değişken olarak görülmekte olan KGF teminatlı kredilerin ivmelenmesinin, ekonomik faaliyetleri desteklemekte olduğu ve iktisadi faaliyetlere olan yansıması ile finansal koşulların olumlu seyrine katkıda bulunduğu belirtilmektedir (TCMB, 2017a). Tablo 15 ile gösterilen KGF haftalık bülten risk gelişimi verilerine göre, 2020 yılı sonu itibari ile bu kapsamda kullandırılan kredi tutarı 304,5 milyar TL'ye ulaşarak toplam krediler içinde %10,5 oranında paya sahip olduğu görülmektedir.

Tablo 15. Kredi Garanti Fonu Verileri

	Kredi Sayısı	Kredi Tutarı (Milyar TL)	Kefalet Tutarı (Milyar TL)	KGF Kredileri / Toplam Krediler
1994-2015	17.673	9,7	7,2	-
2016	19.506	5,5	4,1	%1,2
2017	356.055	194,9	175,0	%11,8
2018	496.519	211,7	188,0	%10,9
2019	581.034	188,2	160,8	%8,6
2020	824.133	304,5	249,4	%10,5

Kaynak: KGF (22.03.2021)

Öte yandan, finansal istikrarı sağlamakla görevli kurumların aldığı makro ihtiyati tedbirler ile bankacılık sisteminin kredi iştahının düşük olduğu zaman dilimlerine yönelik bazı düzenlemeler yapılmaktadır. Bu doğrultuda BDDK'nın 18.04.2020 tarihli ve 9000 sayılı kararı kapsamında, koronavirüs salgını nedeniyle yaşanan sürecin ekonomiye etkisini en düşük seviyeye indirerek bankaların bünyelerinde bulundurduğu kaynakların en etkin şekilde kullandırılmasını sağlamak amacıyla 01.05.2020 tarihinden itibaren başlamak üzere AR hesaplamasına

başlanmasına karar verilmiştir. İlgili kararın ilanından sonraki tarihlerde çeşitli teknik düzenlemeler¹⁴ ile revize edilen AR formülasyonunun güncel hali aşağıdaki gibidir. (BDDK, 2020).

$$AR = \frac{\text{Krediler} + (\text{Menkul Kıymetler} \times 0,75) + (\text{TCMB Swap} \times 0,50)}{\text{TL Mevduat} + (\text{YP Mevduat} \times 1,75)}$$

İlgili denklemde AR değerinin her ay sonu itibariyle o aya ilişkin ortalamasının mevduat ve katılım bankaları için ayrı olarak belirlenen oranın altına düşmemesi yönünde sınırlama getirilmiştir. Bu oran başlangıçta mevduat bankaları için %100 ve katılım bankaları için %80 olarak belirlenmiş olup, görülen ihtiyaç üzerine yapılan düzenlemeler ile oran kademeli olarak düşülerek önce sırasıyla %95 ve %75 olarak (10.08.2020 tarih ve 9125 sayı), daha sonra %90 ve %70 olarak (28.09.2020 tarih ve 9170 sayı) revize edilmiştir.

İlgili denklem analiz edildiğinde pay kısmında en ağırlıklı kalemin krediler olduğu ve bilanço dışı bir kalem olan swap işlemlerinin hesaplama dahil edildiği görülmektedir. Payda kısmında ise YP mevduatın çarpanının artırılması ile (YP mevduatın YP kredilere olan kısmı için 1 katsayısı, bunu aşan kısmı için 1,75 katsayısı uygulanır) döviz tevdiat hesaplarına yönelimin nispeten azaltılmaya çalışıldığı göze çarpmaktadır. Bu karar ile özetle, bankaların aktiflerini özellikle kredi kullandırımını gözeterik büyütmesi, menkul kıymet işlemleri ile Hazine'ye borç vermeleri veya TCMB ile olan swap işlemlerinin artırılması için yönlendirme yapılmaktadır. Bir süre uygulama alanı bulan AR düzenlemesi, BDDK'nın normalleşme adımları çerçevesinde 9271 sayılı kararı ile sona erdirilmiş ve bu uygulamaya ilişkin tüm kararlarının 31.12.2020 tarihi itibariyle yürürlükten kaldırılmasına karar verilmiştir.

Diğer taraftan TCMB'nin kredi akışının sağlanmasına yönelik bankacılık sistemine yönelik yaptığı düzenlemelerin yanı sıra, bizzat kendi kaynakları ile de reel sektörün finansmanına destek vermekte olduğu görülmektedir. Bu kapsamda hayata geçirilen uygulamalar arasında "Reeskont Kredileri" ve "Yatırım Taahhütlü Avans Kredileri" sayılmaktadır.

¹⁴ BDDK'nın 30.04.2020 tarihli ve 9003 sayılı, 29.05.2020 tarihli ve 9042 sayılı, 10.08.2020 tarihli ve 9125 sayılı, 28.09.2020 tarihli ve 9170 sayılı ve 26.10.2020 tarihli ve 9238 sayılı kurul kararları ile revize edilmiştir.

TCMB, 31.03.2020 tarihinde 2020-21 sayılı duyuru ile ihracatçı firmaların nakit akışının desteklenmesi amacıyla 20 milyar TL olan reeskont kredisi limitini 60 milyar TL'ye yükseltmiştir. TCMB bu dönemde, 05.06.2020 tarih ve 2020-32 sayılı duyurusu ile ülke ekonomisi açısından kritik öneme sahip selektif sektörlerde faaliyet gösteren firmaların yatırımlarının desteklenmesi amacıyla yatırım taahhütlü avans kredisi kullanılmasına başladığını ilan etmiştir. Bu uygulama ile (i) verimliliği yüksek, ithalatı azaltan ve ihracatı destekleyen yatırımların teşvik edilmesi, (ii) dışa bağımlılığın ve cari açık sorunun azaltılması ve (iii) sürdürülebilir büyümenin desteklenmesi amaçlanmaktadır. İlgili kredi için 20 milyar TL kaynak tahsis edilmiş olup, kalkınma ve yatırım bankaları aracılığı ile politika faiz oranının 150 baz puan altında fiyatlama ile 10 yıl vadeli kullandırım imkanı sunulması planlanmaktadır.

Reel sektörün finansal kuruluşlara olan mevcut borçlarının yeniden yapılandırılması hakkındaki FYY programları, kredi genişlemesinin diğer bir önemli yönünü oluşturmaktadır. FYY, mali darboğaz içinde olan ancak yeniden yapılandırma ile yaşatılması mümkün olan kredi borçlularının geri ödeme yükümlülüklerini yerine getirebilmelerine ve böylece ekonomiye tekrar kazandırılarak istihdama katkıda bulunmaya devam etmelerine imkan vermektedir.

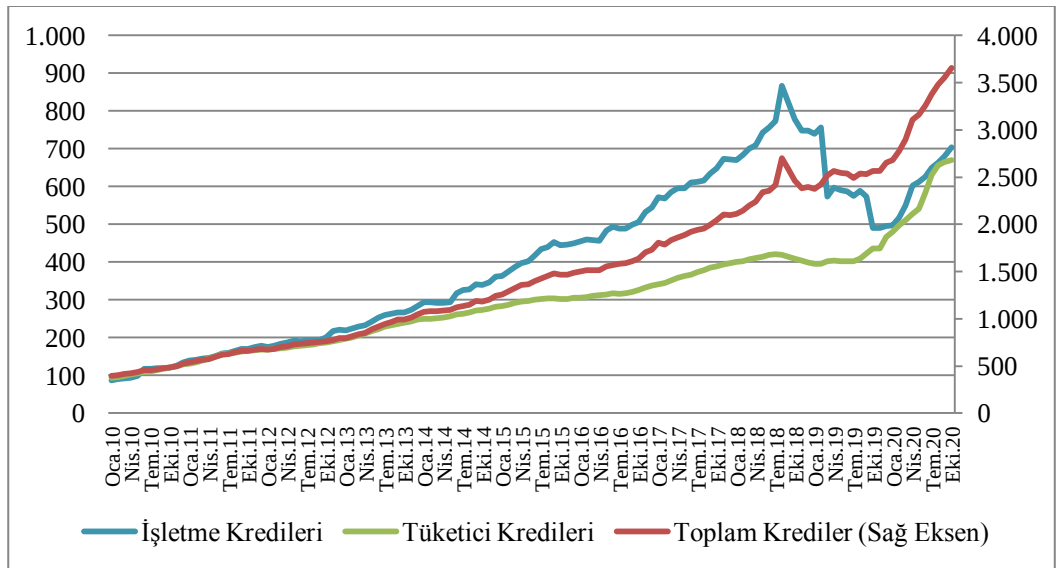
Ülkemizde, bu alanda düzenlemeler yapılmakta olup 15.08.2018 tarihinde “Finansal Sektöre Olan Borçların Yeniden Yapılandırılması Hakkında Yönetmelik” yayınlanarak konu hakkında genel ilkeler belirlenmiştir. İlgili yönetmelik hükümlerine göre FYY'nın kapsamı; kredi borçlarının vadelerini uzatmak, borçluların kredilerini yenilemek, borçlulara ilave yeni kredi vermek, kredi ilişkisinden doğan alacakları indirmek veya bunlardan vazgeçmek, alacakları iştirake çevirmek, devir veya temlik etmek, tasfiye etmek, satmak ve bilanço dışına çıkarmak ve diğer banka ve alacaklılarla birlikte hareket ederek protokoller yapmak olarak belirtilmektedir (Resmi Gazete, 2018).

FYY Çerçeve Anlaşması'na göre bu programın amacı, ekonomiye katma değer oluşturduğuna inanılan ve geçici olarak finansal ödemeleri aksayan borçluların fon üretme kabiliyetleri de dikkate alınarak alacaklı kuruluşlar tarafından uygun görülecek makul süreç ve koşullarda, gerek ekonomik faaliyetlerine devam etmeleri gerekse öngörülen süre içerisinde finansal kesime ve kamu dahil diğer alacaklılara olan geri

ödeme yükümlülüklerini yerine getirebilmelerinin sağlanmasıdır (TBB, 2019). Bu imkan kapsamında, Temmuz 2021 tarihli TBB verilerine göre programdan 247 firma yararlanarak 70 Milyar TL tutarındaki borcun yapılandırılması sağlanmıştır.

Kredi genişlemesine yönelik diğer örnekler arasında, Bölüm 4.1.3.'te yer verilen zorunlu karşılıklar uygulamasında nominal kredi büyümesine göre farklılaşma, reel kredi büyümesine göre farklılaşma ve selektif sektörler için farklılaşmaya dayalı kriterlere yönelik düzenlemelerin yapılması da oldukça önemli bir yer tutmaktadır. Diğer taraftan, kamu bankaları öncülüğünde hayata geçirilen çeşitli finansman destek paketleri, taşıt ve konut kredilerine yönelik düzenlenen kampanyalar da bu alandaki gelişmeler arasında yer almaktadır.

Bahsi geçen uygulamaların neticesinde oluşan kredi genişlemesinin seyri, Şekil 17'de tüketici kredileri, işletme kredileri ve toplam krediler ayrımında gösterilmektedir. BDDK verilerine göre, Ekim 2020 itibarıyla bankacılık sektörü toplam kredi hacmi 3,7 trilyon TL'ye kadar yükselmiştir.



Şekil 17. Türkiye’de Kredilerin Gelişimi (Milyon TL)

Kaynak: BDDK, Aylık İnteraktif Bülten (10.12.2020)

Kredi genişlemesi ekonominin büyümesine katkısı bakımından olumlu olarak değerlendirilse de, bu politikanın hızlı ve aşırı bir biçimde yürütülmesi durumunda bazı riskler de oluşturabilmektedir. Özatay (2020), Türkiye’de kredi genişlemesine yönelik politikaların sonucunda oluşan kredi hacmi ile dolarizasyonun art arda hareket ettiğini

ifade etmektedir. Bu görüşe göre, kredi patlaması yaşanan süreci takip eden dönemler reel sektör firmalarının yabancı para varlıkları ile yükümlülükleri arasındaki farkın açılmasına neden olmaktadır. Hızlı kredi büyümesi ve para birimi uyumsuzlukları ekonomi açısından bir kırılma göstergesi olmakta, daha ileri aşamalarda ise finansal krizlerin belirleyicisi olabilmektedir.

4.2.3. İletişim ve Sözle Yönlendirme

Küresel finansal kriz sonrasında merkez bankalarının politika araçlarını çeşitlendirmesi, piyasalar ve ekonomik birimler ile kurdukları iletişime de yansımış ve bu alanda farklı stratejiler izlenmeye başlanmıştır. Değişen anlayış ile para politikasının öngörülmesinde ve sinyal etkisi ile bekleyişlerin yönetilmesinde daha şeffaf ve etkin bir iletişim kurulması önem kazanmıştır. Ancak, merkez bankalarının tüm iletişim faaliyetleri geleneksel olmayan para politikası aracı olarak görülmemekte, standart uygulamaların ötesinde bilgi iletiminde veya hedef odaklı kullanıldığında bu kapsamda değerlendirilmektedir (Cecioni, Ferrero, & Secchi, 2011).

TCMB para politikasının temel iletişim araçları Para Politikası Kurulu (PPK) duyuruları ve yılda 4 kez yayınlanan Enflasyon Raporu olarak belirtilmektedir. Politika faizinin belirlendiği ve para politikasının durumu hakkında önemli mesajların yer aldığı PPK toplantıları 2017 yılından itibaren yılda en az 8 kez düzenlenmekte iken, 2020 yılından itibaren yıllık en az 12 kez toplanmasına karar verilmiştir. PPK toplantısında alınan para politikası kararı ve buna ilişkin kısa gerekçe aynı gün, ayrıntılı toplantı özeti ise 5 iş günü içinde kamuoyu ile paylaşılmaktadır.

Bununla birlikte para ve kur politikası çerçevesine dair yayınlanan Finansal İstikrar Raporu (yılda 2 kez) ve Para ve Kur Politikası Metinleri (yıllık) gibi iletişim araçları da önemli yere sahiptir. Ayrıca aylık bültenler, yıllık rapor, stratejik plan, aylık fiyat gelişmeleri, anket çalışmaları, çeşitli platformlarda yapılan sunumlar ve basın duyuruları da iletişim politikasının önemli parçalarını oluşturmaktadır.

TCMB, kamuoyu ile iletişimin güçlendirilmesini ve farklı hedef kitlelerine yönelik bilgi temin edilmesi hedefi ile 2016 yılından itibaren iletişim politikasında aşağıdaki değişiklikleri yapmıştır (TCMB, 2020a).

- Reel sektör temsilcileri ve finans kuruluşlarıyla düzenli toplantılar yapılması,
- Yatırımcı ve analistlerle yapılan teknik içerikli görüşmelerin sayısının ve kapsamının artırılması,
- İletişim alanındaki teknolojik gelişmeler doğrultusunda, sosyal medya araçlarının daha aktif şekilde kullanılması,
- Çalışanların görüşlerinin kamuoyu ile paylaşabilmeleri, tartışma açmaları ve ekonomi gündemine katkıda bulunabilmeleri amacıyla “Merkezin Güncesi” adlı bir blog sitesinin açılması.

Bu kapsamda, TCMB mevcut iletişim politikasında yenilikçi yaklaşımlarda bulunarak ve araç setine “sözle yönlendirme” uygulamasını ekleyerek bu alanda kendini göstermektedir. Geleneksel olmayan bir para politikası iletişim aracı olarak sözle yönlendirme, merkez bankalarının para politikasının gelecekteki yönelimi hakkında kamuoyu ile kurduğu iletişim çalışması olarak tanımlanmaktadır. Bu yöntemle merkez bankası reaksiyon fonksiyonunun parametrelerini ve politika hedeflerini paylaşmakta ve makroekonomik temellere ilişkin değerlendirmeleri hakkında bilgi sunmaktadır (Yılmaz & Kahveci, 2014).

İleri vadeli rehberlik (forward guidance) olarak da adlandırılan bu iletişim politikası çerçevesinde, geleceğe dönük olarak uygulanacak para politikası hakkında sözler verilmesi veya iktisadi temellere ilişkin tahmin yapılması suretiyle ekonomik birimlerin beklentilerinin yönetilmesi ve değiştirilmesi amaçlanmaktadır (Şen, 2018).

Türkiye’de uygulanan sözle yönlendirme hakkında örneklerin yer aldığı Tablo 16’den görüleceği üzere, TCMB bu iletişim aracı ile fiyat istikrarı hedefine bağlı olarak enflasyon oranı odaklı paylaşımlarda bulunmakta ve para politikası duruşu hakkında verdiği sinyaller ile sözle yönlendirmeye başvurmaktadır. Böylece, kısa vadeli faizlerin seviyesine ilişkin telaffuzda bulunulmaksızın, enflasyon beklentileri üzerinde aşağı yönlü bir baskı oluşturmayı hedefleyen ve temkinli duruş mesajı veren bir iletişim stratejisi tercih edilmektedir.

Tablo 16. TCMB'nin Sözle Yönlendirme Örnekleri

	AÇIKLAMA
Enflasyon Raporu (31 Ekim 2019)	<i>“Enflasyonu düşürmeye odaklı, sıkı bir para politikası duruşu ve güçlü politika koordinasyonu altında enflasyonun kademeli olarak hedeflere yakınsayacağı öngörülmektedir. Bu çerçevede, enflasyonun 2019 yıl sonunda %12 olarak gerçekleşeceği, 2020 yıl sonunda %8,2'ye, 2021 yıl sonunda %5,4'e geriledikten sonra orta vadede %5 düzeyinde istikrar kazanacağı tahmin edilmektedir.”</i>
Para ve Kur Politikası Metinleri (5 Aralık 2019)	<i>“TCMB'nin nominal ya da reel olarak herhangi bir kur hedefi bulunmamaktadır. Ancak, döviz kurunun iktisadi temellerden belirgin şekilde kopması ve döviz kurundaki hareketlerin fiyat istikrarını kalıcı olarak etkilemesi veya finansal istikrara risk oluşturması halinde TCMB bu duruma kayıtsız kalmayacak ve sahip olduğu araçlarla gerekli tepkiyi verecektir.”</i>
PPK Toplantı Özeti (12 Aralık 2019)	<i>“Enflasyondaki düşüşün hedeflenen patika ile uyumlu şekilde gerçekleşmesi için para politikasındaki temkinli duruşun sürdürülmesi gerekmektedir. Bu çerçevede, parasal sıkılığın düzeyi ana eğilime dair göstergeler dikkate alınarak enflasyondaki düşüşün sürekliliğini sağlayacak şekilde belirlenecektir.”</i>
Başkan Sunumu (25 Eylül 2019)	<i>“Küresel gelişmelerin de etkisiyle para politikasında oluşan hareket alanının önemli bir bölümünü Temmuz ve Eylül aylarında önden yüklemeli bir şekilde kullanmayı tercih ettik...Gelenen noktada para politikası duruşunun enflasyondaki düşüş sürecini destekler nitelikte olduğunu değerlendirmekteyiz.”</i>

Kaynak: TCMB (25.06.2020)

4.2.4. Kredi Teminat Oranı Sınırlamaları (LTV)

Bankacılık sisteminde kullanılan krediler ile bu krediler karşılığında bankaca alınacak teminatın tutarı ve türleri arasında makul bir dengenin olması gözetilmektedir. Bankaların etkin risk yönetimi politikası çerçevesinde, kendinden teminat özelliği bulunan konut ve taşıt kredileri için kredi tutarı ile teminat değeri arasında belli bir orantının olması beklenmektedir. Bu kapsamda, kredi ve teminat arasındaki ilişki Kredi Teminat Oranı (Loan to Value-LTV) olarak adlandırılmaktadır.

Bankaların kredi teminat standartlarının belirlenmesi ile kaldıraç kullanımı sınırlanmakta ve sistemik riskin oluşumunu engellenmektedir. Bu uygulama, finansal

kesimin kredi riski iştahını ve varlık fiyatlarındaki spekülative artışları etkileyerek finansal istikrarın sağlanmasına katkıda bulunmaktadır. Kredi teminat oranı sınırlaması, hanehalkı borçluluk düzeyini ve bankaların takipteki alacak oranlarını azaltıcı etkiye bulunmaktadır (Doğan, 2018).

Ülkemizde kredi teminat oranı sınırlaması 2011 yılında BDDK'nın 2010-42 sayılı duyurusu ile uygulanmaya başlamıştır. Makro ihtiyati politika çerçevesinde yardımcı bir araç olarak uygulanan bu tedbir, Tablo 17'den görüldüğü gibi dönemin ekonomik gerekliliklerine göre yıllar itibariyle çeşitli değişikliklerle aktif olarak kullanılmaktadır.

Tablo 17. Kredi Teminat Oranı Düzenlemeleri

	2011-2013	2014-2015	2016	2017-2018	2019
Taşıt Kredisi	-	0-50.000 TL ≤ %70, 50.000 TL > %50		0-100.000 TL ≤ %70, 100.000 TL > %50	0-120.000 TL ≤ %70, 120.000 TL > %50
Konut Kredisi	%75		%80	%80	Konut enerji A sınıfı %90, B sınıfı %85, C sınıfı %80

Kaynak: BDDK (14.04.2020)

4.2.5. Borç Gelir Oranı Sınırlamaları (DTI)

Hanehalkı borçluluk düzeyinin makul seviyelerin üzerinde olması, finansal sistemde risk oluşturmakta ve genel ekonomiyi olumsuz etkileyecek düzeyde hasara sebebiyet verebilmektedir. Borç Gelir Oranı (Debt to Income-DTI), bu doğrultuda geliştirilen makro ihtiyati tedbirlerden biri olup, kişinin toplam kredilerinin yıllık gelirine oranını ifade etmektedir.

BDDK, kredi kartı ve banka kartı harcamaları ile ilgili makro ihtiyati düzenlemeleri içeren politikaları uygulamakla yetkili kurum olarak, finansal istikrarın güçlendirilmesi ve makroekonomik dengelere uyum sağlanması amacıyla çeşitli düzenlemeler yapmaktadır. Bu tedbirlerden ilki, 2013 yılında kredi kartı limitlerinin belirlenmesinde gelir düzeyine dayalı sisteme geçilmesi olmuştur. Buna ilave olarak, kredi kartlarının asgari ödeme tutarları, limit kontrol sistemleri ve harcama yapılan sektörlerle ilişkin çeşitli düzenlemeler de yapılmaktadır. Böylece, hanehalkının bilinçli tüketiminin ve basiretli borçlanmasının teşvik edilmesi ile kredi kartı ile yapılan harcamaların genel ekonomiye etkisinin kontrol altında tutulması amaçlanmaktadır. Bu doğrultuda ürün ve sektör bazlı taksit ve tutar sınırlamaların konulması, bunların ekonominin seyrine göre değiştirilmesi gibi tedbirler uygulanmaktadır.

Benzer şekilde, taşıt ve tüketici kredilerinde azami vade süreleri de iktisadi koşulların ve para politikası duruşunun seyrine göre daralma dönemlerinde artırılıp, aşırı kredi genişlemesi gözlemlenen dönemlerde döngü karşıtı anlayışla düşürülebilmektedir.¹⁵ Düzenleyici otoritenin yürürlüğe koyduğu tedbirlere bakıldığında, kuyumculuk sektöründeki kısıtlamaların faiz oranları, taşıt ve elektronik eşya sektörünün cari açık ve gıda/akaryakıt gibi hızlı tüketim sektörlerinde ise enflasyon oranı ile ilişkilendirilerek para ve kredi koordinasyonuna yönelik değişikliklerin yapıldığı tahmin edilmektedir.

Kredi kartı kullanıcı sayısının ve işlem hacimlerinin artması ve yapılan işlemlerin ekonomiye etkisi göz önünde bulundurulduğunda, bu alandaki düzenlemelerin daha esnek yapılması gerekliliği ortaya çıkmaktadır. 11.01.2019 tarihinde yapılan yasal düzenleme ile bu konudaki değişiklikler için Bankacılık Düzenleme ve Denetleme Kurulu yetkilendirilmiştir. Böylece, yönetmelik düzeyinde değişikliğe ihtiyaç kalınmadan daha etkin ve hızlı karar alınmasının önü açılmıştır. Kredi kartı taksitlendirme süreleri Cumhurbaşkanlığı Strateji ve Bütçe Başkanlığı, Hazine ve Maliye Bakanlığı ile Ticaret Bakanlığı'nın görüşü alınarak belirlenmekte olduğundan, hükümetin makro ekonomik değişkenlere yönelik yürütmekte olduğu para politikası tedbirleri ile eşgüdüm sağlanmaktadır.

¹⁵ Buna örnek olarak, BDDK'nın 17/12/2020 tarih ve 9322 sayılı taşıt kredilerinde fatura/kasko değeri üzerinden vade üst sınırı belirlenmesi kararı gösterilebilir. Bu karar ile birlikte nihai değeri 0-120.000 TL arası olan taşıtlar için azami 60 ay, 300.000 TL'ye kadar olan taşıtlar için 48 ay, 750.000 TL'ye kadar olan taşıtlar için 36 ay ve bunun üzerindeki tutarlar için azami 24 ay kredi kullandırılabilir.

4.2.6. Mevduat ve Katılım Fonu Sigortası

Mevduat ve katılım fonu sigortası, bankalarca açılan tasarruf mevduatı ile katılım bankalarınca açılan katılım fonlarını, bu kuruluşların faaliyet izinlerinin kaldırılması durumunda hak sahiplerinin maruz kalacağı kayıplara karşı korumak için kısmen ya da tamamen ödenmesinin garanti edilmesidir. Bu konuda yetki ve görev, Tasarruf Mevduatı Sigorta Fonu (TMSF) tarafından yerine getirilmektedir (TMSF, 2019).

Türkiye'de faaliyet gösteren kredi kuruluşlarının yurt içi şubelerinde gerçek kişiler adına açılmış olan ve münhasıran çek keşide edilmesi dışında ticari işlemlere konu olmayan TL, döviz ve kıymetli maden cinsinden hesapların tabi olduğu mevduat ve katılım fonu sigorta miktarı 25.09.2019 tarihinde yapılan değişiklik ile 150.000 TL'ye yükseltilmiştir (Resmi Gazete, 2019). Böylece, tasarruf sahiplerinin bankacılık sistemine olan güven düzeyinin artırılarak fonların finansal sistem bünyesinde kalması sağlanmaktadır.

Söz konusu değişiklik ile sigorta tutarının artırılmasının yanı sıra, buna teşkil eden prim hesaplama yönteminde de değişiklik yapılarak belirlenen her kategori için prim tutarları artırılmıştır. Ayrıca sermayesinin yarısından fazlası kamuya ait olan bankalar, bulundukları kategoriye bağlı olmaksızın en yüksek puanla değerlendirilerek pozitif ayrıma tabi tutulmaktadır. Böylece, finansal sistemde istikrarın artırılması ve sistemik risklerin azaltılması hedefi doğrultusunda mevcut politikalar ile eşgüdüm sağlanmaktadır.

4.2.7. Ödeme Sistemleri Düzenlemeleri

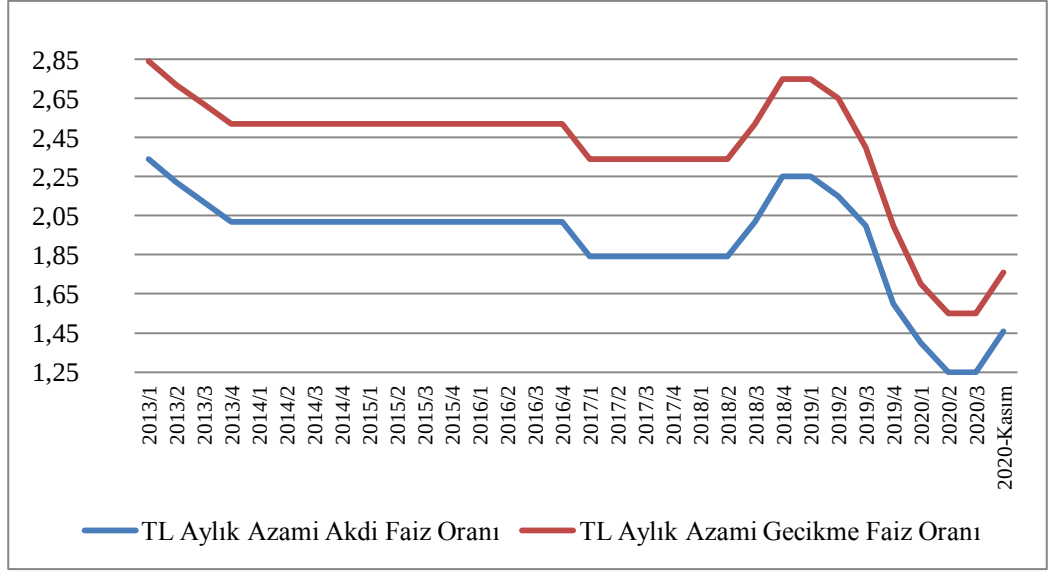
Ödeme sistemlerinin en yaygın araçlarının başında, harcamalarda nakit yerine kullanılan kredi kartları gelmektedir. Bu sistemde iki yönlü piyasa (two sided markets) olarak tabir edilen kredi kartı (issuer) ve üye işyeri kuruluşunun (acquirer) karşılıklı iletişimi ile işlemler sağlanmaktadır. Kredi kartı kullanımı, kişilerin borçlanma imkânlarını genişletmesi ve toplam talebi artırması nedeniyle enflasyonu; paranın tedavül hızını yükseltmesi ve para arzını artırması nedeniyle de para politikasını etkilemektedir. Ayrıca, kredi kartlarının kullanımı kişilerin likidite tercihlerini

etkilemekte ve dolaylı olarak piyasa faiz haddi düzeyine de etkisi bulunmaktadır (Kaya F. , 2009). Bu bağlamda, TCMB'nin kredi kartı ve üye işyerine yönelik düzenlemelerine yer verilmektedir.

TCMB, ödeme sistemlerinin düzgün işletilmesinin sağlanmasına yetkili kuruluş olmasından ve kredi kartlarının yukarıda bahsi geçen etkilerinden ötürü bu piyasaya yönelik düzenlemeler yapmaktadır. Kredi kartı azami faiz oranının belirlenmesi, piyasa faiz oranlarının oluşumuna katkısı ve firma maliyetleri kanalı ile enflasyonu etkilemesi açısından para politikası için önem arz etmektedir. Piyasa koşulları ve ekonomik gelişmelerin seyri dikkate alınarak belirlenen kredi kartı faiz oranları, para politikasının genel durumu ile uyumlu şekilde hareket etmektedir.

Bu doğrultuda 2006 yılından itibaren kredi kartı aylık azami akdi faiz (alışveriş faizi) oranı ve aylık gecikme faiz oranları çeyreklik dönemler itibariyle ilan ederek uygulanması gözetilmektedir. Bunun yanında, TCMB'nin 2020-64 sayılı duyurusu ile kredi kartı işlemlerinde uygulanacak azami faiz oranlarının güncel piyasa koşullarını yansıtan, öngörülebilir ve kurala bağlı bir yöntem ile belirlenmesine karar verilmiştir. Dinamik bir yapıda olan ve aylık dönemi esas alan bu karar ile birlikte kredi kartı işlemlerinde uygulanacak azami faiz oranları, fonlama maliyetinin göstergesi olarak bankaların ağırlıklı ortalama mevduat faiz oranları dikkate alınarak hesaplanan referans oran¹⁶ esas alınarak belirlenmeye başlamıştır. Buna göre, aylık azami akdi faiz oranı ve azami gecikme faiz oranı söz konusu referans orana belirlenen miktarda puan eklenmesi ile belirlenmektedir. Şekil 18'de kredi kartı işlemlerinde uygulanan faiz oranlarının eski (çeyreklik) ve yeni (aylık) dönem gelişimine yer verilmektedir.

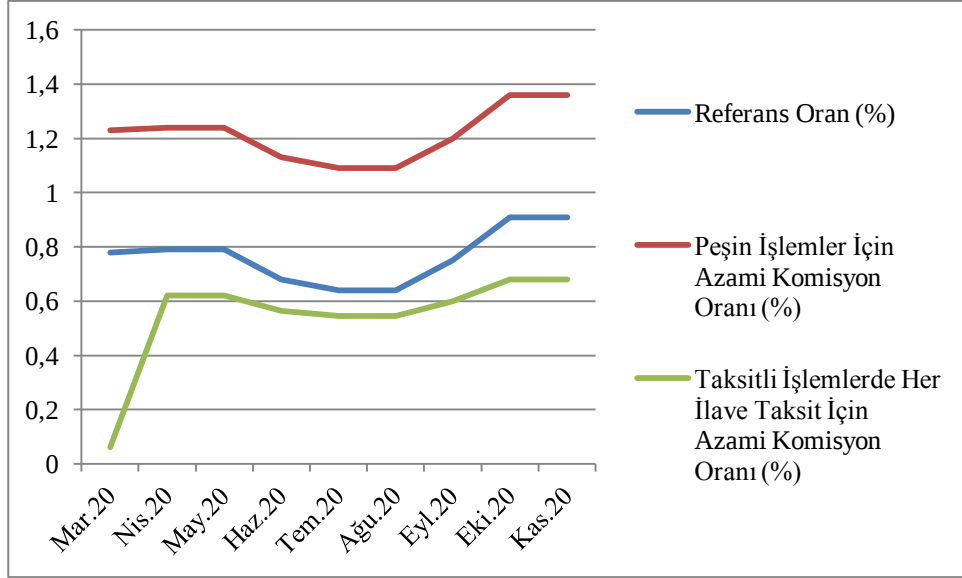
¹⁶ Referans oran; bankaların 32-45 gün vadeli olarak açılan TL cinsi tüm mevduat türlerine uyguladıkları ağırlıklı ortalama faiz oranının ilan tarihi itibarıyla en güncel iki haftalık ağırlıklı ortalamasıdır. TL cinsinden kredi kartı işlemlerinde uygulanacak aylık azami akdi faiz oranı, referans orana 55 baz puan eklenerek belirlenir. TL cinsinden kredi kartı işlemlerinde uygulanacak aylık azami gecikme faiz oranı, TL cinsinden kredi kartı işlemlerinde uygulanacak aylık azami akdi faiz oranına 30 baz puan eklenerek belirlenir.



Şekil 18. Kredi Kartı İşlemlerinde Uygulanan Azami Faiz Oranları

Kaynak: TCMB (11.11.2020)

Ödeme sistemlerinde kredi kartı tarafında düzenlemeler yapmakta olan TCMB, bütüncül bir düzenleme anlayışı ile 16.10.2019 tarihinde alınan karar ile takas sisteminin diğer tarafı olan üye işyerine (POS) yönelik yeni bir uygulama başlatmıştır. Ülkemizde ilk defa uygulamaya alınan bu yöntem ile birlikte mal ve hizmet alımlarında işlem tutarlarının üye işyerinin serbest kullanımlarına ertesi gün aktarılması halinde uygulanacak komisyon oranının azami %1,60 olacağı ve taksitli işlemlerde azami %0,89 puan artırılarak uygulanacağı karara bağlanmıştır (Resmi Gazete, 2019). Dinamik bir yapıda tasarlanan bu hesaplama yöntemi ile konjonktüre göre değişim sağlanmaktadır.



Şekil 19. Üye İşyerlerine Uygulanabilecek Azami Komisyon Oranları

Kaynak: TCMB (11.11.2020)

Bu uygulama ile daha önce banka ve üye işyeri arasında serbestçe belirlenen komisyon oranlarına üst limit getirilerek firmaların POS maliyetleri aşağıya çekilmekte ve günlük nakit ihtiyaçları daha uygun maliyetle karşılanmaktadır. Böylece, üye işyeri komisyon oranlarından dolayı olarak mal ve hizmet fiyatlarına yansımakta olan finansal maliyetler düşürülerek fiyat artışlarına sınırlama getirilmesi hedeflenmektedir. Ayrıca, bankaların kredi kartı tarafındaki faiz oranlarının kısıtlanması ile maliyetin üye işyerine yüklemesinin önüne geçilmektedir. Sistemin çift yönlü tarafını dikkate alarak oluşturulan makro ihtiyati nitelikteki bu yenilikçi uygulama, TCMB'nin piyasaya etkin ve proaktif katılımını göstermesi açısından önemli görülmektedir.

4.2.8. Türk Lirası Gecelik Referans Faiz Oranı (TLREF)

Türk Lirası Gecelik Referans Faiz Oranı (TLREF), finansal türev ürünlerde, borçlanma araçlarında ve çeşitli finansal sözleşmelerde değişken faiz göstergesi, dayanak varlık veya karşılaştırma ölçütü olarak kullanılabilecek gerçek işlemlere dayalı kısa vadeli referans faiz oranıdır (BİST, 2019). TLREF'in temel hedefi, bankacılık sektörünün faiz, kredi, kur, likidite veya diğer risklerin asgari olduğu koşullar altında TL cinsi borç alma/verme faiz oranını ölçmektir. Finansal ve finans dışı kurumlar tarafından bu göstergenin kullanılması ile uzun vadeli TL kredilere imkan

sağlanması yanı sıra, gelişmesine katkı sağladığı TL faiz swap piyasası vasıtası ile tüketim ve yatırım işlemlerinin faiz dalgalanmalarından asgari düzeyde etkilenmesi beklenmektedir.

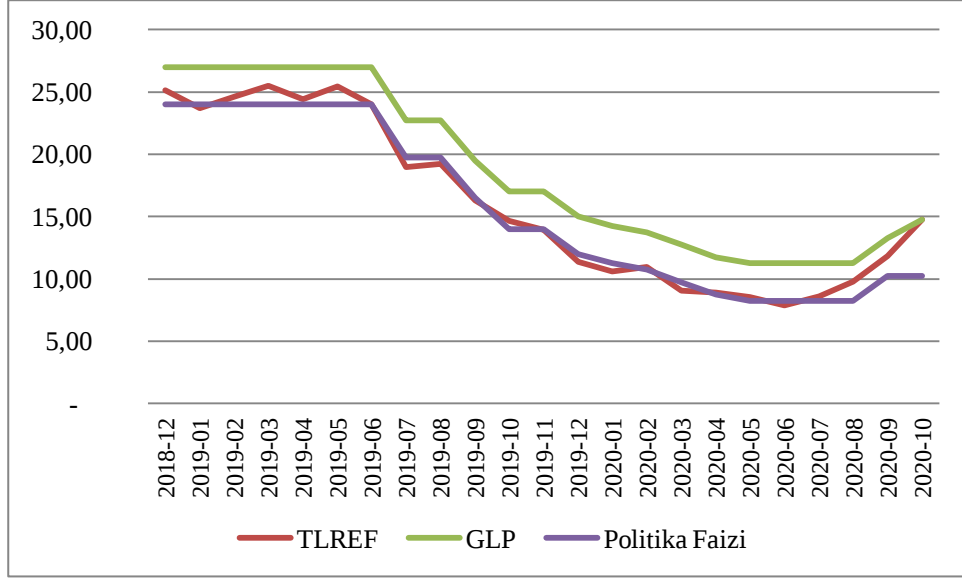
Mevcut durumda Türkiye Bankalar Birliği (TBB) tarafından yayınlanan ve teminatsız borçlanma oranına dair bir gösterge olan TRLIBOR'un (Türk Lirası Bankalararası Satış Oranı) bankalar tarafından etkin olarak kullanılmaması, öte yandan en yaygın gösterge olarak kabul edilen LIBOR'un (Londra Bankalararası Faiz Oranı) 2021 yılından itibaren yayımdan kaldırılacak olması nedeniyle uluslararası standartlara uyumlu bir referans faiz oranının oluşturulması gerekli hale gelmiştir. Bu ihtiyacı karşılamak üzere BİST tarafından 17.06.2019 tarihinden itibaren TLREF günlük olarak hesaplanmaya ve yayımlanmaya başlamıştır.

TLREF, yüksek likit teminatına sahip ve aynı gün valörlü gecelik repo işlemlerini baz almakta olup, hesaplama yöntemi uluslararası uygulamalar ile uyumlu yapıdadır. TCMB, TLREF'in oluşturulması ve geliştirilmesi aşamasında ve sistemin sağlıklı işlemesi için oluşturulan TLREF Komitesi üyesi olarak aktif rol almaktadır.

TLREF, bankaların uzun vadeli pozisyon alabilmelerini sağlamakta, böylece vade ve faiz riskini yönetmelerine destek olmaktadır. Bankaların yabancı para cinsi kaynaklarını TL kaynaklara dönüştürebilmek için türev piyasalarda swap işlemine başvurması, finansman maliyeti oluşturduğu gibi dolarizasyon eğilimini de güçlendirmektedir. Bu açıdan, TLREF oranının faiz swap işlemlerinde derinlik kazanması ile oluşacak piyasa şartlarına uygun, şeffaf ve güvenilir bir referans faiz oranı türev piyasaların likiditesini artırmaya ve yurt dışı piyasalara yönelimin azalmasına katkı sağlayacaktır (TCMB, 2019b).

TLREF, finansal işlemlere öngörü sağlanması bakımından önemli bir aşamayı temsil etmektedir. Zira, bankacılık sisteminin aktif pasif yönetimi üzerinden genel ekonomide oluşturduğu etkiler göz önünde bulundurulduğunda, yeni referans faiz göstergesi ile birlikte bankaların bilanço risklerini ve pozisyonlarını daha etkin şekilde yönetebilme imkânlarının artması beklenmektedir. Ayrıca, bankaların ve diğer finans kuruluşlarının TLREF'e dayalı yeni finansal türev ürünler ihraç etmeleri mümkün hale gelmektedir.

Para politikası açısından değerlendirildiğinde, konuya finansal yeniliklerin merkez bankası faiz kararına etkisi bakımından yaklaşılması mümkündür. Bu yeni nesil gösterge, politika faizindeki duruşun belirlenmesi açısından yetkili otoritelere veri sunması noktasında önem arz etmektedir. Şekil 20, TLREF’in hesaplanmaya başlandığı tarihten itibaren izlediği seyri GLP ve politika faizi ile karşılaştırmalı olarak göstermektedir.



Şekil 20. TLREF Oranının Seyri (%)

Kaynak: BİST ve TCMB (16.11.2020)

Yeni mekanizma bünyesinde bankaların aktif tarafta “TLREF Endeksli Kredi”lerin kullanılmaya başlandığı ve pasif tarafta ise bankalar başta olmak üzere diğer finansal kuruluşlar tarafından “TLREF Endeksli Bono” ihracına başlandığı görülmektedir. Bunun yanı sıra, Hazine ve Maliye Bakanlığı tarafından da çeşitli vade türlerinde TLREF’e endeksli menkul kıymet ihracı yapılmaktadır. Finansal kuruluşlar tarafından TLREF’e dayalı borçlanma aracı ihraç tutarı Kasım 2019 itibariyle yaklaşık 13 milyar TL’ye ulaşmıştır.

Reel sektör açısından değerlendirildiğinde, firmaların ihtiyaç duyduğu değişken faizli ve uzun vadeli finansmana erişimin kolaylaşması ve şirketlerin bilançolarında taşıdığı kur ve faiz riskinin azalmasında TLREF’in etkili bir gösterge olması beklenmektedir. Ülkemizde bu kapsamda enerji sektöründe faaliyet göstermekte olan

firmanın uluslararası kaynaklı proje finansmanı sağlanmasında faiz oranı için TLREF’i baz alan anlaşma yapması bu konudaki ilk örnekler arasında gösterilmektedir.

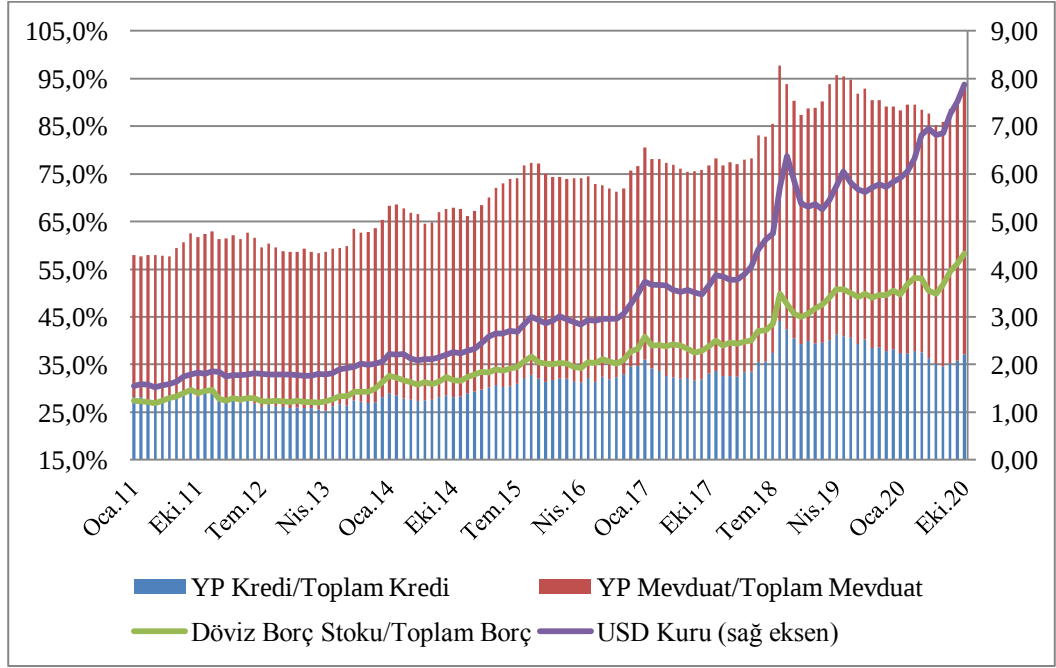
4.3. Döviz Piyasalarına Yönelik Uygulamalar

TCMB, dalgalı döviz kuru rejimi uygulamakta ve olağan piyasa koşullarının geçerli olduğu dönemlerde döviz kuruna yönelik müdahalede bulunmamaktadır. Döviz kuru seviyesi, arz ve talebi etkileyen temel unsurlar etrafında serbestçe belirlenmekte olduğundan TCMB’nin nominal ya da reel kur hedefi bulunmamaktadır. Ancak, TCMB’nin çeşitli yıllardaki para ve kur politikası metinlerinde, döviz kurunun iktisadi temellerden belirgin şekilde kopması veya aşırı oynaklıkların finansal istikrara dair risk oluşturmaları halinde bu duruma kayıtsız kalınmayacağı, döviz kurundaki hareketlerin fiyat istikrarını kalıcı olarak etkilemesi durumunda ise para politikası duruşunun değiştirilerek gerekli tepkinin verileceği ifade edilmektedir (TCMB, 2018a).

TCMB, döviz kuruna dair risk faktörlerini yakından takip etmekte, gerekli gördüğü önlemleri almakta ve belirlediği araçları kullanmaktadır. Bunun yanında, finansal istikrarın sağlanmasından sorumlu diğer kuruluşların da aynı doğrultuda uygulamalar ile mevcut para politikasına destek oldukları görülmektedir. Döviz kuru seviyesinin fiyat istikrarı ve finansal istikrarı olumsuz etkileyecek düzeyde olması durumunda, doğrudan alım satım işlemlerinin ötesinde, yeni uygulamalar ile de piyasanın düzenlenmesi sağlanmaya çalışılmaktadır. Ancak, likidite yönetiminde merkez bankaları kendi para birimi için geniş imkânlarla sahip olsa da, yabancı para birimlerine yönelik nihai bir para politikasının olması doğal olarak söz konusu değildir.

Para ikamesi olarak da ifade edilen dolarizasyonun oransal olarak yüksek seviyede olduğu ülkelerde, milli para biriminin itibarı zedelenmekte, hükümetin ekonomi programının ve merkez bankası para politikalarının etkinliğini azalmakta ve temel makroekonomik değişkenler olumsuz etkilenecek mali kırılganlık artmaktadır. Dolarizasyon seviyesinin boyutunun ölçülmesinde temel olarak; döviz mevduatının toplam mevduata oranı, döviz kredilerin toplam kredilere oranı ve döviz borcunun toplam borç miktarına oranı gibi göstergeler referans olarak kabul edilmektedir. Dolarizasyon ölçütü olarak kabul edilen bu oranların Türkiye’deki gelişimi Şekil 21’de

belirlenmektedir. Buna göre YP Mevduat/Toplam Mevduat oranının %56,5 ile Ekim 2020’de, YP Kredi/Toplam Kredi oranının %44,2 ile Ağustos 2018’de ve Döviz Borç Stoku/Toplam Borç oranının %58,3 ile Ekim 2020 döneminde en yüksek seviyede olduğu izlenebilmektedir.



Şekil 21. YP Kredi, YP Mevduat ve Döviz Borç Oranları

Kaynak: Hazine ve Maliye Bakanlığı ve BDDK (24.12.2020)

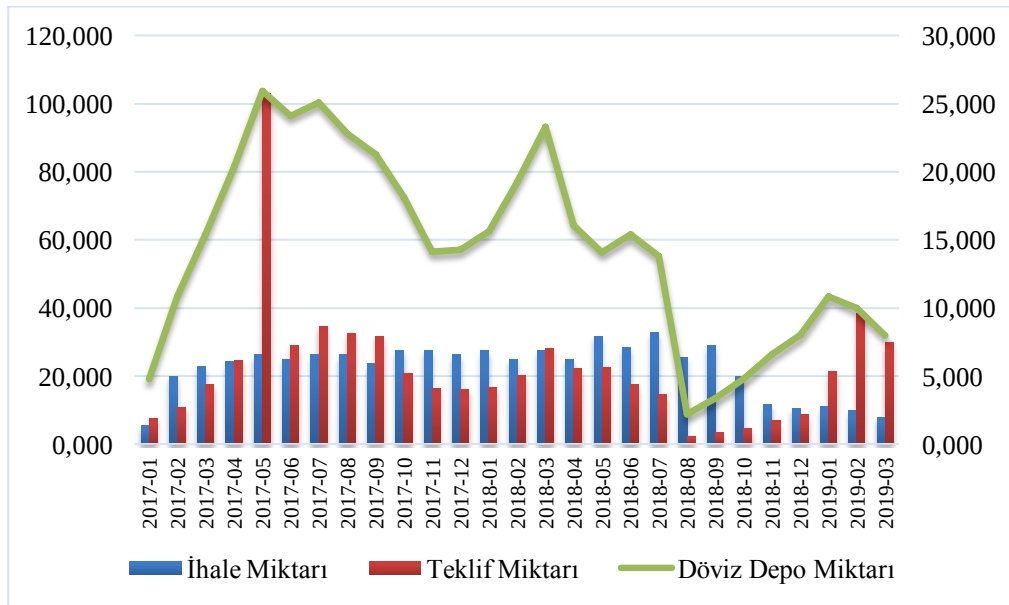
Bu bağlamda Türkiye’de son yıllarda görülen yüksek dolarizasyon oranlarının makul seviyeye çekilmesi amacıyla bir dizi geleneksel olmayan para politikası ve makro ihtiyati politika uygulamaları devreye alınmış olup, söz konusu tedbirler bu kısımda detaylı olarak incelenmektedir.

4.3.1. Döviz Takası Uygulamaları

TCMB’nin döviz kuruna müdahale aracı olarak kullandığı yeni para politikası uygulamalarından olan döviz takası (swap) işlemleri, parasal değeri eşit finansal araçların nakit akışlarının belirlenen vade içerisinde değiş tokuşu olarak ifade edilmektedir. Vadeli finansal türev ürünlerden olan TL depoları karşılığı döviz depoları uygulaması, iki farklı finansal varlığın karşılıklı olarak eş zamanlı depo edilmesi ve bu varlıkların vade sonunda oluşan faiz farkları ile birlikte tekrar değiştirilmesi ile

gerçekleşmektedir. Kısacası, bankalar dövizlerini merkez bankasına borç vermekte, bunun karşılığında merkez bankası da bankalara TL borç vermektedir. Bu yöntemle, merkez bankasının hem dış varlığı hem de döviz yükümlülüğü artmakta ve brüt rezervi yükseltmektedir.

TCMB, uygulanmakta olan para ve kur politikası çerçevesinde TL ve döviz likiditesi yönetimindeki esnekliğin ve araç çeşitliliğinin artırılması amacıyla “Türk Lirası Depoları Karşılığı Döviz Depoları” piyasasının açılacağını 17.01.2017 tarihinde 2017-03 sayılı duyuru ile ilan ederek, ertesi işlem gününde ilk ihaleyi düzenlemiştir. Bu uygulama ile merkez bankasının kalıcı bir rezerv kaybına neden olmadan bankalara döviz likiditesi sağlaması, bankaların TL ve döviz likiditesi yönetimine katkı sağlanması ve yurt dışı para takası piyasasının etkin çalışmasına yardımcı olmak için para takası işlemlerine referans faiz oranı oluşturması gözetilmektedir.

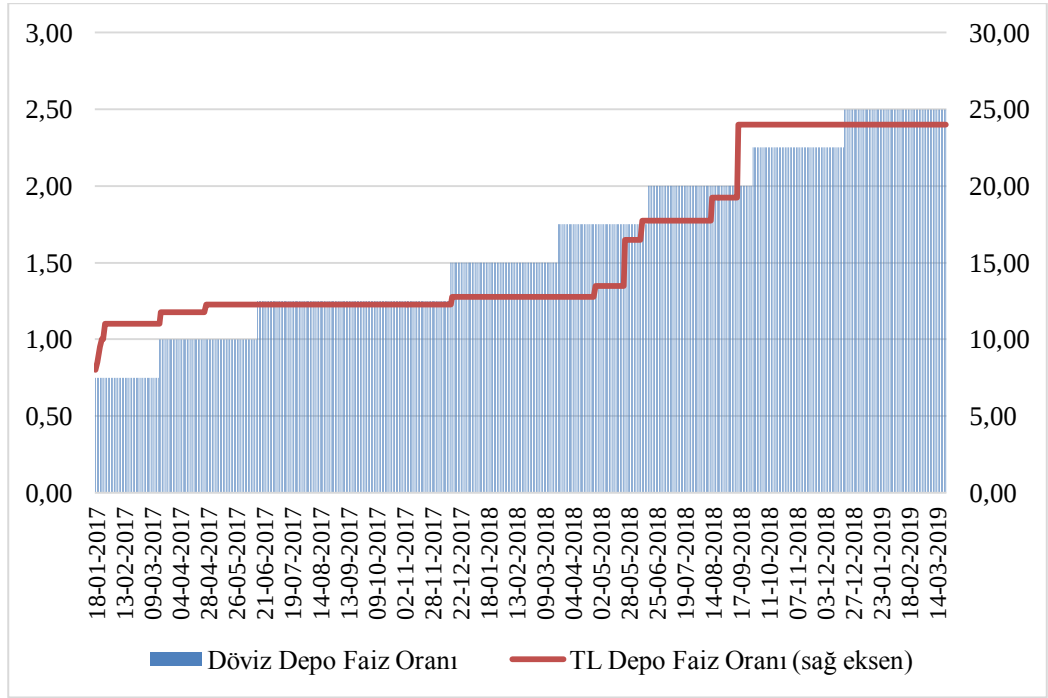


Şekil 22. TL Depoları Karşılığı Döviz Depoları (Milyon USD)

Kaynak: TCMB, EVDS (13.11.2020)

TCMB, bu yöntemle yurt dışı swap piyasası maliyetlerinin yükseltilmesini ve TL likiditesini sıkılaştırarak döviz kurundaki dalgalanmalara karşı TL'yi desteklemek istemektedir (Yalçinkaya & Tunalı, 2019). Şekil 22'den görüleceği üzere ihale miktarı ile teklif miktarı arasında ikincisi lehine oluşan farkı olduğu dönem, döviz talebinin yüksek ve TL değer kaybının hızlandığı zaman dilimleridir.

TCMB, uygulamaya aldığı döviz depoları politika aracını daha etkin kullanmak için %8 olarak başlayan TL depo faiz oranını yaptığı 13 adet artış sonucunda %24 seviyesine getirmiştir. Buna karşın, döviz depo faizleri ise başlangıç oranı olan %0,75 seviyesinde iken yapılan 7 adet artış ile %2,50 seviyesine çıkartılmıştır. Şekil 23'den izleneceği üzere döviz ve TL arasındaki marjın açılması, TL likiditesinin daha da sıkılaştırılmaya yönelik politika izlendiğini göstermektedir.



Şekil 23. Döviz ve TL Depo Faiz Oranları (%)

Kaynak: TCMB, EVDS (10.11.2020)

TCMB'nin hedef odaklı olarak kullandığı bu para politikası aracının etkilerini, ihale öncesi dönem ile sonrası arasındaki para takası faizlerinin oynaklığı üzerinde yapılan analiz ortaya koymaktadır. Uygulamanın başlamasından önceki dönemde para takası faizleri oldukça oynak bir seyir izlemekte ve bunun sonucunda kısa vadeli faizlerden sapmalar ve döviz piyasalarında dalgalanmalar meydana gelmekte iken, ihale sonrası dönemde ilgili değerlerde kayda değer bir gerileme sergilediği sonucuna ulaşılmıştır. Tablo 18'den görüleceği üzere ihalelere başladıktan sonraki 15 aylık döneme dair verilere dayanılarak elde edilen sonuçlar, ihalelerin uygulama amacı ile sonuçları arasında uyumlu etkiler olduğunu kanıtlar niteliktedir (TCMB, 2018b).

Tablo 18. Para Takası Faiz Oynaklıkları

Oynaklık Dönemi	Gecelik	Haftalık	Aylık
Eylül 2015-Aralık 2016	1,39	1,26	1,15
Ocak 2017-Nisan 2018	0,77	0,58	0,57

Kaynak: TCMB Hesaplamaları.

Uygulamaya alınan önlemlere rağmen, bankaların swap işlemlerini Londra swap piyasası üzerinden gerçekleştirme eğiliminde olmaları üzerine, BDDK tarafından döviz piyasasında görülen olağanüstü hareketlenmelere karşı bankaların yurt dışı yerleşiklerle yaptıkları döviz swaplarına yönelik bazı sınırlamalar getirilmekte ve piyasa koşullarına göre güncelleme yapılmaktadır.

Buna göre, ilk olarak bankaların vadede alım (TL vererek karşılığında döviz alınması) ve vadede satım işlemlerinin toplamı, bankaların en son hesapladıkları yasal özkaynakları ile orantılandırılarak sınırlama konulmuştur. Belirlenen oranın üzerinde bir aşım olması durumunda bunun giderilmesine kadar yeni bir işlem yapılamayacağı ve bu mahiyette vadesi gelen işlemlerin yenilenmeyeceği ilan edilmiştir. BDDK'nın konu hakkında daha sonraki tarihlerde yaptığı düzenlemeler ile ilgili işlemlere konu olan ürünlerin kapsamına türev ürünler dahil edilmiş, bankaların yurt dışı ortaklıkları ile yaptıkları işlemlere muafiyet getirilmiş ve söz konusu oranlar piyasa koşullarına göre güncellenmiştir. Konu hakkında yapılan rakamsal düzenlemeler kronolojik sıralamaya göre Tablo 19'da belirtilmektedir (BDDK, 2020).

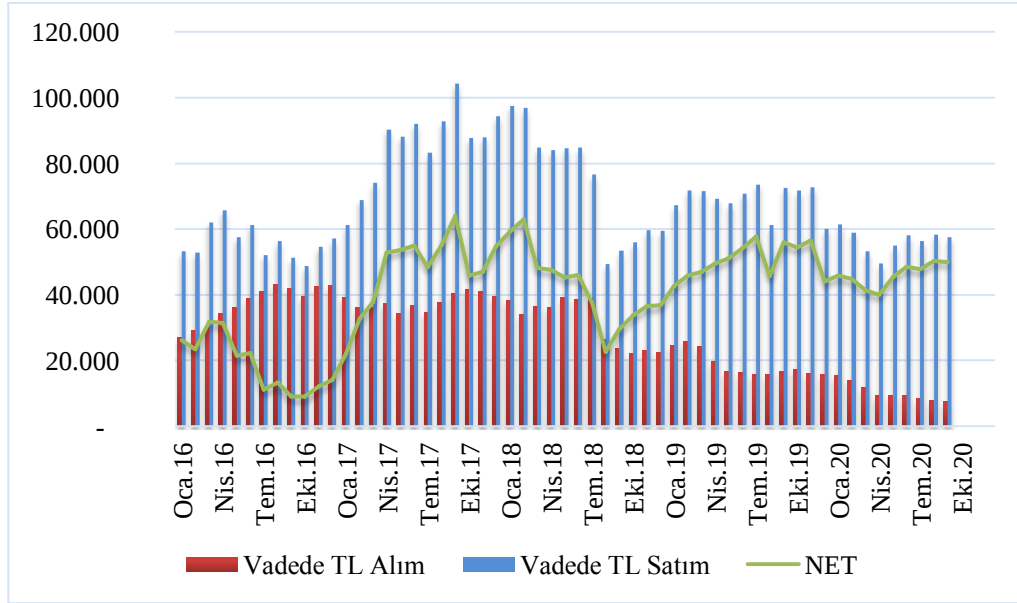
Tablo 19. BDDK'nın Swap İşlemlerine Yönelik Kararları

Tarih	Vadede Alım	Vadede Satım
13.08.2018	%50	-
15.08.2018	%25	-
17.09.2018	90-360 gün %75, 360 gün ve üzeri %50	-
18.12.2019	-	%10
09.02.2020	%10	-
12.04.2020	%1	7 gün %1, 30 gün %2 ve 1 yıl %10
25.09.2020	%10	7 gün %2, 30 gün %5 ve 1 yıl %20
11.11.2020	-	7 gün %5, 30 gün %10 ve 1 yıl %30

Kaynak: BDDK (2020a)

BDDK'nın uygulamaya aldığı bu kararlar ile bankacılık sistemi üzerinden döviz kuru ve faiz seviyesindeki oynaklıkların yönetilmesi amaçlanmaktadır. Şekil 23'te, tedbirlerin alınmaya başlandığı Ağustos 2018 tarihinden itibaren vadede TL alım işlemlerinde düşüş trendine geçildiği görülmektedir. Böylece, bankaların vadeli TL alımının sınırlandırılması sağlanarak döviz kuru oynaklığına neden olunması engellenmeye çalışılmaktadır. TCMB 2020-31 Sayılı Finansal İstikrar Raporu'nda yer verilen analize göre, hayata geçirilen düzenlemelerin 1 hafta vade dilimine konu olan işlemlerin tutarındaki oynaklığı azalttığı ve bu durumun da ilgili dönemde döviz kuru ve yurt dışı para takası piyasalarındaki oynaklığı azalttığı sonucuna varılmıştır. Bahsedilen makro ihtiyati tedbirler ile finansal istikrara olumsuz yansımaları olan etkilerin düzeltilmesi yönünde mevcutta uygulanan para politikasına destek verilmektedir.

Yurt dışı finansal kuruluşlar ile yapılan döviz swap işlemlerinin kısıtlanması, bankaların bu işlemleri TCMB ile yapmasına yönlendirmektedir. Bu dönemde bankalardan alınan döviz karşılığında piyasalara sağlanan fonların toplam fonlama miktarı içindeki payının yükselmesi, swap işlemlerinin TCMB'nin önemli politika araçlarından birisi haline geldiğini göstermektedir. Bu bakımdan, swap portföyünün toplam rezervler içindeki payı incelendiğinde Ekim 2020 itibariyle %79,1 oranında gerçekleşmenin olduğu görülmektedir.



Şekil 24. Para Swapları

Kaynak: BDDK, İnteraktif Aylık Bülten (2020b)

İlgili politika aracının etkinliğini gözlemleyen TCMB, bankaların TL ve döviz likidite yönetimindeki etkinliğinin artırılması amacıyla 31.08.2018 tarihinde “Döviz Karşılığı Türk Lirası Swap Piyasası” açılması kararı verilmiştir. Buna ek olarak, altın cinsi tasarrufların finansal sisteme dahil edilmesini sağlamak amacıyla 06.05.2019 tarihinde “Türk Lirası Karşılığı Altın Swap Piyasası” ve 01.10.2019 tarihinde “Döviz Karşılığı Altın Swap Piyasası” açılması kararları ile para politikası araçları genişletilmiştir. TCMB’nin 14.12.2020 tarihli verilerine göre, altın karşılığı TL swap piyasası işlem tutarı net 36,2 ton, döviz karşılığı altın swap piyasası işlem tutarı yaklaşık net 43,8 ton ve TL karşılığı altın swap ihale stok miktarı net 52,3 ton seviyesindedir.

Merkez bankaları, yerel para birimleri üzerinden gerçekleştirilen ticareti kolaylaştırmak ve iki ülkenin finansal istikrarına destek sağlamak amacıyla swap anlaşmaları yapmaktadır. TCMB, bu kapsamda ilk olarak 2011 yılında Pakistan Merkez Bankası ile 1 milyar USD tutarına eşdeğer yerel para birimleri tutarında, 2012 yılında Çin Merkez Bankası ile 3 milyar TL (10 milyar Yuan) tutarında swap anlaşmaları imzalamıştır. Yakın dönemde ise, döviz kuru türbülansının yaşandığı 17.08.2018 tarihinde TCMB ile Katar Merkez Bankası arasında 3 milyar USD karşılığı Türk Lirası ve Katar Riyali cinsinden ikili bir para takası (swap) anlaşması imzalanmıştır. Söz

konusu anlaşma 26.11.2019 tarihinde tadil edilerek tutar 5 milyar USD karşılığına, 20.05.2020 tarihindeki ikinci tadil ile birlikte 15 milyar USD karşılığına yükseltilmiştir.

Öte yandan ekonominin sağlıklı ve istikrarlı işleyişi açısından para piyasalarının yanı sıra sermaye piyasalarına yönelik düzenlemelerin de eşgüdümlü olarak yapılmakta olduğu görülmektedir. Sermaye Piyasası Kurulu (SPK), 15.08.2018 tarihinde yaptığı açıklama ile döviz piyasalarında makul bir finansal veya iktisadi gerekçe ile açıklanamayan durumların oluştuğunu tespiti sonucunda, bir tarafının TL'nin oluşturduğu paritelerde ciddi fiyat hareketlerinin meydana gelmesi sebebiyle geçici süreli olarak (16.08.2018-03.09.2018 tarihleri arası) kaldıraç oranlarını 1:1 olarak belirlenmesine karar vermiştir (SPK, 2018). Ayrıca, swap piyasalarına dair 12.04.2020 tarihinde BDDK tarafından yapılan düzenleme ile aynı yönde karar alınarak sermaye piyasalarında uygulanması suretiyle finansal sistemin koordineli biçimde çalışmasına katkı sağlanmıştır.

Sermaye piyasalarına yönelik düzenlenen bir diğer konu ise BİST nezdinde faaliyet gösteren Vadeli İşlem ve Opsiyon Piyasası'nda (VİOP) "Swap Piyasası" kurulmasıdır. 01.10.2018 tarihinde faaliyete geçen swap piyasasında, TCMB döviz piyasalarının etkin işleyişine katkı sağlamak amacıyla kendi bünyesinde gerçekleştirdiği TL uzlaşmalı vadeli döviz satım ihalelerinin yanında işlem gerçekleştirebilecektir (BİST, 2018).

İlgili kurumlar tarafından swap işlemlerine yönelik alınan bahsi geçen tedbirler, ülkemizde finansal istikrardan sorumlu kurumların sistemik riskin takibi ve yönetimi kapsamında özellikle makro riskleri azaltıcı politikaları eşgüdüm içerisinde önlem alma ve uygulama kabiliyetlerini göstermesi açısından önem arz etmektedir.

4.3.2. Vadeli Döviz Sözleşmeleri

Vadeli döviz alım satım sözleşmeleri, finansal piyasalarda döviz kurunun etkin yönetilmesini sağlamaya yönelik küresel çapta kullanılan türev ürünlerdendir. Bu uygulama, bir para birimin diğer bir para birimi karşısında önceden belirlenmiş bir vade sonunda gelecekteki değerini bugün itibarıyla üzerinde anlaşılan fiyattan alma ya da satma yükümlülüğü getirmektedir. Merkez bankasının döviz satım, ihaleyi kazanan

bankaların ise döviz alım pozisyonu taşıdığı bu işlemde vade tarihinde herhangi bir ödeme gerçekleştirilmediği için merkez bankası brüt ve net döviz rezervlerinde değişiklik olmamaktadır (Yalçınkaya & Tunalı, 2019).

TCMB, firmaların döviz kuru riskinin etkin yönetilmesi ve döviz piyasalarında derinlik oluşturulmasının sağlanarak döviz kuru oynaklığının azaltılması amacıyla 18.11.2017 tarihinde 2017-46 sayılı duyuru ile “TL Uzlaşmalı Vadeli Döviz Satım İhaleleri”ne başlamıştır. Bu üründe belirlenen vade bitim tarihinde anaparalar değiştirilmemekte, vade tarihindeki spot kurun ihale sonucundaki kur seviyesinin üzerinde olması durumunda spot kur ile vadeli kur arasındaki fark TCMB tarafından karşı tarafa TL olarak ödenmektedir.

Vadeli döviz ihaleleri sonucu belirlenen kur seviyesi, bankaların kur tahminlerini yansıtmasının yanı sıra, piyasalar açısından da referans fiyat niteliğindedir. Vadeli döviz piyasalarındaki derinliğin artırılması, spot döviz piyasalarında oluşan oynaklığın makul seviyelere getirilmesi için önemli bir adım olarak görülmektedir. TCMB’nin vadeli döviz piyasasına yeni bir aktör olarak katıldığı bu ürün, döviz kurunda oluşan dalga boyunu azaltmak suretiyle mevcut para politikalarını destekleyici yönde yarar sağlayarak fiyat istikrarına katkıda bulunmaktadır (Güney, Küçüksaraç, & Küçük, 2017).

Yeni uygulama kapsamında 20.11.2017 ile 31.12.2018 tarihleri arasında yapılan 312 ihaleye gelen teklif miktarlarının ihale miktarlarının 1,5-2 katı gibi yüksek seviyede olması dikkate alındığında, bu ürünün piyasa açısından etkili bir araç olma potansiyeli taşımakta olduğunu göstermektedir. Döviz kuru dalgalanmalarına karşı dengeleyici önlemleri genişleten TCMB, döviz piyasalarının etkin işleyişine katkı sağlamak amacıyla 31.08.2018 tarihinde 2018-35 sayılı duyuru ile “BİST VİOP Nezdinde Türk Lirası Uzlaşmalı Vadeli Döviz Alım-Satım İşlemleri Yapılması” kararı vermiştir.

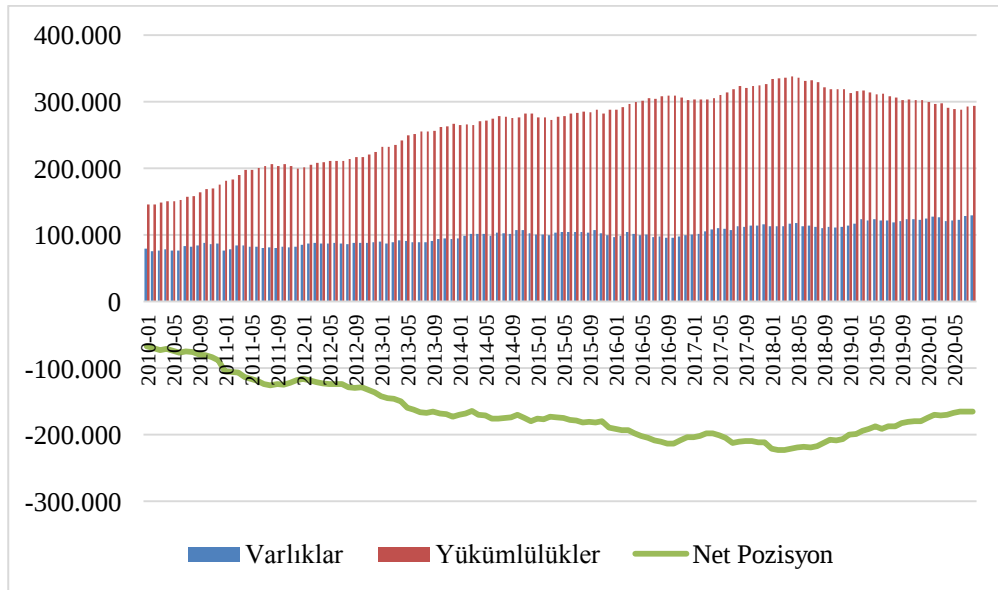
4.3.3. Döviz Kredisi Kısıtlaması

Türkiye’de firmaların yabancı para cinsinden borçlanma konusunda serbest olmaları, kredi büyümelerinde döviz kaynaklarına bir şarta bağlı olmaksızın başvurulmasına neden olmaktadır. Şirketler kesiminin döviz yükümlülükleri ile döviz

varlıkları arasındaki farka net pozisyon denilmektedir. Döviz yükümlülüklerin döviz varlıklarından yüksek olması durumunda net pozisyon negatif değer almakta ve döviz pozisyon açığı oluşmaktadır.

Şekil 25'ten görüldüğü üzere, Türkiye'de finansal kesim dışındaki firmaların (reel sektör) döviz net pozisyonu sürekli bir şekilde açık vermektedir. Buna göre, en yüksek döviz pozisyon açığının miktarsal olarak -222,6 milyon USD (Şubat 2018) ve orantısal olarak %31,1 (Eylül 2016) şeklinde gerçekleştiği görülmektedir. Döviz pozisyon açığı miktarının ve varlıkların yükümlülükler oranının yüksek seviyelere ulaşması, kur seviyesindeki ani ve sert yükselişler sonucunda firma bilançolarında dengesizlikler oluşturma riskini beraberinde getirebilmektedir. Reel kesimin yabancı para türünden kredilerinin geri ödemelerinde aksaklık yaşanmasına bağlı olarak bankaların aktif kaliteleri de bozulabilmektedir.

Yaşanan ekonomik dalgalanmalar sürecinde döviz pozisyon açığı taşımakta olan ve kur riskini doğru yönetemeyen şirketlerin zarara uğraması, dolayısıyla yatırım ve istihdamı azaltmaları ekonomi açısından kırılganlıklara neden olmaktadır. Ayrıca, yurt içi ve yurt dışı yabancı para borç seviyesinin yükselmesi makro görünüm açısından cari açık ve dış borç seviyesini arttırmakta ve bu durum ülke risk primini olumsuz etkilemektedir.



Şekil 25. Reel Sektör Firmalarının Net Pozisyonu (Milyon USD)

Kaynak: TCMB (12.11.2020)

Buradan hareketle, Türk Parası Kıymetini Koruma Hakkında Karar (TPKKHK-32 Sayılı Karar)'da değişiklik yapan 2018-32/46 numaralı tebliğ ile döviz kredisi kullanımına bazı sınırlamalar getirilerek döviz geliri¹⁷ ve kredi bakiyesi¹⁸ kriterlerine göre yeni bir düzenlemeye gidilmiştir. Yürürlük tarihi 02.05.2018 olarak belirlenen bu değişiklik ile birlikte, bazı istisnalar hariç olmak üzere Türkiye'de yerleşik kişilerden döviz geliri olmayanların yurt içinden veya yurt dışından döviz kredisi kullanması yasaklanmış ve döviz geliri olanlar için de bazı sınırlandırmalar getirilmiştir (Resmi Gazete, 2018).

Bu düzenlemeye göre, kredi kullanım tarihinde kredi bakiyesi 15 milyon USD üzerinde olan veya diğer istisnalara tabi olanlar tüzel kişiler döviz geliri şartına bağlı olmaksızın döviz kredisi kullanabilmektedir. Döviz geliri olan fakat kredi kullanım tarihinde kredi bakiyesi 15 milyon USD altında olan tüzel kişiler için, toplam kredi bakiyesine göre tutar sınırlandırılması konulmuştur. Bu statüde olan tüzel kişiler, mevcut kredi bakiyesi ile kullanılabilir döviz kredi tutarı toplamı son üç mali yılın döviz gelirlerini aşmayacak şekilde döviz kredisi kullanabilmektedir. Ayrıca, gerçek kişiler yurt içinden ve yurt dışından döviz kredisi veya dövizde endeksli kredi kullanamayacaktır.

Yapılan bu değişiklik, reel sektörün kur riski farkındalığını artırmış ve düzenlemenin başladığı Mayıs 2018'den itibaren döviz kredisi kullanan firmaların sayısı ve döviz kredisi hacmi azalma eğilimine girmiştir. 2020-31 sayılı TCMB Finansal İstikrar Raporu'na göre, düzenlemenin başladığı tarihte 46.326 firmanın 290 milyar USD olan döviz kredisi yükümlülüğü, Eylül 2020 itibariyle sırasıyla 27.769 firma ve 245 milyar USD olarak gerçekleşmiştir. Söz konusu kısıtlama ile birlikte başlayan döviz borç yükündeki bu gerileme, toplam yabancı para açık pozisyonu riskinin yönetilmesi ve finansal istikrar açısından olumlu katkıda bulunmaktadır.

¹⁷ İlgili mevzuat ile belirlenen ihracat, transit ticaret, ihracat sayılan satış ve teslimler ile döviz kazandırıcı hizmet ve faaliyetlerden elde edilen gelirlerdir.

¹⁸ Yurt içinden ve yurt dışından temin edilen nakit döviz kredisi borçlarının geri ödemesi yapılmamış toplamıdır.

4.3.4. Döviz Sözleşmelerinin Sınırlandırılması

Türkiye ekonomisinde yaşanan enflasyon ve döviz kuru dalgalanmaları gibi sorunlar nedeniyle geleceğe dair oluşan belirsizlikler, kişilerin sözleşmeleri yabancı para üzerinden düzenlenmesine tercih etmeye yöneltmektedir.

Bir sözleşmenin kur seviyesindeki yükseliş beklentisi ile döviz cinsinden yapılması alacaklı tarafın lehine olurken, borçlu taraflar için yükümlülük artışı oluşturmaktadır. Olası döviz kuru şoklarında yükümlülük altında olan tarafların edimlerini yerine getirme güçlükleri ile karşılaşmaktadır. Bununla birlikte, günlük hayatta dövizin serbestçe ve yaygın olarak kullanılması TL'nin değerine ve konvertibilitesine olumsuz etkide bulunmaktadır.

Bu kapsamda, 85 sayılı Cumhurbaşkanlığı Kararı ile TPKKH 32 Sayılı Karar'da değişiklik yapılarak, Türkiye'de yerleşik kişilerin kendi aralarında yaptıkları menkul ve gayrimenkul alım satım ve kiralama sözleşmelerinde, belirlenen istisnai haller dışında sözleşme bedeli ve buna bağlı diğer ödeme yükümlülüklerinin döviz cinsinden veya dövize endeksli olarak kararlaştırılamayacağı hükme bağlanmıştır (Resmi Gazete, 2018). Kararın diğer önemli noktası, daha önce döviz cinsinden akdedilmiş olan sözleşmelerin de belirlenen süre ve yöntemle taraflarca TL'ye çevrilmesini gerektirmesidir.

4.3.5. Yabancı Para Hesaplara Stopaj Düzenlemesi

Bankalarca açılan mevduat hesabı karşılığında elde edilen faiz ve katılım bankalarınca açılan katılma hesaplarından sağlanan kar paylarından kesilen gelir vergisi (stopaj) oranları vade ve para cinsine göre farklı olarak uygulanmaktadır. Türkiye ekonomisinde döviz kuru dalgalanmasının yüksek seviyede olduğu ve YP mevduatın toplam mevduata oranının %53,5 oranına ulaştığı süreçte, 30.08.2018 tarihinde 53 Sayılı Cumhurbaşkanlığı Kararı ile TL ve YP stopaj oranlarında geçici süreli değişikliğe gidilmiştir (Resmi Gazete, 2018). Bu düzenlemeye göre TL stopaj oranları tüm vade dilimlerinde düşürülmüş, 1 yıl ve üzeri vade dilimi için sıfırlanmıştır. Diğer taraftan YP hesaplara uygulanan stopaj oranlarına ise 1 yıl ve üzeri vade dilimi haricinde artış

yapılmıştır. Bu düzenleme, para politikasının kapsamının genişletilmesi ve etki alanının artırılması bakımından önemli görülmektedir.

İlgili karara göre, belirlenen oranlar üç ay süre ile yeni açılan veya bu süre içinde vadesi yenilenen hesaplardan elde edilecek faiz ve kar payı getirileri için geçici süreli (31.08.2018 ile 30.11.2018 arası) uygulanacak, sürenin bitiminde ise karardan önce yürürlükte olan eski oranlar geçerli olacaktır. Böylece bankacılık sistemindeki özellikle uzun vadeli ve TL cinsi tasarrufların cazibesi artırılırken, mudilerin birikimlerini YP cinsinden tercih etmesinin maliyeti artırılmıştır. Bu karar, vergi gelirine yönelik bir maliye politikası tedbirinden ziyade, para politikasını destekleyici bir makro ihtiyati önlem niteliğinde değerlendirilmektedir.

Tablo 20. TL ve YP Stopaj Oranları (%)

Vade	Eski (%)		Geçici (%)	
	TL	YP	TL	YP
6 Aya Kadar (6 Ay Dahil)	15	18	5	20
6 Ay-1 Yıl (1 Yıl Dahil)	12	15	3	16
1 Yıl ve Üzeri	10	13	0	13

Kaynak: TCMB (12.03.2020)

Stopaj düzenlemesinin geçerli olduğu dönemde TL cinsi mevduat kaleminde kayda değer bir düzeyde vade uzamasının sağlandığı görülmektedir. Tablo 21’de gösterilen sonuçlar, düzenlemenin aynı zamanda döviz mevduat tercihlerini azalttığına da işaret etmektedir. Bu süreçte meydana gelen siyasi ve ekonomik gelişmelerin etkileri gözardı edildiğinde, uygulamanın amacına ulaştığını ve dolarizasyon seviyesinin azaltılmasına destek verdiğini belirtmek mümkündür.

Tablo 21. Geçici Stopaj Döneminde Mevduat Vade Dağılımı Değişimleri (%)

	Vadesiz	1 Aya Kadar	1-3 Ay Arası	3-6 Ay Arası	6-12 Ay Arası	1 Yıl Üzeri
TL	-9,6	-6,4	12,3	137,9	47,6	101,6
YP	-6,0	-15,2	-6,5	-16,8	-30,6	-19,1

Kaynak: BDDK (12.03.2020)

Öte yandan, benzer bir stopaj düzenlemesi 30.09.2020 tarihinde 3032 Sayılı ve 23.12.2020 tarihindeki 3321 Sayılı Cumhurbaşkanlığı Kararı ile TL cinsi hesaplara

31.03.2021 tarihine kadar Tablo 21’de yer alan geçici oranların uygulanması yönünde olmuştur. İlgili düzenleme sadece TL cinsi hesapları içermekte olsa da, YP hesaplara yönelişin azaltılmasına yönelik hazırlanması ve dolarizasyonu önlemede etkili olması beklentisi nedeniyle önem arz etmektedir.

4.3.6. İhracat Bedellerinin Yurda Getirilmesi Zorunluluğu

İhracat bedellerinin kaynak ülkeye getirilmesi ve kazanılan dövizin yerel para birimine çevrilmesi zorunluluğu bir kambiyo takibi yöntemi olarak uygulanmaktadır. Ülkemizde 1989 yılında uygulanmaya başlayıp, serbest tasarruf döneminin başladığı 2008 yılına kadar uygulanan bu yöntem, ülke ekonomisinde yaşanan finansal sorunların artması ve TL’nin yabancı paralar karşısındaki değer kaybı gibi nedenlerle 04.09.2018 tarihinde 32 Sayılı Karar’da yapılan düzenleme ile yeniden uygulanmaya başlanmıştır (Resmi Gazete, 2018). İhracat bedellerini yurda getirilmesi uygulamasının yürürlük süresi 6 ay olarak ilan edilmesine rağmen, bu sürenin 2019-32/53 ve 2019-32/55 numaralı tebliğler ile iki kez uzatılması sonucu 03.03.2020 tarihine kadar 18 ay süre uygulanmasına karar verilmiştir.

İhracat Bedelleri Hakkında Tebliğ (2008-32/48) hükümlerine göre, Türkiye’de yerleşik kişiler tarafından gerçekleştirilen ihracat işlemlerine ilişkin bedellerin, fiili ihraç tarihinden itibaren 180 günü aşmamak üzere ihracatçı firmanın bankasına transfer edilmesi ve bu bedellerin döviz cinsinde olması durumunda en az %80’inin işleme aracılık eden bankaya satılması (döviz alım belgesi düzenlenmesi) zorunluluğu getirilmiştir.

İhracat bedellerinin ülke ekonomisine kazandırılması, yurt içindeki döviz arzını artırması ve kur üzerindeki oynaklığın azaltılarak TL’nin istikrar sağlaması bakımından para politikasına olumlu katkıda bulunması beklenmektedir. Ayrıca, bu düzenleme ile döviz transferi işlemlerinde finansal kanalların kullanılması zorunluluğunun getirilmesi, kayıt dışı işlemlerin ve kaynağı belirlenemeyen girişlerin önüne geçmektedir. Böylece, ülke rezervlerinin doğru ölçülmesine ve net hata noksan kaleminin azaltılması sayesinde ödemeler dengesinin sağlıklı oluşumuna katkıda bulunmaktadır.

4.3.7. Döviz Alış İşlemlerine Yönelik Düzenlemeler

Döviz alış işlemlerine yönelik düzenlemeler vergilendirme ve valör uygulaması olarak başlıca iki ana konu etrafında incelenmektedir. Bu düzenlemeler ile, gerçek kişilerin döviz alımına yönelik taleplerin azaltılması, spekülative alım satım işlemlerinin caydırılması ve döviz piyasalarında görülen aşırı oynaklıkların önüne geçilmesi hedeflenmektedir.

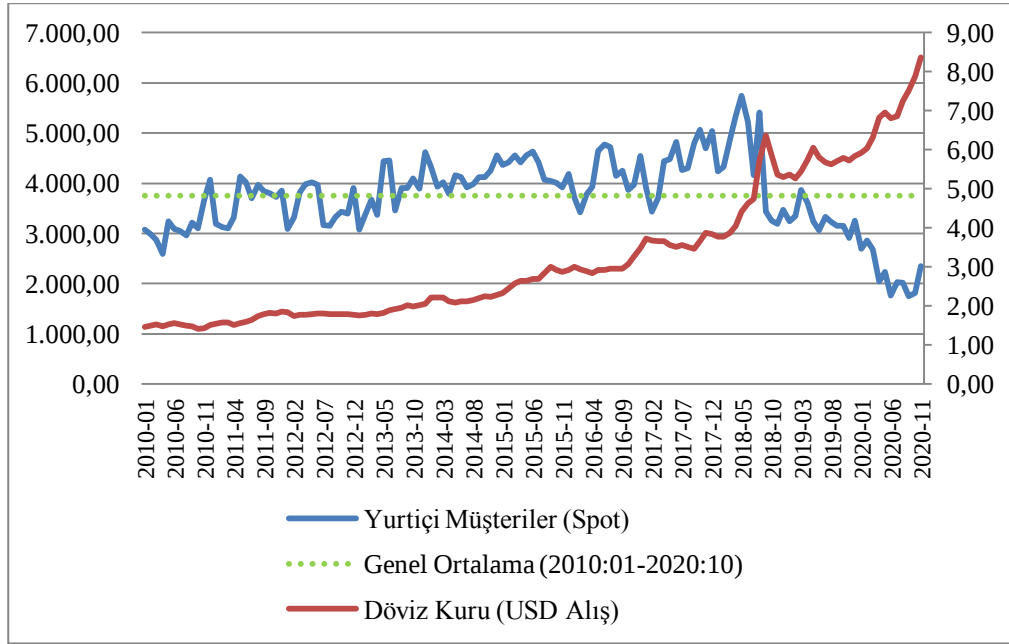
Dünyada sermaye hareketlerinin serbest olması, ülkelere giren spekülative amaçlı döviz portföy yatırımlarını artırmakta ve döviz talebinin yükselmesi ile kırılgan ekonomilerde finansal ve ekonomik dalgalanmalara zemin hazırlamaktadır. Para politikasının etkinliğinin artırılması ve mali oynaklığın azaltılmasını sağlamak için James Tobin tarafından 1972 yılında kambiyo¹⁹ işlemleri üzerine mali işlem vergisi önerilmiştir (Bishop, 2013). “Tobin Vergisi” olarak bilinen bu uygulamanın amacı, vergi gelirinin artırılmasında ziyade, kısa vadeli spekülative amaçlı işlemleri önleyerek döviz kurunun uzun vadeli temel ekonomik değişkenlere göre belirlenmesi ile makroekonomik istikrarın sağlanmasıdır.

Bu kapsamda, Türkiye’de döviz piyasalarında yaşanan oynaklıklar sebebi ile 15.05.2019 tarihinde yapılan düzenleme ile, kanunda belirtilen bazı istisnalar²⁰ hariç tutulmak üzere kambiyo muameleleri satış tutarının üzerinden %0.1 (binde 1) oranında BSMV alınmasına karar verilmiştir. Belirlenen bu oran daha sonra yapılan yasal düzenlemeler ile 07.12.2019 tarihinde %0.2 (binde 2)’ye, 24.05.2020 tarihinde ise %1 (yüzde 1)’e kadar yükseltilmiştir. Ayrıca, kıymetli maden hesapları da kambiyo muamelelerine dahil edilmesi ile altın ve gümüş cinsinden yapılan işlemlere de bu oran uygulanarak kapsam genişletilmiştir. Diğer taraftan, 30.09.2020 tarihinde yapılan düzenleme ile bahsi geçen oran güncellenerek tekrar %0.2 (binde 2) seviyesine düşürülmüştür. Bu çerçevede, banka ve yetkili kuruluşların döviz satıcısı, müşterinin ise döviz alıcısı olduğu işlemlerde müşteriden ilgili vergi tahsilatı yapılmaktadır.

¹⁹ 32 Sayılı Karar’ın 2.maddesine göre kambiyo, döviz efektif dahil yabancı parayla ödemeyi sağlayan her nevi hesap, belge ve vasıtalar olarak tanımlanmaktadır.

²⁰ Bankalar ile yetkili müesseselerin kendi aralarında veya birbirlerine yaptıkları işlemler, Hazine ve Maliye Bakanlığı ile yapılan işlemler, döviz kredisinin ödenmesine yönelik olarak kredi borçlusuna yapılan satışlar, sanayi sicil belgesine sahip işletmelere ve ihracatçı birliği üyelerine yapılan satışlar, finansal kuruluş olarak kabul edilen yurt dışı mukim kuruluşlara yapılan kambiyo satışları.

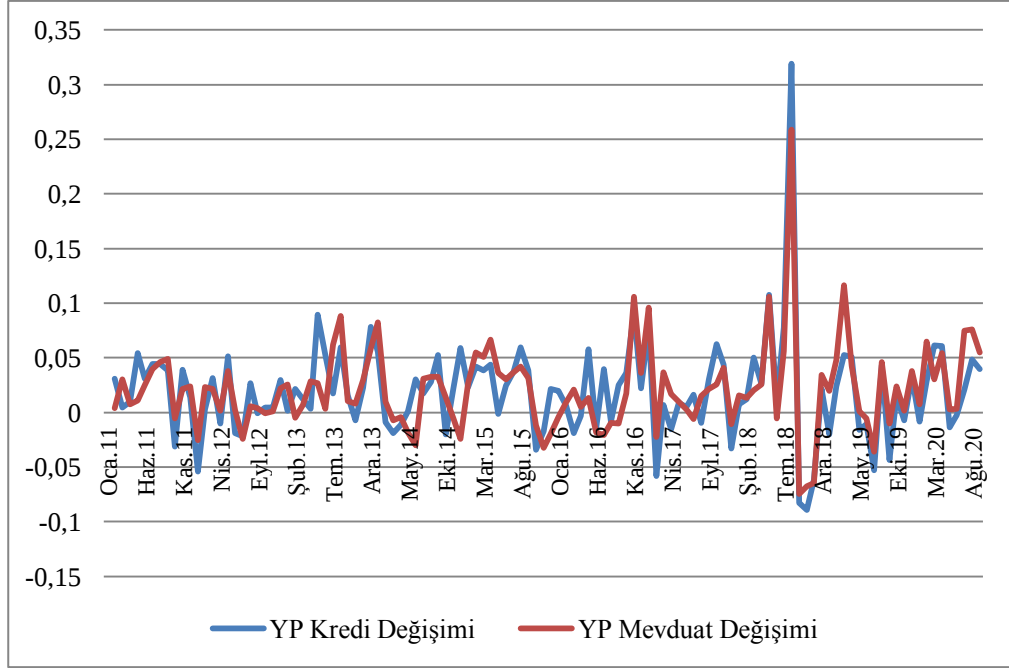
Şekil 26, bankalar nezdinde yapılan TL karşılığı döviz işlemlerinin seyrini göstermektedir. Buna göre, 2010:01-2020:10 döneminde yurt içi müşterilerin spot işlem hacimleri aylık ortalama 3,75 milyar USD olarak gerçekleşmiştir. Aynı verinin en yüksek görüldüğü zaman aralığının 2018 Nisan-Ağustos ayları arasında ortalama 5,4 milyar USD düzeyinde olduğu ve Ekim 2020 itibariyle dönem ortalamasının 2,2 milyar USD seviyesine kadar gerilediği görülmektedir.



Şekil 26. Bankaların TL Karşılığı Döviz İşlem Hacimleri (Milyar USD)

Kaynak: TCMB, EVDS (28.12.2020)

Döviz alımına yönelik vergilendirme uygulamasına ilave olarak, finansal piyasaların etkin işlemesi ve spekülasyon amaçlı işlemlerin önlenmesi amacıyla valör uygulanmasına başlanmıştır. BDDK, döviz piyasalarının oynaklık dönemlerinde bazı kişilerin gün içinde manipülasyon amacıyla yüksek frekanslı alım satım işlemleri gerçekleştirdiğini ve bu durumun döviz piyasalarına istikrarsızlık oluşturarak ekonominin temel dinamiklerine olumsuz etkiler oluşturduğu gerekçesi ile 20.05.2019 tarihinde 8374 sayılı düzenlemesi kapsamında, gerçek kişilerin 100.000 USD ve üzerinde (diğer döviz cinslerinde buna tekabül eden tutarda) döviz alım işlemlerinde ilgili tutarın serbest kullanıma 1 iş günü valör uygulanarak geçilmesine karar vermiştir.



Şekil 27. YP Kredi ve YP Mevduatın Aylık Değişimi (%)

Kaynak: BDDK, Aylık İnteraktif Bülten (12.11.2020)

Döviz işlemleri için geçerli olan valör uygulaması, BDDK'nın 21.05.2020 tarih ve 9033 sayılı kararı ile genişletilerek altın alım işlemlerine yönelik olarak da uygulanmaya başlanmıştır. Buna göre, finansal piyasaların istikrarlı işleyişine ve kredi sisteminin etkin çalışmasına katkıda bulunulmasını teminen; gerçek ve tüzel kişilerin günlük 100 gr ve üzerinde altın alım işlemlerinde, sözkonusu kıymetin ilgilinin hesaba aktarılmasının ve/veya kullanıma açılmasının 1 iş günü valörlü olarak gerçekleştirilmesine karar verilmiştir.

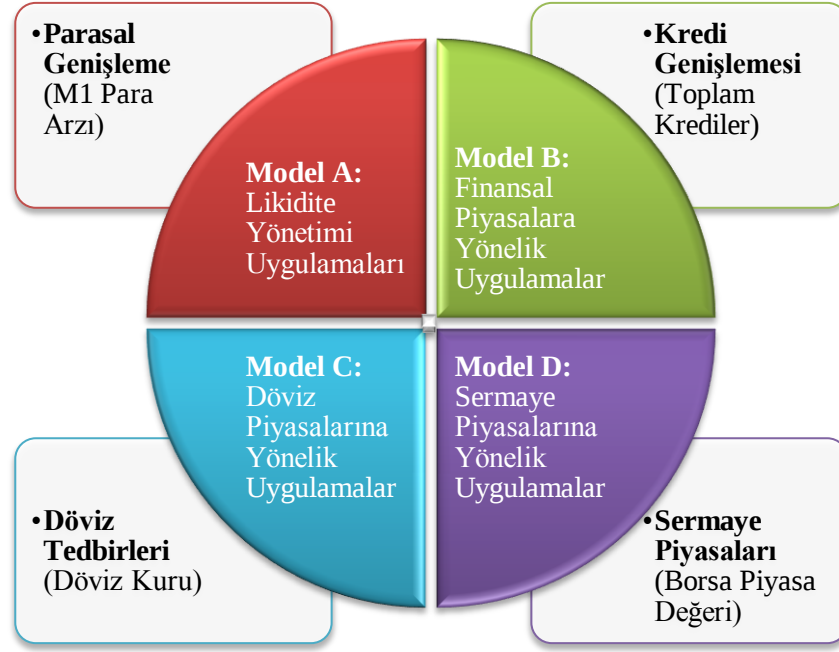
Döviz ve altın alımına yönelik olarak alınan ilgili tedbirler, BDDK'nın normalleşme adımları çerçevesinde aldığı 08.12.2020 tarih ve 9311 sayılı kararı ile yürürlükten kaldırılmıştır.

5. YENİ PARA POLİTİKASI YAKLAŞIMLARININ FİYAT İSTİKRARINA ETKİSİ

Çalışmanın bu bölümünde, Türkiye’de uygulanan yeni para politikası yaklaşımları ile fiyat istikrarı arasındaki ilişkiyi gösteren ampirik analize yer verilmektedir. Bu kapsamda, yeni para politikası yaklaşımlarının etkisini ölçmek amacıyla geleneksel olmayan para politikası uygulamalarından M1 para arzı, toplam krediler ve döviz kuru bağımsız değişkenler olarak seçilmiştir. Ayrıca, fiyat istikrarını temsilen enflasyon oranı bağımlı değişken olarak ele alınmaktadır.

5.1. Veri Seti

Para politikasında yeni yaklaşımlar ile fiyat istikrarı arasındaki ilişkiyi etkileyen birçok değişkenden söz edilmesi mümkündür. Bu konuda yapılan analizler incelendiğinde, geleneksel olmayan para politikaları ve makro ihtiyati tedbirlerden oluşan bazı değişkenlerin ölçüme elverişli olmadığı ve ülkelerin yapısal koşullarına bağlı olarak her bir değişkenin anlamlı sonuç vermediği ortaya çıkmaktadır. Bu nedenle, ampirik analiz için kullanılacak değişkenlerin seçiminde Tablo 8 ile yer verilen yeni para politikası uygulamalarından likidite yönetimine yönelik uygulamaları temsilen parasal genişleme, finansal piyasalara yönelik uygulamaları temsilen kredi genişlemesi ve döviz piyasalarına yönelik uygulamaları temsilen de döviz kuru değişkenleri seçilmiştir. Ayrıca, sermaye piyasalarına yönelik olarak borsa piyasa değeri değişkeni olarak seçilmiştir. Böylelikle, finansal kesim ile olan etkileşimin geniş kapsamlı olarak incelenmesi mümkün hale gelmektedir. Ekonometrik modellere ilişkin açıklayıcı özet bilgi Şekil 28 ile gösterilmektedir.



Şekil 28. Ekonometrik Modeller

Çalışmada, 2006:01-2020:10 tarihleri arasındaki dönemini kapsayan aylık periyotta veri seti kullanılmıştır. Başlangıç tarihinin belirlenmesinde Türkiye'nin açık enflasyon hedeflemesine geçtiği tarihin baz alınması tercih edilmiştir. Veri setine ilişkin detaylı bilgiler Tablo 22'de yer almaktadır.

Tablo 22. Modele Ait Değişkenlere İlişkin Bilgiler

Değişkenin Kısaltması	Değişken Adı	Değişken Türü	Kaynak	Açıklama
ENF	Enflasyon	Bağımlı	TÜİK	Aylık TÜFE artış oranı
M1	M1 Para Arzı	Bağımsız	TCMB	Aylık para arzı değişimi
TKR	Toplam Krediler	Bağımsız	BDDK	Aylık kredi hacmi
SKUR	Döviz Kuru	Bağımsız	TCMB	Ay sonu USD alış kuru
SPB	Borsa Piyasa Değeri	Bağımsız	BİST	BİST konsolide piyasa değeri

5.2. Literatür Taraması

Literatürde, para politikasındaki yeni yaklaşımları genel çerçevede ele alan çalışmalar olduğu gibi, daha spesifik olarak uygulama detayında politika etkilerinin sonuçlarını değerlendiren analizler de bulunmaktadır. Bu kapsamda, öncelikle

geleneksel olmayan para politikası ve makro ihtiyati politikaları analiz eden ampirik çalışmalara yer verilmektedir. Ardından, bu politikaların temsil ettiği alt başlıklardaki uygulamaları ele alan çalışmalar incelenecektir.

Türkiye'de 2010 yılı sonrasında uygulama alanı bulan makro ihtiyati para politikası araçlarının makroekonomik değişkenlere etkisini VAR Analizi ile inceleyen Eroğlu ve Kara (2017)'ya göre, 2010:01-2016:06 döneminde belirtilen politika araçları ile makroekonomik değişkenler arasında güçlü bir ilişkinin varlığına rastlanmamıştır. Çalışmanın bulgularına göre, TÜFE göstergesi ile sermaye hareketleri ve toplam kredi hacmi göstergelerinin modeldeki para politikası araçlarına karşı tepkisinin zayıf olduğu ve en çok kendinden kaynaklı şoklara tepki vermekte olduğu görülmüştür.

Kara (2016) tarafından Türkiye ekonomisinin 2011-2015 dönemi için yapılan teorik incelemenin sonuçlarına göre, makro ihtiyati politikalar dış dengeleri iyileştirmekte, finansal genişleme kanallarını azaltmakta ve ekonominin sermaye akımlarına olan duyarlılığını düşürmektedir. Bunun yanı sıra, geleneksel olmayan para politikaları da değişken sermaye akımlarının etkilerini düzeltmekte olduğu görülmektedir.

Geleneksel ve geleneksel olmayan para politikası stratejilerinin etkinliğini karşılaştırmak amacıyla Yıldırım ve Kırıcı (2018) tarafından Türkiye, Romanya, Polonya ve Macaristan ülkelerinin 2008:01-2017:05 dönemine ait Panel VAR Analizi kullanılarak yapılan çalışma sonucunda, gelişmekte olan ülkelere kriz sonrası dönemlerde geleneksel olmayan para politikası stratejilerinin daha etkin olduğu sonucuna ulaşılmıştır. Analizin bulgularına göre, geleneksel olmayan politika araçlarının enflasyon üzerinde istatistiksel olarak anlamlı bir etkisi saptanmazken, reel efektif döviz kuru ve sanayi üretimi üzerinde etkin araçlar olarak gösterilmektedir.

Bayır (2019), FED'in geleneksel olmayan para politikasının Türkiye'de kısa vadeli faiz oranlarına etkisini 2007:12-2014:10 dönemi için Sınır Testi ve ARDL metodu (Autoregressive Distributed Lags-Gecikmesi Dağıtılmış Otoregresif) ile incelemektedir. Yapılan çalışmanın sonuçları, ABD'deki geleneksel olmayan para politikalarının Türkiye ekonomisinde hisse senedi piyasalarını ve dolar kurunu önemli derecede etkilediğini göstermektedir.

Bernanke (2020)'nin geleneksel olmayan para politikalarının performansını Stokastik Simülasyon ile analiz ettiği çalışmasının çıkarımlarından biri de, ABD'de uygulanan yeni para politikası araçlarının etkili olduğu ve bunların merkez bankasının araç setleri içinde sürekli biçimde kalmaları gerektiği yönündedir.

Lambert ve Ueda (2014)'nin ABD, AB ve İngiltere üzerinde 2007:09-2012:09 dönemi için yaptıkları Panel Regresyon çalışması, geleneksel olmayan para politikalarının, bankalara fayda sağladığı yönünde zayıf kanıtlar bulunduğunu ve bu politikaların banka varlıklarının değerlemesi üzerindeki net etkilerinin tespit edilemediğini göstermektedir. Bununla birlikte, bu politikaların araştırmaya dahil olan ülkelerin bankacılık sisteminlerinde orta vadeli kredi riskinde bozulmalara neden olduğu, banka karlılığı ve risk alımını belirsiz şekilde etkilediği ve bilanço düzeltmesinde gecikmeye sebep olduğu görülmüştür.

Geleneksel ve geleneksel olmayan para politikalarının Japonya ekonomisinin 1981:06-2013:09 dönemindeki etkilerini Eşik Değerli VAR yöntemi ile inceleyen Kimura ve Nakajima (2013)'nin ulaştığı tahmin sonuçları, geleneksel olmayan para politikası şoklarının reel ekonomi ve enflasyon üzerindeki etkisinin pozitif yönlü ancak oldukça belirsizlik taşımakta olduğuna işaret etmektedir.

Bhattarai ve Neely (2018), majör merkez bankaları tarafından uygulanan geleneksel olmayan para politikalarını derleyen çalışmasında, uluslararası ampirik literatürü eleştirel olarak değerlendirmektedir. Buna göre, geleneksel olmayan para politikaları finansal piyasaları istikrara kavuşturmada ve makroekonomik dengeler üzerinde çıktı düzeyi ve enflasyonu iyileştirmede faydalı sonuçlar vermektedir. Ancak, bu politikalar başarılı nitelikli çıktı sağlamalarına rağmen, barındırdıkları maliyetler ve öngörülemezlikleri nedeniyle finansal krizler gibi geleneksel para politikasının çalışmadığı durumlar için kullanılmaları tavsiye edilmektedir.

Makro ihtiyati politikalar ile para politikası arasındaki ilişkinin incelenmesi amacıyla Apergis (2019) tarafından Genelleştirilmiş Momentler Yöntemi kullanılarak 127 ülke üzerinde yaptığı panel araştırmasının bulguları, finansal istikrarı sağlamak için belirli türden makro ihtiyati araçların birleşik şekilde kullanılmasının parasal ve makro ihtiyati politika arasında güçlü bir bağlantı meydana getirdiğini ve finansal stres

dönemlerinde para politikasının yürütülmesi için avantajlı sonuçları olabileceğini göstermektedir.

Kredi genişlemesinin etkilerine yönelik literatürde Balke (2000)'nin ampirik çalışması önemli yer tutmaktadır. TVAR yöntemi kullanılarak yapılan analizde, sıkı ve genişletici piyasa koşullarında kredilerde meydana gelmesi muhtemel şokların üretim büyümesi, politika faiz oranı ve enflasyon üzerindeki etkileri araştırılmıştır. Analiz sonucunda sıkılaştırıcı piyasa koşullarındaki şokların daha büyük etki oluşturduğu, sıkı para politikalarının genişletici para politikalarına göre daha etkili sonuçlar ortaya çıkardığı görülmüştür. Aynı metodoloji kullanılarak kredi piyasası koşulları, para politikası ve ekonomik faaliyet arasındaki etkileşimi inceleyen Avdjiev ve Zeng (2013)'e göre, ekonomik büyümenin ortalamasının altında olduğu dönemlerde kredi büyümesine yönelik şokların büyük etkiye sahip olduğu görülmektedir. Benzer yaklaşımdaki bir araştırma yapan Atasanova (2003), İngiltere ekonomisi üzerinde uyguladığı modelde eşik değer için önemli kanıtlara ulaşmış olup, sıkı kredi rejiminde para politikasının daha etkin olduğu sonucu ortaya çıkmıştır.

Polat (2019) tarafından Sınır Testi ve ARDL yöntemi kullanılarak çalışmada, Türkiye ekonomisinde 2010-2015 döneminde uygulanan makro ihtiyati önlemlerin finansal riskleri azaltmakta olduğu sonucuna ulaşılmıştır. Çalışmanın ekonometrik bulgularına göre, ekonomik aktivitenin artırılması için teşvik edilen banka kredileri kısa dönemde faydalı olsa da, uzun dönemde cari işlemler açığı ve dış borç stoku üzerinde olumsuz etkide bulunduğundan kredi hacmindeki genişlemenin sınırlandırılması gerektiği belirtilmektedir.

Karanfil ve Eroğlu (2019)'nun Türkiye için 2010-2018 dönemi verilerini kapsayan ve ARDL metodu kullanarak yaptığı analizde, kredi genişlemesi ile enflasyon arasında negatif yönlü ilişki tespit edilmiştir. Yine bu çalışmada, diğer değişkenlerle birlikte kredi genişlemesinin enflasyonu açıklamada gücünün yüksek olduğu sonucuna ulaşılmıştır.

Parasal genişlemeye yönelik olarak İstalinç (2017) tarafından yapılan çalışmada, Türkiye'de 1988:01-2016:04 döneminde M1 ve M2 para arzı tanımları ve enflasyon arasındaki etkileşim Granger Nedensellik testi ile incelenmiştir. Analizden

elde edilen sonuç, para arzı ve fiyatlar arasındaki ilişkinin çift yönlü olduğunu göstermektedir.

Özdemir ve Yıldırım (2019), parasal genişlemenin makro ekonomik etkilerini ABD, İngiltere ve Japonya ülkeleri üzerinde 2008:11-2018:12 dönemi için VAR modeli kullanarak analiz etmiştir. Çalışmadan elde edilen sonuçlara göre, parasal genişleme politikaları resesyonu sınırlandırmakta ve uzun vadeli faiz oranlarını baskılayarak ekonominin canlanmasına katkı vermektedir.

Acharya vd (2019)'nin Euro Bölgesi'ne yönelik olarak 2009-2014 dönemini kapsayan Basit Regresyon analizini kullandığı çalışmasında, parasal genişleme aracı olarak kullanılan açık piyasa işlemlerinin Euro Bölgesi'ndeki bankaların bilançolarını iyileştirdiğini göstermektedir. Çalışmaya göre merkez bankaları, bankaların portföylerindeki varlıkların fiyatlarını etkileyerek bankacılık sektörünü dolaylı olarak sermayelendirmekte ve ekonomiye aktarılan kaynak miktarını artırmaktadır.

Döviz piyasalarına yönelik çalışma yapan Büberkökü (2020), Türkiye'de geleneksel olmayan para politikası uygulamaları döneminde USD/TL kurunun volatilité dinamiklerini Asimetrik Stokastik Volatilité Modeli ile analiz etmiştir. 2002:01-2017:09 dönemini kapsayan çalışmanın bulgularına göre, ilgili dönem aralığında USD/TL kaynaklı finansal risklerin ve volatilitédeki değişimlerin geleneksel olmayan para politikası uygulamalarının söz konusu olduğu dönemde, geleneksel para politikası uygulanan periyota nispeten belirgin bir şekilde azaldığı anlaşılmaktadır.

Yalçınkaya ve Tunalı (2016), geleneksel olmayan para politikası uygulamasında enflasyon ve döviz kuru arasındaki nedensellik ilişkisini analiz etmiştir. Türkiye ekonomisinde 2010:05-2016:09 dönemini kapsayan ve Granger Nedensellik Testi ile yapılan çalışmanın bulgularına göre, enflasyon ve reel döviz kuru arasında hem kısa dönemde hem de uzun dönemde eşbütünleşik bir ilişki tespit edilmiştir.

Aleem ve Lahiani (2014), Meksika'daki döviz kuru geçişkenliğini TVAR modeli kullanarak tahmin etmektedir. Buna göre, enflasyon oranının belirli bir eşik seviyesinin üzerinde ve altında olması döviz kuru şokuna tepkisini değiştirmekte olduğu ve yıllık enflasyonun %9,48'in altında olduğu rejimde enflasyonun döviz kuru şoklarına tepkisinin istatistiksel olarak anlamsız olduğu sonucuna ulaşılmıştır.

TCMB'nin yeni para politikası aracı olarak kullandığı swap işlemlerinin etkileri Yalçınkaya ve Tunalı (2019) tarafından VAR Analizi ile incelenmiştir. 2017:01-2018:10 dönemini kapsayan analize göre, Londra piyasası TL swap oranıyla USD/TL arasında çift yönlü nedensellik bulunmuş ve bu orandaki bir değişimin TCMB politika faizindeki değişime neden olduğu sonucuna ulaşılmıştır. Ayrıca, Londra piyasası USD swap oranındaki bir değişim, TCMB politika faizi ve USD/TL'deki değişimin bir nedeni olarak görülmektedir.

Thornton ve Tommaso (2018), 26 ülke ve Euro bölgesi ekonomileri üzerinde döviz kuru paneli metodu ile yaptıkları çalışmada, geleneksel olmayan para politikası uygulayan ülkelerin volatilitelerini araştırmıştır. Elde edilen bulgulara göre, geleneksel olmayan para politikası uygulayan ülkelerin efektif döviz kurlarının genellikle daha değişken oldukları, nominal ve reel efektif döviz kuru seviyelerinin geleneksel para politikası uygulayan ülkelere göre değer kaybettiğini göstermektedir.

Geleneksel olmayan para politikalarının sermaye piyasalarına etkisi konusunda da bazı çalışmalar mevcuttur. Geleneksel ve geleneksel olmayan para politikalarının ABD'deki varlık piyasaları üzerindeki etkisini heteroskedastisite tekniğini kullanarak inceleyen Ünalı & Ünalı (2015)'in ulaştığı sonuçlarından biri, geleneksel olmayan para politikası dönemlerinde hisse senedi piyasalarındaki risk iştahının daha düşük olduğunun görülmesidir. Haitsma vd (2016), ECB'nin 1999-2015 yılları arasındaki geleneksel olmayan para politikası uygulamalarının hisse senedi piyasalarına nasıl tepki verdiğini olay incelemesi yaklaşımı yöntemini kullanarak incelemektedir. Çalışmanın sonuçları, geleneksel olmayan para politikası sürprizlerinin Euro Stoxx 50 endeksini güçlü biçimde etkilediğini göstermektedir.

5.3. Yöntem

Türkiye'de yeni para politikası yaklaşımlarının finansal kesim ile etkileşiminin incelenmesinde Tsay (1989) tarafından geliştirilen Eşik Otoregresif Model (Threshold Autoregressive Model-TVAR) ve Balke (2000) tarafından oluşturulan Eşik Yapısal Vektör Oto Regresyon (Threshold Structural Vector Auto Regression-TSVAR) yöntemleri kullanılmaktadır.

TVAR modelleri, finansal ve parasal politika uygulamalarının asimetrik etkilerinin analiz edilmesine odaklanmaktadır (Li, 2010). Bu konuda, Balke (2000)'nin sıkılaştırıcı ve genişletici para piyasası koşullarında kredi genişlemesinin etkilerine yönelik yaptığı çalışma literatürde önemli bir yere sahiptir. Balke (2000)'ye göre TVAR, teorik kredi ve makroekonomik faaliyet modellerinin ima ettiği rejim değiştirme, asimetri ve çoklu denge gibi doğrusal olmayan durumları yakalamanın nispeten basit ve sezgisel bir yoludur.

TVAR modeli, farklı finansal stres rejimleri altındaki etkilerin analizinde doğrusal olmayan durumları yakalaması ve farklı rejimlerin tanımlandığı değişkenin kendisinin de içsel olarak modelde yer alması yönlerinden iki önemli avantaj sunmaktadır (Afonso, Baxa, & Slavik, 2011). TVAR modelinin denklemi aşağıdaki şekildedir:

$$Y_t = I[c_{t-d} \geq \gamma] \left(\sum_{i=1}^p (A_i^1 Y_{t-i}) + \sum_{i=1}^q (B_i^1 X_{t-i}) \right) + I[c_{t-d} < \gamma] \left(\sum_{i=1}^p (A_i^2 Y_{t-i}) + \sum_{i=1}^q (B_i^2 X_{t-i}) \right) + u_t$$

Bu çalışmada, Balke (2000) tarafından oluşturulan TSVAR modeli kullanılarak tahmin oluşturulmaktadır. Bu modelin formülasyonu aşağıdaki gibidir:

$$Y_t = A^1 Y_t + B^1(L) Y_{t-1} + (A^2 Y_t + B^2(L) Y_{t-1}) I(c_{t-d} > \gamma) + U_t$$

Alp (2010)'e göre, incelenen zaman serisinde içsel dinamikler sebebiyle ani rejim değişikliklerinin olması durumunda TVAR analizi başarılı bir modelleme sunmaktadır. Doğrusal olmayan zaman serilerinde kullanılan bu yöntemde asimetri, rejim değişimi ve çoklu denge gibi durumların incelenmesinde yararlanılmaktadır. Erdoğan (2012), TVAR modelini aslında rejim değişikliği altında sisteminin farklı çalışma olasılığını içeren daha genel bir VAR (Vektör Otoregresyon-Vector Autoregressive) modeli olarak tanımlamaktadır.

Wald İstatistiği, olası eşik değerler için rejimler arasında fark olmadığı hipotezini test etmekte olup sup-Wald (maksimum Wald istatistiği), avg-Wald (ortalama Wald istatistiği) ve exp-Wald (Wald istatistiklerinin toplamının bir

fonksiyonu) olmak üzere üç ayrı test istatistiği hesaplanmaktadır (Balke, 2000). Eşik değerin tahmininde kullanılması için, Hansen (1996) tarafından oluşturulan Wald istatistiklerini içeren simülasyon yönteminden yararlanılmaktadır.

Etki-Tepki Analizi (Impulse-Response), modelde yer alan bir değişkendeki bir birim standart hatalık şok karşısında, kendisinin ve diğer değişkenlerin verdiği tepkileri ölçmek için kullanılmaktadır. Bu yöntem, modeldeki değişkenlerin ne yönde ve hangi derecede tepki verdiği ölçmekle birlikte, ortaya çıkan etkilerin ne kadar süre kalıcı olduğu hakkında da bilgi vermektedir.

Genelleştirilmiş Etki-Tepki Fonksiyonları (Generalized Impulse Response Function- GIRF), TVAR analizinde şoklara karşı verilen tepkileri değerlendirmek için kullanılmaktadır. GIRF, değişkenler arasındaki tarihsel korelasyonları dikkate alarak seçilen bir makroekonomik parametrenin üzerindeki en etkili değişkenin hangisi olduğunun tespitini sağlamaktadır.

Schmidt (2019), TVAR modelinde sistemin iki rejimden birinde olmasına dayandığından geçmiş dönemlere bağlı olduğunu ve bu durumun da GIRF'lerin hesaplanmasını gerektirdiğini ifade etmektedir. Bu yaklaşım, bir şokun ekonomiyi vurduğu anda sistemin hangi rejimde olduğuna bağlı olarak verilerin simülasyonuna dayanmaktadır. GIRF'ler rejime bağlı tepkilerin analizine izin vermekte ve aynı zamanda farklı boyut ve yönlerdeki şokların etkilerinin de analiz edilebilmesi avantajı birlikte sunmaktadır. Koop vd (1996) tarafından formülize edilen GIRF denklemi aşağıdaki gibidir:

$$GIRF_y(h, \Omega_{t-1}, u_t) = E[y_{t+h} | \Omega_{t-1}, u_t] - E[y_{t+h} | \Omega_{t-1}]$$

Serilerde meydana gelen şoklarda, birim değişim karşısında diğer serilerin verdiği tepkiler etki tepki fonksiyonu analizi şekillerinde verilmektedir. İlgili şekillerdeki kesikli çizgiler ± 1 standart hata için güven aralıklarını, düz çizgiler ise modelin hata terimlerinde meydana gelen ± 2 birim standart hatalık şok karşısında bağımlı değişkenin gösterdiği tepkiyi göstermektedir.

5.4. Ampirik Bulgular

5.4.1. Model A: M1 Para Arzı ve Enflasyon

Bu modelde, likidite yönetimi uygulamalarından biri olan parasal genişleme başlığı için seçilen M1 para arzı (M1) kaleminde meydana gelen değişimlerin enflasyon üzerindeki etkilerinin incelenmesi amaçlanmaktadır. Buna göre, TSVAR modeli kapsamında eşik değer 1.034341 olarak belirlenmiştir. Wald istatistiği değerleri sup-Wald, avg-Wald ve exp-Wald için sırasıyla 38.82, 24.74 ve 16.11 olarak hesaplanmıştır.

Tablo 23. Model A-Threshold SVAR Test Sonucu

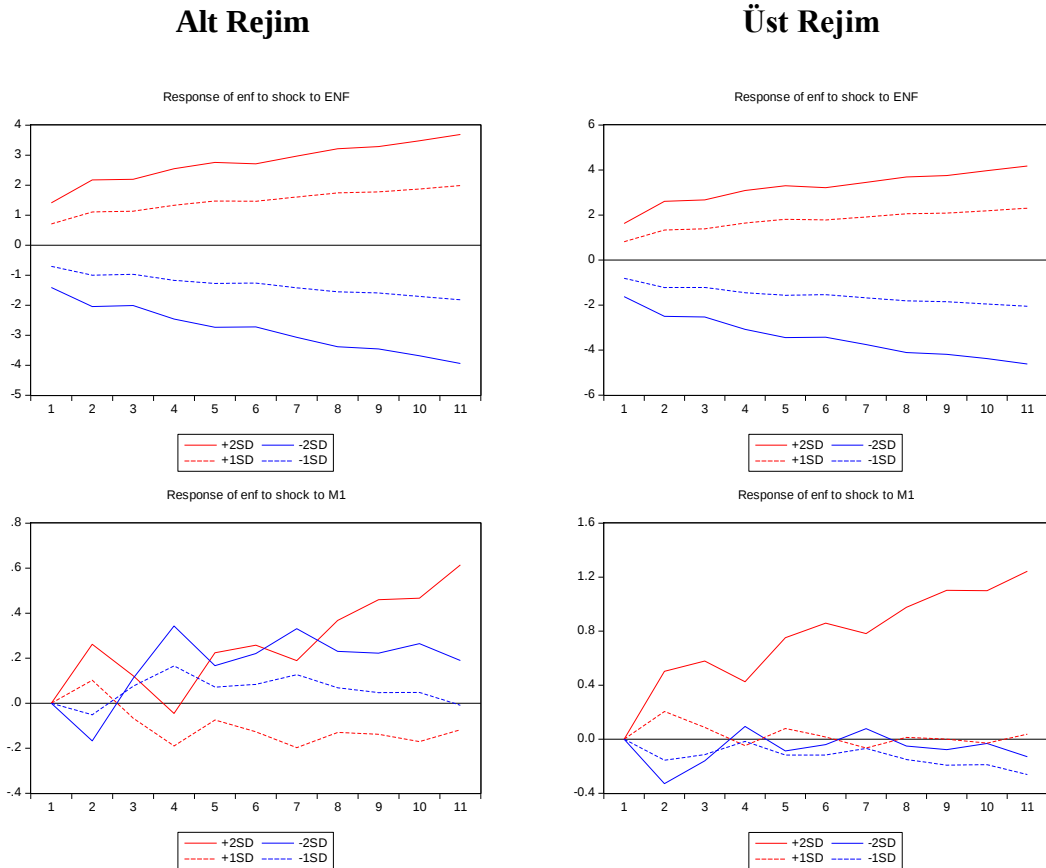
Test for Threshold SVAR Threshold Value** = 1.034341		
Test statistics	Value	P-Value
sup-Wald	38.82	0.000
avg-Wald	24.74	0.000
exp-Wald	16.11	0.020
** specification that minimizes logdet(sigma):		-7.164346

Model A için hesaplanan test istatistiklerine göre, belirlenen eşik değerin üzerindeki gözlem sayısı 39 (%22,4) eşik değer altındaki gözlem sayısı ise 135 (%77,6)'dır. Modele ait denklem sonuçlarına göre, M1 para arzında eşik değerin üzerindeki bir değişim enflasyonu 8,67 birim, eşik değerin altındaki bir değişim ise 3,15 birim artırmaktadır. Dolayısıyla, fiyat istikrarı hedefini önceleyen bir para politikası duruşu için parasal genişlemedeki hacim artışında eşik değerin önemi vurgulanmaktadır.

$$\text{Enf}_t \begin{cases} 0.992809 + 0.202148\text{Enf}_{t-1} - 0.248927\text{Enf}_{t-2} - 0.003514\text{Enf}_{t-3} - 0.172495\text{Enf}_{t-4} \\ (5.50) \quad (0.08) \quad (0.08) \quad (0.08) \quad (0.07) \\ + 3.151033M1_{t-1} - 3.095936M1_{t-2} - 1.340044M1_{t-3} + 1.184326M1_{t-4} & \gamma \leq 1.03431 \\ (2.34) \quad (2.28) \quad (1.81) \quad (1.73) \\ -9.819336 + 0.80081\text{Enf}_{t-1} - 0.370390\text{Enf}_{t-2} + 0.827893\text{Enf}_{t-3} - 0.321907\text{Enf}_{t-4} \\ (8.46) \quad (0.17) \quad (0.27) \quad (0.26) \quad (0.22) \\ + 8.673628M1_{t-1} + 0.831415M1_{t-2} - 2.887970M1_{t-3} + 2.611026M1_{t-4} & \gamma > 1.03431 \\ (4.3) \quad (4.65) \quad (3.98) \quad (3.74) \end{cases}$$

$$M1_t \begin{cases} 1.165127 - 0.008183Enf_{t-1} + 0.001932Enf_{t-2} - 0.005123Enf_{t-3} - 0.001680Enf_{t-4} \\ (0.28) \quad (0.004) \quad (0.004) \quad (0.004) \quad (0.004) \\ - 0.245006M1_{t-1} + 0.023364M1_{t-2} + 0.099250M1_{t-3} + 0.0111014M1_{t-4} \\ (0.121) \quad (0.11) \quad (0.09) \quad (0.09) \\ 0.214315 - 0.012511Enf_{t-1} + 0.006348Enf_{t-2} - 0.025335Enf_{t-3} + 0.002417Enf_{t-4} \\ (0.44) \quad (0.009) \quad (0.014) \quad (0.013) \quad (0.011) \\ + 0.57602M1_{t-1} + 0.231865M1_{t-2} + 0.243838M1_{t-3} + 0.260865M1_{t-4} \\ (0.22) \quad (0.24) \quad (0.20) \quad (0.19) \end{cases} \begin{matrix} \gamma \leq 1.03431 \\ \gamma > 1.03431 \end{matrix}$$

Kümülatif GIRF yöntemi kullanılarak oluşturulan etki-tepki fonksiyonun analiz sonuçlarına göre Şekil 29'un üst kısmında yer alan grafikte enflasyon değişkeninde meydana gelen şokun kendisi üzerinde nasıl etkiye sahip olduğu gösterilmektedir. Buna göre, enflasyon değişkeninde meydana gelen +2 standart sapmalı şok karşısında hem üst rejimde hem de alt rejimde ilk dönemlerden itibaren düzenli bir yükselişin olduğu, -2 standart sapmalı şok karşısında ise düzenli bir düşüşün olduğu görülmektedir.



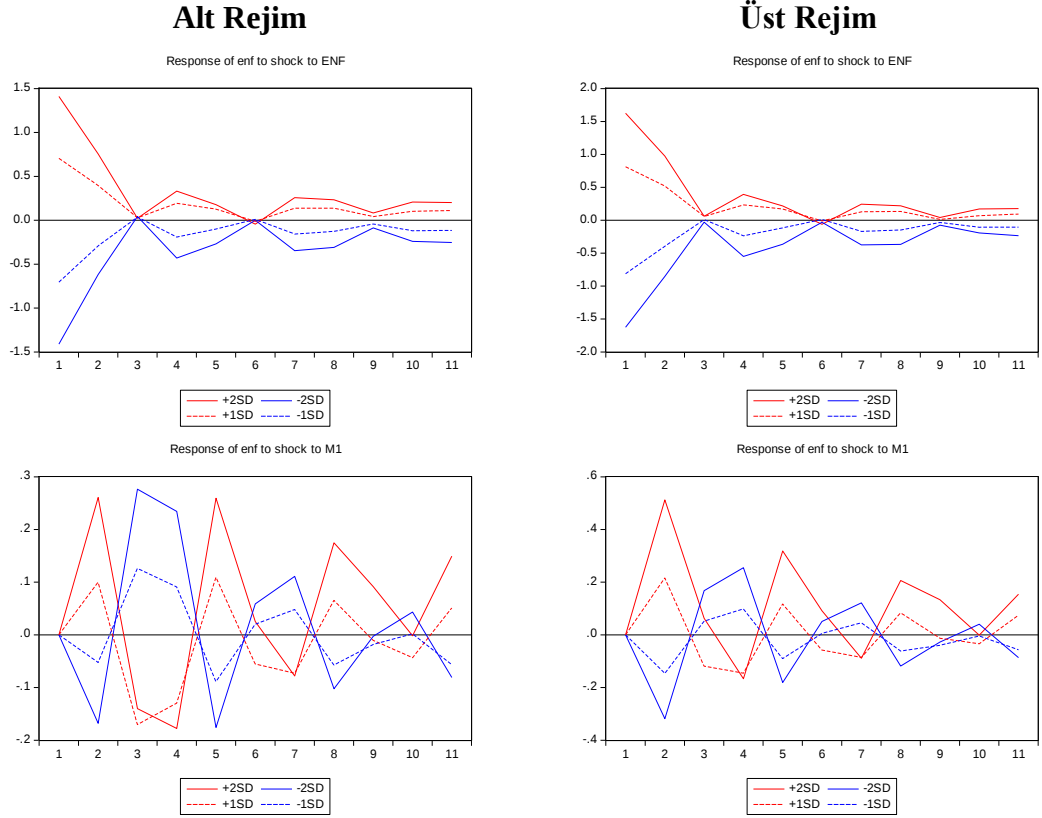
Şekil 29. Model A - Kümülatif Etki Tepki Analizi Sonuçları

Şekil 29'un sol alt kısmında gösterilen alt rejimde M1'de meydana gelen +2 standart sapmalı şokun etkisi 4.dönemde başlangıç düzeyine dönerken, +1 standart

sapmalık şokun etkisi daha kısa sürede 2.dönemde sıfırlanmaktadır. Alt rejimdeki -2 ve -1 standart sapmalık şokların etkisi 2.dönemde başlangıç düzeyine dönmektedir.

Şekil 29'un sağ alt kısmında yer alan grafik, üst rejimde M1'de meydana gelen şokun enflasyon üzerinde nasıl etkiye sahip olduğu göstermektedir. Buna göre, üst rejimde +2 standart sapmalık pozitif şokun etkisi ile enflasyon 3. döneme kadar artmakta, daha sonra 4.dönemde bir miktar düşüş gösterse de bu noktadan sonra yükseliş trendine devam ederek kalıcı hale gelmektedir. Üst rejimdeki +1 standart sapmalık şokun etkisi ise 4.dönemde başlangıç seviyesine dönmektedir. Üst rejimde M1'de meydana gelen -2 standart sapmalık şokun etkisi 3.dönemde, -1 standart sapmalık şokun etkisi ise 4.dönemde başlangıç noktasına dönmektedir.

Kümülatif etki tepki fonksiyonu sonuçlarına göre, özellikle üst rejim söz konusu olduğu durumda M1 para arzı değişkeninde meydana gelen pozitif yönlü ve yüksek bir şok, negatif yönlü bir şoka nispeten daha yüksek etki göstermekte ve bu etki daha uzun süreli olarak devam etmektedir. Para arzındaki hızlı ve yüksek miktarlı genişleme, finansal istikrara yönelik olarak iktisadi canlanmayı teşvik etmek için kullanılsa da, beraberinde yüksek ve kalıcı enflasyona sebebiyet vermesi başta olmak üzere bazı olumsuz etkileri barındırmaktadır. Dolayısıyla, merkez bankasının yeni para politikası yaklaşımı çerçevesinde kullandığı parasal genişleme uygulaması ile temel amacı olan fiyat istikrarı hedefinin birbiri ile tutarlı olmadığı ortaya çıkmaktadır.



Şekil 30. Model A – Genelleştirilmiş Etki Tepki Analizi Sonuçları

Şekil 30’da Model A’nın genelleştirilmiş etki tepki analizi sonuçları gösterilmektedir. Sol alt kısımda yer alan grafiğe göre, alt rejimde M1 değişkeninde meydana gelen +2 standart sapmalı şokun etkisi ile sert şekilde yükselen enflasyon 2.dönemde başlangıç düzeyine dönmektedir. Alt rejimde –2 standart sapmalı şokun etkisi de 2.dönemde sıfırlanmaktadır. Sağ alt kısımda gösterilen üst rejimde +2 standart sapmalı pozitif şokun etkisi 3.dönemde, -2 standart sapmalı şokun etkisi ise 2.dönemde başlangıç seviyesine dönmektedir. Genelleştirilmiş etki tepki fonksiyonu analizine göre, hem alt rejimde hem de üst rejimde M1 değişkeninde meydana gelen +2 standart sapmalı şokun etkisi, -2 standart sapmalı şokun etkisinden daha uzun sürmektedir.

5.4.2. Model B: Toplam Krediler ve Enflasyon

Bu modelde, finansal piyasalara yönelik uygulamalardan biri olan kredi genişlemesi başlığı için seçilen toplam krediler (TKR) kaleminde meydana gelen değişimlerin enflasyon üzerindeki etkilerinin incelenmesi amaçlanmaktadır. Buna göre, TSVAR modeli kapsamında eşik değer 1.028943 olarak belirlenmiştir. Wald istatistiği

değerleri sup-Wald, avg-Wald ve exp-Wald için sırasıyla 89.07, 40.05 ve 40.09 olarak hesaplanmıştır.

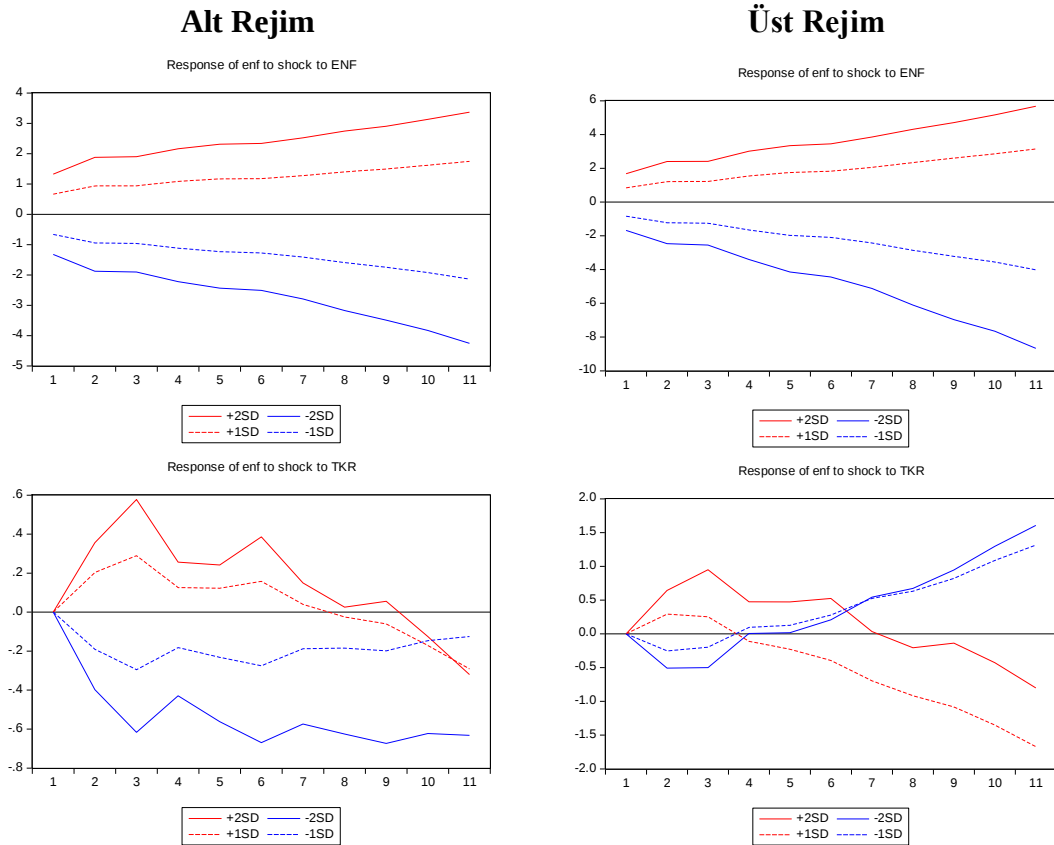
Tablo 24. Model B-Threshold SVAR Test Sonucu

Test for Threshold SVAR Threshold Value** = 1.028943		
Test statistics	Value	P-Value
sup-Wald	89.07	0.000
avg-Wald	40.05	0.000
exp-Wald	40.09	0.000
** specification that minimizes logdet(sigma):		-8.965295

Model B için hesaplanan test istatistiklerine göre, belirlenen eşik değerin üzerindeki gözlem sayısı 30 (%17,2) eşik değer altındaki gözlem sayısı ise 144 (%82,8)'dir. Modele ait denklemlerin sonuçlarına göre, toplam kredilerde eşik değerin üzerindeki bir değişim enflasyonu 18,35 birim, eşik değerin altındaki bir değişim ise 13,64 birim artırmaktadır. Dolayısıyla, ekonomi politikası karar vericilerinin fiyat istikrarı hedefini gerçekleştirebilmeleri adına toplam kredi hacmindeki değişim için hesaplanan eşik değeri dikkate almaları gerekmektedir.

$$\begin{aligned}
 & \left\{ \begin{array}{l} -9.563038 + 0.271142Enf_{t-1} - 0.247486Enf_{t-2} + 0.015585Enf_{t-3} - 0.180589Enf_{t-4} \\ (6.17) \quad (0.08) \quad (0.07) \quad (0.07) \quad (0.06) \\ + 13.64354TKR_{t-1} - 3.63275TKR_{t-2} - 7.896800TKR_{t-3} + 8.152499TKR_{t-4} \\ (4.37) \quad (4.34) \quad (3.16) \quad (3.15) \end{array} \right. \gamma \leq 1.028943 \\
 & \left\{ \begin{array}{l} -0.522020 + 0.505754Enf_{t-1} - 0.150520Enf_{t-2} + 1.135059Enf_{t-3} - 0.066581Enf_{t-4} \\ (19.73) \quad (0.16) \quad (0.28) \quad (0.38) \quad (0.34) \\ + 18.35296TKR_{t-1} + 10.72732TKR_{t-2} - 8.489049TKR_{t-3} - 20.80944TKR_{t-4} \\ (9.25) \quad (10.4) \quad (17.19) \quad (14.14) \end{array} \right. \gamma > 1.028943 \\
 \\
 & \left\{ \begin{array}{l} 0.327028 + 0.001022Enf_{t-1} + 0.002490Enf_{t-2} - 0.002211Enf_{t-3} - 0.003961Enf_{t-4} \\ (0.14) \quad (0.001) \quad (0.001) \quad (0.001) \quad (0.003) \\ + 0.485177TKR_{t-1} + 0.114758TKR_{t-2} + 0.110488TKR_{t-3} - 0.032992TKR_{t-4} \\ (0.09) \quad (0.09) \quad (0.07) \quad (0.07) \end{array} \right. \gamma \leq 1.028943 \\
 & \left\{ \begin{array}{l} 0.407991 - 0.003143Enf_{t-1} - 0.015281Enf_{t-2} + 0.004167Enf_{t-3} - 0.019014Enf_{t-4} \\ (0.49) \quad (0.004) \quad (0.007) \quad (0.009) \quad (0.008) \\ - 0.182373TKR_{t-1} - 0.212423TKR_{t-2} + 1.041333TKR_{t-3} - 0.015218TKR_{t-4} \\ (0.23) \quad (0.25) \quad (0.42) \quad (0.35) \end{array} \right. \gamma > 1.028943
 \end{aligned}$$

Kümülatif GIRF yöntemi kullanılarak oluşturulan etki-tepki fonksiyonun analiz sonuçlarına göre Şekil 31'in üst kısmında yer alan grafikte ENF değişkeninde meydana gelen şokun kendisi üzerinde nasıl etkiye sahip olduğu gösterilmektedir. Buna göre, ENF değişkeninde meydana gelen +2 standart sapmalık şok karşısında hem üst rejimde, hem de alt rejimde ilk dönemlerden itibaren düzenli bir yükselişin olduğu, -2 standart sapmalık şok karşısında ise düzenli bir düşüşün olduğu görülmektedir.



Şekil 31. Model B - Kümülatif Etki Tepki Analizi Sonuçları

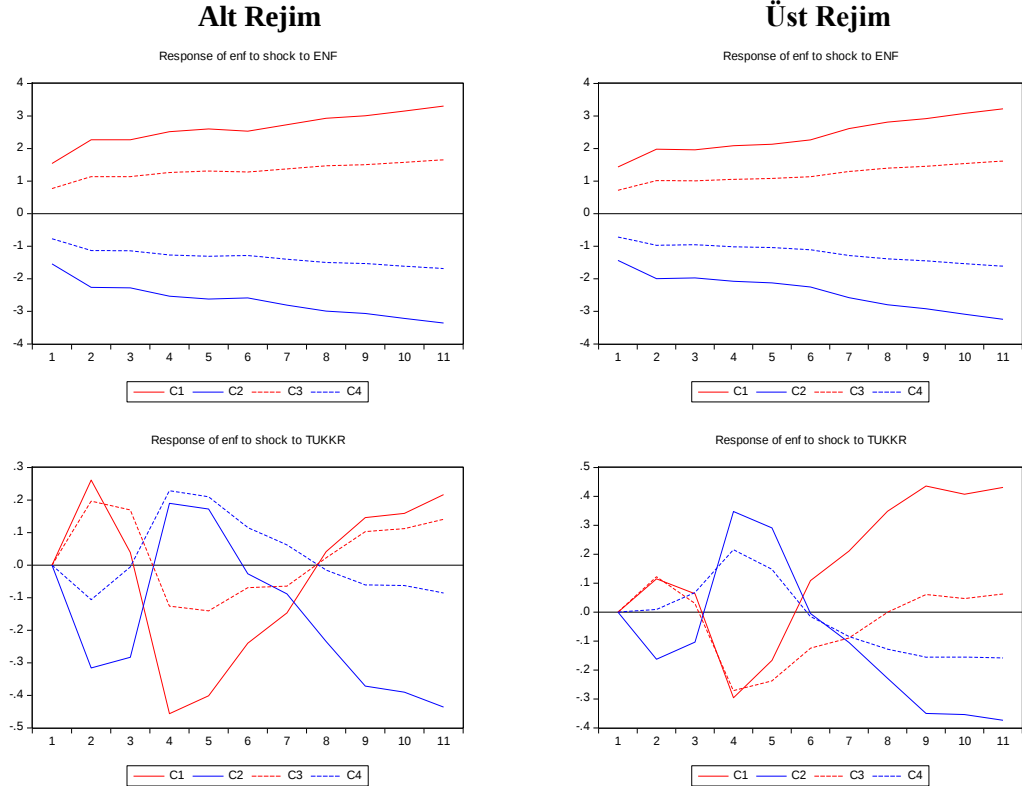
Şekil 31'in alt kısmında yer alan grafikte ise TKR'de meydana gelen şokun enflasyon üzerinde nasıl etkiye sahip olduğu gösterilmektedir. Buna göre, sağ alt kısımda gösterilen üst rejimde +2 standart sapmalık pozitif şokun etkisi ile enflasyon 3. döneme kadar artmakta, daha sonra 7.dönemde başlangıç noktasına dönmektedir. TKR'de meydana gelen -2 standart sapmalık şok karşısında ise enflasyon ilk 2 dönem düşmekte ve 4.dönemden sonra şokun etkisi yok olmaktadır. Şekil 30'un sol altında yer alan alt rejimde ise +2 standart sapmalık pozitif şokun etkisi ile enflasyon 3. döneme kadar hızla yükselmekte ve 9.dönemde başlangıç noktasına dönmektedir. Alt rejimde TKR'de

meydana gelen -2 standart sapmalılık şok karşısında enflasyon sürekli düşüş eğilimi göstermektedir.

Kümülatif etki tepki fonksiyonu sonucuna göre, üst rejimde TKR değişkeninde meydana gelen pozitif yönlü bir şok, negatif bir şoka nispeten daha yüksek etki göstermekte ve bu etki daha uzun sürmektedir. Ekonominin büyümesine ve canlanmasına katkı sağlaması amacıyla başta banka kredilerinin artırılması olmak üzere çeşitli alternatif yaklaşımlar kullanılarak oluşturulan kredi genişlemesi politikasının hızlı ve aşırı bir biçimde yürütülmesi sonucunda enflasyonist bir yansımasının olduğu görülebilmektedir.

Bu modelin kümülatif etki tepki fonksiyonu sonucuna göre, alt rejimdeki şokların etkisi üst rejime göre kıyasla daha yüksek olmakta ve başlangıç noktasına daha uzun sürede dönmektedir. Bu durum, toplam kredilerde meydana gelen artışların yükselmesi ile daha yüksek enflasyona neden olmasının beklendiği genel kabulünün tersi yönde sonuç vermektedir. Dolayısıyla, bu duruma neden olan faktörün belirlenmesi amacıyla toplam krediler değişkeninin alt kırılımlarından olan tüketici kredileri ve imalat sanayi kredileri değişkenlerinin de analize tabi tutulmasına karar verilmiştir.

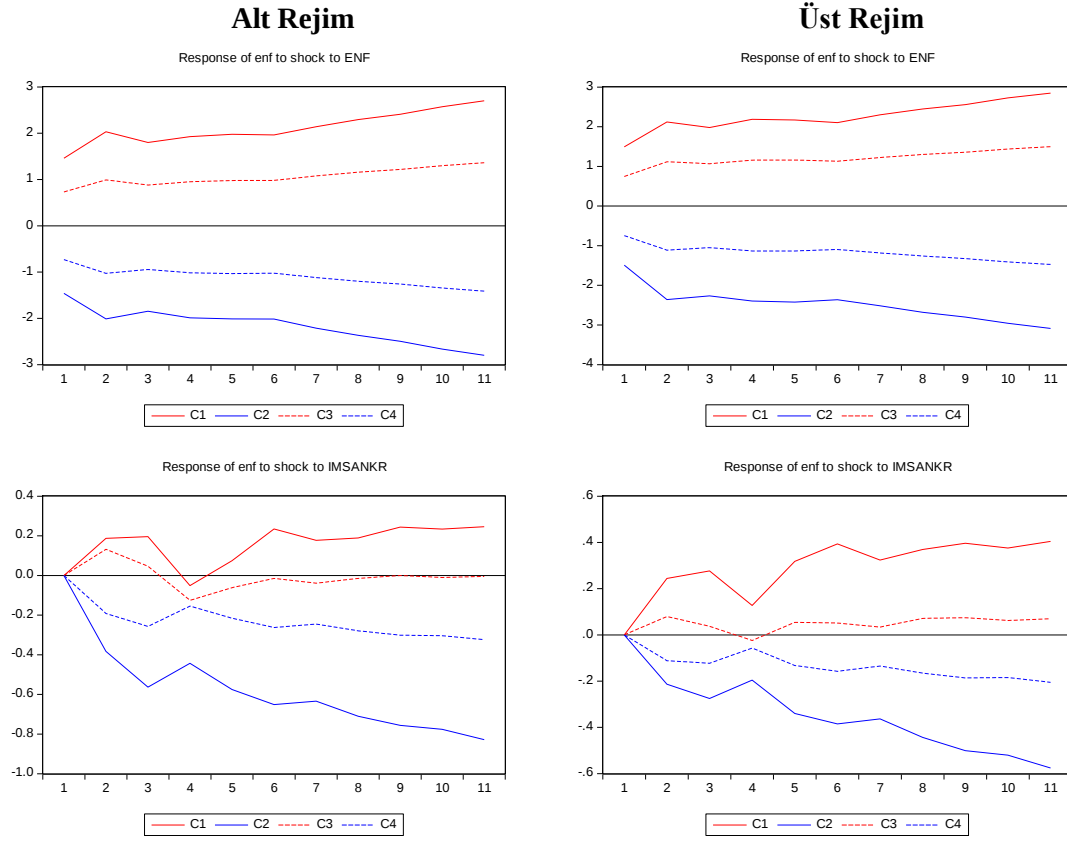
Şekil 32, tüketici kredilerine ait kümülatif etki tepki fonksiyonunu göstermektedir. Buna göre, tüketici kredileri de toplam krediler ile benzer biçimde alt rejimdeki +2 standart sapmalılık şok karşısında üst rejime göre daha yüksek bir enflasyona neden olmakta ve başlangıç noktasına dönmesi daha uzun sürmektedir. Ekonomiye katma değer sağlamayan tüketici kredilerinin toplam kredileri de etkilemekte olduğu görülmektedir.



Şekil 32. Tüketici Kredileri Kümülatif Etki Tepki Analizi Sonuçları

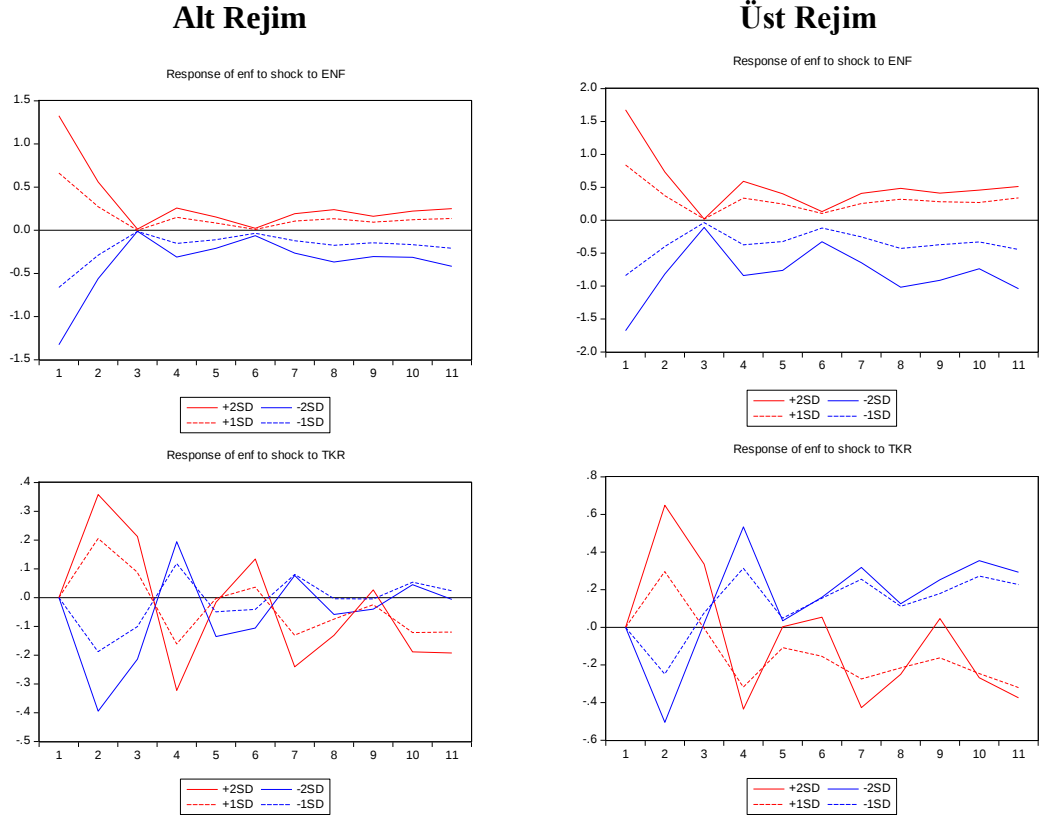
Şekil 33 ise, imalat sanayi kredilerinin kümülatif etki tepki fonksiyonunu göstermektedir. Buna göre, imalat sanayi kredileri toplam kredilerde ortaya çıkan tablonun tersine alt rejimdeki +2 standart sapmalılık şok karşısında üst rejime göre daha düşük etki göstermekte ve başlangıç noktasına dönmesi daha kısa sürmektedir. Yatırıma yönelik olarak kullanılan bu kredilerin ekonomiye katma değer sağlamakta olduğu ve tüketici kredileri ile tersi yönde etki gösterdiği görülmektedir.

Dolayısıyla, toplam krediler değişkeninde kümülatif etki tepki fonksiyonu analizinde ortaya çıkan alt rejim ile üst rejim arasında genel tahminlerden farklı sonuçların ortaya çıkmasının nedeni açıklanmış olmaktadır. Ortaya çıkan bu farklılığın nedeni, tüketici kredileri ile yatırıma yönelik kredilerden olan imalat sanayi kredilerinin ekonomi üzerindeki etkisinin farklı düzeyde olmasıdır.



Şekil 33. İmalat Sanayi Kredileri Kümülatif Etki Tepki Analizi Sonuçları

Şekil 34'te Model B'nin genelleştirilmiş etki tepki analizi sonuçları gösterilmektedir. Sol alt kısımda yer alan grafiğe göre, alt rejimde TKR'de meydana gelen +2 ve -2 standart sapmalı şokların etkisi ile yükselen enflasyon 3.dönemde başlangıç düzeyine geri dönmektedir. Sağ alt kısımda gösterilen üst rejimde +2 standart sapmalı pozitif şokun etkisi 3.dönemde, -2 standart sapmalı şokun etkisi ise 2.dönemde başlangıç seviyesine dönmektedir. Bu modele ait genelleştirilmiş etki tepki fonksiyonu analizine göre, üst rejimdeki +2 standart sapmalı şokun enflasyon üzerindeki etkisi -2 standart sapmalı şokun etkisinden daha uzun sürmektedir.



Şekil 34. Model B – Genelleştirilmiş Etki Tepki Analizi Sonuçları

5.4.3. Model C: Döviz Kuru ve Enflasyon

Bu modelde, döviz piyasalarına yönelik uygulamalar başlığını temsilen seçilen değişken olan sepet kur (SKUR) kaleminde meydana gelen değişimlerin enflasyon üzerindeki etkilerinin incelenmesi amaçlanmaktadır. Buna göre, TSVAR modeli kapsamında eşik değer 1.028009 olarak belirlenmiştir. Wald istatistiği değerleri sup-Wald, avg-Wald ve exp-Wald için sırasıyla 83.32, 43.96 ve 37.48 olarak hesaplanmıştır.

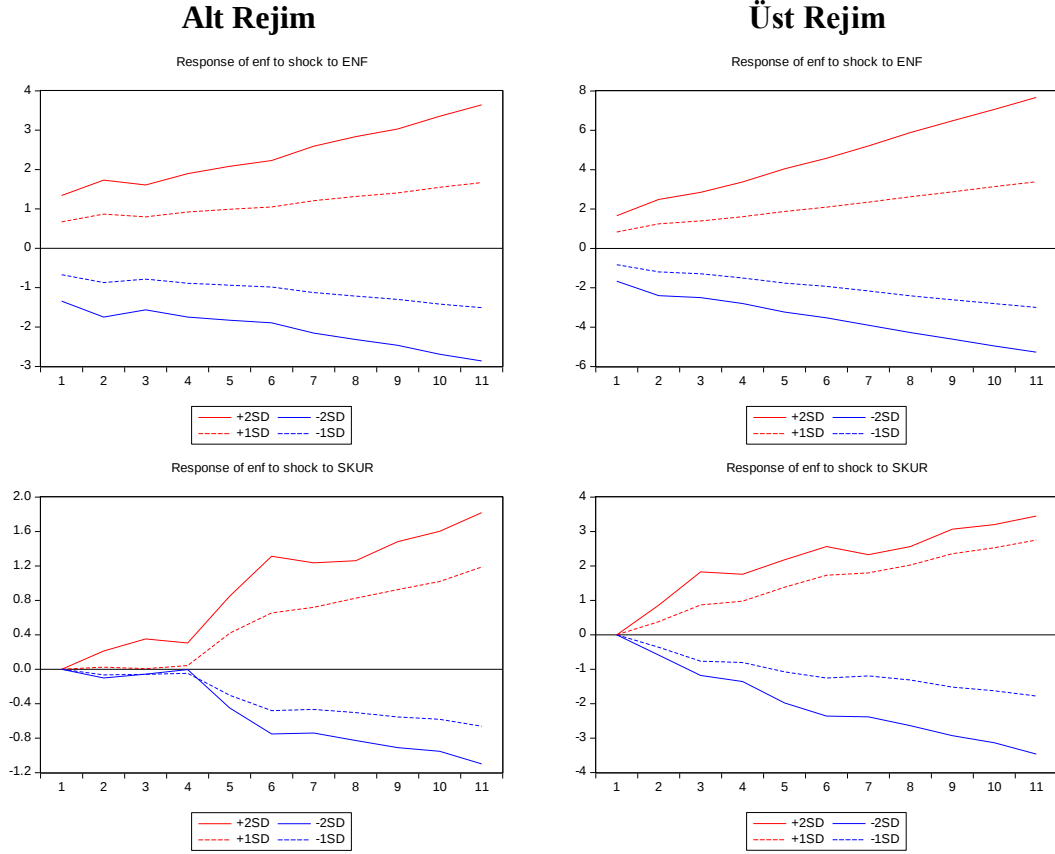
Tablo 25. Model C-Threshold SVAR Test Sonucu

Test for Threshold SVAR		
Threshold Value** = 1.028009		
Test statistics	Value	P-Value
sup-Wald	83.32	0.000
avg-Wald	43.96	0.000
exp-Wald	37.48	0.000
** specification that minimizes logdet(sigma):		-7.940920

Model C için hesaplanan test istatistiklerine göre, belirlenen eşik değerin üzerindeki gözlem sayısı 37 (%21,3) eşik değer altındaki gözlem sayısı ise 137 (%78,7)'dir. Modele ait denklemlerin sonuçlarına göre, sepet kurda eşik değerin üzerindeki bir değişim enflasyonu 13 birim, bunun altındaki bir değişim ise enflasyonu 1,28 birim artırmaktadır. Buradan, döviz kurundaki değişimlerin enflasyon üzerinde yüksek derecede etkili olduğu sonucuna ulaşılmaktadır. Dolayısıyla, para politikası karar vericilerinin fiyat istikrarı hedefini gerçekleştirebilmeleri adına döviz kurundaki değişime yönelik aldıkları makro ihtiyati tedbirlerin yerinde olduğu düşünülmektedir.

$$\begin{aligned}
 & \left\{ \begin{array}{l} 0.816334 + 0.195307Enf_{t-1} - 0.311572Enf_{t-2} + 0.068696Enf_{t-3} - 0.265874Enf_{t-4} \\ (4.80) \quad (0.08) \quad (0.08) \quad (0.07) \quad (0.07) \\ + 1.288147SKUR_{t-1} - 2.824829SKUR_{t-2} - 0.481395SKUR_{t-3} + 2.098500SKUR_{t-4} \\ (2.97) \quad (2.75) \quad (2.16) \quad (1.99) \\ -45.42493 + 0.033581Enf_{t-1} - 0.031752Enf_{t-2} + 0.164889Enf_{t-3} - 0.355448Enf_{t-4} \\ (14.76) \quad (0.22) \quad (0.23) \quad (0.26) \quad (0.22) \\ + 13.00641SKUR_{t-1} + 0.741284SKUR_{t-2} - 3.637780SKUR_{t-3} + 28.30233SKUR_{t-4} \\ (5.28) \quad (5.88) \quad (8.89) \quad (8.34) \end{array} \right. \begin{array}{l} \gamma \leq 1.028009 \\ \\ \gamma > 1.028009 \end{array} \\
 & \\
 & \left\{ \begin{array}{l} 0.575190 - 0.005297Enf_{t-1} - 0.001123Enf_{t-2} - 0.006569Enf_{t-3} - 0.001695Enf_{t-4} \\ (0.18) \quad (0.003) \quad (0.003) \quad (0.003) \quad (0.003) \\ + 0.519462SKUR_{t-1} - 0.234018SKUR_{t-2} + 0.17326SKUR_{t-3} - 0.018800SKUR_{t-4} \\ (0.11) \quad (0.10) \quad (0.08) \quad (0.07) \\ 1.815405 - 0.006284Enf_{t-1} + 0.026621Enf_{t-2} + 0.009786Enf_{t-3} + 0.011352Enf_{t-4} \\ (0.67) \quad (0.01) \quad (0.01) \quad (0.01) \quad (0.01) \\ -0.140641SKUR_{t-1} - 0.975451SKUR_{t-2} + 0.103589SKUR_{t-3} - 0.053525SKUR_{t-4} \\ (0.24) \quad (0.27) \quad (0.40) \quad (0.38) \end{array} \right. \begin{array}{l} \gamma \leq 1.028009 \\ \\ \gamma > 1.028009 \end{array}
 \end{aligned}$$

Kümülatif GIRF yöntemi kullanılarak oluşturulan etki-tepki fonksiyonun analiz sonuçlarına göre Şekil 35'in üst kısmında yer alan grafikte ENF değişkeninde meydana gelen şokun kendisi üzerinde nasıl etkiye sahip olduğu gösterilmektedir. Buna göre, ENF değişkeninde meydana gelen +2 standart sapmalık şok karşısında hem üst rejimde, hem de alt rejimde ilk dönemlerden itibaren düzenli bir yükselişin olduğu, -2 standart sapmalık şok karşısında ise düzenli bir düşüşün olduğu görülmektedir.



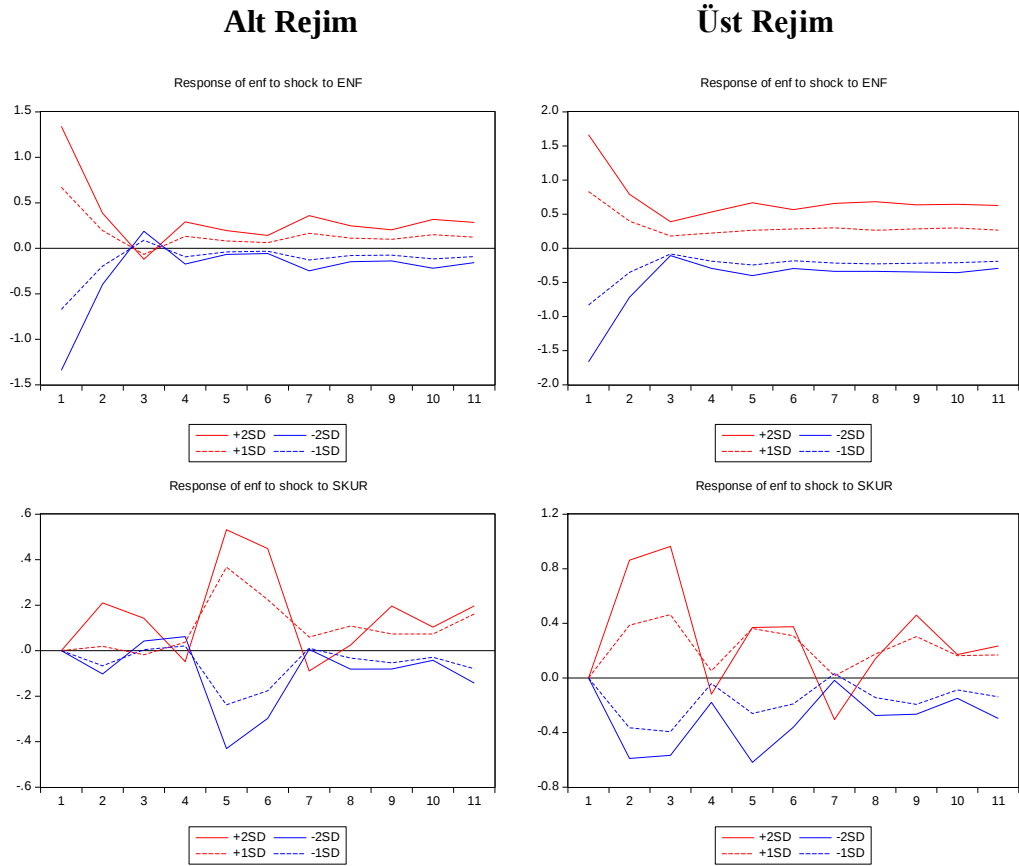
Şekil 35. Model C - Kümülatif Etki Tepki Analizi

Şekil 35'in alt kısmında yer alan grafikte ise SKUR'da meydana gelen şokun ENF üzerinde nasıl etkiye sahip olduğu gösterilmektedir. Buna göre, sağ alt kısımda gösterilen üst rejimde +2 standart sapmalık pozitif şokun etkisi ile enflasyon sürekli ve kalıcı biçimde artış, SKUR'da meydana gelen -2 standart sapmalık şok karşısında ise sürekli bir düşüş trendi görülmektedir. Şekil 35'in sol alt kısmındaki alt rejimde ise SKUR'da +2 standart sapmalık pozitif şokun etkisi ile enflasyon 3. döneme kadar yükselmekte ve bu dönemden sonra daha sert biçimde artışa geçmektedir. Alt rejimde SKUR'da meydana gelen -2 standart sapmalık şok karşısında enflasyon 4.döneme kadar yatay bir seyir izlemekte ve bu noktada başlangıç seviyesine dönmektedir.

Kümülatif etki tepki fonksiyonu sonucuna göre, üst rejimde SKUR değişkeninde meydana gelen pozitif şokun enflasyonist süreci doğrudan etkilediği ve bu etkinin uzun süreye yayılarak kalıcı hale geldiği görülmektedir. Alt rejimde ise, SKUR'da meydana gelen pozitif yönlü şok enflasyon üzerinde belirli bir süreden sonra sert ve kalıcı etki oluşturabilmektedir. Dolayısıyla, Türkiye ekonomisinde görülen yüksek cari açık, yabancı para borçluluğu ve dolarizasyon eğilimi gibi faktörlerin etkisi ile döviz kuru

şoklarının enflasyona yansımalarına karşı hassas bir yapıda olduğu görülebilmektedir. Bu doğrultuda, merkez bankasının yeni para politikası yaklaşımı çerçevesinde uygulamaya aldığı döviz kuru tedbirlerinin fiyat istikrarı hedefi için gerekli olduğu sonucuna ulaşılmaktadır.

Şekil 36’da Model C’nin genelleştirilmiş etki tepki analizi sonuçları gösterilmektedir. Sol alt kısımda yer alan grafiğe göre, alt rejimde SKUR’da meydana gelen +2 standart sapmalı şokun etkisi enflasyon artmakta ve 4.dönemde başlangıç seviyesine dönmektedir. SKUR’da meydana gelen -2 standart sapmalı şokun enflasyona etkisi nispeten daha düşük olup, 2.dönemde başlangıç düzeyine dönmektedir. Sağ alt kısımda gösterilen üst rejimde +2 standart sapmalı pozitif şokun etkisi ile 3 dönem yükselişe geçen enflasyon 4.dönemde sıfırlanmaktadır. Üst rejimdeki SKUR’daki -1 standart sapmalı şokun etkisi de 4.dönemde başlangıç seviyesine dönmektedir. Bu modele ait genelleştirilmiş etki tepki fonksiyonu analizi sonuçlarına göre, üst rejimdeki şokların etkisi alt rejime göre ilk dönemlerde daha yüksek olmakta ve bu etki daha uzun sürmektedir.



Şekil 36. Model C – Genelleştirilmiş Etki Tepki Analizi Sonuçları

5.4.4. Model D: Borsa Piyasa Değeri ve Enflasyon

Bu modelde, sermaye piyasalarına yönelik uygulamaları temsilen seçilen değişken olan borsa piyasa değeri (SPB) kaleminde meydana gelen değişimlerin enflasyon üzerindeki etkilerinin incelenmesi amaçlanmaktadır. Buna göre, TSVAR modeli kapsamında eşik değer 0.986438 olarak belirlenmiştir. Wald istatistiği değerleri sup-Wald, avg-Wald ve exp-Wald için sırasıyla 64.43, 39.25 ve 28.66 olarak hesaplanmıştır. Bu modelde gecikme uzunluğu 6 dönem, tampon dönem 0.15 olarak seçilmiştir.

Tablo 26. Model D-Threshold SVAR Test Sonucu

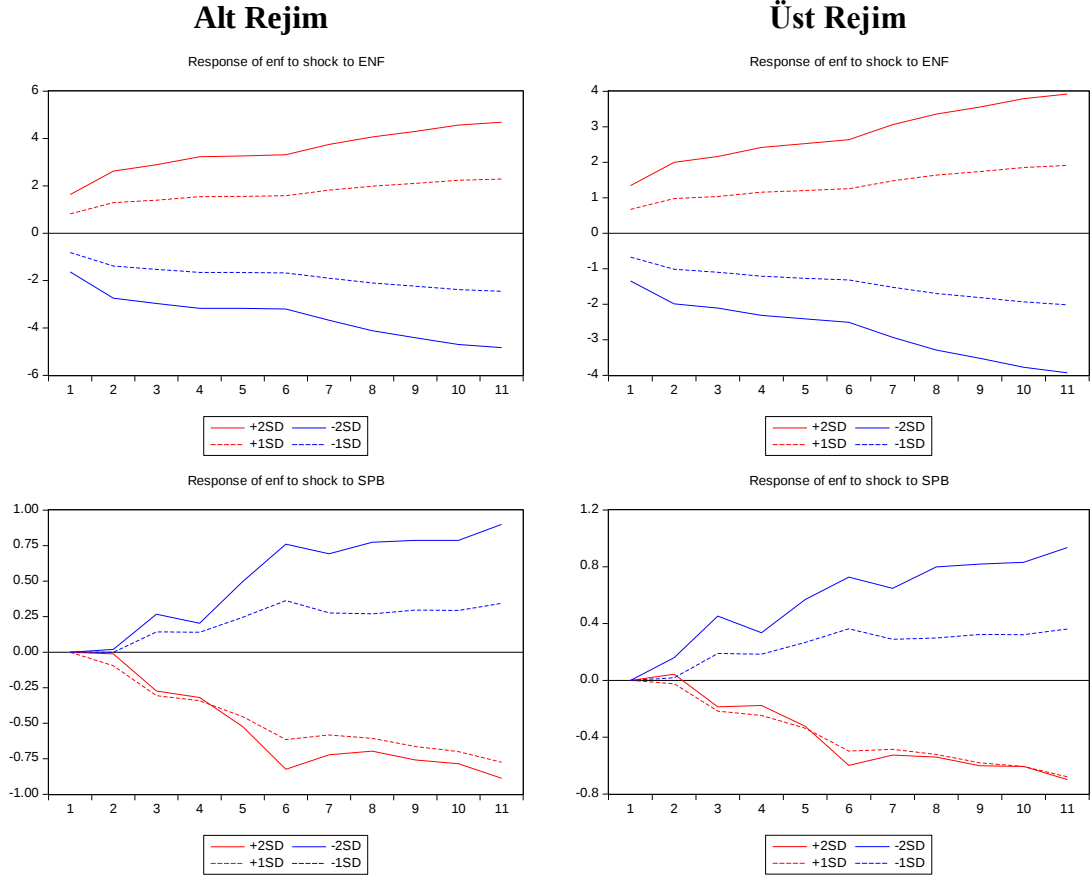
Test for Threshold SVAR Threshold Value** = 0.986438		
Test statistics	Value	P-Value
sup-Wald	64.43	0.000
avg-Wald	39.25	0.000
exp-Wald	28.66	0.000
** specification that minimizes logdet(sigma):		-6.120767

Model D için hesaplanan test istatistiklerine göre, belirlenen eşik değerin üzerindeki gözlem sayısı 137 (%78,7) eşik değer altındaki gözlem sayısı ise 37 (%21,3)'tür. Modele ait denklemlerin sonuçlarına göre, borsa piyasa değerinde eşik değerin üzerindeki bir değişim enflasyonu 1,09 birim, eşik değerin altındaki bir değişim ise 0,18 birim artırmaktadır. Dolayısıyla, sermaye piyasalarına yönelik alınan kararlarda borsa piyasa değerinin eşik değerinin göz önünde bulundurulması enflasyon gerçekleştirmeleri için önemlidir.

$$\begin{aligned}
& \left\{ \begin{array}{l}
3.690638 + 0.886491Enf_{t-1} - 0.382930Enf_{t-2} - 0.426659Enf_{t-3} - 0.506150Enf_{t-4} \\
(0.63) \quad (0.18) \quad (0.24) \quad (0.19) \quad (0.24) \\
+ 0.397592Enf_{t-5} + 0.134555Enf_{t-6} + 0.186922SPB_{t-1} + 0.4124047SPB_{t-2} \\
(0.20) \quad (0.22) \quad (2.94) \quad (2.82) \\
+ 2.727948SPB_{t-3} - 3.307583SPB_{t-4} - 3.053752SPB_{t-5} - 0.327525SPB_{t-6} \\
(1.92) \quad (2.25) \quad (1.96) \quad (2.11) \\
-1.711089 + 0.263392Enf_{t-1} - 0.193764Enf_{t-2} + 0.003489Enf_{t-3} - 0.028836Enf_{t-4} \\
(2.86) \quad (0.08) \quad (0.08) \quad (0.09) \quad (0.08) \\
- 0.082236Enf_{t-5} + 0.143273Enf_{t-6} + 1.095840SPB_{t-1} - 1.128937SPB_{t-2} \\
(0.08) \quad (0.07) \quad (1.23) \quad (1.11) \\
+ 0.993753SPB_{t-3} - 1.371915SPB_{t-4} + 0.533991SPB_{t-5} + 2.178704SPB_{t-6} \\
(0.97) \quad (0.90) \quad (0.98) \quad (0.96)
\end{array} \right. \begin{array}{l} \gamma \leq 0.986438 \\ \gamma > 0.986438 \end{array} \\
\\
& \left\{ \begin{array}{l}
0.953681 - 0.023389Enf_{t-1} + 0.23564Enf_{t-2} + 0.002560Enf_{t-3} - 1.97006Enf_{t-4} \\
(0.56) \quad (0.01) \quad (0.02) \quad (0.01) \quad (0.02) \\
+ 0.008362Enf_{t-5} + 0.016154Enf_{t-6} - 0.130965SPB_{t-1} + 0.407989SPB_{t-2} \\
(0.01) \quad (0.01) \quad (0.24) \quad (0.23) \\
- 0.280146SPB_{t-3} + 0.006690SPB_{t-4} + 0.164457SPB_{t-5} - 0.168334SPB_{t-6} \\
(0.15) \quad (0.18) \quad (0.16) \quad (0.17) \\
0.701680 - 0.000420Enf_{t-1} - 0.000807Enf_{t-2} + 0.007328Enf_{t-3} - 0.006055Enf_{t-4} \\
(0.27) \quad (0.007) \quad (0.008) \quad (0.008) \quad (0.008) \\
+ 0.002578Enf_{t-5} + 0.001150Enf_{t-6} + 0.225130SPB_{t-1} + 0.047069SPB_{t-2} \\
(0.008) \quad (0.007) \quad (0.11) \quad (0.10) \\
+ 0.125433SPB_{t-3} - 0.155725SPB_{t-4} + 0.089243SPB_{t-5} - 0.036320SPB_{t-6} \\
(0.09) \quad (0.08) \quad (0.09) \quad (0.09)
\end{array} \right. \begin{array}{l} \gamma \leq 0.986438 \\ \gamma > 0.986438 \end{array}
\end{aligned}$$

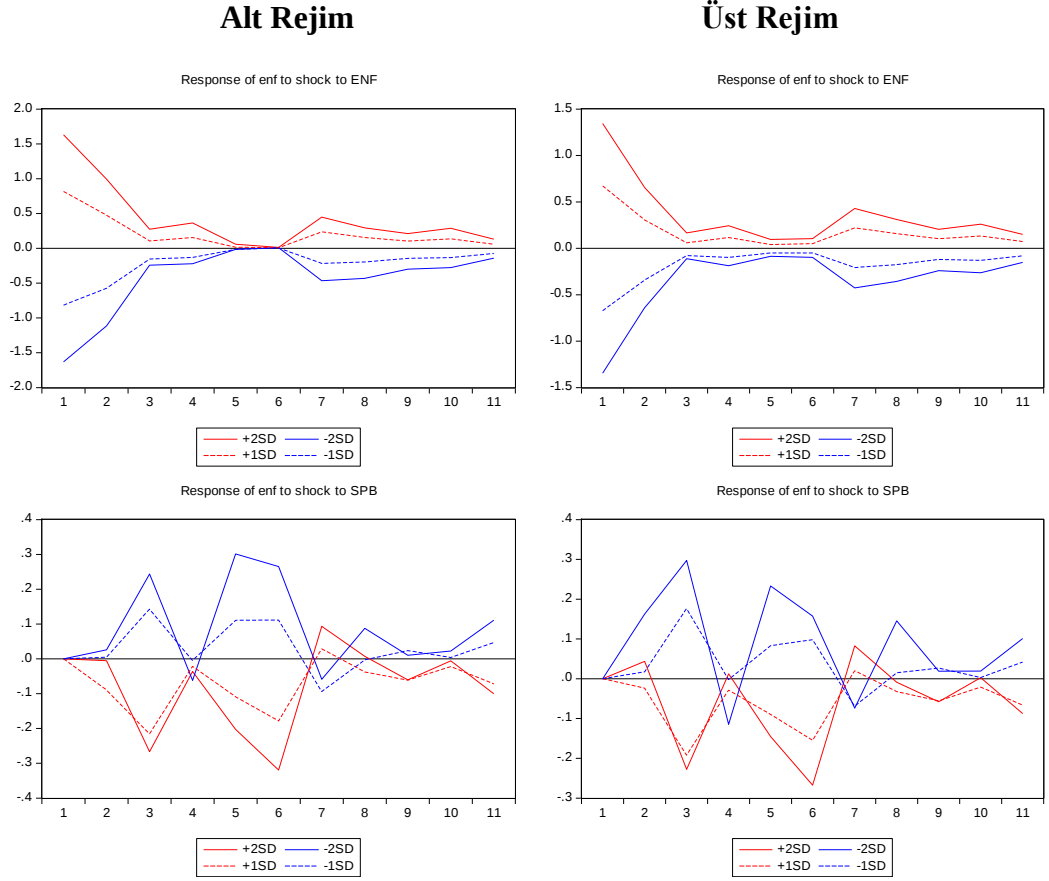
Kümülatif GIRF yöntemi kullanılarak oluşturulan etki-tepki fonksiyonun analiz sonuçlarına göre Şekil 37'nin üst kısmında yer alan grafikte ENF değişkeninde meydana gelen şokun kendisi üzerinde nasıl etkiye sahip olduğu gösterilmektedir. Buna göre, enflasyon değişkeninde meydana gelen +2 standart sapmalı şok karşısında hem üst rejimde, hem de alt rejimde ilk dönemlerden itibaren düzenli bir yükselişin olduğu, -2 standart sapmalı şok karşısında ise düzenli bir düşüşün olduğu görülmektedir.

Şekil 37'nin alt kısmında yer alan grafikte ise SPB'de meydana gelen şokun enflasyon üzerinde nasıl etkiye sahip olduğu gösterilmektedir. Buna göre, sağ alt kısımda gösterilen üst rejimde +2 standart sapmalı pozitif şokun etkisi ile enflasyon 2 dönemde bir miktar artış gösterdikten sonra başlangıç düzeyine dönmektedir. SPB değişkeninde -2 standart sapmalı şok karşısında ise enflasyon başlangıçtan itibaren sürekli bir yükseliş göstermektedir. Şekil 37'nin sol altında yer alan alt rejimde ise SPB'de +2 standart sapmalı pozitif şokun etkisi ile enflasyon başlangıç seviyesinde devam etmektedir. Alt rejimde SPB'de meydana gelen -2 standart sapmalı şok karşısında ise enflasyon başlangıçtan itibaren sürekli bir yükseliş göstermektedir.



Şekil 37. Model D - Kümülatif Etki Tepki Analizi

Kümülatif etki tepki fonksiyonu sonucuna göre, sermaye piyasalarının büyüklüğü ile enflasyon düzeyi arasında negatif yönlü bir ilişkinin olduğu ortaya çıkmaktadır. Buna göre, sermaye piyasalarına yönelimin artması sonucunda enflasyon oranında düşüş görülmesi söz konusudur. Buradan hareketle, sermaye piyasalarına yönelik olarak uygulamaya alınan makro ihtiyati tedbirlerin fiyat istikrarı hedefi ile uyumlu bir yapıda olduğu söylenebilmektedir.



Şekil 38. Model D – Genelleştirilmiş Etki Tepki Analizi Sonuçları

Şekil 38’de Model D’nin genelleştirilmiş etki tepki analizi sonuçları gösterilmektedir. Sol alt kısımda yer alan grafiğe göre, alt rejimde SPB’de meydana gelen -2 standart sapmalı şokun etkisi ile enflasyon artmakta ve 3.dönemden sonra başlangıç düzeyine dönmektedir. Sağ alt kısımda gösterilen üst rejimde +2 standart sapmalı pozitif şokun etkisi ile artan enflasyon 2 dönem sonra başlangıç seviyesine dönmektedir. SPB’de meydana gelen -2 standart sapmalı şok ile yükselişe geçen enflasyon 3.dönemde başlangıç seviyesine dönmektedir.

5.5. Değerlendirme

Para politikasında yeni yaklaşımlardan belirlenen uygulamaların enflasyon üzerindeki etkilerinin incelendiği dört farklı modele ilişkin ekonometrik analiz bulguları Tablo 27’de özetlenmektedir.

Tablo 27. Özet Analiz Sonuçları

		Model A	Model B	Model C	Model D
Threshold SVAR		1,034341	1,028943	1,028009	0,986438
Alt Rejim	Değer	3,15	13,64	1,28	0,18
	Gözlem	135	144	137	37
	Oran	%77.6	%82.8	%78.7	%21.3
Üst Rejim	Değer	8,67	18,35	13,0	1,09
	Gözlem	39	30	37	137
	Oran	%22.4	%17.2	%21.3	%78.7
Test İstatistikleri	sup-Wald	38,82	89,07	83,32	64,43
	avg-Wald	24,74	40,05	43,96	39,25
	exp-Wald	16,11	40,09	37,48	28,66

Buna göre; yeni para politikası yaklaşımı çerçevesinde Model A ile analiz edilen likidite yönetimine yönelik uygulamalardan olan parasal genişlemenin üst rejimde yüksek ve kalıcı enflasyona sebebiyet vermekte olduğu görülmektedir. Dolayısıyla, merkez bankasının yeni para politikası yaklaşımı çerçevesinde kullanmakta olduğu parasal genişleme uygulaması ile temel amacı olan fiyat istikrarı hedefinin birbiri ile tutarlı olması için belirlenen eşik değerin dikkate alınması gerekmektedir.

Model B ile analiz edilen finansal piyasalara yönelik uygulamalardan kredi genişlemesinde meydana gelen pozitif yönlü şokların enflasyonu artırdığı ortaya çıktığından bu kapsamdaki politikaların merkez bankası fiyat istikrarı hedefi ile aynı paralelde olmadığı ortaya çıkmaktadır. Bu modelde alt rejimde daha yüksek enflasyonun ortaya çıkması yönündeki sonuç nedeni ile değişkende detay kırılıma gidilerek tüketici kredileri ve imalat sanayi kredileri olarak incelemeye alınmıştır. Buradan elde edilen sonuca göre, alt rejimde tüketici kredilerinden kaynaklı olarak daha yüksek enflasyon ortaya çıkmaktadır. Yatırıma kanalize olan imalat sanayi kredilerinde ise beklendiği gibi enflasyonun üst rejimde daha belirgin olduğu görülmektedir.

Model C ile belirtilen döviz piyasalarına yönelik uygulamalarda, sepet döviz kurunda meydana gelen bir artışın enflasyonist yansımaları görülmektedir. Bu doğrultuda, merkez bankasının yeni para politikası yaklaşımı çerçevesinde uygulamaya aldığı döviz kuruna yönelik tedbirlerin fiyat istikrarı hedefi için gerekli olduğu sonucuna ulaşılmaktadır.

Son olarak, Model D ile gösterilen analizde ise sermaye piyasalarının büyüklüğü ile enflasyon düzeyi arasında negatif yönlü bir ilişkinin olduğu ortaya çıkmaktadır. Buna göre, sermaye piyasalarına yönelimin artması sonucunda enflasyon oranında düşüş görülmesi söz konusudur. Buradan hareketle, sermaye piyasalarına yönelik olarak uygulamaya alınan makro ihtiyati tedbirlerin fiyat istikrarı hedefi ile uyumlu bir yapıda olduğu söylenebilmektedir.

SONUÇ

Son yıllarda finansal sistemlerin karşılaştıkları zorluklar ve ülke ekonomilerinin değişen dinamikleri, merkez bankalarının para politikasında kullandıkları temel politika araçlarının yetersiz görülmesine neden olmakta ve parasal otoritelerin yeni yaklaşımlara yönelmelerinin gerekliliği ortaya çıkmaktadır.

Çalışmanın özünde parasal otoritelerin uygulamaya aldıkları alternatif para politikaları ve bunların finansal kesim aracılığıyla hayata geçirilmesine yer verilmektedir. Bu kapsamda, para politikasında yeni yaklaşımlar olarak ifade edilen kavramsal yapı, geleneksel olmayan para politikaları ve makro ihtiyati politikalardan oluşan uygulamaları temsil etmektedir. Bu kapsamda, ilgili politika araçlarının teorik altyapıları, genel çerçeveleri, bu politikalara yönelik eleştiriler ve çıkış stratejilerine etraflıca değinilmektedir.

Geleneksel olmayan para politikaları, merkez bankaları tarafından ekonomilerin normal olmayan dönemlerinde kullanılan ve politika faizi aracına bağlı olmayan diğer alternatif uygulama araçları olarak bilinmektedir. Geleneksel olmayan para politikalarının çıkış noktasını daha eski dönemlere dayandıran görüşler olsa da bu araçların çeşitliliği, kullanım yoğunluğu ve etki düzeyleri dikkate alındığında, aslında küresel finansal kriz sonrası dönem bu politikanın başlangıcı olarak kabul edilmektedir.

Makro ihtiyati politika kavramının kullanılmasına ilk kez 1979'da kullanılmaya başlansa da, bu politika aracı da küresel finansal krizin ardından politika yapıcılarının ve akademik çevrelerin ilgisini çekmeye başlamıştır. Makro ihtiyati politikalar, finansal sistemin işleyişinin sürekliliğinin sağlanması ve sistemik şoklara karşı tampon oluşturmak adına devreye alınan uygulamaları ifade etmekte olup, para politikasının finansal istikararı kendi başına sağlayamayacağı görüşü doğrultusunda ayrı bir politika setine ihtiyaç duyulması ile hayata geçirilmektedir.

Geleneksel olmayan para politikaları ve makro ihtiyati politikalar birbiri ile etkileşim halinde olup, bu araçların birlikte kullanımı ile finansal stresin önlenmesi ve ahlaki tehlikenin azaltılmasında etkilidir. Bu uygulamaların özleri itibarıyla birbirinin tersi yönünde işleyişe sahip olduğu düşünülse de, her iki politikanın etkileri bakımından yakın bir ilişkide oldukları ve birbirini kapsamakta olan bir yapıda olduklarını söylemek

mümkün gözükmemektedir. Bu noktada, fiyat istikrarı ve finansal istikrara yönelik risklerin karşısında merkez bankasının politika faizini tek başına kullanmasının yeterli olmadığı durumlarda kullanılması önerilen ve bütünleşik politika çerçevesi olarak ifade edilen yeni bir politika kavramı da yaygınlaşmaya başlamaktadır. Bütünleşik politika çerçevesi, para politikası ile makro ihtiyati politikalar arasında tamamlayıcılık sağlamakta ve birden fazla politika aracının birlikte uygulanmasını temin etmektedir.

Yeni para politikası yaklaşımlarının finansal kesim ile olan ilişkisi noktasında hem geleneksel olmayan para politikalarının hem de makro ihtiyati politikaların önemli derecede etkileşimde oldukları görülmektedir. Geleneksel olmayan para politikaları araçları ile finansal kesimin etkileşiminde finansal piyasalarda büyük bir pazar payını oluşturan bankacılık sektörünün ürün ve hizmet koşullarını değiştirmesi ve belirlenen politika etrafında yönetişimi ile sağlanmaktadır. Makro ihtiyati politika araçları da finansal piyasalar ve kurumlar ile genel ekonomi arasındaki etkileşime odaklanarak sistemik riskin yönetilmesine odaklanmaktadır. Dolayısıyla, yeni para politikası yaklaşımları, finansal kesimde faaliyet gösteren araçları bir mekanizma olarak görmenin ötesinde bizzat aktör olarak kabul etmektedir.

Ülkemizde uygulanan yeni para politikası yaklaşımlarına geçilmeden önce, bu konuda dünya ekonomilerindeki öne çıkan bazı örnekler ana hatları ile ele alınmaktadır. Ülke ekonomilerinde karşılaşılan sorunların niteliği, krizlerden etkilenme düzeyleri ile bunlar için üretilen çözüm önerileri ve finansal sistemdeki yapısal farklılıklar ilgili ülkenin genel karakteristiğine göre kendisine has bazı uygulamaları ortaya çıkarmaktadır. Ayrıca merkez bankalarının politika duruşları ve deneyimleri de, uygulanacak politikanın türü ve boyutunda belirleyici olabilmektedir. Bu doğrultuda, Dünya çapında parasal sistemde önemli yere sahip majör merkez bankalarının (FED, ECB, BOE ve BOJ) küresel finansal kriz sonrasında uyguladıkları geleneksel olmayan para politikaları ve makro ihtiyati tedbirlere genel çerçeveden bakış sağlanmakta, ayrıca gelişmekte olan ülkelerin merkez bankalarının politikalarına da değinilmektedir. Ortaya çıkan sonuca göre, özellikle küresel finansal krizin ardından merkez bankalarının rolleri değişmekte ve gelişmektedir. Bu çerçevede merkez bankaları; piyasalara likiditenin sağlanması, menkul kıymet satın alımları ve belirli kurumların desteklenmesi gibi farklı alternatif araçlarla ve daha yoğun müdahalelerde bulunan kurumlar olarak ortaya çıkmaya başlamıştır.

Para politikaları, ekonomilerin kendine özgü koşulları çerçevesinde ülkeden ülkeye değişkenlik gösterebilmekte ve bir ülkede zamanın getirdiği gereklilikler doğrultusunda farklı dönemlerde farklı araç ve yöntemlerin kullanılması da söz konusu olabilmektedir. Türkiye de, ekonomideki yapısal gelişmeler ve konjonktürel gereklilikler doğrultusunda odaklandığı göstergelere göre politika duruşunu belirli dönemlerde değiştirebilmektedir. Son dönemde uygulama alanı bulan yeni para politikası yaklaşımlarının daha kolay kavranabilmesi için izlenen politikadaki başlıca aşamaların belirlenerek ilgili dönemlerin ana stratejileri ve bu paralelde devreye alınan araçlara değinilmesinde fayda görülmektedir. Bu aşamalar; Para Politikası Çıkış Stratejisi (2010), Küresel Para Politikalarının Normalleşme Sürecinde Yol Haritası (2015), Finansal Piyasalara İlişkin Tedbirler (2018) ve Koronavirüsün Ekonomik ve Finansal Etkilerine Karşı Alınan Tedbirler (2020) olarak belirlenmiştir. Böylelikle, sonraki bölümde uygulama bazında ele alınan para politikası araçlarının hangi zeminde ortaya çıktığının daha kolay anlaşılması hedeflenmektedir.

Türkiye’de yeni para politikası uygulamalarının düzenli bir çerçevede incelenmesinin sağlanması amacıyla bir sınıflandırma yapılarak söz konusu uygulamalar likidite yönetimine yönelik, finansal piyasalara yönelik ve döviz piyasalarına yönelik uygulamalar olmak üzere 3 ana başlık ve bunlara bağlı olarak 22 alt kategori altında incelemeye tabi tutulmuştur. Niceliksel veriye sahip olan yeni para politikası uygulamaları için sayısal ve görsel analizlere yer verilerek araç seçiminde tercih edilen belirgin değişim vurgulanmaktadır.

Bu bağlamda likidite yönetimi uygulamaları; faiz koridoru, geç likidite penceresi, zorunlu karşılıklar, rezerv opsiyon mekanizması, sistemin fonlama ihtiyacı, parasal genişleme ve negatif reel faiz başlıkları etrafında incelenmektedir. Finansal piyasalara yönelik uygulamalar; kurumsal yapılanma, kredi genişlemesi, iletişim ve sözleşme yönlendirme, kredi teminat oranı sınırlandırmaları, borç gelir oranı sınırlandırmaları, mevduat güvencesi, ödeme sistemleri düzenlemeleri ve TLREF başlıkları çerçevesinde ele alınmaktadır. Döviz piyasalarına yönelik uygulamalar ise; döviz takası uygulamaları, vadeli döviz sözleşmeleri, döviz kredisi kısıtlaması, döviz sözleşmelerinin sınırlandırılması, yabancı para hesaplara stopaj düzenlemesi, ihracat bedelinin yurda getirilmesi zorunluluğu ve döviz alış işlemlerine yönelik düzenlemeler olmak üzere sınıflandırılmaktadır.

Yukarıda yer verilen ilgili ana başlıklar altında yer alan bazı uygulamalar keskin biçimde kategorilere ayırlanamamakta ve birden fazla alanda etkili olabilmektedir. Söz gelimi, zorunlu karşılıklar uygulaması likidite yönetiminde sınıflandırılmakta olsa da aynı zamanda kredi genişlemesine yönelik olarak da kullanıldığından finansal piyasalara yönelik uygulamalar bölümü ile, zorunlu karşılıkların para cinsine göre ayrıştırılması özelliği ile de döviz piyasalarına yönelik tedbirler ile etkileşim gösterebilmektedir.

Çalışmanın ampirik analiz kısmı da yapılan bu sınıflandırma ile ilişkili olarak seçilerek bütüncül bir bakış açısının yakalanması hedeflenmiştir. Bu doğrultuda, yeni para politikası yaklaşımlarının etkisini ölçülmesi adına her bir ana başlıktan seçilen bir politika aracı değerlendirmeye konu edilmiştir. Buna ilave olarak çalışmanın finansal kesim ile etkileşimini de kapsaması nedeniyle sermaye piyasaları da analize dahil edilerek 4 farklı model oluşturulmuştur. Aşağıdaki kısımda gösterildiği üzere oluşturulan modeller için M1 para arzı, toplam krediler, döviz kuru ve borsa piyasa değeri bağımsız değişkenler olarak belirlenmiştir. Böylelikle, finansal kesim ile olan etkileşimin geniş kapsamlı olarak incelenmesi mümkün hale gelmektedir.

Model A: Likidite Yönetimine Yönelik $\Rightarrow$ Parasal Genişleme $\Rightarrow$ M1 Para Arzı

Model B: Finansal Piyasalara Yönelik $\Rightarrow$ Kredi Genişlemesi $\Rightarrow$ Toplam Krediler

Model C: Döviz Piyasalarına Yönelik $\Rightarrow$ Döviz Tedbirleri $\Rightarrow$ Döviz Kuru

Model D: Sermaye Piyasalarına Yönelik $\Rightarrow$ Borsa Piyasa Değeri

Bağımlı değişkenin seçiminde ise merkez bankasının temel amacı olan fiyat istikrarına istinaden enflasyon oranı olarak belirlenmiştir. Çalışmanın başlangıç tarihi olarak Türkiye'nin açık enflasyon hedeflemesine geçmesi baz alınmakta olup, 2006:01-2020:10 tarihleri arasındaki dönemini kapsayan aylık periyotta veri seti ile TSVAR metodu kullanılarak değerlendirme yapılmıştır.

Çalışmanın bulgularına göre; yeni para politikası yaklaşımı çerçevesinde likidite yönetimine yönelik uygulamalardan olan parasal genişlemede (Model A) ve finansal piyasalara yönelik uygulamalardan kredi genişlemesinde (Model B) meydana gelen pozitif yönlü şokların enflasyonu artırdığı ortaya çıktığından bu kapsamdaki

politikaların merkez bankası fiyat istikrarı hedefi ile aynı paralelde olmadığı ortaya çıkmaktadır. Döviz kurunda meydana gelen bir artışın sürekli ve kalıcı bir enflasyonist yansıması olduğu görüldüğünden döviz piyasalarına yönelik uygulamaların (Model C) hayata geçirilmesinin arka plandaki motivasyonu anlaşılmaktadır. Bu alanda devreye alınan uygulamaların sonucunda enflasyonist süreç engellenememiş olsa da, fiyat istikrarı açısından daha olumsuz bir tablonun oluşmasına yönelik endişelerin sonucunda bu kararların alınmakta olduğu düşünülmektedir. Son olarak, sermaye piyasalarına olan yönelimin artması ile enflasyon oranının düşmekte olduğu görüldüğünden sermaye piyasalarına yönelik uygulamaların (Model D) fiyat istikrarı hedefi ile uyumlu olduğu sonucuna ulaşılmıştır.

Çalışmanın genel değerlendirmesine göre, teorik ve ampirik analiz sonucunda ulaşılan sonuçlar ana hatları ile özetlendiğinde; yeni para politikası yaklaşımlarının temel para politikası aracına ikame değil, tamamlayıcı unsurlar oldukları, uygulamaya alınan alternatif politika araçlarının özellikle bankacılık sistemi başta olmak üzere finansal kesim ile yüksek dereceli bir etkileşim ile yürütülmekte olduğu, politika yapıcılar için yeni araçların uygulanmasına karar verilmesi ve uygulama boyutu ile ilgili olarak eşik değerlerin dikkate alınması gerektiği ortaya çıkmaktadır.

KAYNAKÇA

- Acharya, V. V., Eisert, T., Eufinger, C., & Hirsch, C. (2019). Whatever It Takes: The Real Effects of Unconventional Monetary Policy. *The Review of Financial Studies*, 9(32), s. 3366-3411.
- Adrian, T., Erceg, C., Linde, J., Zabczyk, P., & Zhou, J. (2020). A Quantitative Model for the Integrated Policy Framework. *IMF Working Paper*(WP/20/122), s. 1-40.
- Afonso, A., Baxa, J., & Slavik, M. (2011). *Fiscal Developments and Financial Stress*. Working Paper Series, European Central Bank, Frankfurt.
- Aleem, A., & Lahiani, A. (2014). A Threshold Vector Autoregression Model of Exchange Rate Pass-Through in Mexico. *Research in International Business and Finance*(30), s. 24-33.
- Alp, E. A. (2010). Türkiye’de Turizm Gelirleri İle Büyüme Arasındaki İlişkinin Analizi. *Dumlupınar Üniversitesi Sosyal Bilimler Dergisi*(28), s. 13-24.
- Alper, K., & Tiryaki, S. (2011). Zorunlu Karşılıkların Para Politikasındaki Yeri. *TCMB Ekonomi Notları*(2011-08), s. 3-4.
- Altuntaş, M. (2019). Rezerv Opsiyon Mekanizması ve Uluslararası Rezerv İlişkisi. *Bolu Abant İzzet Baysal Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi*, 19(3), s. 595-609.
- Apergis, N. (2017). Monetary Policy and Macroprudential Policy: New Evidence from a World Panel of Countries. *Oxford Bulletin of Economics and Statistics*, 79(3), s. 395-410.
- Araujo, J., Patnam, M., Popescu, A., Valencia, F., & Yao, W. (2020). Effects of Macroprudential Policy: Evidence from Over 6000 Estimates. *IMF Working Paper*(WP/20/67), s. 31-32.
- Arıcan, E., & Okay, G. (2014). Ekonomik İstikrarsızlık Ortamında Merkez Bankalarının Uyguladığı Para Politikaları ve Türkiye Örneği. *İktisat Politikası Araştırmaları Dergisi*, 1(1), s. 4-50.
- Armstrong, A., & Ebell, M. (2015). Unconventional Monetary Policy: Introduction. *National Institute Economic Review*(No:234), 1-4.
- Atanasova, C. (2003). Credit Market Imperfections and Business Cycle Dynamics: A Nonlinear Approach. *Studies in Nonlinear Dynamics & Econometrics*, 7(4), s. 1-22.
- Avdjiev, S., & Zeng, Z. (2014). Credit Growth, Monetary Policy and Economic Activity in a Three-Regime TVAR Model. *Applied Econometrics*, 46(24), s. 2936-2951.
- Balke, N. S. (2000). Credit and Economic Activity: Credit Regimes and Nonlinear Propagation of Shocks. *The MIT Press, Vol.82*(No.2), s. 344-349.

- Bank of England. (2020). *Asset Purchase Facility Fund Limited Annual Report and Accounts*. London: BoE.
- Basu, S., Boz, E., Gopinath, G., Roch, F., & Ünsal, F. (2020). A Conceptual Model for the Integrated Policy Framework. *IMF Working Paper*(WP/20/121), s. 2-94.
- Başçı, E., & Kara, H. (2011). Finansal İstikrar ve Para Politikası. *İktisat İşletme ve Finans Dergisi*(302), s. 9-25.
- Baştürk, M. F. (2017). Non-Standard Monetary Policies Implemented By The European Central Bank After The Financial Crisis. *Marmara Üniversitesi Öneri Dergisi*, 12(48), 81-105.
- Batini, N., & Laxton, D. (2006). Under What Conditions Can Inflation Targeting be Adopted? The Experience of Emerging Markets. *Central Bank of Chile Working Papers*(406), s. 4-6.
- Bayır, M. (2019). Amerika Birleşik Devletleri Merkez Bankası'nın Uyguladığı Geleneksel Olmayan Para Politikasının Türkiye Ekonomisine Etkisi. 44-64. Balıkesir: Balıkesir Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü İktisat Anabilim Dalı Doktora Tezi.
- BDDK. (2020). *Aktif Rasyosunun Revize Edilmesine İlişkin Kurul Kararı*. Mayıs 29, 2020 tarihinde https://www.bddk.org.tr/ContentBddk/dokuman/mevzuat_0966.pdf adresinden alındı
- BDDK. (2020a). *BDDK Basın Açıklamaları*. Kasım 11, 2020 tarihinde www.bddk.gov.tr: <https://www.bddk.org.tr/Duyurular-Kategori/Basin-Aciklamasi/1> adresinden alındı
- BDDK. (2020b). *BDDK İnteraktif Aylık Bülten*. Kasım 12, 2020 tarihinde <https://www.bddk.org.tr/BultenAylik> adresinden alındı
- Beck, T., Colciago, A., & Pfajfar, D. (2014). The Role of Financial Intermediaries in Monetary Policy Transmission. *Journal of Economic Dynamics & Control*(43), 1-11.
- Bernanke, B. S. (2020). The New Tools of Monetary Policy . *American Economic Review*, 110(4), s. 943-983.
- Bernanke, B., & Mishkin, F. S. (1992). Central Bank Behavior and the Strategy of Monetary Policy: Observations from Six Industrialized Countries. *NBER Macroeconomics Annual* (7), 183-228.
- Beyer, A., Nicoletti, G., Papadopoulou, N., Papsdorf, P., Rünstler, G., Schwarz, C., . . . Vertote, O. (2017). The Transmission Channels of Monetary, Macro and Microprudential Policies and Their Interrelations. *European Central Bank Occasional Paper Series*(191), s. 21-22.
- Bhattarai, S., & Neely, C. J. (2018). An Analysis of the Literature on International Unconventional Monetary Policy. *Federal Reserve Bank of St. Louis Working Papers*(2016-021C), s. 98-101.
- Bilgin, T. (2018). Kriz Sürecinde Finansal Otoritelerin Rol ve Fonksiyonu: Türkiye İçin Yeni Bir Mimari Öneri. *İstanbul Ticaret Üniversitesi, Finans Enstitüsü, Doktora Tezi*, s. 110-128.

- Binici, M., Kara, H., & Özlü, P. (2016). Faiz Koridoru ve Banka Faizleri: Parasal Aktarım Mekanizmasına Dair Bazı Bulgular. *TCMB Çalışma Tebliği(No:16/08)*. Ankara.
- Binici, M., Kara, H., & Özlü, P. (2019). Monetary Transmission with Multiple Policy Rates: Evidence from Turkey. *Applied Economics*, 51(17), 1869-1893.
- BIS, FSB, IMF. (2011). *Macroprudential Policy Tools and Frameworks*. Progress Report to G20, Washington.
- BIS, FSB, IMF. (2016). *Elements of Effective Macroprudential Policies*. Lesson from International Experience, Washington D.C.
- Bishop, M. (2013). *Ekonomi Sözlüğü*. Ankara: Adres Yayınları.
- BİST. (2018). *BİST* Aralık 01, 2019 tarihinde <https://www.borsaistanbul.com/https://www.borsaistanbul.com/duyurular/2018/09/28/borsa-istanbul-da-swap-piyasasi-1-ekim-de-faaliyete-ge%C3%A7iyor> adresinden alındı
- BİST. (2019). *BİST* Aralık 07, 2019 tarihinde Borsa İstanbul: www.borsaistanbul.com/endeksler/tlref adresinden alındı
- Bluwstein, K. (2017). *Macro-Financial Linkages and the Role of Unconventional Monetary and Macroprudential Policy*. Doktora Tezi, European University Institute, Department of Economics, Florence.
- BoE. (2020). *Bank of England*. Eylül 12, 2020 tarihinde BoE: www.bankofengland.co.uk adresinden alındı
- Boneva, L., Cloyne, J., Weale, M., & Wieladek, T. (2016, Eylül). The Effect of Unconventional Monetary Policy on Inflation Expectations: Evidence from Firms in the United Kingdom. *International Journal of Central Banking*, 12(3), s. 161-195.
- Borio, C., & Disyatat, P. (2009). Unconventional Monetary Policies: An Appraisal. *BIS Working Papers No:292*, s. 25.
- Brave, S. A., & Genay, H. (2011). *Federal Reserve Policies and Financial Market Conditions During the Crisis*. Federal Reserve Bank of Chicago, Chicago.
- Büberkökü, Ö. (2020). Geleneksel Olmayan Para Politikası Uygulamaları Döneminde Dolar-TL'nin Volatilite Dinamiklerinin İncelenmesi: Asimetrik Stokastik Volatilite Modeline Dayalı Analizler. *İstatistikçiler Dergisi: İstatistik & Aktüerya*, s. 1-17.
- Büyükakın, T. (2007). Yeni Keynesyen İktisat mı, Yeni Neo-Klasik Sentez mi? *Kocaeli Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi*(13), 22-36.
- Caldara, D., Gagnon, E., Garcia, E. M., & Neely, C. J. (2020). Monetary Policy and Economic Performance since the Financial Crisis. *Finance and Economics Discussion Series Divisions of Research & Statistics and Monetary Affairs*(2020-065), s. 1-36.
- Cambazoğlu, B., & Karaalp, H. S. (2012). Parasal Aktarım Mekanizması Döviz Kuru Kanalı: Türkiye Örneği. *Yönetim ve Ekonomi*, 19(2), 53-66.
- Can, H. G. (2020). *Merkezin Güncesi*. 07 23, 2020 tarihinde Finansal İstikrar ve Para Politikası: Teorik Bir Değerlendirme: <https://tcmbblog.org> adresinden alındı.

- Cecioni, M., Ferrero, G., & Secchi, A. (2011). Unconventional Monetary Policy in Theory and in Practice . *Bank of Italy Economic Outlook and Monetary Policy Research Department*(102), s. 16.
- Chang, R., & Velasco, A. (2016). Financial Frictions and Unconventional Monetary Policy in Emerging Economies. *NBER Working Paper Series*(Working Paper 21955), s. 24-39.
- Churm, R., Joyce, M., Kapetanios, G., & Theodoridis, K. (2015). Unconventional Monetary Policies and the Macroeconomy: The Impact of the United Kingdom's QE2 and Funding for Lending Scheme . *Bank of England Staff Working Paper No.542*, s. 2-4.
- Claessens, S. (2015). An Overview of Macroprudential Policy Tools. *Annual Review of Financial Economics*(7), s. 397-422.
- Clement, P. (2010). The Term “Macroprudential”: Origins and Evolution. *BIS Quarterly Review*, s. 59-67.
- Çetin, M. A., & Bakırtaş, İ. (2018). Makro İhtiyati Politikalara Kavramsal Bakış ve Türkiye Tecrübesi. *Finans Politik & Ekonomik Yorumlar Dergisi*(641), 9-40.
- Değirmen, S. (2019). Merkez Bankaları ve Bankaların Davranışları 2007-8 Kriz Sonrası Farklılaştı mı?). *İktisat ve Toplum Dergisi*(109), s. 29-48.
- Dell'Ariccia, G., Rabanal, P., & Sandri, D. (2018). Unconventional Monetary Policies in the Euro Area, Japan and the United Kingdom. *Hutchins Center on Fiscal & Monetary Policy Working Paper*(48), 1-24.
- Doğan, E. (2018). Türkiye'de Para ve Makro İhtiyati Politikaların Etkileşimi. *Anadolu Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü, Doktora Tezi*, s. 134-139.
- ECB. (2020). *European Central Bank*. Eylül 19, 2020 tarihinde <https://www.ecb.europa.eu:https://www.ecb.europa.eu/mopo/decisions/html/index.en.html> adresinden alındı
- Eğilmez, M. (2020). 2008 Krizi Üzerine. *İktisat ve Toplum Dergisi*(120), s. 92-102.
- El-Erian, M. A. (2020). *Şehirdeki Tek Oyun*. (C. Feyyat, Çev.) İstanbul: Scala Yayıncılık.
- Erdoğan, A. (2012). Parasal Aktarım Mekanizmalarının İşleyişi ve Etkinliği: Türkiye Uygulaması. *Kadir Has Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü, Doktora Tezi*, s. 32-73.
- Erdoğan, O. S. (2012). Özel Sektör Tasarruflarında Mali Politika Etkileri. *Türkiye Ekonomi Kurumu Tartışma Metni*(2012/111), s. 3.
- Eroğlu, İ. (2009). Enflasyon Hedeflemesi Rejimi ve Türkiye'deki Uygulamanın Performans Analizi. *Marmara Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü, Doktora Tezi*, s. 34-39.
- Eroğlu, İ., & Yeter, F. (2018). 2008 Finansal Kriz Sonrası Yeni Riskler ve TCMB Yeni Para Politikaları. İ. Eroğlu, B. Demirel, & T. Dağlaroğlu içinde, *1923'ten Günümüze Türkiye'de Para Kredi ve Kur Politikaları* (s. 287-345). Bursa: Ekin Yayınevi.
- Eroğlu, N. (2011). *Türkiye'de Parasal Kesim ve Merkez Bankası İşlemlerinin Analizi* (Üçüncü b.). İstanbul: DER Yayınları.

- Eroğlu, N., & Kara, F. (2017). Türkiye'de Makro İhtiyati Para Politikası Araçlarının Makroekonomik Değişkenlere Etkisinin VAR Analizi İle İncelenmesi. *İstanbul İktisat Dergisi*(67), s. 59-88.
- Eroğlu, N., Söylemez, A. O., & Alıç, C. (2016). Türkiye'de Zorunlu Karşılıklar ve Tüketici Kredileri: Ekonometrik Bir Model Denemesi. *Marmara Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Dergisi*, 38(2), s. 63-86.
- Ersoy, A. (2012). *İktisadi Düşünceler Tarihi*. Ankara: Nobel Akademik Yayıncılık.
- Eryılmaz, F., & Yılmaz, H. (2020). Macro-Effectiveness of Unconventional Monetary Policy: A Structural VAR Analysis in an Economic and Monetary Union. *Social Sciences Research Journal*, 9(1), 209-229.
- ESRB. (2014). *Flagship Report on Macro-Prudential Policy in the Banking Sector*. European System of Financial Supervision. Frankfurt: European Systemic Risk Board.
- FED. (2020). Ekim 22, 2020 tarihinde Federal Reserve Board: https://www.federalreserve.gov/monetarypolicy/bst_recenttrends.htm adresinden alındı
- Fic, T. (2013). *The Spillover Effects of Unconventional Monetary Policies in Major Developed Countries on Developing Countries*. United Nations, Department of Economic and Social Affairs. New York: DESA Working Paper No.131.
- Finansal Sektöre Olan Borçların Yeniden Yapılandırılması Hakkında Yönetmelik. (2018, Ağustos 15). Ankara.
- Gadanecz, B., & Jayaram, K. (2015). *Macroprudential Policy Frameworks, Instruments and Indicators: a Review*. Bank For International Settlements, Irving Fisher Committee on Central Bank Statistics. Warsaw: BIS.
- Genberg, H., & Zamorski, M. (2015). Implementing Macroprudential Policies: Challenges, Pitfalls and Way Forward. *SEACEN Financial Stability Journal*(4), 9-26.
- Goodhart, C. A. (2010). The Changing Role of Central Banks. *BIS Working Papers No:326*, s. 1-10.
- Gray, S. (2011). Central Bank Balances and Reserve Requirements. *IMF Working Paper (WP11/36)*, s. 5.
- Güler, M., Keleş, G., & Kilimci, E. (2014). Sistemin Fonlama İhtiyacı Bileşenleri ve Türk Lirası Kredi İlişkisi. *TCMB Ekonomi Notları 2014-03*, s. 4.
- Güney, İ. E., Küçüksaraç, D., & Küçük, U. N. (2017). *Merkezin Güncesi*. 11 15, 2019 tarihinde Türk Lirası Uzlaşmalı Vadeli Döviz alım Satım İhalelerine Genel Bakış: <http://tcmbblog.org> adresinden alındı
- Güzel, A. (2018). Açık Piyasa İşlemleri. A. Gündoğdu içinde, *Finansın Temel Kavramları* (s. 9-10). Ankara: Gazi Kitabevi.
- Hahm, J.-H., Mishkin, F. S., Shin, H. S., & Shin, K. (2012). Macroprudential Policies in Open Emerging Economies. *NBER Working Paper Series*, s. 7-12.

- Haitsma, R., Ünalımsı, D., & Haan, J. d. (2016). The Impact of the ECB's Conventional and Unconventional Monetary Policies on Stock Markets. *Journal of Macroeconomics*, 16(48), s. 101-116.
- Hannoun, H. (2010). The Expanding Role of Central Bankas Since The Crisis: What Are The Limits? *Bank For International Settlements*, s. 2.
- Hansen, B. E. (1996). Inference When a Nuisance Parameter is Not Identified Under the Null Hypothesis. *Econometrica*, Vol.64(No.2), s. 413-430.
- Hofman, D., & Kamber, G. (2020). Unconventional Monetary Policy in Emerging Market and Developing Economies. *IMF Special Series on Covid-19*, s. 9-10.
- İlhan, A. (2019). Türkiye'de Para Politikası ve Makro İhtiyatı Politikanın Karşılıklı Etkileşimi. *TESAM Akademi Dergisi*(Türkiye Ekonomisi Özel Sayısı), 43-71.
- IMF. (2011). *Macprudential Policy: An Organizing Framework*. Monetary and Capital Markets Department. Washington D.C.: International Monetary Fund.
- IMF. (2013). *Unconventional Monetary Policies-Recent Experience and Prospects*. Washington D.C.: International Monetary Fund.
- IMF. (2013a). *The Interaction of Monetary and Macprudential Policies*. Washington DC: International Monetary Fund.
- IMF. (2015). *Monetary Policy and Financial Stability*. Washington D.C.: International Monetary Fund.
- IMF. (2020). *Toward an Integrated Policy Framework*. IMF. Washington D.C.: International Monetary Fund.
- Ishi, K., Stone, M., & Yehoue, E. B. (2009). Unconventional Central Bank Measures for Emerging Economies. *IMF Working Paper*, s. 7-17.
- İstalinç, H. (2017). Para Arzı ve Enflasyon İlişkisi: Türkiye İçin Nedensellik Analizi (1988-2016). *Anadolu Üniversitesi Sosyal Bilimler Dergisi*, 17(3), s. 43-56.
- Iwata, K., & Takenaka, S. (2011). *Central Bank Balance Sheet Expansion: Japan's Experience*. Basel: BIS.
- Kara, H. (2012). Küresel Kriz Sonrası Para Politikası. *TCMB Çalışma Tebliği No:12/17*, s. 1-29.
- Kara, H. (2016). A Brief Assessment of Turkey's Macprudential Policy Approach: 2011-2015. *Central Bank Review*(16), s. 85-92.
- Karanfil, N., & Eroğlu, İ. (2019). 2008 Küresel Kriz Sonrası Uygulanan Para Politikası İle Enflasyon Arasındaki İlişkinin Ekonometrik Analizi . *Politik Ekonomik Kuram*, 3(2), s. 214-232.
- Kaya, F. (2009). Türkiye'de Kredi Kartı Uygulaması. *Türkiye Bankalar Birliği Yayınları*(Yayın No: 263), s. 94-106.

- Kaya, Z., & Tokucu, E. (2014). Son Finansal Kriz Öncesi ve Sonrası Para Politikalarında Gelişmeler ve Merkez Bankalarının Değişen Rolü. *International Conference on Eurasian Economies*, (s. 482-492). Skopje.
- Kazgan, G. (2016). *İktisadi Düşünce veya Politik İktisadın Evrimi* (20.Basım b.). İstanbul: Remzi Kitabevi.
- Keyder, N. (2005). *Para (Teori-Politika-Uygulama)*. Ankara: Seçkin Yayıncılık.
- Keynes, J. M. (1936). *Genel Teori İstihdam, Faiz ve Paranın Genel Teorisi*. (U. S. Akalın, Çev.) Kalkedon Yayınları.
- KGF. (2020). *Kredi Garanti Fonu Bilgi Merkezi*. Kasım 17, 2020 tarihinde KGF: <http://www.kgf.com.tr/index.php/tr/bilgi-merkezi/rakamlarla-kgf> adresinden alındı
- Kimura, T., & Nakajima, J. (2013). Identifying Conventional and Unconventional Monetary Policy Shocks: A Latent Threshold Approach. *Bank of Japan Working Paper Series*(No.13-E-7), s. 1-32.
- Kırcı, B., & Yıldırım, D. Ç. (2020). Uluslararası Aktarım Kanalı Bağlamında Geleneksel ve Geleneksel Olmayan Para Politikası Stratejileri Üzerine Bir Karşılaştırma. *Sosyoekonomi*, 28(46), s. 141-155.
- Koop, G., Pesaran, H. M., & Potter, S. M. (1996). Impulse Response Analysis in Nonlinear Multivariate Models. *Journal of Econometrics*, 74(1), s. 119-147.
- Kozicki, S., Santor, E., & Suchanek, L. (2011). Unconventional Monetary Policy: The International Experience With Central Bank Asset Purchases. *Bank of Canada Review*, s. 13-25.
- Köse, Y., Atik, M., & Yılmaz, B. (2015). Türkiye İçin Negatif Faiz Oranının Uygulanabilirliği ve Analitik Olarak İncelenmesi. *Finansal Araştırmalar ve Çalışmalar Dergisi*, 7(13), s. 321-339.
- Kreko, J., Balogh, C., Lehmann, K., Matrai, R., Pulai, G., & Vonnak, B. (2013). International Experiences and Domestic Opportunities of Applying Unconventional Monetary Policy Tools. *Magyar Nemzeti Bank Occasional Papers No:100*, s. 6.
- Krugman, P. R. (1998). It's Baaack: Japan's Slump and the Return of Liquidity Trap. *Brookings Papers on Economic Activity*(No:2), s. 137-205.
- Kuroda, H. (2014). The Practice and Theory of Unconventional Monetary Policy. *17th World Congress Hosted by the International Economic Association* (s. 1). Jordan: Bank of Japan.
- Kurum, M. E., & Oktar, S. (2019). Faiz Taahhüdü, Kantitatif Genişleme ve Kalitatif Genişleme Politikaları: Küresel Kriz Sonrası FED ve ECB Uygulamaları. İ. Eroğlu içinde, *Değişim ve Dönüşüm Perspektifinden İktisadi Bakış* (s. 297-328). Bursa: Ekin Yayınevi.
- Küçükşaraç, D., & Özel, Ö. (2012). *Rezerv Opsiyon Mekanizması ve Optimal Rezerv Opsiyonu Katsayılarının Hesaplanması*. Ankara: TCMB Çalışma Tebliği No:12/32.

- Lambert, F., & Ueda, K. (2014). The Effects of Unconventional Monetary Policies on Bank Soundness. *IMF Working Paper*(WP/14/152), s. 3-39.
- Li, F. (2010). Financial Stress, Monetary Policy and Aconomic Activity. *Bank of Canada Review*, s. 9-18.
- Lim, C., Columba, F., Costa, A., Kongsamut, P., Otani, A., Wezel, T., . . . Saiyid, M. (2011). Macroprudential Policy: What Instruments and How to Use Them? *IMF Working Paper*(WP/11/238), s. 7.
- Macit, D., & Durgun, Ö. (2019). Parasal Aktarım Mekanizmasının Reel Ekonomi Üzerine Etkisi: Uluslararası Kredi Kanalına Yönelik Bir Literatür Araştırması. *Balkan Sosyal Bilimler Dergisi*(15), 77-87.
- Markmann, H. (2018). *Covered Bonds under Unconventional Monetary Policy*. Wiesbaden, Almanya: Springer Gabler.
- McCoy, D., & Devine, M. (1998). *The Formulation of Monetary Policy in EMU*. Technical Paper, Central Bank of Ireland, Economic Analysis Research and Publications Department, Dublin.
- Minegishi, M., & Cournede, B. (2010). Monetary Policy Responses to the Crisis and Exit Strategies. *OECD Economics Department Working Papers No.753*(ECO/WKP(2010)9), s. 7-8.
- Mishkin, F. S. (2011). Monetary Policy Strategy: Lessons from the Crisis. *National Bureau of Economic Research Working Paper Series*(16755), s. 21-30.
- Mishkin, F. S. (2014). *Para Politikası Stratejisi*. Ankara: Efil Yayınevi.
- Mishkin, F. S. (2018). *Makroekonomi Politika ve Uygulama* (2.Basımdan Çeviri b.). (S. Sezgin, & M. Şentürk, Çev.) Ankara: Nobel Akademik Yayıncılık.
- Mohanty, D. (2013). Unconventional Monetary Policy: The Indian Experience with Crisis Response and Policy Exit . (s. 6-7). Chennai: BIS.
- Nier, E. W., Osinski, J., Jacome, L. I., & Madrid, P. (2011). Towards Effective Macroprudential Policy Frameworks: An Assessment of Stylized Institutional Models. *IMF Working Paper*(11/250), s. 6.
- Nier, E., & Kang, H. (2016). Monetary and Macroprudential Policies Exploring Interactions. *BIS Papers*, 86, s. 27-38.
- Oktar, S., & Dağlaroğlu, S. (2018). Türkiye'de Enflasyon Hedeflemesi Rejimi: Örtük Enflasyon Hedeflemesi Rejiminden Açık Enflasyon Hedeflemesi Rejimine Geçiş. İ. Eroğlu, B. Demirel, & T. Dağlaroğlu içinde, *1923'ten Günümüze Türkiye'de Para Kredi ve Kur Politikaları* (s. 193-250). Bursa: Ekin Yayınevi.
- Örnek, İ. (2009). Türkiye'de Parasal Aktarım Mekanizması Kanallarının İşleyişi. *Maliye Dergisi*(156), 104-125.
- Özatay, F. (2011). *Parasal İktisat: Kuram ve Politika*. Ankara: Efil Yayınevi.
- Özatay, F. (2012). Para Politikasında Yeni Arayışlar. *İktisat İşletme ve Finans*, 315(27), 51-75.

- Özatat, F. (2020). Paving The Way For an Economic Crisis With High Leverage and Currency Mismatches: 2018-2019 Crisis in turkey. *TEPAV Working Paper*(WP202003), s. 3.
- Özdemir, M., & Yıldırım, S. (2019). ABD, İngiltere ve Japonya'da Niceliksel Genişlemenin Makroekonomik Etkileri. *Finans Politik & Ekonomik Yorumlar* (649), 215-240.
- Özker, A. (2008). Gelişmekte Olan Ülkelerde Selektif (Tercihli) Kredi Politikalarında Yapısal Uyum ve Sektörel Gelişme. *Yönetim ve Ekonomi Araştırmaları Dergisi*, 6(10), s. 124-141.
- Öztürk, N., & Alp, E. A. (2021, Ağustos 02). Türkiye'de Yeni Para Politikası Uygulamaları ve Bu Kapsamda Kullanılan Finansal Araçların Analizi. *Uluslararası Bankacılık Ekonomi ve Yönetim Araştırmaları Dergisi*, 4(2), s. 1-33.
- Pagano, M., & Federico, U. (2016). Unconventional Monetary Policies Bank Lending and Sovereign Debt Holdings. *Conference on Monetary Policy Pass-Trough and Credit Markets* (s. 7). Frankfurt: ECB.
- Palley, T. I. (2013). Money, Fiscal Policy and Interest Rates: a Critique of Modern Monetary Theory. *Macroeconomic Policy Institute Working Paper*(109), 1-36.
- Parasız, İ., & Ekren, N. (2015). *On Altı Makro Ekonomik Düşünce Okulunun Temelleri* . Bursa: Ezgi Kitabevi Yayınları.
- Parasız, İ., Ekren, N., & Eroğlu, İ. (2016). *Para Politikası ve Türkiye Uygulaması* (Genişletilmiş 7.Baskı b.). Bursa: Ezgi Kitabevi.
- Perera, R. (2010). Monetary Policy in Turbulent Times: Impact of Unconventional Monetary Policies. *SSRN Electronic Journal*, s. 15.
- Polat, M. A. (2019). Bankacılık Sektörü Yurtiçi Kredi Hacmindeki Değişimlerin Cari Açığa Etkileri: Makro İhtiyatı Tedbirler Kapsamında Ekonometrik Bir Analiz. *Gazi İktisat ve İşletme Dergisi*, 5(2), s. 73-89.
- Popoyan, L. (2016). Macroprudential Policy: a Blessing or a Curse? *Laboratory of Economics and Management*(2016/21), s. 6-7.
- Potter, S. M., & Smets, F. (2019). Unconventional Monetary Policy Tools: A Cross-Country Analysis. *BIS CGFS Papers No:63*, s. 8-56.
- Resmi Gazete. (2018, Ağustos 31). 53 Sayılı Cumhurbaşkanı Kararı. (Sayı: 30521). Ankara.
- Resmi Gazete. (2018, Eylül 13). 85 Sayılı Cumhurbaşkanı Kararı. (Sayı: 30534). Ankara.
- Resmi Gazete. (2018, Ağustos 15). Finansal Sektöre Olan Borçların Yeniden Yapılandırılması Hakkında Yönetmelik. (Sayı:30510). Ankara.
- Resmi Gazete. (2018, Eylül 04). Türk Parası Kıymetini Koruma Hakkında 32 Sayılı Karar İlişkin Tebliğ (İhracat Bedelleri Hakkında). (Sayı: 30525). Ankara.
- Resmi Gazete. (2018, Ocak 25). Türk Parası Kıymetini Koruma Hakkında 32 Sayılı Karar İlişkin Tebliğ'de Değişiklik Yapılmasına Dair Tebliğ. (Sayı: 30312). Ankara.

- Resmi Gazete. (2019, Mayıs 15). 1106 Sayılı Cumhurbaşkanlığı Kararı. (Sayı: 30775). Ankara.
- Resmi Gazete. (2019, Ekim 16). 2006/1 Sayılı Tebliğ'de Değişiklik Yapılmasına Dair 2019/18 Nolu Tebliğ. (Sayı: 30920). Ankara.
- Resmi Gazete. (2019, Eylül 25). Sigortaya Tabi Mevduat ve Katılım Fonları ile Tasarruf Mevduatı Sigorta Fonunca Tahsil Olunacak Primlere Dair Yönetmelikte Değişiklik Yapılmasına İlişkin Yönetmelik. (Sayı: 30899). Ankara.
- Reuters Graphics. (2021). 01 02, 2021 tarihinde <https://graphics.reuters.com/GLOBAL-CENTRALBANKS/010041ZQ4B7/index.html> adresinden alındı
- Schaeffer, P. V. (2019). *A Note on the Tinbergen Rule*. Bilgi Notu, West Virginia University, Division of Resource Economics and Regional Research Institute.
- Schmidt, J. (2019). *Country Risk Premia, Endogenous Collateral Constraints and Non-linearities: A Threshold VAR Approach*. Mayıs 24, 2021 tarihinde <http://julia-schmidt.org/>: <http://julia-schmidt.org/> adresinden alındı
- Serel, A., & Güvenoğlu, H. (2019). Banka Kredi Kanalı'nın İşleyişi: Türkiye Uygulaması (2011-2018). *Business and Economics Research Journal*, 10(4), 867-883.
- Sharpe, T., & Watts, M. (2013). Unconventional Monetary Policy in the UK: A Modern Money Critique. *Economic Issues* (18-2), 41-64.
- Sheedy, K. D. (2017). Conventional and Unconventional Monetary Policy Rules. *Journal of Macroeconomics*(54), 127-147.
- Sims, C. A. (1980). Macroeconomics and Reality. *Econometrica*, Vol.48(No.1), s. 1-48.
- Smaghi, L. B. (2009). *Conventional and Unconventional Monetary Policy*. Bank for International Settlements. Basel: BIS Review (52/2009).
- SPK. (2018, Ağustos 15). Aralık 01, 2019 tarihinde www.spk.gov.tr:www.spk.gov.tr/Duyuru/Goster/20180815/0 adresinden alındı
- Svensson, L. E. (2010). Inflation Targeting. *NBER Working Paper Series* (16654), s. 1-39.
- Svensson, L. E. (2018). Monetary Policy and Macroprudential Policy: Different and Separate? *Canadian Journal of Economics*, 3(51), 802-827.
- Şahin, G., & Kalaycı, İ. (2015). Niceliksel Gevşeme Para Politikası Üzerine Bir İnceleme: Japonya Deneyimi. *Hacettepe Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi*, 33(3), 99-130.
- Şen, G. (2018). 2008 Finansal Krizi ve Sonrası Gelişmeler. İ. Eroğlu, B. Demirel, & T. Dağlaroğlu içinde, *1923'ten Günümüze Türkiye'de Para Kredi ve Kur Politikaları* (s. 251-287). Bursa: Ekin Yayınevi.
- TBB. (2019). Finansal Yeniden Yapılandırma Çerçeve Anlaşması. İstanbul.
- TCMB. (2012). *TCMB Bülten*, Aralık, Sayı:28. Ankara.

- TCMB. (2013a). *Parasal Aktarım Mekanizması*. Ankara: TCMB Yayınları.
- TCMB. (2013b). *TCMB Bülten, Mart, Sayı:29*. Ankara.
- TCMB. (2014). *TCMB Bülten, Eylül, Sayı:35*. Ankara.
- TCMB. (2017a). Para Politikası Kurulu Toplantı Özetine İlişkin Basın Duyurusu. Ankara.
- TCMB. (2017b). *TCMB Bülten, Mart, Sayı:45*. Ankara.
- TCMB. (2018a). *2019 Yılı Para ve Kur Politikası*. Ankara.
- TCMB. (2018b). *Enflasyon Raporu 2018-II*. Ankara.
- TCMB. (2019a). *2020 Yılı Para ve Kur Politikası*. Ankara.
- TCMB. (2019b). *Finansal İstikrar Raporu, Sayı: 29*. Ankara.
- TCMB. (2020). *TCMB Basın Duyuruları (2010-2020)*. 2020 tarihinde TCMB: <https://www.tcmb.gov.tr/wps/wcm/connect/TR/TCMB+TR/Main+Menu/Duyurular/Bas> in adresinden alındı
- TCMB. (2020a). *Merkez Bankası Para Politikası Çerçevesi*. Ocak 18, 2020 tarihinde www.tcmb.gov.tr: www.tcmb.gov.tr adresinden alındı
- TCMB. (2020b). *TCMB*. 14 10, 2020 tarihinde TCMB: <https://www.tcmb.gov.tr/wps/wcm/connect/TR/TCMB+TR/Main+Menu/Duyurular/Kor> onavirus adresinden alındı
- TCMB. (2020c). *Enflasyon Raporu (2020-IV)*. 11-13. Ankara: TCMB.
- TCMB Kanunu. (1970, Kasım 14). *1211 Sayılı Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası Kanunu*. Ankara.
- Thornton, J., & Tommaso, C. d. (2018). Unconventional Monetary Policy and the "Currency Wars". *Finance Research Letters*(26), s. 250-254.
- Tiryaki, S. (2016). *Merkezin Güncesi*. Ocak 05, 2019 tarihinde Para Politikası Neden Sadeleşiyor?: <https://tcmbblog.org> adresinden alındı
- TMSF. (2019). *TMSF*. Kasım 07, 2019 tarihinde www.tmsf.org.tr: <https://www.tmsf.org.tr/tr/Tmsf/Mevduat/mevduat.hakkinda> adresinden alındı
- Trichet, J. C. (2013). Unconventional Monetary Policy Measures: Principles-Conditions-Raison d'etre. *International Journal of Central Banking*, 9(1), 229-250.
- Tsay, R. S. (1989). Testing and Modeling Threshold Autoregressive Processes. *Journal of the American Statistical Association*, Vol.84(No.405), s. 231-240.
- Tunalı, H., & Yalçınkaya, Y. (2016). Geleneksel Olmayan Para Politikası Uygulamasında Enflasyon ile Döviz Kuru Arasındaki Nedensellik İlişkisi Analizi. *İktisat Fakültesi Mecmuası*, 66(2016/2), s. 61-111.

- Tutar, E. (2005). Enflasyon Hedeflemesinin Önkoşulları: Türkiye'de Para Politikası Araçları İle Enflasyon Arasındaki İlişkinin İncelenmesi . *TCMB Uzmanlık Yeterlilik Tezi*, s. 5-22.
- Ünalmlı, D., & Ünalmlı, D. İ. (2015). The Effects of Conventional and Unconventional Monetary Policy Surprises on Asset Markets in the United States. *MPRA*(Paper No. 62585), s. 11-12.
- Üzar, U., & Başoğlu, A. (2017). Merkez Bankacılığı ve Yeni Arayışlar: Nominal GSYH Hedeflemesi ve Kalkınmacı Merkez Bankacılığı Tartışmaları. *Karadeniz Teknik Üniversitesi Sosyal Bilimler Dergisi*(13), 123-145.
- Vural, U. (2013). Geleneksel Olmayan Para Politikalarının Yükselişi. *TCMB Uzmanlık Yeterlilik Tezi*, s. 20-21.
- Yalçınkaya, Y., & Tunalı, H. (2019). 2017-2018 Döviz Kuru Türbülansı ve Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası'nın Yeni Para Politikası Araçları. *Ekonomi, Politika ve Finans Araştırmaları Dergisi*(2019-4(1)), 17-36.
- Yalta, A. (2011). Mayıs 03, 2020 tarihinde www.acikders.org.tr adresinden alındı
- Yavuz, D. (2017). *Merkezin Güncesi*. Ağustos 24, 2020 tarihinde Küresel Para Politikasının Bugünü ve Yarını: Keşfedilmemiş Sularda Yüzmek : <https://tcmbblog.org> adresinden alındı
- Yılmaz, C. B., & Kahveci, E. (2014). Merkez Bankası İletişiminde Yeni Bir Araç: Sözle Yönlendirme (Forward Guidance) Ülke Örnekleri ve Türkiye Uygulamaları. *Bankacılar Dergisi*(88), 5-26.
- Yılmaz, E., & Demirel, B. (2019). Modern Para Teorisi ve Politika Önerileri. İ. Eroğlu içinde, *Değişim ve Dönüşüm Perspektifinden İktisadi Bakış* (s. 95-117). Bursa: Ekin Basım Yayın Dağıtım.
- Yılmaz, S., & İçellioğlu, C. Ş. (2016). The Negative Interest Rate Policy: The Eventualities and Implications. *Journal Of Emerging Economies And Policy*(Vol.1), s. 190-201.
- Yücememiş, B. T., Alkan, U., & Dağıdır, C. (2015). Yeni Bir Para Politikası Aracı Olarak Faiz Koridoru: Türkiye'de Para Politikası Kurulu Faiz Kararlarının Enflasyon Üzerindeki Etkisi. *Finansal Araştırmalar ve Çalışmalar Dergisi*, 7(13), 449-478.