GLOBAL PARA POLİTİKALARININ İNCELENMESİ:

TÜRKİYE ÖRNEĞİ

Özkan Ayvaz
171103205

YÜKSEK LİSANS TEZİ
İktisat Anabilim Dalı
İktisat Yüksek Lisans Programı
Danışman: Dr. Öğr. Üyesi Aslı Öztopcu

İstanbul
T.C. Maltepe Üniversitesi
Lisansüstü Eğitim Enstitüsü
Şubat, 2020

GLOBAL PARA POLİTİKALARININ İNCELENMESİ:

TÜRKİYE ÖRNEĞİ

Özkan Ayvaz
171103205
Orcid: 0000-0002-8929-4142

YÜKSEK LİSANS TEZİ

İktisat Anabilim Dalı
İktisat Yüksek Lisans Programı
Danışman: Dr. Öğr. Üyesi Aslı Öztopcu

İstanbul
T.C. Maltepe Üniversitesi
Lisansüstü Eğitim Enstitüsü
Şubat, 2020



JÜRİ VE ENSTİTÜ ONAYI

JÜRİ VE ENSTİTÜ ONAYI

ÖZKAN AYVAZ'ın "Global Para Politikalarının İncelenmesi: Türkiye Örneği" başlıklı tezi 24.02.2020 tarihinde aşağıdaki jüri tarafından değerlendirilerek "Maltepe Üniversitesi Lisansüstü Eğitim ve Öğretim Yönetmeliği" nin ilgili maddeleri uyarınca İktisat Anabilim Dalı Yüksek Lisans/~~Doktora/Sanatta Yeterlik~~ tezi oy birliğiyle/~~oy çokluğuyla~~, başarılı/~~başarısız~~ olarak kabul edilmiştir.

	Unvanı. Adı ve Soyadı	İmza
Üye (Tez Danışmanı)	Dr. Öğr. Üyesi Aslı ÖZTOPÇU (Danışman) Maltepe Üniversitesi	.....
Üye	Dr.Öğr.Üyesi Ayhan ARTAR Maltepe Üniversitesi	.....
Üye	Doç.Dr.Haluk YERGİN Van Yüzüncü Yıl Üniversitesi	.....

Prof. Dr. Belma AKŞİT
Enstitü Müdürü V.

ETİK İLKE VE KURALLARA UYUM BEYANI

maltepe üniversitesi	LİSANSÜSTÜ EĞİTİM ENSTİTÜSÜ ETİK İLKE VE KURALLARA UYUM BEYANI	Doküman No	FR-178
		İlk Yayın Tarihi	01.03.2018
		Revizyon Tarihi	23.01.2020
		Revizyon No	01
		Sayfa	1

09/03/2020

Bu tezin bana ait, özgün bir çalışma olduğunu; çalışmamın hazırlık, veri toplama, analiz ve bulguların sunumu olmak üzere tüm aşamalarında bilimsel etik ilke ve kurallara uygun davrandığımı; bu çalışma kapsamında elde edilmeyen tüm veri ve bilgiler için kaynak gösterdiğimi ve bu kaynaklara kaynakçada yer verdiğimi; çalışmanın Maltepe Üniversitesinde kullanılan "bilimsel intihal tespit programı" ile tarandığını ve öngörülen standartları karşıladığını beyan ederim.

Herhangi bir zamanda, çalışmamla ilgili yaptığım bu beyana aykırı bir durumun saptanması durumunda, ortaya çıkacak tüm ahlaki ve hukuki sonuçlara razı olduğumu bildiririm.

Özkan AYVAZ

TEŞEKKÜR

Bu Tez çalışmasının yürütülmesi sırasında desteğini hiç bir şekilde esirgemeyen Danışman Hocam Dr. Öğr. Üyesi Aslı Öztopcu' ya, dersine katıldığım Prof. Dr. Ercan Eren ve Dr. Atilla Özsever' e, Jüride tezime onay veren Doç. Dr. Haluk Yergin ve Dr. Ayhan Artar' a, Maltepe Üniversitesi'ne, Sosyal Bilimler Enstitüsü' ne, Ailem' e ve yoğun çalışmam sürecinde gösterdikleri sabır, anlayış ve yardımları için Sevgili Eşim Özlem ve Oğullarım, Sami Berk ve Burak Alp'e, Geotech Company' e, Eğitim ve Öğretim hayatım boyunca emeği geçen tüm değerli Öğretmen ve Hocalarıma, Dost ve Arkadaşlarıma ve sürece katkı sağlayan herkese minnettarlığımı sunar, sonsuz Teşekkür ederim.

Özkan Ayvaz

Şubat, 2020

ÖZ

GLOBAL PARA POLİTİKALARININ İNCELENMESİ: TÜRKİYE ÖRNEĞİ

Özkan Ayvaz
Yüksek Lisans Tezi
İktisat Anabilim Dalı
İktisat Yüksek Lisans Programı
Danışman: Dr. Öğr. Üyesi Aslı Öztopcu
Maltepe Üniversitesi Lisansüstü Eğitim Enstitüsü, 2020

Para politikalarının ve para politikası araçlarının amacı, fiyat istikrarı, makroekonomik hedeflere ulaşma, global sermaye hedeflerini yönlendirme ve finans sektörünü düzenlemektir.

Para politikalarının, gelişmesiyle birlikte Merkez Bankalarının da ekonomik etkinliği artmıştır. Globalleşmeyle birlikte ülkelerin, farklı gelişmişlik düzeyleri, siyasi ve konjonktürel yapıları olmalarına rağmen benzer para politikalarını uyguladığı görülmektedir.

Bu bağlamda, Merkez Bankalarının hangi para politikası araçlarını kullandığı ve bu araçların ekonomi piyasalarında nasıl bir gelişme ve değişim sağladığı araştırma konusu olmaktadır.

Bu tezin amacı, Merkez Bankalarının para politikaları ve para aktarım mekanizmalarıyla, gelişmiş ve gelişmekte olan ülkelerde, ekonomiyi nasıl etkilediği ve para politikası uygulamalarına piyasanın nasıl tepki verdiğini araştırmaktır.

Bu amaçla, birinci bölümdeki girişten sonra, ikinci bölümde para politikaları, amaçları ve araçları ele alınmıştır. Üçüncü bölümde gelişmiş ve gelişmekte olan ülkelerdeki bazı ekonomilerin para politikaları araştırılmıştır. Dördüncü bölümde Türkiye'de uygulanan para politikaları ve uygulama dönemleri araştırılmış ve diğer ülkelerle benzer, farklı yönleri saptanmaya çalışılmıştır.

Anahtar Kelimeler: Para, Para Politikası, Para Politikası Araçları, Merkez Bankası.

ABSTRACT

RESEARCH OF GLOBAL MONETARY POLICY: CASE OF TURKEY

Özkan Ayvaz
Master Thesis
Department of Economics
Economy Programme
Advisor: Asst. Prof. Aslı Öztopcu
Maltepe University Graduate School, 2020

The purpose of monetary policies and monetary policy instruments is price stability, achieving macroeconomic targets. Directing global capital targets and regulating the financial sector.

With the development of monetary policies, the economic efficiency of the Central Banks has also increased. With globalization,it is observed that countries have implemented similar monetary policies, although they are different levels of development, political and cyclical structures.

In this context, which monetary policy tools used by Central Banks and how these tools develop and change in the economy markets are the subject of research.

The aim of this thesis, the monetary policy of the Central Bank, how it affects the economy through monetary transmission mechanism is to research the market react to monetary policy.

For this purpose, after the introduction in the first part, monetary policy, objectives and instruments are discussed in the second chapter. In the third part, monetary policies of some economies in developed and developing countries have been investigated. In the fourth part of the monetary policy implemented in Turkey and implementation period it has been investigated and is similar to other countries, have sought to determine different aspects.

Keywords: Money, Monetary Policy, Monetary Policy Instruments, Central Bank.

İÇİNDEKİLER

JÜRİ VE ENSTİTÜ ONAYI ii
ETİK İLKE VE KURALLARA UYUM BEYANI iii
TEŞEKKÜR iii
ÖZ iv
ABSTRACT v
İÇİNDEKİLER vi
TABLOLAR LİSTESİ viii
ŞEKİLLER LİSTESİ ix
KISALTMALAR x
ÖZGEÇMİŞ xi
BÖLÜM 1. GİRİŞ 1
BÖLÜM 2. İKTİSAT TEORİSİNDE PARA POLİTİKASI 4
2.1. Para, Para Politikası ve Para Teorisi Kavramları 4
2.2. Para Politikaları 5
2.3. Para Politikasının Amaçları 7
2.3.1. Fiyat İstikrarı 7
2.3.2. Finansal İstikrar 8
2.3.3. Ekonomik Büyüme 9
2.3.4. Tam İstihdam 9
2.3.5. Ödemeler Dengesi 10
2.3.6. Faiz Oranlarında İstikrar 11
2.3.7. Döviz Kurlarında İstikrar 11
2.4. Geleneksel Para Politikası Araçları 13
2.4.1. Dolaylı Para Politikası Araçları 13
2.4.1.1. Açık Piyasa İşlemleri 15
2.4.1.2. Reeskont Oranı ve Reeskont Kredileri 18
2.4.1.3. Zorunlu Karşılıkların Fonksiyonları 20
2.4.1.4. Döviz-Efektif İşlem etkisi 21
2.4.2. Dolaysız Para Politikası Araçları 22
2.4.2.1. Faiz Oranı Kontrolleri 23
2.4.2.2. Kredi Tavanı 24
2.4.2.3. Finansal Aracıların Portföylerinin Yeniden Düzenlenmesi 24
2.4.2.4. Özel Mevduatlar 25
2.4.2.5. Disponibilite Uygulaması 25
2.4.2.6. Diğer Doğrudan Para Politikası Araçları 26
2.4.2.6.1. Merkez Bankasının Moral Takviyesi ve Doğrudan İşlemi 26
2.4.2.6.2. Tüketici Kredilerinin Kontrolü 26
2.4.2.6.3. Farklılaştırılmış Reeskont Oranı 27
2.4.2.6.4. Hisse Senedi ve Tahvil Alımına Yönelik Kredilerin Kontrolü 27
2.5. Yeni Para Politikası Araçları 27
2.5.1. Miktarsal Genişleme 28
2.5.2. Kredi Genişlemesi 29
2.5.3. Zorunlu Karşılık Uygulaması 30
2.5.4. Faiz Koridoru 31
2.5.5. Faiz Taahhüdü 32
2.5.6. Uygulama Şekline Göre Para Politikası Çeşitleri 33

2.6. Para Politikası Amaçları Arasındaki İlişkiler 34
2.6.1. Çatışan Amaçlar 34
2.6.2. Tamamlayıcı Amaçlar 35
2.6.3. Destekleyici Amaçlar 35
2.7. Para Politikasının Ekonomiyi Etkileme Kanalları 36
2.7.1. Parasal Aktarım Mekanizmasının Tanımı 38
2.7.2. Parasal Aktarım Mekanizmasının İşleyişine İlişkin Teorik Yaklaşımlar 40
2.7.2.1. Klasik Görüş 40
2.7.1.1.1. Fisher Miktar Teorisi 41
2.7.2.1.2. Cambridge Yaklaşımı 43
2.7.2.2. Keynesyen Yaklaşım 45
2.7.2.3. Monetarist Yaklaşım 49
2.7.2.4. Para Politikasının Zaman Tutarsızlığı 52
2.7.2.5. Rasyonel Beklentileri İçeren Yeni Görüşler 53
2.7.2.6. Doğrudan Enflasyon Hedeflemesi 55
2.7.2.7. Beklenti Yönetimi 56
BÖLÜM 3. ÜLKELERİN MERKEZ BANKALARINDA PARA POLİTİKALARI 58
3.1. Bazı Gelişmiş Ülkelerde Para Politikalarına Yönelik Araçlar 58
3.1.1. Amerika 58
3.1.2. Kanada 60
3.1.3. İngiltere 63
3.1.4. Almanya 67
3.2. Bazı Gelişmekte Olan Ülkelerde Para Politikalarına Yönelik Araçlar 70
3.2.1. Şili 70
3.2.2. Brezilya 73
3.2.3. Güney Kore 77
BÖLÜM 4. TÜRKİYE'DE UYGULANAN PARA POLİTİKALARI 82
4.1. Türkiye'de Uygulanan Para Politikası Araçları 82
4.1.1. Zorunlu Karşılıklar 82
4.1.2. Kredi ve Faiz Denetimleri 84
4.1.3. İthalat Teminatları 85
4.1.4. Rezerv Opsiyon Mekanizması 85
4.1.5. Likidite Yönetimi 88
4.1.6. İstisnai Gün Uygulaması 89
4.1.7. Kaldıraç Uygulaması 90
4.2. Türkiye Para Politikası Uygulamaları 91
4.2.1. 1923-1960 Dönemi 92
4.2.2. 1961-1980 Dönemi 95
4.2.3. 1981-2000 Dönemi 98
4.2.4. 2001-2010 Dönemi 99
4.2.5. 2011 ve Sonrası Yeni Para Politikası Yaklaşımı Dönemi 107
BÖLÜM 5. SONUÇ 116
EK'LER 120
KAYNAKÇA 128

TABLOLAR LİSTESİ

Tablo 1. Açık Piyasa İşlemleri ve Piyasaya Olası Sonuçları 16
Tablo 2. ABD 2010-2018 Büyüme Enflasyon İşsizlik Verileri 59
Tablo 3. Kanada 2010-2018 Büyüme Enflasyon İşsizlik Verileri. 62
Tablo 4. İngiltere 2010-2018 Büyüme Enflasyon İşsizlik Verileri 64
Tablo 5. Almanya 2010-2018 Büyüme Enflasyon İşsizlik Verileri 69
Tablo 6. Şili 2010-2018 Büyüme Enflasyon İşsizlik Verileri 72
Tablo 7. Brezilya 2010-2018 Büyüme Enflasyon İşsizlik Verileri 74
Tablo 8. G. Kore 2010-2018 Büyüme Enflasyon İşsizlik Verileri 79
Tablo 9. Gelişmiş Ülkelerde Kullanılan Para Politikaları 80
Tablo 10. Gelişmekte Olan Ülkelerde Kullanılan Para Politikaları 81
Tablo 11. Zorunlu Karşılık Oranları (%) TL. 83
Tablo 12. Zorunlu Karşılık Oranları Yabancı Para (%) 84
Tablo13. Döviz Cinsinden Elde Edilen Zorunlu Karşılıkların Dilim ve Katsayı 87
Tablo14. Türkiye'de Ekonomi Dönemlerine Göre Para-Kredi ve Enflasyon Değerleri 94
Tablo 15. Türkiye'de Para-Kredi ve Enflasyon Değerleri Yıllık Ortalama Artış Oranı 97
Tablo 16. TCMB Tarafından Yıllar İçinde Uygulanan Para Politikaları 100
Tablo 17. TCMB 2008-2009 Tarihleri Arası Para ve Kur Politikaları Özeti 104
Tablo 18. Yeni Para Politikası Çerçevesi 108
Tablo 19. Aylık Faiz Koridoru ve Politika Faizi Oranları 2011-2014 109
Tablo 20. Aylık Faiz Koridoru ve Politika Faizi Oranları 2015-2018 110
Tablo 21. TCMB 2010-2012 Tarihleri Arası Para ve Kur Politikaları Özeti 111
Tablo 22. TCMB 2013-2015 Tarihleri Arası Para ve Kur Politikaları Özeti 112
Tablo 23. TCMB 2016-2017 Tarihleri Arası Para ve Kur Politikaları Özeti 113
Tablo 24. TCMB 2018-2019 Tarihleri Arası Para ve Kur Politikaları Özeti 114

ŞEKİLLER LİSTESİ

Şekil 1. Kredi Türlerinin Gelişimi 30
Şekil 2. Faiz Koridor Sistemi 32
Şekil 3. Para Politikası Hedefleri 36
Şekil 4. Para Politikası Kararları ve Aktarım Mekanizması 37
Şekil 5. Keynesyen Parasal Aktarım Mekanizması 46
Şekil 6. Parasal Aktarım Yapısal Modeli 47
Şekil 7. Monetarist Para Aktarım Mekanizması 50
Şekil 8. TCMB Hedeflenen Enflasyon ve Gerçekleşen Enflasyon Oranları 56
Şekil 9. ABD 2010-2018 Büyüme Enflasyon İşsizlik Verileri. 60
Şekil 10. Kanada 2010-2018 Büyüme Enflasyon İşsizlik Veriler 62
Şekil 11. İngiltere 2010-2018 Büyüme Enflasyon İşsizlik Verileri 66
Şekil 12. Almanya 2010-2018 Büyüme Enflasyon İşsizlik Verileri 70
Şekil 13. Şili 2010-2018 Büyüme Enflasyon İşsizlik Verileri 73
Şekil 14. Brezilya 2010-2018 Büyüme Enflasyon İşsizlik Verileri 76
Şekil 15. G. Kore 2010-2018 Büyüme Enflasyon İşsizlik Verileri 79
Şekil 16. Türkiye 2002-2005 Yılları Hedef ve Gerçekleşen Enflasyon Oranları... 101
Şekil 17. Türkiye 2006-2019 Yılları Hedef ve Gerçekleşen Enflasyon Oranları... 102
Şekil 18. Türkiye 2005-2009 Yılları Büyüme Oranları 105

KISALTMALAR

ABD : Amerika Birleşik Devletleri

AMB : Avrupa merkez Bankası

Akt : Aktaran

APİ : Açık Piyasa İşlemleri

BİST : Borsa İstanbul

BDDK : Bankacılık Düzenleme ve Denetleme Kurulu

BOE : Bank of England

DİE : Devlet İstatistik Kurumu

EB : Ekonomi Bakanlığı

FED : Amerika Merkez Bankası

GSMH : Gayri Safi Milli Hasıla

GSYİH : Gayri Safi Yurtiçi Hasıla

IMF : Uluslararası Para Fonu

KOSGEB : Küçük ve Orta Ölçekli İşletmeler Geliştirme ve Destekleme İdaresi

PPK : Para Politikası Kurulu

ROK : Rezerv Opsiyon Katsayısı

ROM : Rezerv Opsiyon Mekanizması

ROO : Rezerv Opsiyon Oranı

s. : Sayfa Sayısı

TCMB : Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası

TL : Türk Lirası

TÜFE : Tüketici Fiyat Endeksi

TÜİK : Türkiye İstatistik Kurumu

YP : Yabancı Para

ÖZGEÇMİŞ

Özkan Ayvaz

İktisat Anabilim Dalı

Eğitim

Derece	*Yıl*	*Üniversite, Enstitü, Anabilim/Anasanat Dalı*
Lisans;	1996	Anadolu Üniversitesi, İktisat Fakültesi İktisat Anabilim Dalı
Lise;	1982	Kütahya Meslek Lisesi

İş/İstihdam

Yıl	*Görev*
2020-	Geotek Ltd.Şti.
2004-	Harita Genel Müdürlüğü

Yayınlar ve Diğer Bilimsel/Sanatsal Faaliyetler

Kişisel Bilgiler

Doğum yeri ve yılı : Kütahya, 1963
Cinsiyet : E
Yabancı diller : İngilizce (Orta)
e-posta : ozkayvaz@gmail.com

BÖLÜM 1. GİRİŞ

Ulaşımın kolaylaşması, iletişim araçlarının dijitalleşmesi sanayi ve ticaret alanında genişleme sağladığı gibi, sermayesi artan firmaların uluslararası yatırımları da gelişen teknoloji ile birlikte yüksek kazançlara dönüşmüştür. Artan kazançlar da para rezervine dönüşmüştür, Global sermayenin artışı ise, ekonomide sermaye hareketliliğine ve buna bağlı olarak da finansal sektörün globalleşmesine yol açmıştır.

Tarihsel süreçte istikrarsızlıklar hem artmış hem de ülke ekonomileri arasında birbirine sıçrayarak tüm ülkeleri etkisi altına almıştır. Çözüm üretmek amacıyla uygulanmakta olan Keynesyen politikaların kriz dönemlerinde yeniden test edilmesi sonucu bu politikaların yetersizliği nedeniyle zaman içinde para politikaları daha çok tartışılır hale gelmiştir.

Bunun yanında küresel büyümenin halen arzu edilen noktalara gelememesi ve uluslararası düzlemde tedirginliğin sürmesi, özellikle ithalat-ihracat kotaları ve gümrük vergilerinin ticaret savaşlarında etkinliği ekonomilerde istikrarsızlığa neden olmaktadır.

Para politikalarının temel amacı, fiyat istikrarını sağlamak ve bunu sürdürülebilir tutmaktır. Bu nedenle para politikalarının uygulayıcısı Merkez Bankalarının da sorumluluğu yüksektir.

Temel ekonomi politikası hedeflerine ulaşabilmek amacıyla uygulanan para politikaları için açık piyasa işlemleri, zorunlu karşılık oranları, reeskont oranları gibi finansal araçlar kullanılmaktadırlar. Bu araçlar, iktisadi karar birimlerinin tüketimlerini, tasarruflarını, yatırım ve harcamalarını etkileyerek toplam talep ve toplam hasıla düzeyini etkilemektedir.

Merkez bankaları, para politikalarının uygulanmasından sorumlu kuruluşlar olarak finansal sistemin merkezindeki ekonomik faaliyetleri etkilemekte, düzenlemekte, aldığı kararlarla yönetmekte ve yönlendirmektedir.

Bu nedenle Merkez bankaları, para politikalarını uygulamada konjonktürel durumu göz önüne almalı, mevcut piyasa şartlarını iyi gözlemlemeli ve geçmiş dönem hareketlerinin analizini doğru değerlendirmelidir.

Özellikle para piyasaları ve bunlar üzerinden reel ekonomilerdeki istikrarsızlıkları giderebilmek için Merkez Bankalarının bazen benzer bazen de daha önce uygulanmamış yeni para politikası araçlarını uyguladıkları anlaşılmaktadır. Örneğin, miktar genişlemesi ve kredi genişlemesi gibi yeni araçların denendiğini söylemek mümkündür. Gelişmiş ülkelerin Merkez Bankası ile gelişmekte olan ülkelerin Merkez Bankası para politikaları farklı uygulamaları tercih edilebilmektedir. Gelişmiş ülkelerde büyük parasal genişlemeler ve kurtarma paketleri ile ekonomik yapı iyileştirilmeye çalışılırken, gelişmekte olan ülkelerde daha çok gelişmiş piyasalarda bollaşan likiditenin ülke ekonomilerini istikrarsızlığa sürüklemesi önlenmeye çalışılmaktadır.

Bu bağlamda öncelikle para politikalarının amaçları ve bu amaçlara ulaşmada kullanılan para politikası araçları tanımlamak gerekmektedir. Daha sonra seçilmiş bazı ekonomilerin Merkez Bankalarının uyguladıkları para politikaları değerlendirilerek Türkiye Cumhuriyet Bankasının (TCMB) uygulamaya koyduğu para politikalarının incelenmesi amaçlanmıştır.

Bu tezde birinci bölümdeki girişten sonra, ikinci bölümde, para ve para politikası kavramları tanımlanarak, para politikası amaçları ana başlığında; fiyat istikrarı, finansal istikrar, ekonomik büyüme, tam istihdam, ödemeler dengesi, faiz oranında istikrar ve döviz kurunda istikrar gibi alt başlıklar yer almaktadır. Ayrıca, geleneksel, dolaylı, dolaysız para politikaları araçları olarak sınıflandırılan para politikalarına yer verilmiştir.

Üçüncü bölümde, Gelişmiş ülkelerden Amerika, Kanada, İngiltere, Almanya, gelişmekte olan ülkelerden ise, Şili, Brezilya, Güney Kore'nin para politikaları analiz edilmeye çalışılmıştır.

Çalışmamızın çerçevesini, global para politikaları genelinde gelişmiş ülkelerden seçilen Amerika, Kanada, İngiltere, Almanya, gelişmekte olan ülkelerden ise Şili, Brezilya ve Güney Kore seçilmiştir. Çalışmanın temel amacında ülke Türkiye'nin para politikaları daha detaylı araştırılmıştır.

Dördüncü bölümde, Türkiye'de uygulanan para politikası araçları değerlendirilmiştir.

Bu tez çalışmasında, globalleşmeyle birlikte para politikası amaçlarının ve bu amaca ulaşmada kullanılan para politikası araçlarının tanımında, teorisinde ve uygulanmasında, aralarında farklı gelişmişlik düzeyi, farklı siyasi ve konjontürel yapıları olmalarına rağmen seçili ülkelerde ve Türkiye'de yeni para politika araçları ile benzer para politikalarının izlenmekte olduğu çalışmamızın hipotezini oluşturmaktadır.

BÖLÜM 2. İKTİSAT TEORİSİNDE PARA POLİTİKASI

2.1. Para, Para Politikası ve Para Teorisi Kavramları

Günlük anlamda para kelimesi pek çok anlam ifade edebilir, fakat iktisadi açıdan para kavramının özel bir anlamı bulunmaktadır. Paranın iktisadi hayattaki önemine yönelik iktisatçılar arasında görüş birliği bulunmasına rağmen tanımına yönelik farklı görüşler bulunmaktadır. Bu yüzden iktisatçıların bu kavramı nasıl kullandıklarının bilinmesi gerekmektedir. En yaygın anlamı ile para, mal ve hizmet satın alınması ya da borçların ödenmesi için toplum tarafından genel kabul görmüş bir ödeme aracıdır (Akt; Aygün, 2011, s. 3; Parasız, 1993, s. 131).

Para, genel ifadeyle günlük yaşamda insanların kabul ettikleri mübadele (değişim) aracı olarak tanımlanabilir. Daha geniş bir tanımlama ile para

> "Mübadele, değer saklama ve hesap birimi fonksiyonlarını gören, soyut veya somut bir belgedir" (Akt; Gürsoy, 2013, s. 3; Paya, 1994, s. 15).

Dolayısıyla iktisat literatüründe genel olarak para, mal ve hizmet ödemelerinde ya da borçların geri ödemesinde kabul edilen herhangi bir şey olarak tanımlanmaktadır. Diğer bir ifadeyle para mal ve hizmet değişiminde ya da borçların ödenmesinde ödeme aracı olarak kabul gören, önemli bir varlık türüdür (Akt; Gürsoy, 2013, s. 3; Paya, 1994, s. 15).

Paranın, ekonomik refah için önemli olan pek çok değişkeni etkileyebilme özelliğinden dolayı, politikacılar ve politika yapıcılar, para politikalarına ait yapılanmaya, para ve faiz oranlarının yönetilmesi gibi konulara dikkat etmektedirler. Paranın enflasyon, konjonktürel dalgalanmalar ve faiz oranları üzerinde etkili olması paranın kontrolünü de önemli kılmaktadır. Bundan dolayı da ülkelerin uyguladıkları para politikaları ve bu konuda alınan kararlar ülkelerin ekonomik, siyasi yapısı başta olmak üzere sosyokültürel ve sosyoekonomik açılardan da durumunu belirleyici olabilmektedir (Cengiz, 2009, s. 226).

2.2. Para Politikaları

Para politikası, Merkez Bankasının amaçlarını gerçekleştirmek için benimsedikleri kural ve eylemleri içermektedir (Akt; Macit ve Durgun 2018, s. 78; Loayza ve Schmid-Hebbel, 2002, s. 1).

Para politikası, Merkez Bankaları tarafından belirlenmiş ekonomik hedeflere ulaşmak amacıyla para ve kredilerin kontrol edilebilmesidir. Bu bağlamda piyasanın nakit ihtiyaçlarının ayarlanması için doğrudan ve dolaylı araçlarla uygulanan politikalardır (Akt; Kırcı, 2018 s. 3; Orhan ve Erdoğan, 2015, s. 60). Üretim, gelir ve istihdam seviyesini yükseltmek ve fiyat istikrarını sağlamak gibi amaçlar Merkez Bankasının para arzını kontrol etme amacıyla izlediği politikaya para politikası denmektedir (Akt; Macit ve Durgun, 2018, s. 78; Bocutoğlu, 2014, s. 178). Daha geniş ifadeyle, mevcut koşullarda ekonominin likiditesini (harcama potansiyelini) arttırmak ya da azaltmak çabalarıdır (Akt; Ceylan, 2018, s. 41; Aren, 2008, s. 329). Rasyonel beklentilerin, piyasadaki para arzının ve maliyetinin merkez bankalarınca etkilenerek temel hedeflerine ulaşmaya çalıştığı bir strateji olarak da tanımlanabilmektedir.

Para teorisi ise, para miktarı ve faizlerdeki değişmelerin nominal milli gelirdeki etkilerini inceleyen bir bilim dalı olarak tanımlanmaktadır. Yani para teorisi mutlak fiyatlardaki değişimleri incelemektedir. Bu değişimlerin ekonomik sonuçlarını araştıran bir bilimdir (Akt; Nawzadi, 2019, s. 12; Paya, 2013).

Para politikasının amaçlarına ulaşmak için kullanılan para politikası araçları ve para politikası uygulamaları, ekonomik koşullara daha kısa sürede tepki vermesi ve bireylerin bu politika uygulamalarına maliye politikalarına göre daha az tepki göstermesi nedeniyle önemli bir yere sahiptir (Akt; Ceylan, 2018, s. 3; Orhan ve Erdoğan, 2015).

Friedman (1968), para politikası ne yapabilir sorusuna üç şekilde cevap vermiştir. Birincisi, para politikasının bizzat kendisinden kaynaklanan ekonomik aksaklıkları önlemesidir. İkincisi, ekonomi için istikrarlı bir arka plan hazırlamasıdır. Üçüncüsü ise diğer unsurlardan kaynaklanan ekonomik sistemdeki büyük aksaklıkların telafisine katkı sağlamasıdır. Friedman'a (1968) göre, bunları gerçekleştirirken para politikası uygulamalarında parasal otorite, kontrol edemediği büyüklüklere değil kontrol

edebileceği büyüklüklere yönelmelidir. Ayrıca parasal otorite politikada hızlı değişimlerden sakınmalıdır.

Politika yapıcılar için alınan kararlar ekonomiye kısa sürede yansımaktadır. Aktarım kanalları da para politikası uygulamaları açısından önemlidir. Para politikası kararlarındaki bir değişikliğin reel ekonomiye yansımalarının hangi yollardan gerçekleşeceğini ortaya koyan aktarım mekanizması, politika yapıcılar açısından yol göstericidir (Akt; Macit ve Durgun, 2018 s. 78; Paya, 2013, s. 351).

Para politikasının temel amacı çoğu ülkede fiyat istikrarı sağlayabilmektir. Bununla birlikte, pek çok merkez bankasının görevi; tam istihdamın sağlanması, finansal istikrar ve ödemeler dengesinin normal çalışması gibi hedefleri kapsamaktadır. Fiyat istikrarının diğer politika hedefleri üzerindeki önceliği, çoğu ülkede politik eylem olarak kabul görme eğilimindedir (Akt; Macit ve Durgun, 2018, s. 78; Loayza ve Schmidt-Hebbel, 2002 s. 1). Parasal otoritelerin ellerindeki olanakları bazen çok etkili olabilir fakat her şeyden önce bu imkânları kullanacakları amaçları belirlemeleri gerekmektedir. Çünkü aynı tedbirler bazı şartlar altında ve bazı amaçlar için kullanıldığı zaman iyi sonuçlar verebileceği gibi bazen de olumsuz sonuçlar meydana getirebilmektedir.

Para politikasının birincil hedefi fiyat istikrarını sağlamak olmasına rağmen tarihsel süreçte meydana gelen olaylarla birlikte günümüze kadar bu birincil amaca çeşitli amaçlar eklendiği görülmektedir. 1929 ekonomik depresyonu, 1936'da Keynes'in Genel Teori' yi yazması, 1940'larda Merkez Bankaları Sistemi (FED) tarafından uygulanan düşük faiz politikası bunlardan bazılarıdır. Daha ileriki dönemde, 1946'da ABD'de çıkarılan İş Kanunu sonucu iş bulmanın milli bir ekonomi politikası olmuştur. II. Dünya Savaşı sonrası Avrupa' nın ekonomide büyüme çabaları ise fiyat istikrarı amacına, faizlerde istikrar, tam istihdam, iktisadi gelişme gibi yeni amaçların eklenmesine yol açmıştır. 1960'larda ise bu amaçlara ödemeler dengesinin sağlanması amacı da eklenmiş (Akt; Çelik, 2019, s. 25; Serin, 1987, s. 8-9) ve fiyat istikrarı birincil amaç olmak üzere finansal sistemde, döviz kurlarında ve faizlerde istikrarın sağlanması, ekonomik büyüme hızının arttırılması, tam istihdamın sağlanması ve ödemeler dengesinin iyileştirilmesi olmak üzere para politikasının farklı temel amaçları ortaya çıkmıştır.

2.3. Para Politikasının Amaçları

Temel ekonomik hedeflere ulaşmak için, uygulanacak para politikaları, paranın miktarını, maliyetini, insanların, firmaların ve piyasanın ekonomik tercihlerini etkileyerek, ekonomik hedefleri yakalamaya odaklı oluşturulan stratejiler olarak tanımlanabilir. Diğer bir ifadeyle; Para politikası, paranın doğru zamanda, doğru araçlar tercih edecek politikalar oluşturmaktır (Akt; Önder, 2005, s. 4; Türk, 1995).

Para politikası amaçları, fiyat istikrarı ve finansal temel amacının yanında, büyüme, istihdam, ödemeler dengesi, faiz ve döviz kurlarındaki istikrar olarak ifade edebiliriz.

2.3.1. Fiyat İstikrarı

Fiyat istikrarı, ekonomik ve sosyal istikrarın sağlanabilmesi için mutlak koşuldur diyebiliriz. Fiyat istikrarı, insanların harcama ve tasarruflarını planlarken, vereceği kararlarda dikkate alınmayacak kadar düşük oranda enflasyonu tanımlamaktadır (Akt; Önder, 2005, s. 6; Greenspan, 1994).

Günümüzde gelişmiş ülkeler tarafından genellikle %1-%3 enflasyon aralığını sürdürülebilir enflasyon oranı olarak görülmektedir. Ancak, fiyat istikrarı sadece enflasyon oranının düşürülmesi olmasının yanında aynı zamanda sürdürülebilir bir oran aralığında tutmak, fiyat istikrarının sağlandığı ortamlar olarak kabul edilmektedir (Akt; Umut, 2015, s. 5; Parasız, 2009, s. 298).

İktisat politikasının geleneksel amacı enflasyonist ve deflasyonist eğilimleri önlemek yani fiyat istikrarını sağlamaktır. Fiyat istikrarı, ekonomik birimlerin fiyatlardaki değişmeleri iktisadi faaliyetlerini gerçekleştirirken ya da planlarken temel belirleyici bir unsur olarak ele almadıkları bir durumu ifade etmektedir. Piyasa ekonomilerinde fiyatlar bireylere enformasyon sağlamakta ancak yüksek enflasyon nedeniyle fiyatların enformasyon içeriğini azaltmaktadır. Enflasyonun bir başka olumsuzluğu ise büyümeyi engellemesidir. Bu nedenle fiyatlar genel düzeyinde istikrar sağlanması piyasalarda denge sağlanması açısından önemlidir (Akt; Katı ,2014, s. 7; Orhan ve Erdoğan, 2007, s. 66).

Yaşanan hiperenflasyon gibi uç durumlarda ise fiyatlar hiçbir bilgi taşıyamamaktadır. İnsanlar krize odaklanarak büyümenin yavaşlamasına neden olmaktadır. Ayrıca fiyat istikrarının bulunmadığı ekonomilerde, iktisadi faaliyetler normal seyrini takip edemeyeceğinden ekonomik gelişmeyi engellemekte ve sosyal sınıf durumları ile gelir dağılımını da etkileyerek sosyal problemlere neden olmaktadır. Bununla birlikte fiyat istikrarı sağlanmasına yönelik geniş bir fikir birliği olmasına karşın bu istikrarın hangi düzeyde sağlanacağı konusunda kabul görmüş tek bir ölçüt bulunmamaktadır. Kimi iktisatçılara fiyatlardaki yıllık değişme oranının sıfır olması yönünde fikirlerini sunarken, bazı iktisatçılar %1,5 oranında bir değişmenin istikrarlı olduğunu savunmaktadırlar (Serin, 1987, s. 165).

2.3.2. Finansal İstikrar

Finansal istikrar geçici bir dalgalanma, yapısal değişim ya da şok dönemlerinde bile ekonomik fonksiyonların yerine getirilebilmesi olarak adlandırılmaktadır. Finansal krizler finansal piyasaların üretken yatırım fırsatları ile fon aktarma yeteneğini etkileyerek ekonomik faaliyetlerde keskin bir daralmaya yol açabileceği için finansal krizlerin önlendiği daha istikrarlı bir finansal sistemin teşvik edilmesi, merkez bankası için önemli bir hedeftir.

Finansal sistemi, finansal araçlar-piyasalar-kurumlar, para ve merkez bankalarından oluşan finansal piyasalardaki temel unsurlar oluşturur ve bu unsurlardan herhangi birinde meydana gelen aksaklık finansal sistemin etkinliğinin azalmasına neden olmaktadır. Etkinliğin sağlanabilmesi ise para politikası amaçlarından birisidir. Finansal sistem iyi işlemezse sistemin temelini oluşturan bankalara ve piyasalara güven azalacağından ekonomik birimler riski daha düşük olan alternatiflere yönelerek aracılığın durmasına neden olmaktadırlar. Bu gibi durumlarda fon fazlası olanlar bu fazlalıkları arz etmezken fon açığı olanlar da talepte etmemektedir. Dolayısıyla finansal sistem çöktüğünde ekonomik aktiviteler de gerilemektedir. Bu yüzden merkez bankaları bu riski ortadan kaldırmak için finansal sistemin düzgün işlemesi yani finansal istikrar sağlanmasını bir amaç olarak belirlemiştir.

2.3.3. Ekonomik Büyüme

Para politikasının amaçlarından biri de ekonomik büyümenin hızlandırılması ve istikrarlı büyümedir. Sürekli ekonomik büyümenin hedefi, yüksek istihdam hedefiyle yakından ilişkilidir, çünkü işsizlik oranı düşük olduğunda üretimi ve buna bağlı ekonomik büyümeyi arttırmak için firmaların üretim araçlarına yatırım yapma istekleri daha fazladır. Aksine işsizlik oranı yüksek olduğunda, firmalar ek tesislere ve üretim araçlarına yatırım yapmak için istekli olmayacaktır. Her ne kadar bu iki hedef birbiriyle yakından ilişkili olsa da para politikaları, firmaların doğrudan yatırım yapmalarını teşvik ederek veya bireyleri tasarrufa yönelterek ekonomik büyümeyi amaçlar ve bu da firmalara yatırım yapması için daha fazla kaynak sağlar (Ceylan, 2010, s. 34).

Ekonomide meydana gelecek konjonktür hareketleri sistematik riskin temel kaynağı konumundadır ve gelecekle ilgili meydana gelecek belirsizlikler ile planları yerine getirmek güçleşmektedir. Bu nedenle yüksek ve istikrarlı bir ekonomik büyüme ile belirsizliğin ortadan kaldırılması sağlanırken ekonomik birimlerin durumunun daha iyi olması mümkün olmaktadır. Dolayısıyla genişletici para politikası uygulanarak faizler düşürülürken yatırım harcamalarında meydana gelen etkiyle, üretim ve istihdam artarak ekonomik büyüme hızlanır.

2.3.4. Tam İstihdam

Para politikası amaçlarından birisi de tam istihdamın sağlanmasıdır. Tam istihdam, mümkün olan tüm iş gücü kaynaklarının ekonomik anlamda en verimli şekilde kullanılmasıdır. Tam istihdam hem vasıflı hem de vasıfsız iş gücünden belirli bir zamanda belirli bir ekonomide en fazla oranda yararlanmanın sağlanması ile mümkün olur. Başka bir ifadeyle tam istihdam kavramı; Bir ekonomide mevcut tüm üretim faktörlerinin tam olarak kullanılmasını ifade etmektedir. Ancak tam istihdamı toplam işgücünün hepsinin istihdam edilmesi gibi düşünmek hatalıdır. Birçok ekonomist geçici veya yapısal unsurlarında göz önünde tutularak makul işsizliğin olduğu bir istihdam düzeyini, tam istihdam durumu olarak kabul eder (Akt; Ceylan, 2010, s. 32; Çolak, 2008, s. 20).

Bununla birlikte, para politikasındaki uygulamalar ile tam istihdama ulaşabilme gayretleri iktisatçılar tarafından çok fazla olumlu karşılanmamaktadır. Bunun nedeni genişletici bir para politikasının enflasyonist maliyetlere yol açması dolayısıyla sosyal

refahta önemli kayıplar meydana getirmesidir (Akt; Pekin,2019, s. 17; Orhan ve Erdoğan, 2018, s. 68). İktisatçılar açısından literatürde, para politikasının istihdam düzeyine etkisi açısından bir görüş birliği sağlanamadığı görülmektedir. Keynesyen görüşü savunanlara göre para politikası aktiviteleri işsizliği azaltmak için yararlı uygulamalar olarak görülmektedir. Monetarist yaklaşımı savunanlar para politikası uygulamaları ile istihdam üzerinde artış yaratılabileceği görüşüne itibar göstermemektedirler (Akt; Ceylan, 2010, s. 32; Paya, 2002, s. 152).

2.3.5. Ödemeler Dengesi

Ödemeler dengesi, geniş anlamıyla, bir ekonomide yerleşik kişilerin diğer ekonomilerde yerleşik kişiler (yurt dışında yerleşikler) ile belli bir dönem içinde yapmış oldukları ekonomik işlemlerin sistematik kayıtlarını elde etmek üzere hazırlanan istatistiki bir rapordur (TCMB, 2019).

Para miktarının, iktisadi faaliyetlerde önemini ortaya koyan Milton Fredman olmuş, H.G. Johnson ve R.H. Mundell'de piyasadaki para stokunun ödemeler dengesini etkileyen önemli büyüklük olduğunu ileri sürmüş ve ödemeler dengesi açıklarının parasal bir sorun olarak görmüşlerdir (Akt; Ordu, 2008, s. 26; Paya, 1997, s. 142). Fredman'a göre ise; ekonomide para ve kredi yaratılması ile nominal gelir ve ithalat arasında güçlü bir fonksiyonel ilişkinin olduğudur (Akt; Güney, 2006, s. 26; Mundell, 1962).

Para politikasının dış ödemeler dengesi açısından önemi 1960'lardan sonra anlaşılmıştır. Liberalleşmeyle birlikte ihracatın ithal ikameci üretime ve talebe bağlı olarak ithalat hacmi artmıştır. Ödemeler bilançosundaki bir açık ithalatın ihracattan fazla olması anlamına gelmekte ve ithalattaki bu fazlalık, ekonomideki para miktarının azalmasına neden olmaktadır. Para miktarındaki bu azalma faiz oranlarında bir artışa neden olarak yatırım harcamalarını azaltır ve bu azalışla birlikte ödemeler bilançosu dengelenebilmektedir.

Para miktarındaki hareketlilik gecikmeli olarak ödemeler dengesine yansımakta, gecikmeleri önlemek için ise daraltıcı para politikası uygulanması gerekmektedir. Para arzında bir azalma faiz oranını yükseltmekte böylece yatırımları azaltarak, toplam talepte ve harcamalarda bir azalma meydana getirmekte, gelir düzeyinin azalmasına ve fiyatların olumsuz etkilenmesine yol açarak ithalatın azalmasına ve ihracatın artmasına yol

açmaktadır. Sonuç olarak daraltıcı bir para politikası ödemeler dengesine katkı sağlamaktadır (Yılmaz, 2015, s. 3).

Bahsedilen bu etkiler konjonktürel olaylar olduğu için gecikmeli olarak ödemeler dengesine yansımakta, gecikmeleri önlemek için ise daraltıcı para politikası uygulanması gerekmektedir.

Para politikasının dış istikrarı korumak için kullanılması bazen iç istikrar açısından çelişkili sonuçlar yaratmaktadır. Söz gelimi bir ekonomide hem işsizlik hem de ödemeler bilançosunda açık varsa ilki için genişletici ikincisi için daraltıcı politika uygulamak gerekir. Bu gibi çelişkili durumlarda iç istikrar mı dış istikrar mı soruları cevaplanarak buna göre bir müdahale yapılmaktadır (Akt; Cengiz, 2013, s. 37; Çolak, 2011, s. 520).

2.3.6. Faiz Oranlarında İstikrar

Faiz oranı ve döviz kurunun istikrarı ekonomik istikrar sağlamada nihai amaca ulaşma aracı olarak belirtilmektedir. Yani faiz oranı istikrarı bir sonuçtur. Çünkü faiz oranları artarken-azalırken, daha az-fazla, harcama-ödünç alma gerçekleşeceği için, faiz oranlarındaki değişim hâsılada istikrarsızlığa neden olmaktadır. Faiz oranlarındaki dalgalanmalar, gelecek dönem planlamalarını zorlaştıracağı gibi ekonomide belirsizlikleri de artıracaktır. Bunun dışında faiz oranı oynaklığı uzun vadeli bonoların riskini arttırmakta ve prodüktiviteyi azaltmakta ya da finansal kararların daha zor alınmasına yol açmaktadır (Akt; Ceylan, 2010, s. 36; Parasız, 2007, s. 300). Para politikası amacı olarak faiz oranlarında oynaklık riskinin kontrol altında tutulması ve faiz istikrarının gerçekleştirilmesi ekonominin istikrarlı hale gelmesini sağlayacaktır.

2.3.7. Döviz Kurlarında İstikrar

Döviz kurları diğer fiyatlar gibi bir fiyattır bu nedenle döviz kurlarındaki değişim diğer fiyatlarda olduğu gibi, ekonomik istikrar açısından önemli bir ekonomik göstergedir.

Döviz fiyatlarındaki değişmeler, ekonomik faaliyetlerin seyrini etkilediğinden döviz kuru fiyatlarının istikrarı, ekonomik istikrarı olumlu etkileyecektir. Bir başka

ifadeyle; Ekonomik istikrarın piyasada oluşması için, fiyat ve döviz kurlarındaki istikrara bağlıdır (Duygulu, 1998, s. 109).

Döviz kurları istikrarlı olduğu durumda ithalat ve ihracatın maliyetleri tüketiciler ve alıcılar için öngörülebilir hale gelmektedir. Küçük ve az gelişmiş ülkeler bu amaçla daha çok ilgilenmektedir. Bu ülkelerin ekonomik yapılarında dış ticaret önemli yer tuttuğu için ekonominin performansının iyileşmesi açısından döviz kurunda istikrar sağlanması amacının ön planda olması önerilmektedir. Gelişmiş ekonomilerin merkez bankaları ise bu amaçla fazla ilgilenmemektedirler. Dolar değerindeki büyük değişikliklerin önlenmesi, ithalat ve ihracat yapmak isteyen firmaların ve bireylerin önceden planlamasını kolaylaştırmaktadır. Döviz piyasalarındaki aşırı hareketleri dengelemek, para politikasının önemli bir hedefi olarak görülmektedir. Dış ticarete daha bağımlı olan ülkelerde, döviz piyasalarındaki istikrar daha önem kazanmaktadır (Cengiz, 2009, s. 233).

Belirtilen amaçların çoğu birbiriyle tutarlı gibi görünmesine rağmen durum her zaman böyle olmamaktadır. Örneğin fiyat istikrarı amacı, genellikle kısa vadede faiz oranı istikrarı ve yüksek istihdam hedefleriyle çakışmaktadır (ekonomi genişlerken ve işsizlik azaldığında hem enflasyon hem de faiz oranları artış gösterebilir). Böyle bir durumda merkez bankası faiz oranlarındaki artışı önlemeye çalışırsa, ekonominin aşırı ısınmasına ve enflasyonun daha fazla artmasına neden olabilir. Ancak merkez bankası enflasyonu önlemek için faiz oranlarını artırırsa, kısa vadede işsizlik artabilir. Hedefler arasındaki çatışmalar, bu nedenle merkez bankalarının seçimlerini zorlaştırmaktadır. Dolayısıyla yukarıda belirtilen bütün bu amaçların aynı anda gerçekleştirilmesi imkânsızdır. Merkez bankaları bu amaçları gerçekleştirirken ödünleşme (trade off) yapmak zorundadırlar (Akt; Gürsoy, 2013, s. 33; Parasız, 2011, s. 1).

Enflasyonun yarattığı sosyal maliyetler nedeniyle son yıllarda fiyat istikrarının sağlanması para politikasının birincil amacı konumundadır. Ancak birinci amacın bu olması diğerlerinin arka planda olması anlamına gelmediği gibi bu amaçlara ulaşmak için kolaylık sağlamaktadır.

2.4. Geleneksel Para Politikası Araçları

Geleneksel para politikası özellikle dış kaynaklı ani şoklar ve piyasalarda yaşanan ani değişimlerde yaygın bir biçimde kullanılmaktadır. Bu araçların kullanım şekli ve etkileri ülkeden ülkeye değişmektedir. Temelde bu araçlar dolaylı ve doğrudan araçlar olmak üzere iki ana grupta toplanmaktadır. Ritter ve Silber (1994) bu ayrımı şöyle ifade etmektedir (Akçay, 1997, s.21);

> "Dolaysız araçlar, faiz oranlarına ya da mevduat ve kredi miktarlarına müdahale ile sınırlamalar getirirken, dolaylı araçlar piyasada arz-talep koşullarını etkileyecek şekilde kullanılmaktadır. Bununla beraber dolaysız araçlar finansal kurumların bilançolarını hedef alırken, dolaylı araçlar merkez bankası bilançosunu hedef almaktadır."

Literatürde doğrudan ve dolaylı araçların ayrımı konusunda uygulama bazında öne çıkan iki temel kriter aşağıdaki şekilde sıralanmıştır (Akt; Önder, 2005, s. 59; Gray ve Hoggarth, 1996):

- Doğrudan para politikası araçları kullanılarak gerçekleştirilen işlemlerde; faiz oranları ya da faiz miktarlarına ilişkin kısıtlamalar belirlenmektedir. Dolaylı araçların kullanıldığında piyasadaki arz-talep koşulları etkilenmektedir.
- Dolaysız para politikası araçları ile esas olarak finansal piyasalarda yer alan kurumların (bankalar) bilançoları üzerinde etkili olunurken; dolaylı para politikası araçları ile Merkez Bankası bilançosu ya da faiz oranları üzerinde etkili olunmaktadır.

Görüldüğü üzere doğrudan para politikası araçları müdahale bazlı iken, dolaylı para politikası araçları piyasa bazlı finansal enstrümanlardır.

2.4.1. Dolaylı Para Politikası Araçları

Merkez bankası tarafından para politikası araçları kullanılarak piyasadaki rezervler elde edilebilmekte ve para piyasası faiz oranı gibi kısa vadeli faiz oranını etkilemek suretiyle de para politikası yürütülmektedir. Doğrudan araçların giderek etkisinin ve uluslararası sermaye hareketleri üzerindeki kısıtlamalarının azaltılmasıyla, dolaylı para politikası araçları para politikasının uygulanmasında para otoritelerine büyük esneklikler sağlamıştır (Akt; Önder, 2005, s. 66; Guitian, 1996).

Dolaylı araçların çeşitlilik göstermesinde en önemli nokta, merkez bankasının etkilemek istediği kredi-faiz oranları veya para miktarı gibi değişkenleri hangi araçlarla kontrol edebileceğidir. Kullanılabilir araçların etkileri tahmin edilebilir olmalıdır. Böylece parasal kontrol için kullanılan araçlar esnekse, ortaya çıkan parasal etkiler anında değiştirilebilecektir (Önder, 2005, s. 66).

Dolaylı para politikası araçları birden fazla olmakla beraber, Merkez Bankaları tarafından etkinlik ve verimlilik açısından en fazla tercih edilen araçlar, açık piyasa işlemleri, reeskont oranı, zorunlu karşılıklar ve döviz işlem etkisidir. Merkez Bankaları bu araçları kullanarak belirli dönemlerde piyasalara likidite sağlayıp piyasaları fonlamakta, belirli dönemlerde de piyasada bollaşan likiditeyi geri çekerek piyasaları dengelemekte ve piyasada olan likidite düzeyini etkilemektedir. Bu likidite yönetiminde Merkez Bankasının en önemli amacı piyasadaki likidite ihtiyacını tespit ederek likiditenin dağıtımını gerçekleştirmektir (Akt; Arıcan ve Okay, 2014, s. 9; Lipsey ve Stenier, 1978, s. 645-655).

Öte yandan, dolaylı para politikası araçlarının, dolaysız para politikası araçlarına göre daha etkin olduğu söylenebilir. Bu durumun nedenleri arasında ilk olarak doğrudan araçların hem finansal hem de finansal olmayan sektörler üzerinde etkisini söyleyebiliriz. Bu görüşümüze destek olabilecek ön önemli husus ise finansal piyasalarda yaşanan inovasyon süreci ve teknoloji kullanımının giderek artmasıdır. Teknolojik kullanımın giderek arttığı bu süreç içerisinde bilgi ve işlem maliyetinin azalması dolaylı para politikasının doğrudan para politikası araçlarına nazaran daha etkin kullanımına sebebiyet vermiştir.

İkinci olarak, dolaylı para politikası araçları kullanım ve etkinlik açısından, dolaysız araçlara göre daha esnek ve geniş bir alanda kullanım imkânı sağlamaktadır. Yaşanan gelişmelere bağlı olarak dolaylı para politikası araçlarında ani bir değişikliğe gitme imkânını elinde bulunduran Merkez Bankaları, süreç içerisinde bu araçları kullanarak piyasaları dengeleyebilmektedir.

Ayrıca bu araçlar hem birincil hem ikincil piyasalar üzerinde etkili olduğu için, derinliği ve boyutu dolaysız araçlara göre daha geniş bir yelpaze içerisinde yer almaktadır (Ceylan, 2010, s. 40). Öte yandan dolaylı para politikası araçları kredilerin tahsisinde

herhangi bir kısıtlama getirmediği için kredilerin etkin ve rekabete uygun bir şekilde dağılmasını sağlamaktadır. Böylece finansal serbestleşmeyle birlikte hem tasarruflarda bir artış sağlanmakta hem de yatırımların etkinliği artmaktadır (Akt; Kazar, 2012, s. 23; Keyder, 1993).

2.4.1.1. Açık Piyasa İşlemleri

Açık Piyasa İşlemleri (APİ), Merkez Bankası tarafından piyasada dolaşımda olan para miktarının artırılıp azaltılabilmesi maksadıyla, hazine bonosu ve tahvilleri kullanılarak özel sektörün sahip olduğu birtakım bono ve tahvillerin alım satım işlemlerine verilen addır (Önder, 2005, s.70). Merkez Bankasının piyasada yer alan bahse konu kıymetleri satın alması, Merkez Bankasınca piyasaya para sürmesi, değerlerin satılması ise Merkez Bankasının piyasadan para çekmesi anlamına gelmektedir. Bu faaliyetler, piyasada dolaşımda olan rezerv paranın (parasal tabanın) değişmesine yol açmaktadır. Bu duruma bağlı olarak kaydı para hacmi de aynı yönde değişim göstererek piyasadaki toplam para stoku miktarında değişim yaşanmasına neden olmaktadır (Akt; Ceylan, 2010, s. 41; Parasız, 2003, s. 303).

Bir başka tanıma göre; para piyasasındaki aktörler para miktarını ekonominin ihtiyaçlarına göre yönlendirmektedirler. Aynı zamanda, Devlete ait kıymetleri ve merkez bankası işlemlerini de kapsamakta ve iktisadi işletmelere kredi sağlamaktadırlar (Güler, 2009, s. 13).

Keyder'e göre (2008) açık piyasa işlemi için senet ya da tahvil ihraç edilememektedir. Bunun nedeni merkez bankasının bu şekilde para arzını artırması durumunda piyasa açık piyasadan ihtiyacını karşılayacak ancak kıymetli evrakların bir kısmını satmak zorunda kalacaktır (Akt; Ceylan, 2010, s. 41; Keyder, 2002, s. 76).

Bu alım ve satımlar kesin alım ve satım olabileceği gibi ters repo veya repo şeklinde de olabilmektedir. Tablo 1'de bu işlemlerin uygulamada bu 4 tür işlemin ne zaman uygulanacağı ve olası sonuçları belirtilmektedir.

Tablo 1. Açık Piyasa İşlemleri ve Piyasaya Olası Sonuçları

Açık Piyasa İşlemi	Müdahalenin Yapıldığı Durum	Müdahale Sonucu
Doğrudan Satım	Piyasada kalıcı likidite fazlası varsa	Likidite kalıcı olarak çekilir.
Doğrudan Alım	Piyasada kalıcı likidite sıkışıklığı varsa	Likidite kalıcı olarak artırılır.
Repo	Piyasada geçici likidite sıkışıklığı varsa	Likidite geçici olarak artırılır.
Ters Repo	Piyasada geçici likidite fazlası varsa	Likidite geçici olarak çekilir.

Kaynak: Yılmaz, (2015).

Merkez Bankaları açık piyasa işlemleri aracını kullanarak piyasadaki yani dolaşımdaki para miktarını etkileyerek, ülke içerisindeki likiditeyi ayarlamaktadır. Nitekim Merkez Bankacılığının en etkin para politikası araçlarından biri olan açık piyasa işlemleri, Merkez Bankaları tarafından likidite ve kısa vadeli faiz yönetimi için kullanmaktadır. Ekonominin içinde bulunduğu enflasyonist veya deflasyonist duruma göre piyasaya likidite enjekte etmekte veya bu likiditeyi çekmektedir. Dolayısıyla, bu aracın piyasada defansif ve ofansif etkilerini olabileceği görülmektedir.

Bu açıdan Merkez Bankası bu işlemleri, parasal tabanı değiştirmeye yönelik etmenlere karşı sadece savunma niteliğinde olduğundan, bu tür işlemlere defansif işlemler denir. Öte yandan Merkez Bankası bir dengesizlik durumu olmaksızın, parasal tabanı değiştirmek amacı ile açık piyasa işlemleri yaptığında bu işlemlere ofansif işlemler denir (Akçay, 1997, s. 21).

Hazine bonoları veya Merkez Bankası senetleri; finansal sistemin derinliğini negatif yönde etkilemeyen, finans kuruluşlarının kredi kapasitelerine zarar vermeyen ve bankalara piyasa faiz oranı üzerinden getiri sağlayan özellikleri sebebiyle piyasada var olan sistemi bozmamaktadır. Bu özellikleri sebebiyle de hazine bonoları ile Merkez Bankası senetleri piyasada sterilizasyon aracı olarak kullanılmaktadır. Buradaki sterilizasyon kavramı, cari dengesizliklerin piyasada üzerindeki olumsuz etkilerini, para arzında yapılan değişikliklerle minimize etmek ya da mümkünse yok etmek amaçlı yapılan işlemler kast edilerek kullanılmıştır. Ancak finansal sistemlerinin derinliği yetersiz olan ülkelerde bu tür araçlarla yapılan işlemlerin fiyat etkisi çok yüksek olabilmektedir. Buna benzer şekilde yerli tahvillerin faiz oranlarında çok hızlı artışların

olduğu zamanlarda piyasa dışından araçların kullanılması daha çok tercih edilen bir durumdur (Önder, 2005, s. 70).

Bu para politikasının en önemli avantajlardan biri kuşkusuz esnek olmasıdır. Diğer bir ifade ile Merkez Bankaları parasal tabanının boyutunu belirlemek için bu araç vasıtasıyla istediği kadar tahvil alıp satabilmektedir. Değişen koşullara ve beklentilere bağlı olarak, parasal tabanı istediği yönde değiştirebilmekte yani tersine çevirebilmektedir. Bu sayede Merkez Bankaları piyasaya istediği zaman fonlamakta veya tersini yaparak, en önemli aracı olan kısa vadeli faiz oranlarını etkilemektedir.

Başka bir avantajı ise, ülkenin sermaye piyasalarının derinliği ve boyutuna da bağlı olarak finansal piyasaların gelişmesine yapmış olduğu katkıdır. Ancak politikanın etkili olabilmesi için ülkede piyasa derinliğinin fazla olması gerekir. Aksi takdirde yapılan her müdahale ilgili ülkenin birincil piyasasını doğrudan etkileyerek, piyasalar arası geçişleri zorlaştıracak ve ülkenin sermaye piyasalarında döngü yapısını olumsuz etkileyebilecektir.

Açık piyasa işlem çeşitleri ve uygulamalarına baktığımızda, doğrudan satım işlemleri, ters repo işlemleri, doğrudan alım işlemleri, repo işlemleri, depo (mevduat) alım ve satımı, merkez bankası likidite senedi ihraçları ile çeşitlenmektedir (Önder, 2005, s. 70).

Doğrudan satım işlemleri ile merkez bankası piyasadaki fazla likiditeyi APİ portföyündeki kıymetleri bankalara satmakta ve bankaların elindeki fazla likiditeyi çekmek suretiyle toplam rezervler kontrol altına alınmış olmaktadır (Önder, 2005, s. 70).

Doğrudan alım işlemlerinde merkez bankası piyasadaki likiditenin istenilen düzeyden daha az olacağı beklentisi içindeyse, eksik olan likiditeyi sağlamak amacıyla bankalardan alır ve karşılığında bankalara nakit aktarmış olur. Bankalar, doğrudan işlemler vasıtasıyla ihtiyaç duyduğu likiditeye ulaşırken, faizlerinde enflasyon hedefi ile tutarlı düzeylerde kalması sağlanmaktadır (Önder, 2005, s. 71).

Depo (Mevduat) alımı ve satımı, bankalar arası mevduat işlemleri olup, asıl olarak merkez bankalarının Likiditenin son mercii işlevleri gereği kullanılır. Merkez bankaları genelde gecelik vade faiz oranlarının belirli bir bant aralığında oluşmasını hedeflerler. Bu

çerçevede, merkez bankaları, gecelik vadede faizler üst sınıra çıktığında, açık piyasa işlemleri çerçevesinde bankalara teminat karşılığı likidite verirler ya da faizler çok düştüğünde bankalardan mevduat alarak faizlerin aşırı dalgalanmasını önüne geçmeye çalışırlar (Önder, 2005, s. 72).

2.4.1.2. Reeskont Oranı ve Reeskont Kredileri

Reeskont bankalarca iskonto edilmiş bir senedin Merkez Bankasınca iskonto edilmesidir. Bankalar ellerindeki ticari senetleri, vadeleri dolmadan Merkez Bankasına kırdırarak rezervlerini artırabileceklerine göre, onların bu davranışlarını reeskont oranlarında yapacağı değiştirmeler yoluyla kısıtlayarak ya da teşvik ederek Merkez Bankası, bankaların rezervlerini ve kaydi para yaratma olanaklarını etkileyebilirler (Ceylan, 2010, s. 45).

Reeskont kredileri, ise gün içerisinde açık vermemesi gereken bankaların yani likidite açığı bulunan bankalarca kullanılabilecek, ülke içerisinde likiditenin son mercii olan Merkez Bankasından temin edilebilen ve geçici likidite sıkışıklığın giderilmesini sağlayan bir para politikası aracıdır. Fakat bu durum tüm ülkelerde aynı şekilde uygulanmamaktadır. Bazı ülkelerde yaşanan likidite açığı için reeskont kredileri ilk başvuru kaynağı durumundadır.

Başka bir ifadeyle bankacılık sistemi için sağlanan reeskont kredileri, finansal açıdan sıkıntı yaşayan bankalara destek olmak, para ve kredi durumlarının düzeltilmesine yardımcı olmak maksadıyla kullanılan bir politika aracıdır (Önder, 2005, s. 63). Merkez Bankasınca reeskont kredi faizlerinin yükseltilmesi, para piyasalarında (kısa vadeli piyasalarda) faizlerin yükseltilmesini sağlayarak sermaye piyasalarındaki (uzun vadeli piyasalar) faiz oranlarını etkileyebilmektedir. Reeskont faizlerinin yükseltilmesinin sonuçları belirgin iken, faiz oranlarını düşürmenin sonuçları o kadar net olmamaktadır. Bahse konu faaliyetin sonuçlarının sermaye piyasası üzerinde yarayacağı etkiler, piyasadaki beklentilere göre değişmektedir (Güneş, 1990, s. 80). Reeskont işlemi, Merkez Bankası'na piyasa üzerinde üç yönlü etkinlik sağlamaktadır (Akt; Çelik, 2019, s. 22; Keyder ve Ertunga, 2012, s. 233):

1. Borç vermeyi kabul veya reddedebilir (kredi tavanı koyabilir),

2. Krediler üzerine uygulanacak reeskont oranını belirleyebilir, ayrıca tercihli sektörlere ait karşılık olarak verilen menkul kıymetler için daha düşük bir reeskont oranı saptayabilir,

3. Kabul edilebilir menkul kıymetlerin türünü saptayarak, dolaylı olarak bankaların sektörler arası kredi dağılımını etkileyebilir.

Reeskont oranlarının teorik açıklamalarını örneklendirecek olursak; herhangi bir şekilde bir şirketin elinde 1 yıl vadeli 100 TL nominal değerli bir devlet tahvili olsun. Şirketin likidite sıkışıklığı içinde olduğunu ve elinde bulunan devlet tahvilini vadesinden önce bankaya kırdırdığını düşünelim. Şirket, vadesinden önce bankaya bu tahvili verdiğinde banka, şirkete örneğin 80 TL vermiş olsun. Bu durumda banka bir devlet tahvilini üzerinde yazılı değere göre yüzde 25iskonto ederek [(100-80) /80] almış olacaktır. Bu işleme iskonto, burada çıkan yüzde 25 oranındaki faizi de iskonto faizi denilmektedir. Yine benzer bir şekilde, devlet tahvilini alan bankanın nakit sıkıntısı içinde olduğu düşünüldüğünde, bu devlet tahvilini Merkez Bankası'nı ya aldığı değer üzerinden ya da daha yüksek bir tutardan satabilir. Böyle bir durumda oluşan faize de reeskont faizi denilmektedir.

Reeskont politikası temel olarak iki amaç ile Merkez Bankaları tarafından kullanılmaktadır. Bunlardan ilki, reeskont faizinin aracılığı ile, politika faizini etkileyip piyasada faiz oranı ayarlaması yapmaktır. Diğer bir ifade ile, Merkez Bankası'nın reeskont oranını değiştirmesi neticesinde, bankaların Merkez Bankası aracılığıyla aldığı borçlanma maliyeti değişecek ve dolayısıyla para arzı değişecektir. Diğer amaç ise, reeskont faizini değiştirerek piyasadaki faiz oranını etkilemeye çalışmaktır.

Bu bağlamda, bankalar eğer diğer bankalar nezninde limitleri var ise borçlanma yoluna gidebilir. Eğer herhangi bir şekilde limitleri yok ve başka bir şekilde de borçlanamıyorlarsa, bankalar daha az kredi verirler ve bunun sonunda para arzında bir daralma meydana gelir. Diğer bir ifade ile, artan reeskont faiz oranları neticesinde, bankaların pasifleri büyürken varlıklarında bir daralma meydana gelecektir (Akt; Akçay, 1997, s. 18; Lipsey, 1978, s. 651-655).

Sonuç itibariyle, reeskont oranı, Merkez Bankası bilançosunu, piyasada oluşan faizi etkilediğinden dolayı, gelişmekte olan ülke tarafından kullanılan geleneksel bir para

politikası aracıdır. Ancak ilgili para politikası aracı, tamamen Merkez Bankası kontrolü altında olmadığından ve açık piyasa işlemleri kadar etkin ve hızlı olmamasından dolayı popülaritesi ve etkinliğini zaman içinde kaybetmiştir.

2.4.1.3. Zorunlu Karşılıkların Fonksiyonları

Ticari bankaların mevduatlarının kanunen saptanan bir oranda merkez bankasında tutmaları gereken tutara zorunlu karşılıklar denir. Zorunlu karşılık oranının değişimi ile bankaların sağladıkları kredi miktarlarında değişiklik yaşanmaktadır. Örneğin zorunlu karşılık oranı düşürülünce, bankalarca kullanılabilir bir rezerv oluşacağından bankaların kredi olanakları artmış olacaktır.

Türkiye'de diğer para politikası araçları ile beraber kullanılmakla birlikte, 1980'li yılların ikinci yarısına kadar zorunlu karşılıklar en sık kullanılan araçlardan biri olmuştur. Hükümetler bu aracı sadece para arzını düzenleme amacı için değil, aynı zamanda kamuya fon aktarımı ve sektörel kredi dağılımını etkilemek için de kullanmışlardır (Akt; Kazar, 2012, s. 22; Keyder, 2002).

Zorunlu karşılıklardaki artışın bankacılık kesimine üç şekilde risk yüklemesi söz konusudur. Birincisi, yeni mevduat bulmaksızın yeni borç verme olanağı kısıtlanan bankaların para yaratma yetenekleri azalır. İkincisi Merkez Bankasında tutulan faiz kazancı olmayan zorunlu karşılıklardan dolayı bankaların karlılığı düşer. Son olarak da zorunlu karşılık artışı ile bankacılık kesiminin likiditesi azalacağından kısa vadeli fonların maliyeti artacaktır (Akt; Ceylan, 2010, s. 48; Barışık ve Çetintaş, 2008, s. 118).

Zorunlu karşılıkların oranları ve kapsadıkları yükümlülükler ülkeden ülkeye değişiklik gösterebilmektedir. Gelişmekte olan ülkelerde zorunlu karşılıklar genelde gelişmiş ülkelere göre daha yüksektir. Zorunlu karşılıkların yükseltilmesi bankacılık kesimine konulan bir vergi gibi değerlendirilmektedir.

Zorunlu karşılık oranı değişimi para piyasasında kısa sürede büyük etkilere neden olmaktadır. Bu yüzden merkez bankaları ekonomide yaratılan parasal genişleme veya daralmaları açık piyasa işlemleri ile nötralize etmeye çalışırlar. Parasal genişlemenin sterilize edilememesi durumunda artan para arzı kısa dönem faiz oranlarını değiştirecektir. Zorunlu karşılık oranı düşüşü ile genişleyen para arzı karşısında merkez

bankaları açık piyasa işlemleri yoluyla tahvil, hazine bonosu ve özel sektöre ait hisse senedi satışı ile genişleyen para arzını daraltma yoluna giderler (Akt; Gürsoy, 2013, s. 54; Barışık ve Çetintaş, 2008, s. 118).

Zorunlu karşılık oranı para politikalarında efektif olarak kullanılmaktadır. Farklı amaç ve özellikte kullanılan bu para politikası aracının beş temel fonksiyonu bulunmaktadır (Önder, 2005, s. 87);

1. Para arzını ayarlamak,
2. Kısa vadeli faiz oranlarının istikrarına yardımcı olmak,
3. Likidite yönetimini kolaylaştırmak,
4. Senyoraj geliri elde etmek *(Ek 1)*
5. Bankacılık sisteminin riskinin azaltılması.

2.4.1.4. Döviz-Efektif İşlem etkisi

Banknot yani kâğıt para şeklindeki bütün yabancı paralara efektif denilirken, döviz kavramı içine yabancı para cinsinden düzenlenmiş her türlü tahvil (bono, poliçe, kredi mektubu, havale ve benzeri varlıklar) ve hesap girerken, efektif kavramı içine sadece nakit paralar girmektedir.

Kambiyo; değiştirme, bozdurma, değer ve fiyat anlamına gelmektedir. Bir ülke parasının diğer ülke parasıyla tanımı olduğu gibi, yabancı ülke paraları üzerinden düzenlenen ticari senetler, çek, poliçe ve bono gibi belgeleri de içerir. Ülkemizde kambiyo ve döviz aynı anlama gelmektedir (Erdağ, 2019, s. 1).

Kur ise; Ulusal paranın yabancı paralar karşısında ki değeridir, fiyatıdır. Alış kuru; Döviz ve efektif alışlarda uygulanır. Satış kuru; döviz ve efektif satışlarda uygulanır.

Döviz kurları günümüzde özellikle küçük ve açık ekonomiler için taşıdıkları önem ve reel ekonomiyi doğrudan etkileme potansiyelleri nedeniyle, uygulanan para politikası çerçevesinde doğrudan hedef, gösterge veya araç olarak kullanılmaktadır.

Ülkemizde sabit kur uygulamasına 2001 krizinin ardından son verilmiş, dalgalı kur uygulamasına geçilmiştir. Uygulanmakta olan dalgalı kur rejiminde Merkez

Bankasının bir döviz kuru hedefi ve taahhüdü bulunmamakta olup politika aracı olarak kullanılmaktadır.

Bu bağlamda, merkez bankasının döviz ve efektif alış-satışının kurlar üzerinde etkisinin yanında piyasadaki yerli para likiditesi üzerinde de doğrudan etkisi vardır. Merkez bankası döviz ve efektif sattığında piyasadaki yerli para likiditesi azalır, aldığında ise piyasadaki yerli para likiditesi artmaktadır (Önder, 2005, s. 80).

2.4.2. Dolaysız Para Politikası Araçları

Doğrudan para politikası araçları, Merkez Bankasının birtakım yasal düzenlemeler gerçekleştirdiği, ülkeden ülkeye farklılık gösteren uygulamalardır. Bu araçlar ile Merkez Bankaları para politikası uygulamalarını piyasa inisiyatifine bırakmadan doğrudan kullandığı araçlardır (Önder, 2005, s. 59; Gray ve Hoggarth, 1996).

Bu araçlar; faiz oranı kontrolleri, kredi tavanları, farklılaştırılmış reeskont oranları, özel mevduatlar, tüketici ödemelerin kontrolü vb. şeklinde sıralanabilmektedir. Bunların her biri piyasada etkin kullanılan araçlardandır.

İlk olarak doğrudan araçlar, kredi büyüklüklerinin kontrol edilebilmesinde ve bunların dağıtılabilmesindeki maliyetleri nedeniyle daha güvenilir olarak düşünülmüştür. Doğrudan araçların kamuoyuna ve merkezi yönetime açıklanabilmesi ve yürütülmesi daha kolay olarak görüldüğü gibi belli hedeflere kredi aktarılmak istendiğinde de doğrudan araçlar merkezi yönetimlere çekici gelmektedir. Dolaylı para politikası araçlarına geçiş sırasında finansal piyasaların yetersiz kalma riskinden dolayı, faiz oranı etkilerinin ve hareketliliğinin yatırımları negatif olarak etkileyebileceğinden, gelişmemiş ve rekabetçi olmayan finansal sisteme sahip olmayan ülkelerde para politikası enstrümanı doğrudan araçlardır (Önder, 2005, s. 59).

Doğrudan para politikası araçların kullanıldığı parasal kontrolde, kredilerin dağılımı ve maliyeti hem keyfi olarak hem de ekonomideki bazı sektörleri teşvik etmek gibi parasal hedeflerle ilgisi olmayan durumlara neden olduğu gibi rekabetin bozulmasına da yol açmaktadır (Önder, 2005, s. 60).

Özellikle geçici krizler sırasında merkez bankasının mevduat kredi miktarının büyüklüğünü ve fiyatlarının kontrol edilebilmesi için etkin ve finansal piyasaların

yeterince gelişmediği veya merkez bankasının dolaylı para politikası araçlarını kullanmada etkisiz olduğu durumlarda dolaysız para politikası araçları oldukça yararlı olmakta ve avantajları olarak kabul edilmektedir (Önder, 2005, s. 60).

Doğrudan para politikası araçlarının dezavantajları olarak baktığımızda ise; Her bir bankanın ayrı ayrı denetimi piyasaya fayda sağlayan rekabet unsurunu ortadan kaldırmakta ayrıca bankalar üzerinde yapılan kredi kontrolleri olumsuz etki yaratmakta, bu kontroller ve engellemeler yurtdışına veya denetimsiz piyasalara yönelmeyi gerektirebilmektedir (Önder, 2005, s. 60).

2.4.2.1. Faiz Oranı Kontrolleri

Bankalar belirli bir faiz karşılığında tasarruf sahiplerinden mevduat toplamakta, yine belirli bir faiz karşılığında nakit ihtiyacı olan işletmelere kredi verip aradaki faiz oranı kadar kar elde etmektedir. Burada söz konusu olan kredi ve mevduat faizi ise Merkez Bankasının belirlemiş olduğu tavan ve taban faiz oranları üzerinden belirlenmesidir. Bu bağlamda, Merkez Bankası belirlediği faiz oranları ile kredilerin ödenebilirliğini sektörel bazda belirleyip etkin bir kaynak dağılımı yapmaya çalışmaktadır.

Ayrıca, Merkez Bankası gerekli gördüğü hallerde banka özelinde kredi sınırlamasına gidebilmektedir. Bu sınırlama, bankaların mevcut kredileri sermayesine göre değişebilmektedir. Merkez Bankası bu sınırlama ile bankaların elinde bulunan fonları belirli sektörlere kaydırarak kaynak kullanım etkinliğini artırmaya çalışmaktadır (Önder, 2005, s. 61).

Merkez bankalarının, faiz oranı kontrol aracını kullanmasının temel nedeni olarak; Merkez bankasının kredi piyasasını dengeye getirecek olan bir faiz oranını belirlemesi oldukça zor ve piyasada dengede olmayan faiz oranlarının ekonomiye maliyeti de yüksek olmasıdır. Bununla birlikte bankalar sağlayacakları kredinin maliyetini belirlemekte risk faktörlerini de hesap edebilecek esnekliğin oluşmasını isteyeceklerdir. Bu nedenle merkez bankası minimum veya maksimum mevduat ve kredi faizlerini zaman zaman da ortalama mevduat ve kredi faizlerini belirleyerek çeşitli sınırlamalar koyabilmektedir (Önder, 2005, s. 61).

2.4.2.2. Kredi Tavanı

Kredi tavanı, para yetkisinin ulaşmak istediği hedefler doğrultusunda, finansal kurumların belli bir dönemde açabilecekleri kredi miktarına getirdiği üst sınıra verilen isimdir. Merkez Bankası faiz oranları kontrollerinde olduğu gibi bankalar tarafından açılacak kredilere bir sınırlama getirebilir ya da belirli bir gruba veya sektöre teşvik amacıyla kredi tavanını yükselterek, kredinin bu sektörlere yönelmesini sağlayabilmektedir (Akt; Akçay, 1997, s. 13; Lipsey, 1984, s. 186).

Bankalarca farklı ekonomik faaliyetler için açılacak olan kredilere Merkez Bankası tarafından bazı kısıtlamalar getirilmesi mümkündür. Açılması planlanan kredilerin türlerine ve özelliklerine göre de uygulanacak olan kısıtlamalar değişebilmektedir. Burada önemli olan Merkez Bankasınca hedeflenen politikanın ne olduğudur. Örneğin, teşvik edilmesi planlanan sektörler için kredi tavanlarının yüksek tutulması potansiyel kredilerin bu sektöre yoğunlaşmasına neden olmaktadır. Kredi tavanı kısıtlamasının bankalar bazında da uygulanması da mümkündür. Belirlenecek olan tavan limitleri, bankaların sermaye miktarlarına, mevcut kredi miktarlarına, kredi ve mevduat verilenlere göre tespit edilmektedir (Akt; Önder, 2005, s. 62; Güneş, 1990; Leite, 1982).

Bankaların mevduatları büyürken kredi kabiliyetlerine konulan tavanlar, fazla likidite yaratma eğiliminde olduğundan serbest bırakılması durumunda ise enflasyonist etki yaratmasına neden olabilecektir. Faizlerin çeşitli düzenlemelerle denge seviyesi altında tutulup finansal piyasalarda baskı yaratması, tasarrufların etkin olmayan şekilde kullanılmasına ayrıca da tasarrufların menkul kıymetlere veya gayri menkullere aktarılmasına neden olabilmektedir (Önder, 2005, s. 63).

2.4.2.3. Finansal Aracıların Portföylerinin Yeniden Düzenlenmesi

Merkez bankası, ticari banka ve banka dışı mali kuruluşların portföylerinde bulunduracakları kıymetlerin bileşimini etkileme yoluna gidebilir. Bu kuruluşların satın alacakları tahvil ve pay senedi gibi menkul kıymetlerin hangi faaliyet dallarına ait olacağını, bunların oranının veya miktarının ne kadar olacağını belirleyebilir. Böylece, finansal kuruluşların ellerindeki fonların, ekonomik büyümeye katkıda bulunabilecek sektörlere transferi sağlanabilir (Akt; Önder, 2005, s. 62; Akçay, 1997, s. 14).

2.4.2.4. Özel Mevduatlar

Özel mevduatlar, ticari bankalar tarafından açılması zorunlu olan mevduatlardır. Ancak, bu mevduatların belirli bir kısmının merkez bankasında tutulması ile para arzı genişlemesi sınırlandırılmak isteniyorsa, özel mevduatlar bir para politikası aracı haline gelir. Özellikle ithalat teminatları bu işlemlere örnek olarak verilebilir (Önder, 2005, s. 65).

2.4.2.5. Disponibilite Uygulaması

Disponibilite satılabilir varlık, disponibl değer ise nakit veya kolaylıkla nakde çevrilebilir değer anlamına gelmektedir. Disponibilite uygulaması ile mevduat bankalarının taahhütlerine karşılık belli bir oranda likit değer ayırmaları sağlanmaktadır. Mevduat bankalarının aktif yapısını düzenleme amacı güden bir araç olan disponibilite uygulaması ayrılan karşılıkların banka nezdinde tutulması ile zorunlu karşılık uygulamasından ayrılmaktadır. Disponibilite oranının hesaplanmasında kullanılan formül şu şekildedir (Özyurt, 2006, s. 241);

Piyasadaki likidite miktarını artırmak isteyen Merkez Bankaları, disponibilite oranını düşürerek bankaların kredi vermeye hazır fonlarının azalmasını engelleyip bu yolla kaydi para yaratma imkanlarının artmasını sağlarlar. Aksine, para stoku daraltılmak istendiğinde de disponibilite oranı artırılarak bankaların kredi verme imkanları kısıtlanır (Akt; Gürsoy, 2013, s. 57; Akdiş, 2006, s. 174).

Merkez bankaları, bu uygulama ile bankaların ellerindeki fonların belirli bir oranı ile tahvil ve bonoları satın almaya yönlendirebilmektedir. Dolayısıyla Disponibilite uygulaması bankaların likiditesini ve aktif yapısını düzenleyebilmektedir. Piyasa faiz oranları satın alınan DİBS' lerin faiz oranlarından yüksek ise, bu yolla piyasa faiz oranlarından daha düşük bir faizle bir kısım fonlar kamu sektörüne aktarılmış olmaktadır (Önder, 2005, s. 64).

Disponible değerler, likiditesi yüksek yani kolayca paraya çevrilebilen değerler olup, şöyle sıralanabilir: Mevduat bankalarının kasalarındaki nakit mevcudu, MB nezdindeki vadesiz serbest mevduat, Devlet iç borçlanma senetleri vb. Türkiye'de, genel disponibilite uygulaması 1868 yılında başlamış; 16 Kasım 2005 tarihinde yürürlükten

kaldırılmıştır. Çünkü günümüzde bankaların portföylerinde önemli miktarlarda disponible değer zaten bulunmaktadır (Özyurt, 2006, s. 241).

2.4.2.6. Diğer Doğrudan Para Politikası Araçları

TCMB'nin kullanmış olduğu araçlar genel nitelikten ziyade özel araçlar olarak tanımlanmış olup, belirli bir amaca yöneliktir. Bu araçların bazıları, Merkez Bankasının Moral Takviyesi ve Doğrudan İşlemi, Tüketici Kredilerin Kontrolü, Farklılaştırılmış Reeskont Oranı ve Hisse Senedi ve Tahvil Alımına Yönelik Kredilerin Kontrolü olarak sıralanabilir.

2.4.2.6.1. Merkez Bankasının Moral Takviyesi ve Doğrudan İşlemi

Merkez Bankaları bazı durumlarda piyasaları yapmış olduğu sözlü müdahaleler ile yönlendirebilmektedir. Herhangi resmi dayanağı olmayan bu uygulamanın bir nevi kurumsal finansal kuruluşları ikna etme politikası olarak görülmektedir.

Bu uygulama ile güven aşılayan bankalar ve diğer finansal kuruluşlar kredi arzı konusunda daha ılımlı bir tavır sergileyip kredilerine tavan uygulaması getirmektedir. Örneğin; yapılan sözlü uygulamalar neticesinde 2016 yılının son çeyreğinde Türkiye de bulunan bankaların konut edinme amacıyla alınan kredi faizlerine uygulanan faiz oranını düşürmesi bu uygulama kapsamında değerlendirilebilir.

2.4.2.6.2. Tüketici Kredilerinin Kontrolü

Merkez Bankası para politikalarını belirlerken kendisine belirli bir enflasyon hedefi koyar ve yıl sonunda bu hedefi gerçekleştirmek üzere birtakım önlemler alır. Merkez Bankasının enflasyon hedefini tehdit eden unsurlardan bir tanesi de tüketicilerin kullandığı uzun vadeli ve taksitli kredilerdir. Merkez Bankası özellikle konut kredilerinde ve kredi kartı harcamalarına belirli bir sınırlama getirerek para arzını kontrol etmeye çalışmaktadır.

TCMB'nin bu uygulama kapsamında kredi kartlarına yapılan harcamalarda belirli ürünlere karşı taksit sınırlaması veya belirli ürünlere yönelik olarak (örneğin cep telefonu) taksit sayısını kaldırarak bu ürünlere olan talebi kısıtlamayı amaçladığı görülmektedir.

2.4.2.6.3. Farklılaştırılmış Reeskont Oranı

Farklılaştırılmış Reeskont Oranı; Merkez Bankalarının, ticari bankalara uygulamış olduğu reeskont oranını bankaların öz sermaye, aktif-pasif durumu ve likidite ihtiyacına göre farklı oranda faiz uyguladıkları faizdir. Bu uygulamadaki temel amaç, ülkenin üretime katkı sağlayan iş kollarına daha fazla kaynak sağlamak olabilir. Türkiye 'de son zamanlarda uygulamaya çalışan ve reel sektöre yönelik olarak KOSGEB aracılığı ile esnafa faizsiz ve masrafsız kredi uygulaması bu çerçevede değerlendirilecektir.

2.4.2.6.4. Hisse Senedi ve Tahvil Alımına Yönelik Kredilerin Kontrolü

Finansal piyasaların en önemli enstrümanları arasında olan hisse senetleri ve tahviller ülkelerin finansal anlamda piyasa derinliğine ulaşmasında sıklıkla başvurduğu araçlar arasındadır, çünkü bu enstrümanlar bir ülkenin finansal piyasalarının derinliği ve ülkenin tasarruf düzeyini önemli ölçüde etkilemektedirler. Ülkenin tasarruf düzeyini etkileyen bu tarz ürünlerin, Merkez Bankaları tarafından alım satımlarında belirli bir kontrole ve sınırlamaya tabi tutulmaları büyük bir öneme sahiptir. Nitekim hisse senedi ve tahvil alımlarında kredi kullanmasına yönelik kontrollerde kişisel tasarrufların yönetebileceği bazı faaliyet ve alanlar kısıtlanırken, bazıları özendirilebilir (Akçay, 2003, s. 15).

Söz konusu para politikaları, 2008 yılında yaşanan finansal krize kadar birçok Merkez Bankası tarafından aktif bir şekilde kullanılmakta idi. Ancak krizden sonra yaşanan gelişmeler ve Merkez Bankasının önceliklerin değişmesi sonucunda, özellikle gelişmiş ülkeler bir takım sıra dışı politika araçları kullanmaya başlamışlardır. Gelişen ülkelerde uygulamaya konulan yeni araçlar, gelişmekte olan ülkelerin de öncelik ve araçlarında da değişime sebebiyet vermiştir.

2.5. Yeni Para Politikası Araçları

Küresel kriz merkez bankalarının genel kabul gören fiyat istikrarı temel hedefine yönelik uyguladığı geleneksel para politikası araçlarının yetersiz kalmasına yol açmış ve yeni politika araçlarının uygulanması gündeme gelmiştir.

Merkez bankaları kısa vadeli faiz oranlarında yaptıkları değişikliklerle aktarım mekanizmaları ile piyasa faiz oranlarını ve reel ekonomiyi etkilemeye çalışırlar. Ancak

küresel kriz döneminde meydana gelen gelişmeler merkez bankalarının reel ekonomiyi bu politik araçlarla etkileyemediğini ortaya koymuştur.

Geleneksel olmayan para politikası araçları temelde beş başlık altında incelenebilir:

- Miktarsal Genişleme
- Kredi Genişlemesi
- Zorunlu Karşılık Uygulaması
- Faiz Koridoru Uygulaması
- Faiz Taahhüdü

Bu araçlar dışında teminat çeşitlendirmesi, vade uzatımı ve katılımcı banka sayısı olarak sınıflandırılabilecek diğer araçlar da kriz döneminde uygulanan geleneksel olmayan para politikası araçlarıdır (Yalçın, 2018, s. 51).

2.5.1. Miktarsal Genişleme

Miktarsal genişleme ile merkez bankaları piyasalara büyük miktarlarda likidite enjekte etmişlerdir. Piyasadaki para arzı artışı ile ekonomik aktivitenin ve dolayısıyla toplam harcamanın artması hedeflenmiştir. Özel sektörün çıkardığı bono ve tahvillerinin alımı ise hem kriz ortamında sarsılan güvenin tesis edilebilmesi hem de bozulan kredi piyasasının tekrar işleyebilmesi açısından önemlidir (Akt; Yalçın, 2018, s. 51; Smaghi, 2009, s. 4).

Perrera'ya göre kriz öncesi dönemde merkez bankalarının operasyonel hedef olarak parasal büyüklükler yerine faiz oranlarını tercihlerinin sebebi faiz oranlarının gözlem ve kontrolünün daha kolay olmasıdır. Ancak olağan dışı durumlarda merkez bankaları finansal koşulların geliştirilmesi için bilançolarının büyüklük ve kompozisyonlarını değiştirmeleri gerekmektedir (Akt; Bağ, 2019, s. 14; Perera,2010, s. 19).

Örneğin; Arıcan ve Güçlü' ye göre (2014) krizin ardından merkez bankalarının faiz oranlarını sıfır düzeylerine düşürmelerine rağmen likidite sıkışıklıkları giderilememiştir. Bu yüzden faiz oranı yerine paranın miktarına dönük hamleler yapılmıştır.

Görüldüğü gibi piyasada oluşan riskin ve likiditenin yayılması hedeflenen miktarsal genişleme ile normal dönemlerde kısa vadeli menkul kıymet alımı yapan merkez bankaları uzun vadeli tahvil alımına yönelerek likidite ve kredi koşullarının iyileştirilmesi amacıyla bilançonun büyüklük ve kompozisyon açısından değişimini sağlarlar. Varlık alımına dayanan miktarsal genişlemede hazine bonolarının yanı sıra özel sektör tarafından çıkarılan bono ve tahviller de yer almaktadır (Akt; Yalçın, 2018, s. 50; Joyce, 2012, s. 271).

2.5.2. Kredi Genişlemesi

Kredi genişlemesi likidite sıkışıklıklarının giderilmesi amacıyla ticari senetler, şirket bonoları ve varlığa dayalı menkul kıymetlerin belirli piyasalarda satın alınmasını içermektedir. Bankacılık krizlerinde uygun bir strateji olan kredi genişlemesi özel sektör menkul kıymet alımı vasıtasıyla merkez bankaları ile özel sektör arasında etkileşim meydana gelmektedir. Temelde özel menkul kıymet alımının hazine bonosu alımıyla para arzı açısından farkı olmamakla birlikte merkez bankası bilançosu açısından risk profilini etkilemektedir (Özyurt, 2006, s. 250).

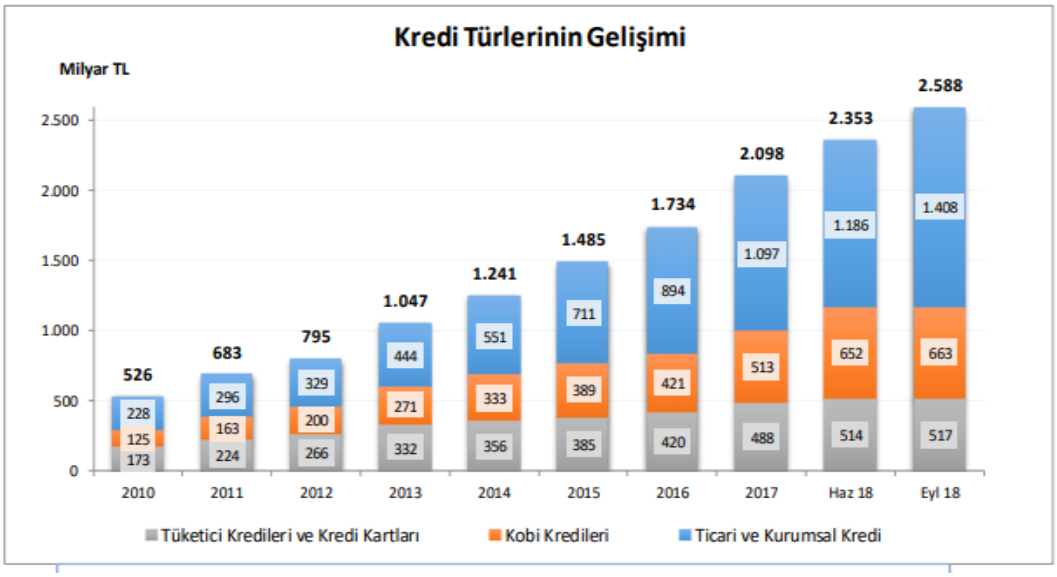
Kredi genişlemesi merkez bankası bilançosunun riskini etkilediğinden dolayı dikkatli ele alınması gereken bir para politikası uygulaması olmalıdır. Varlık alımı yapılırken endüstri, firma ve bölge bakımından tahsis bozulmalarının önlenmesi gerekir. Bununla beraber büyük firmalardan yapılacak varlık alımı küçük ve orta ölçekli şirketlerden yapılacak varlık alımına göre nispeten daha kolaydır. Bu nedenlerden dolayı bu tür varlık alımları birçok ekonominin tahvil alım piyasasının derinliği sınırlı olduğundan politika yapıcılar için zor bir süreçtir (Akt; Özyurt, 2006, s. 250).

Miktarsal genişlemede doğrudan para yaratılıp merkez bankasının bilançosu büyütülürken, kredi genişlemesinde merkez bankası bilançosunun kompozisyonu değişmiş olur. Ticari menkul kıymetleri satın alan merkez bankası risksiz menkul kıymetleri piyasaya sürerek piyasadaki likiditeyi arttırmayı hedefler. Fonksiyonelliğini kaybeden piyasaların yeniden faaliyete geçirilmesi ve risk priminin azaltılması temel amaçlar arasında yer alır (Vural, 2013, s. 24-26).

Kredi genişlemesine örnek olarak Türkiye'de kredi türlerinin dağılımı Şekil 1. de görülmektedir. Finansal sistemde firmaların doğrudan borçlanma olanağı sağlayan

sermaye piyasası gelişip derinleşmediği için bankacılık sistemi aracılığı ile işleyen kredi kanalı parasal aktarım mekanizmasının en önemli kanallardan biri olmuştur (Güneş ve Yıldırım, 2019, s. 48).

Şekil 1. Kredi Türlerinin Gelişimi



Kaynak: Güneş ve Yıldırım, (2019).

Şekil 1'de görüldüğü üzere 2010-2017 arası dönemde Türkiye'nin toplam kredileri hızlı bir biçimde artmıştır. Bu dönemde toplam kredilerin hacmi 2000 yılındaki 34,2 milyar TL'den, 2017 yılında 1.830 milyar TL değerine ulaşmıştır. Bu dönemde bankaların devlet tahvillerini finansmanından ziyade özel sektör ve tüketici kredilerine yönelmiş olduklarını göstermektedir. 2017 döneminde; ticari ve kurumsal krediler 948 milyar TL, KOBİ kredileri 448 milyar TL ve tüketici kredileri ve kredi kartları 434 milyar TL olarak gerçekleşmiştir. Kredilerin içerisinde ticari ve kurumsal kredilerin payı %52, Kobi kredilerinin payı %24 ve tüketici kredilerinin (kredi kartları dahil) payı %24'dür. Bireysel krediler içerisinde ihtiyaç ve diğer tüketici kredilerinin payı %40, konut kredisinin payı %40 ve kredi kartlarının payı ise %19 olarak gerçekleşmiştir (Güneş ve Yıldırım, 2019, s. 48).

2.5.3. Zorunlu Karşılık Uygulaması

Zorunlu karşılıklar banka ve finansal kuruluşların mevduatlar üzerinden belirli bir oranının merkez bankasında tutulan kısmı olarak tanımlanabilir. Geleneksel para

politikası araçları içinde de yer alan zorunlu karşılık uygulaması küresel kriz döneminde farklı amaç ve işlevler nedeniyle uygulanmıştır.

Alper ve Tiryaki'ye göre (2012) zorunlu karşılık uygulaması ihtiyat, likidite yönetimi ve parasal kontrol olmak üzere üç temel amaç için kullanılmaktadır. Finansal piyasalarda gerçekleşebilecek olağanüstü likidite çekilişlerinde zorunlu karşılıklar ihtiyati bir rezerv işlevi görebilir. Para piyasasındaki likidite fazlalığı veya eksikliklerinde de zorunlu karşılık oranlarındaki değişikliklerle likidite dengesizliklerini önleme amaçlanmaktadır. Özellikle kriz sonrası dönemde kullanım amacı olarak görülen parasal kontrol ise makroekonomik istikrarı sağlamaya yöneliktir (Alper ve Tiryaki, 2012, s. 5).

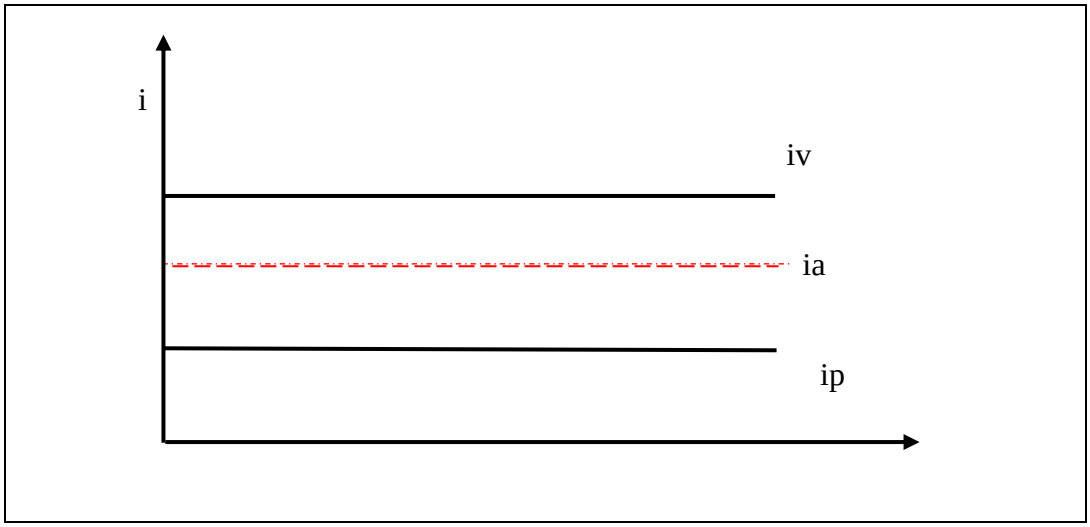
Yavuzarslan'a göre (2011) sistemde dolaşan para miktarını kontrol, zorunlu karşılık uygulamasının esas kullanım amacıdır. Fiyat istikrarıyla birlikte hedeflenen finansal istikrar için kredi piyasasındaki hareketliliğin yakından takip edilmesi gereklidir. Kredi genişlemesi veya kredi daralmasına dönük merkez bankasının alacağı önlemlerde zorunlu karşılıklar önem kazanmıştır (Akt; Umut, 2015, s. 80; Yavuzarslan, 2011, s. 110).

2.5.4. Faiz Koridoru

Merkez bankaları son kredi merci olarak bankaların likidite sıkışıklığına düşmesi durumunda bankalara borç verme faizi üzerinden borç verirler. Tersi durumda ise likidite fazlalığı borç alma faizi ile merkez bankasına verilebilir. Borç alma ile borç verme faizi arasındaki koridor faiz koridoru olarak adlandırılır.

Faiz koridoru sistemi ile açık piyasa işlemlerine gerek kalmadan ve politika faizine müdahale etmeden sadece koridorda yapılacak daraltma veya genişletme ile para piyasalarında oluşan gecelik faiz oranının hedeflenen orana yakın tutulması sağlanmaya çalışılır (Akt; Çelik, 2019, s. 43; Vural, 2013, s. 31).

Şekil 2. Faiz Koridor Sistemi



Kaynak: Güneş ve Yıldırım, (2019).

Şekil 2' de ip = politika faiz oranı, iv = borç verme faiz oranı ve ia = borç alma faiz oranını göstermektedir.

Ekonomilerde bankacılık kesiminde genelde Türkiye'de olduğu gibi likidite açığı bulunur. Oluşan likidite ihtiyacının merkez bankalarınca hedeflenen faiz düzeyine yakın seyretmesi için de repo ihaleleri düzenlenir. Böylece faiz oranları ia ≤ ip ≤ iv şeklinde oluşur (Akt; Yalçın, 2018, s. 55; Özatay, 2012, s. 444).

Whitesell'e göre (2006) borç alma faizinin taban, borç verme faizinin de tavan olduğu faiz koridor sisteminde merkez bankasının politika faizinin de orta noktada olması gerekmektedir (Akt; Yalçın, 2018, s. 55; Whitesell, 2006).

Ancak Türkiye özelinde de görüleceği gibi özellikle gelişmekte olan ülkelere olan sermaye akımlarının oluşturacağı belirsizliğe karşı hem esnek davranabilmek hem de hızlı tepki verebilmek için asimetrik yapıda faiz koridoru politikaları da uygulanmıştır.

2.5.5. Faiz Taahhüdü

Vural'a göre faiz taahhüdü politikası merkez bankalarının politika faiz oranını belirli bir süre düşük düzeyde sabit tutacağını açıklaması olarak tanımlanmaktadır. Bu açıklama merkez bankasının iletişim politikasına göre açık ya da üstü kapalı bir şekilde

yapılabilir. Merkez bankaları bu politika ile kısa vadeli faiz oranları aracılığıyla hem uzun vadeli faizlerin seyrini etkilemeye hem de kriz döneminde beklentiler kanalıyla ekonomik canlanmayı sağlamaya çalışmaktadır (Akt; Çelik, 2019 s. 40; Vural, 2013, s. 28).

Arıcan ve Güçlü' ye göre de faiz taahhüdü politikasının yumuşak karnı olarak enflasyon oranları görülmektedir. Düşük düzeyde tutulacağı sözü verilen politika faiz oranları ile istenen ekonomik canlanma belli bir süre sonra enflasyonist bir baskı oluşturabilir. Bu sefer de merkez bankaları artan enflasyonu önlemek için faiz oranlarını arttırmak durumunda kalabilirler. Bu şekilde daha önce açıklanan faiz taahhüdünü yerine getirememiş olurlar. Merkez bankasının kredibilitesine zarar verecek bu duruma düşülmemesi için bu politikanın uygulamasında çok dikkatli davranılmalıdır (Arıcan ve Güçlü, 2014, s. 14).

FED'in faiz oranlarını 0-0,25 arasında tutacağını açıklaması faiz taahhüdü politikasına örnek gösterilebilir (Erdönmez, 2009, s. 85-102).

2.5.6. Uygulama Şekline Göre Para Politikası Çeşitleri

Uygulama şekline göre para politikası çeşidinin ilki Daraltıcı (Sıkı) para politikası olmaktadır. Para arzının kısılmasında merkez bankası açık piyasa işlemleriyle tahvil satarak piyasadan borçlanır piyasadaki para arzını azaltır. Aynı zamanda döviz satarak, zorunlu karşılık oranlarını ve reeskont oranlarını artırarak para arzı kısılabilir. Para arzının kısılması, faizlerde yükselişe neden olacak böyle bir ortamda ise tüketim azalacak, tasarruf eğilimi artacak ve merkez bankası bu kapsamda bankalara kısa vadeli krediler sağlayacaktır. Borç faizlerini yükselttiğinde bankaların maliyetleri artacak ve merkez bankasından borçlanma eğilimi azalacak bu şekilde para arzı kısılmış olacaktır (Eğilmez, 2017, s. 1).

Uygulama şekline göre para politikası çeşidinin ikincisi Genişletici Para Politikası olmaktadır. Ekonomide deflasyonist beklentiler hakimse, fiyatların sürekli düşüşü ekonomiyi olumsuz etkiliyorsa be nedenle de büyümenin düşmesi beklentisi başlamış ise merkez bankası genişletici para politikası uygulamaya koyar. Ekonomide küçülmeye neden olan toplam talep düşüşünün yeniden yükselişe çevrilebilmesi için merkez bankası para politikası araçlarını kullanarak para arzını artıracak kararlar alır (Eğilmez, 2017, s. 1).

Ekonomideki toplam para miktarının artırılması anlamına gelen bu politika, ekonominin istenilen seviyede büyüyememesi, ekonomik durgunluk hali ve işsizlik oranların da artış beklentisi gibi durumlarda merkez bankası tarafından uygulanmaktadır. Para arzını artırmakla faiz oranını düşürüp tüketim talebini artıracak ve bu şekilde de ekonomi yükselişe geçecektir (Eğilmez, 2017, s. 1).

2.6. Para Politikası Amaçları Arasındaki İlişkiler

Para politikası amaçları ülke ekonomileri için ideal hedeflerdir ve bu amaçların hepsinin bir arada gerçekleşmesi istenir. Ancak ekonomilerin kendi koşulları bu amaçların bazı durumlarda birbirleriyle çatışmasına neden olur. Bu açıdan farklı ekonomik durumlarda farklı amaç bileşimleri gerçekleştirilmesi gerekir. Bu amaçların ya birbirini desteklemesi ya da aynı anda uygulandığında çatışmayan amaçlar olmaları gerekir (Akt; Gürsoy, 2013, s. 41; Parasız, 2003, s. 3).

Amaçlar arasındaki ilişkileri birbirleriyle çatışan, tamamlayıcı ve destekleyici amaçlar olarak sınıflandırılabilir.

2.6.1. Çatışan Amaçlar

Para politikası amaçları bazı durumlarda birbirleriyle çatışan nitelikte olabilirler. Büyüme ile fiyat istikrarı, fiyat istikrarı ile tam istihdam ve üretim artışı ile ödemeler bilançosu denkliği çatışan amaçlara örnek verilebilir.

Parasız (2003) iktisadi büyüme ile fiyat istikrarı politik amaçlarının çatışmasını şu şekilde değerlendirmiştir;

> ” Hızlı ekonomik büyümenin sağlanması için mutlaka fiyat istikrarının zorunluluğu yönünde çok az kanıt vardır. Birçok araştırma ılımlı bir enflasyonun ekonomik büyümeye zarar değil yarar sağladığını göstermiştir.”

Fiyat istikrarı ile tam istihdam amaçları arasındaki ilişkiye bakıldığında, hangi amaca öncelik verilirse kısa dönemde diğer amaç ile çatıştığı sonucuna varılır. Ancak uzun dönemde bu ilişkinin olumlu olduğu düşünülmektedir (Akt; Gürsoy, 2013, s. 42; Parasız, 2003, s. 3).

Gelişmekte olan ekonomilerde üretim artışı, üretim araçları (makina, teçhizat ve hammadde) kullanımıyla oluşmaktadır. Bu üretim araçlarının özellikle ülke içinde

üretilememesi, ithalata bağlı üretim artışını ve son dönemde teknoloji ithalinin de artarak devam etmesi ile birlikte ödemeler bilançosunda açıklara neden olmaktadır.

Birbiriyle çatışan amaçların sayısı arttıkça iktisat politikalarının uygulama gücü azalır. Bu nedenle amaç seçiminde bazen ikili bazen üçlü olabilecek şekilde amaç sırası yapmak gerekebilmektedir.

2.6.2. Tamamlayıcı Amaçlar

Enflasyonun ödemeler bilançosunu olumsuz etkileyeceği düşünüldüğünde, fiyat istikrarı ile ödemeler bilançosu dengesi amaçlarının birbirlerini tamamlayıcı nitelikte amaçlar olduğu söylenebilir. Ancak ödemeler bilançosu dengesinin yabancı ülkelerdeki enflasyon ile yurt içi mallarına olan yurt dışı talebe de bağlı olduğu göz önünde bulundurulduğunda fiyat istikrarı ile olan ilişkisi sorgulanabilir (Akt; Gürsoy, 2013, s. 43; Öcal, 2007, s. 313).

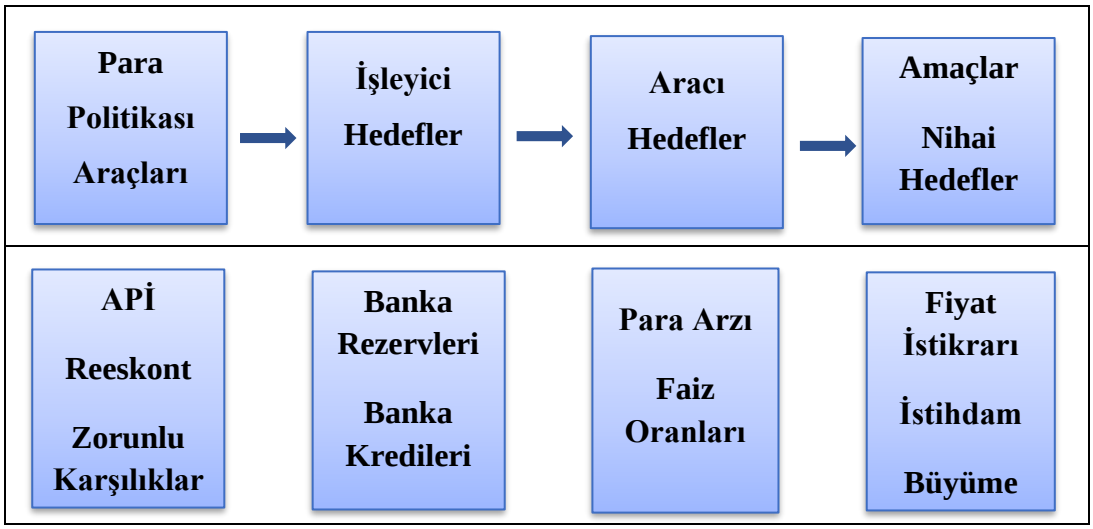
2.6.3. Destekleyici Amaçlar

Ekonomik büyüme ile istihdam artışı amaçları birbirlerini desteklemektedirler, ayrıca fiyat istikrarını bozmayacak ölçüde ılımlı fiyat artışı da girişimcilere güven vermesiyle ekonomik büyüme ve dolayısıyla istihdam artışına katkıda bulunacaktır (Akt; Gürsoy, 2013, s. 43; Parasız, 2003, s. 5).

Para politikasının fiyat istikrarı, iktisadi büyüme ve tam istihdam gibi amaçları, para politikası uygulamaları ile doğrudan etkilenemediğinden dolayı hedef kavramı ortaya çıkmaktadır. Bu yüzden politika belirleyicileri nihai amaç yerine hedef değişkeni esas alıp bu değişken ile nihai amaca ulaşabilmeyi öncelerler.

Bu noktada aracı hedef ve işleyici hedef kavramları ortaya çıkmaktadır. Para politikası yetkililerince doğrudan kontrol edilebilen ve para politikası araçları ile aracı hedefler arasında yer alan işleyici hedeflere (operating targets) temel para, kısa vadeli faiz oranı, banka rezervleri, ödünç alınmayan banka rezervleri, bankaların serbest likidite oranları ve yurtiçi kredi genişlemesi örnek verilebilir.

Şekil 3. Para Politikası Hedefleri



Kaynak: Birdal, (2018).

İşleyici hedefler ile nihai politika amaçları arasında yer alan değişkenler aracı hedefler olarak adlandırılmakta olup banka kredileri, para arzı, kısa vadeli piyasa faiz oranı ve uzun vadeli piyasa faiz oranı bu hedefler arasında sayılabilir. Para otoriteleri işleyici ve aracı hedefler vasıtasıyla nihai amaçlara ulaşmayı hedeflerler. Nihai politika amacının sağlanması, para politikası araçlarının işleyici ve aracı hedefler üzerindeki etkinliğine bağlıdır.

2.7. Para Politikasının Ekonomiyi Etkileme Kanalları

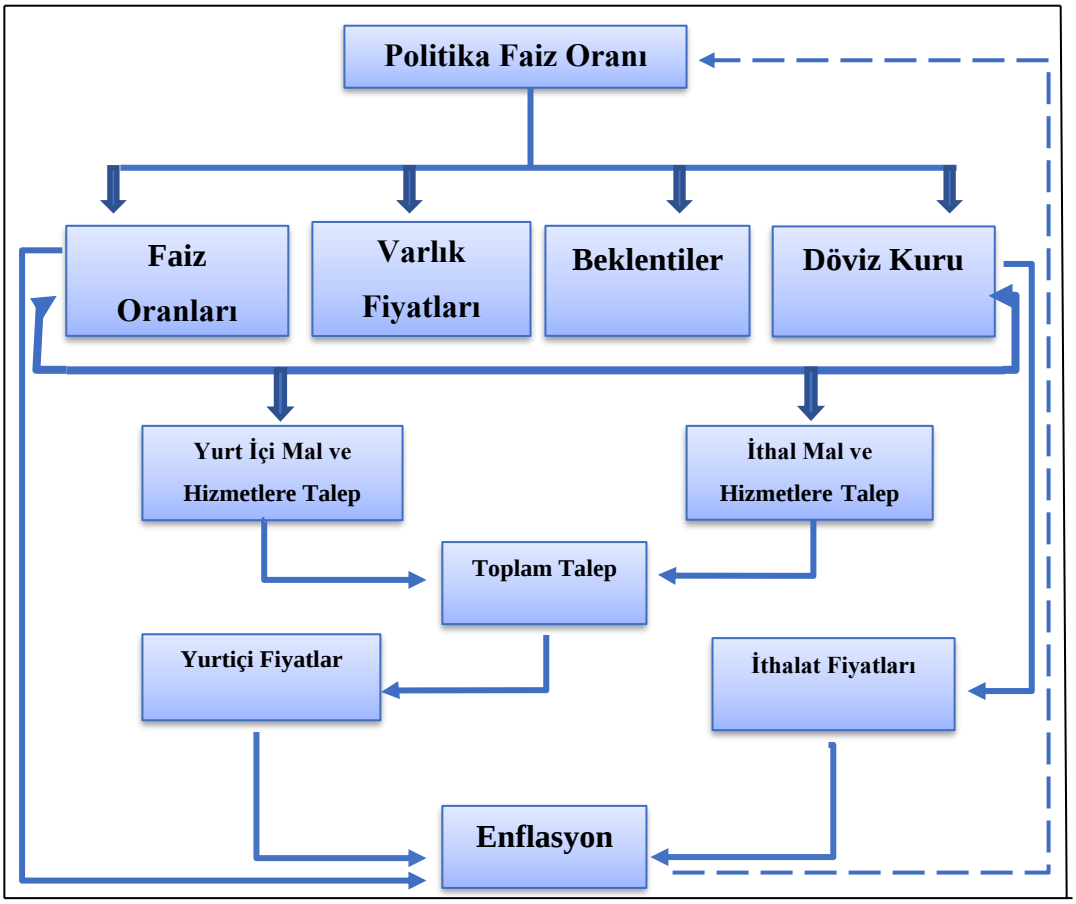
Para politikası kararlarındaki bir değişiklik çeşitli kanallar aracılığıyla reel ekonomi üzerinde etkisini göstermektedir. Geleneksel faiz oranı kanalı, beklenti kanalı, kredi kanalı, varlık fiyatları kanalı, döviz kuru kanalı, maliyet kanalı gibi literatürde ortaya konmuş pek çok aktarım mekanizması kanalı bulunmaktadır. Ülkelerin kendilerine özgü durumları, çalışmalarda kullanılan yöntemler ve temel alınan dönemler gibi unsurlar ampirik çalışmaların sonucunu etkilemektedir. Dolayısıyla yapılan çalışmaların ortak bir görüş birliğiyle üzerinde durduğu tek bir aktarım kanalı bulunmamaktadır.

Para politikasının aktarım mekanizmaları, çeşitli değişkenlerin ve farklı piyasaları etkileyen çeşitli kanalları vasıtasıyla ve çeşitli hız ve yoğunluklarda çalışmaktadır. Bununla birlikte aktarım kanallarının belirlenmesi önemlidir, çünkü bu kanallar en etkili

politika araç setini, politika değişikliklerinin zamanlamasını ve dolayısıyla merkez bankalarının kararlarını vermede karşılaştıkları ana kısıtlamayı belirlemektedir (Akt; Kasapoğlu, 2007, s. 32; Loayza ve Schmidt-Hebbel, 2002, s. 2).

Para politikalarında yapılacak bir değişiklik sözü geçen kanallardan birini ya da birkaçını etkileyebilmektedir. Para politikasında bir değişiklik olduğu zaman etkilerinin ne olacağı gösterilmektedir (Şekil 4).

Şekil 4. Para Politikası Kararları ve Aktarım Mekanizması



Kaynak: TCMB, (2013).

Şekil 4' de, para politikası kuralları ile aktarım mekanizmaları arasındaki ilişki gösterilmiştir. Merkez bankasının politika kararlarına dayanarak aldığı kararları (hem mevcut hem de beklenen) doğrudan para ve varlık piyasalarına aktarılmaktadır. Bu piyasalardaki değişimler, mal ve emek piyasalarını da etkilemekte ve nihai olarak toplam hâsıla ve fiyatları değiştirmektedir.

Ek olarak, mevcut ve beklenen hâsıladaki değişiklikler ve enflasyon, para politikası kararlarına geri dönmektedir. Bu durum, politika yapıcıların ekonominin yapısını ve politik eylemlere tepkisini göz önüne alındığında, merkez bankasının politika hedeflerine ulaşmadaki hedef ve stratejisini yansıtmaktadır.

2.7.1. Parasal Aktarım Mekanizmasının Tanımı

Aktarım (yansıma, transformasyon) mekanizması, para miktarındaki bir değişimin reel sektörü etkileyinceye kadar geçirdiği süreçleri ifade etmektedir (Akt; Macit ve Durgun, 2018, s. 78; Paya, 2013, s. 351). Aktarım mekanizması iki adımda tanımlanabilmektedir; birincisi para politikasındaki değişikliklerin faiz, döviz kuru, varlık fiyatları gibi finansal piyasa şartlarına aktarımını ifade etmektedir. Diğeri ise finansal piyasalardaki değişikliklerin üretim ve enflasyondaki değişiklikleri nasıl gerçekleştirdiğini belirtmektedir (Akt; Kasapoğlu, 2007, s. 4; Çiçek, 2005). Kısacası parasal otoritelerin gerçekleştirdiği uygulamaların reel kesimi etkileyene kadar izlediği yol aktarım mekanizmasını ifade etmektedir.

Literatür incelendiğinde parasal aktarım kanallarına yönelik çok sayıda çalışma olduğu görülmektedir. Literatürde parasal aktarım kavramına yönelik oluşturulmuş bazı tanımlara aşağıda yer verilmiştir. Parasal aktarım mekanizması, nominal para stokundaki politika kaynaklı değişikliklerin veya kısa vadeli nominal faiz oranının toplam hâsıla ve istihdam gibi reel değişkenleri nasıl etkilediğini açıklamaktadır (Akt; Kırcı, 2018, s. 3; Ireland, 2005, s. 52).

Taylor'a (1995) göre, para politikasının aktarımı para politikası kararlarının reel GSYİH ve enflasyon üzerinde meydana getirdiği değişikliklerdir (Yalçın, 2018, s. 4). Parasal aktarım mekanizması, para politikası kararlarındaki bir değişikliğin reel ekonomik değişkenler üzerindeki etkilerini incelemektedir. Ayrıca fiyat düzeyi ile enflasyona olan etkilerini de ele almaktadır (Akt; Macit ve Durgun, 2018, s. 78; Taylor, 1995, s. 11).

Allen ve Robinson (2005) parasal aktarım kavramını şöyle tanımlamaktadır;

> "Öngörülemeyen bir para politikası şokunun çeşitli kanallar ile ortaya çıkan etkilerine ekonominin dinamik bir tepkisidir"

Merkez Bankası, temel amacı olan fiyat istikrarına ulaşmak için ekonomideki arz ve talep düzeyini etkilemeye çalışır. Arz ve talep koşullarını etkilemek için ise kısa vadeli faiz oranlarını temel araç olarak kullanır. Buna bağlı olarak merkez bankası parasal aktarım mekanizmasını şöyle tanımlamaktadır (TCMB,2018);

> "Kısa vadeli faiz oranlarının ekonomik faaliyeti ve fiyatlar genel seviyesini etkileme sürecine parasal aktarım mekanizması denir."

Tanımlar doğrultusunda parasal aktarım mekanizmalarının önemi açıkça görülmektedir. Parasal aktarım mekanizması, para politikası uygulamalarının makroekonomik göstergeleri hangi kanallar üzerinden ne ölçüde ve ne kadar sürede etkilediğini belirtmektedir ve buradaki aktarım süreci politika araçlarının değişimiyle başlayarak bu değişimlerin reel ekonomiye ve fiyatları etkileme olarak tanımlanabilir (Akt; Kırcı, 2018, s. 3; Orhan ve Erdoğan, 2015, s. 60).

Farklı bir ifadeyle parasal aktarım, para politikasındaki değişikliklerin hâsılayı, enflasyonu ve istihdamı etkilemesidir. Buradaki etkileme süreçte gerçekleşmekte, para politikası kararlarında yapılacak bir değişiklik hâsıla düzeyini etkilemekte, buradaki değişiklik ise istihdamı ve nihayetinde enflasyonu etkileyerek reel ekonomi üzerinde etki oluşmaktadır (Akt; Kırcı, 2018, s. 3; Bain ve Howells, 2009, s. 171).

Para politikasındaki değişikliklerin ekonominin diğer bölümlerindeki aktarımını açıklayan süreç parasal aktarım mekanizması olarak tanımlanmaktadır (Akt; Doğan, 2012, s. 211; Petursson, 2001, s. 2). Bu mekanizma, para politikası yapıcıları tarafından uygulanan politikaların makro iktisadi değişkenlere olan etkisini belirtmektedir. Buradaki etki ise, özel sektörün bu politikalara karşı beklentileri ile beklentileri doğrultusunda oluşturdukları tepkilerle belirlenmektedir (Akt; Kazazi, 2010, s. 26; İnan, 2001, s. 39).

Parasal aktarım mekanizması, para politikası ve reel ekonomi arasındaki ilişkileri yani ekonomideki parasal değişmelerin üretimi ve toplam talebi hangi yollarla etkilediğini gösteren bir mekanizma olarak tanımlanabilmektedir (Kasapoğlu, 2007, s. 4). Bu kavram üretim, tüketim, yatırım ve istihdam gibi makro büyüklüklere, para politikasına yönelik alınacak kararlardaki bir değişikliğin etkisine yönelik etkileşim sürecini açıklamaya yönelik bir kavramdır. Politika değişikliklerinin bu makroekonomik değişkenlere etkisi farklı kanallardan gerçekleşmektedir. Bu konudaki çalışmalarda

kanalların hangisinin daha etkin ve geçerli olduğu hakkında bir görüş birliğine varılamasa da aktarım kanalları; faiz, varlık fiyatları, kredi, beklenti ve maliyet kanalları olarak sayılmaktadır.

2.7.2. Parasal Aktarım Mekanizmasının İşleyişine İlişkin Teorik Yaklaşımlar

Para politikasına yönelik aktarım teorilerinin hepsindeki temel amaç, para politikası uygulamaları ile ekonomi politikasının nihai amaçlarına olan etkisi arasındaki ilişkiyi ortaya koymaktır.

Reel ekonominin para politikası uygulamalarından nasıl etkilendiği literatürde uzun zamandır tartışılan konulardan birisidir. Bu konudaki tartışmalar Keynesyen ve Parasal iktisatçıların para politikası ve reel ekonomi ilişkisine bakış açıları doğrultusunda değerlendirilmektedir. Bu konudaki farklılıklar, para talebine ilişkin görüş farklılıklarından kaynaklanmaktadır (Akt; Mukhtarov, 2016, s. 6; Erdemil, 2006, s. 155). Literatürde genellikle aktarım mekanizmaları Klasik, Keynesyen, Monetarist ve Rasyonel bekleyişleri içeren görüşler çerçevesinde ele alınmaktadır.

Para politikasının ekonomiyi etkileme kanalları ile ilgili olarak, tarihi süreçte geliştirilen ilk Keynesyen ve Monetarist modellerin özellikle incelenmesi gerekmektedir. Nitekim daha sonraki dönemlerde geliştirilen aktarım mekanizması kanallarının anlaşılmasında ilk kanallar temel teşkil etmektedir.

2.7.2.1. Klasik Görüş

Klasik görüşün en önemli özelliği, parasal değişkenler ile reel değişkenleri ayrıştırmamasıdır. Klasik Dikotomi İlkesi olarak adlandırılan bu ilkeye göre, parasal değişkenler reel değişkenleri etkilememektedir. Klasik görüşte uzun dönemde paranın yansızlığı savunulmaktadır. Yani para miktarındaki değişimler üretim ve istihdam gibi reel değişkenleri uzun dönemde etkilememektedir. Para, ekonomideki reel ilişkileri örten bir peçeye benzetilmiştir ve yalnızca reel ilişkilerin anlaşılmasını güçleştirmekte ve bu ilişkileri gizlemektedir (Akt; Berk,.2014, s. 8; Bocutoğlu, 2013, s. 4-5). Klasik görüş de parasal değişkenlerin rolünü incelemek için Miktar Teorisi ele alınmıştır. Bu teoriyi savunanların temel amacı paranın değerini açıklamaktır. Çünkü miktar teorisi, para

miktarındaki değişmelerle fiyatlar arasındaki ilişkileri açıklamaya çalışmaktadır (Akt; Güngör, 2006, s. 16; Üstünel, 1990, s. 273).

Miktar teorisi ile genel akım iktisatçıların paraya yönelik görüşleri açıklanmaktadır. Miktar teorisi, iktisat alanında uzun süre varlığını göstermiş 1929 bunalımına kadar parasal analizlere temel dayanak noktası olmuş bir yaklaşımdır. 19. yüzyılda ve 20. Yüzyılın başlarında klasik iktisatçılar tarafından geliştirilen miktar teorisi, toplam gelirin nominal değerinin nasıl belirlendiğine yönelik bir teoridir ve esas konusunu değer teorisinden almaktadır. Bununla birlikte paranın değerini yalnızca miktarındaki değişmelerle açıklamaya çalışanlar temelde değer teorisindeki genel kuralları paraya uyguladıklarını ileri sürmektedirler. Yani paranın değeri, bol veya kıt olmasına bağlı olmaktadır, para ile satın alınan mal miktarı sabitken, para miktarı artarsa paranın değeri düşmekte yani fiyatlar yükselmektedir.

Bu teoride iki farklı geleneğin varlığı bulunmaktadır. Bunlar doğrudan ve dolaylı mekanizma olarak ifade edilmektedir.

Cantillon ve Hume gibi iktisatçılar tarafından benimsenmiş olan dolaysız mekanizmada, para miktarındaki değişim ile birlikte bireylerin ellerinde bulundurdukları para miktarı arzu edilen seviyenin üzerine çıkmaktadır. Bu seviyeyi tekrar arzu edilen düzeye indirmek için ise bireyler harcamalarını değiştirmektedirler. Bireylerin harcamalarında ayarlama yapmaları fiyatlar genel düzeyinde değişiklikler yaratır ve bu düzey harcamalarla birlikte değişmektedir. Dolaylı mekanizmada ise öncelikle para miktarındaki artışın faiz oranlarına olan etkisi gözlenmektedir. Faizlerdeki değişim harcamaları ve neticede fiyatlar genel düzeyini değiştirmektedir (Aktan, 2010, s. 174). Miktar Teorisinin bu iki geleneği sonuçta aynı neticeyi vermektedir.

Miktar teorisi ise literatürde iki şekilde ele alınmaktadır. Bunlardan birisi Irving Fisher'in geliştirdiği Fisher Yaklaşımı, ikincisi ise Alfred Marshall ve Cecil Pigou tarafından geliştirilen Cambridge (Cambridge Nakit-Denge) Yaklaşımı'dır.

2.7.1.1.1. Fisher Miktar Teorisi

Para tutumunu yalnızca mübadele amacıyla ifade eden Fisher dayanak noktası olarak mübadele özdeşliğini kullanmıştır (MV=PT) ve ekonomideki para miktarı ile

toplam harcamalar arasındaki ilişkiyi incelemektedir. Miktar teorisinin doğruluğunu kanıtlamak için iş görme yönünü ele almıştır ve konuyu işlem yaklaşımı (transactions approach) adı verilen şekliyle ele almaktadır.

Fisher'in Miktar Teorisi doğrudan bir para talebi teorisi olarak ifade edilmemektedir. Fakat bu yaklaşım kolayca para talebini ifade eden bir ilişkiye dönüşebilir;

- MsV=PY (Sol taraf, toplam talebi ifade ederken, sağ taraf, toplam arzı göstermektedir. Dolayısıyla bu yaklaşım toplam arz toplam talep teorisidir),
- Dengedeki bir ekonomide para arz ve talebi eşit olacağı için (Ms=Md), para talebi Md=1/V(PT) şeklinde ifade edilmektedir.
- Yani Fisher denklemi (Akt; Aktan, 2010, s. 176; Fisher, 1911, s. 24-54)

MV=PT (olarak ifade edilmektedir).

M= Para Miktarı (Para Arzı)

V= Paranın Dolaşım Hızı

P= Fiyatlar Genel Seviyesi

T= İşlem Hacmi

- Fiyatlar genel seviyesini etkileyen faktörleri daha net göstermek için P yalnız bırakılırsa, P=MV/T olarak yazılmaktadır.
- Fisher'in Miktar Teorisinde V sabit kabul edilmektedir. Klasiklere göre V kısa dönemde sabittir çünkü fiyat beklentileri, halkın alışkanlıkları, tüketim eğilimi, ücretlerin ödenme sıklığı ve kurumsal düzenlemeler kısa dönemde değişmemektedir. Ayrıca ticaret hacminde kendiliğinden önemli değişiklikler olma olasılığı pek söz konusu olmayacağı için T sabit kalmaktadır. Dolayısıyla nominal olarak elde tutulan para miktarı P tarafından belirlenmektedir.
- Para arzı değişince, P'deki değişimle birlikte denklemin iki yanında eşitlik sağlanmaktadır.

Bu teoriye göre nominal gelir tamamen para miktarındaki değişimlerce belirlenmektedir. Yani para miktarı iki katına çıkınca MV değeri de iki katına çıkmakta ve nominal gelir değeri olan PY de iki katına çıkmak zorunda kalmaktadır. Klasik iktisatçılar fiyat ve ücret esnekliği nedeniyle toplam üretimin (y) tam istihdam seviyesinde olacağını yani y değerinin kısa dönemde sabit kalacağını savundukları için M'de meydana gelen değişim kendisinin aynı miktarında ve yönünde P'de değişim yaratmaktadır. Sonuçta ekonomide belirli bir dönemde gerçekleşen harcamaların nominal değeri olan PY, para miktarı ile dolaşım hızının çarpımına (MV) eşit olmaktadır. Bununla birlikte klasik görüşe göre Y ile V sabit kabul edildiği için para arzında meydana gelen bir değişme yalnızca fiyatlar genel düzeyi üzerinde etkili olmaktadır (Aktan, 2010, s. 176).

2.7.2.1.2. Cambridge Yaklaşımı

Cambridge Tipi Miktar Teorisi'nin oluşumunda Marshall ve Pigou önemli katkılarda bulunmuştur. Bu tip miktar teorisi üzerinde çalışan iktisatçılar analiz sonuçlarında Fisher'in para talebi eşitliğine ulaşmış olmalarına karşın farklı yaklaşım sergilemişlerdir. Bu iktisatçılar Fisher gibi muamele amaçlı değil de toplumun para talebini esas aldıkları için bu teori reel para balansları yaklaşımı (reel cash-balance approach) olarak adlandırılmaktadır (Aktan, 2010, s. 176).

Cambridge iktisatçıları nominal para talebi ve nominal para arzı arasında kesin bir ayrım yaparak; Nominal para talebinin esasen işlem güdüsü ile yapıldığını belirtmektedirler. Bu amaçla yapılan para talebi, toplam harcamaların parasal değerinin artan bir fonksiyonudur ve alışveriş hacmi arttıkça talep edilen para miktarının da aratacağını ifade etmektedirler. Toplam talebin, parasal milli gelire (PY) yani toplam arza eşit olduğundan yola çıkarak Cambridge Yaklaşımını oluşturmuşlardır. Buna göre fiyatlar genel seviyesinin oluşumunu açıklayabilmek için sisteme dışsal bir değişken olarak kabul edilen nominal para arzını eklemişler ve para piyasasında dengeyi aşağıdaki gibi açıklamışlardır (Aktan, 2010, s. 176);

- Md=kPY
- Ms=Md
- Ms=kPY

Md= Nominal Para Talebi,

k = Kişilerin ellerinde nakit olarak tutmak istedikleri reel gelir oranı (Cambridge sabiti)

P = Fiyat Düzeyi

y = Gelir Düzeyini ifade etmektedir.

Cambridge denklemi yukarıda belirtilen Fisher mübadele denkleminden türetilmektedir (Aktan, 2010, s. 177);

- Fisher mübadele denklemindeki T yerine y eklenirse mübadele denklemi MV=P.y şeklini almaktadır.
- M'ye göre denklem çözülünce, 1/V yerine *k* kullanılınca M=kP.y şeklindeki Cambridge denklemi elde edilmektedir.

Kısa dönemde k ve y'nin sabit olduğu kabul edilir ve dolayısıyla nominal para arzında meydana gelecek bir değişim ile para arzı ve para talebi dengesi fiyatlar genel seviyesindeki değişimle sağlanmaktadır. Klasik görüşe göre, fiyatlar genel seviyesi nominal para arzındaki artışla aynı oranda yükselmektedir (Akt; Mukhtarov, 2016, s. 6; Erdemil, 2006, s. 155). Yani Klasik Görüşte, fiyatlar genel seviyesi nominal para arzının artan bir fonksiyonudur.

Fisher ve Cambridge'li iktisatçılar para talebine yönelik olarak klasik yaklaşımı geliştirmişlerdir ve bu yaklaşıma göre para talebini belirleyen unsur gelirdir. Bu iki yaklaşım temelde bir noktadan birbirinden ayrışmaktadır. Fisher, faizlerin para talebi üzerinde meydana getirebileceği etkileri ele almayarak, para talebini etkileyen unsurlardan kurumsal ve teknolojik unsurları dikkate almıştır. Cambridge yaklaşımı ise faizlerin para talebine olan etkilerini tamamen yok sayarak iktisadi birimlerin tercihlerine odaklanmıştır.

Klasik görüşte para arzı değişimlerine karşı fiyat ayarlamaları ile ekonominin dengesi sağlanmaktadır. Üretim gibi reel değişkenler bu ayarlamadan etkilenmediği için parasal faktörlerin reel sektörlere yansıması söz konusu olmaz ve bundan dolayı bu görüşte herhangi bir aktarım kanalı da mevcut değildir (Akt; Çakır, 2012, s. 100; Erdemil, 2006, s. 155). Klasiklere göre, para yalnızca işlem güdüsüyle talep edildiği için firma ve üreticiler, para arzı artınca işlem güdüsünden dolayı ellerinde fazla para

bulundurduklarını düşünerek bu fazlalığı mal ve hizmet alımında kullanırlar ve ekonomi daima kendiliğinden tam istihdamda olacağı için üretim seviyesinin zaten dengede olmasından dolayı bu talep artışı kısa dönemde üretimi değil yalnızca fiyatları arttırmaktadır (Akt; Demir, 2018, s. 8; Bocutoğlu, 2013, s. 175-176). Yukarıda açıklandığı gibi Klasik görüşte para arzındaki bir değişiklik yalnızca fiyatlar genel düzeyine etki ederek, reel ekonomi üzerinde herhangi bir etki meydana getirmemektedir. Klasik görüşte para politikası uygulamaları istihdam ve üretime etki etmemektedir. Genişlemeci bir politika sadece fiyatlar genel düzeyinde artışa ve enflasyona sebep olan bir etki meydana getirmektedir. Dolayısıyla Klasik görüşte para politikası etkisizdir.

2.7.2.2. Keynesyen Yaklaşım

Enflasyon ve işsizlik sorunlarını önlemede uzun süre başarılı sonuçlar elde eden görüş, Keynes'in öncülüğünde başlamış ve 1950'li yıllarda genel kabul görmüştür. Bu dönemdeki Keynesyen iktisatçılar, günümüzdekinin aksine, para arzındaki değişimlerin toplam hâsılayı etkilemediğini savunmuşlardır.

Keynesyen görüşte, aktarım süreçlerini yönlendiren temel unsur, faiz oranıdır. Yani para miktarındaki değişimi reel ekonomiye yansıtan büyüklük, faiz oranıdır. Para politikasının en önemli aracının faiz oranı olmasından dolayı politika uygulamaları faizleri etkileyebildiği oranda toplam talep üzerinde etkili olmaktadır (TCMB, 2013).

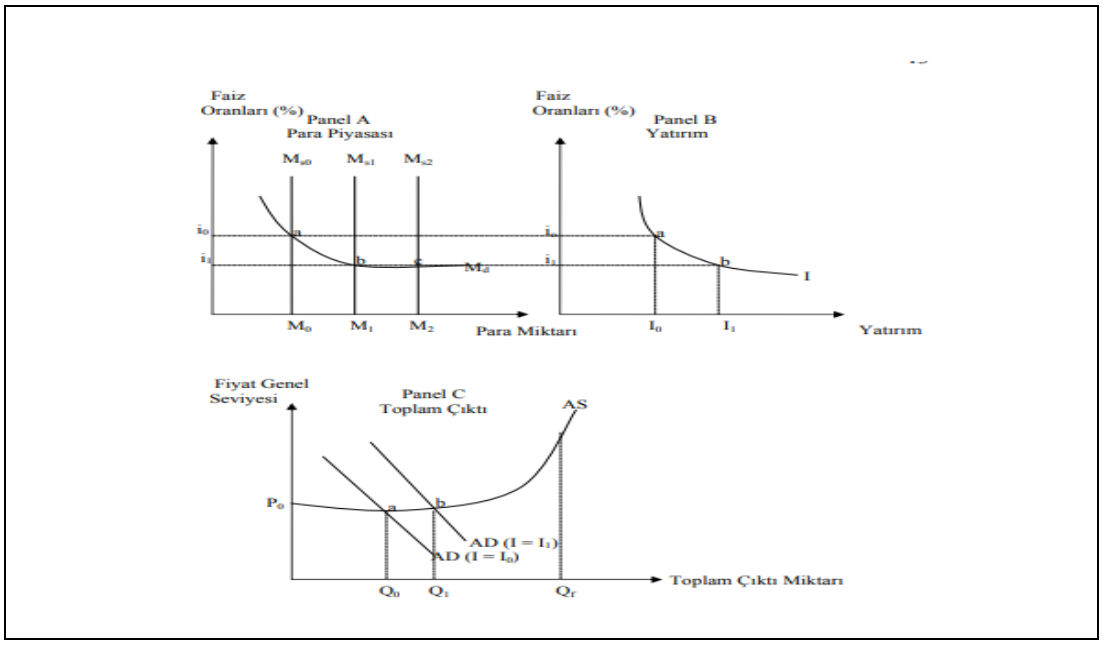
Keynesyen analizde; yatırım harcamaları, faiz oranı ile yatırımın marjinal etkinliğince belirlenmektedir ve yatırımın marjinal etkisi piyasa faiz oranından fazla olduğu takdirde yatırım yapmak kârlı olmaktadır. Bu basit analizde, para politikası vasıtası ile faiz oranları değiştirilebilir ve bundan dolayı da yatırımın marjinal_etkinliği değişerek yatırım harcamaları etkilenebilmektedir.

Keynesyen yaklaşımda para arzı, faiz oranı, yatırım harcamaları, hâsıla yönünde bir aktarım mekanizması bulunmaktadır. Keynesyen aktarım mekanizması aşağıdaki gibi ifade edilmektedir;

Şekil 5. te, başlangıçta ekonomi a noktasında dengedeyken I_0 düzeyinde yatırım gerçekleşmektedir (Panel B). I_0 düzeyindeki yatırım Q_0 kadar çıktıya eşittir (Panel C'de a noktası). Daha sonra para arzı Ms_0'dan Ms_1'e kaydığında faiz oranları i_1'e düşmektedir.

Böylelikle, faize duyarlı olan maliyetler düşmekte ve toplam talep artmaktadır. Bu da yatırımları I_0'dan I_1'e yükselmekte (ve dayanıklı tüketim malları harcamaları C(dayanıklı) ve sonuçta gelir düzeyi artmaktadır. Parasal bir daralmada ise, süreç tam tersine işlemektedir.

Şekil 5. Keynesyen Parasal Aktarım Mekanizması



Kaynak: Akt; Cambazoğlu, (2010); Stone, (2005).

Şekil 5'de gösterilen genişlemeye yönelik parasal uygulamaların, faiz oranı kanalını üzerinden reel sektöre etkisi aşağıdaki şematik gösterimle de özetlenebilir (Akt; Cambazoğlu, 2010, s. 13; Stone, 2005, s. 260; Jain ve Tomic, 1995).

$$Ms \uparrow \Rightarrow i \downarrow \Rightarrow I \uparrow \Rightarrow AD \uparrow \Rightarrow Q \uparrow (Y \uparrow)$$

veya

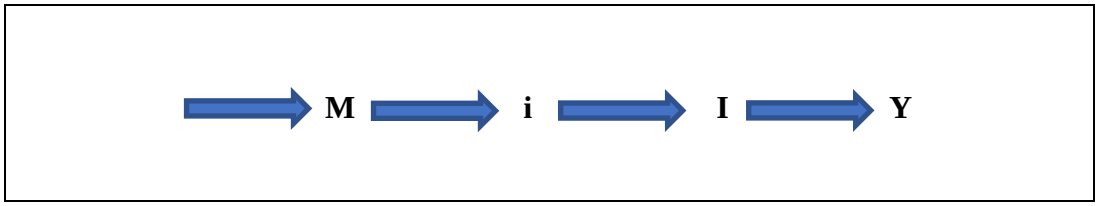
$$Ms \uparrow \Rightarrow i \downarrow \Rightarrow Bd \uparrow \Rightarrow Pb \uparrow \Rightarrow \{ I \uparrow / C \text{ dayanıklı} \} \Rightarrow AD \uparrow \Rightarrow Q \uparrow$$

Burada 'Ms' para arzını, 'i' faiz oranını, 'I' yatırımı, 'AD' toplam talebi, 'C' tüketimi, 'Y' geliri, 'Q' toplam çıktı miktarını, "Bd" faize duyarlı varlıkları, "Pb" faiz fiyatlarında ki artışı temsil etmektedir (Cambazoğlu, 2010, s. 13).

Keynesyen aktarım mekanizması, IS-LM analizi ile de açıklanabilir. IS-LM modeli, milli gelir ve faiz oranları arasındaki ilişkiyi açıklar. Milli gelir ve faiz oranı arasındaki ilişkilerden birincisi mal piyasasıdır. Belirli bir gelir seviyesinde yüksek faiz oranları, mal ve hizmetlere olan talebin azalmasına yol açar. Yüksek faiz oranları, yatırım ve tüketim harcamalarının azalmasına yol açar. Açık bir ekonomide ve dalgalı kur rejiminde yüksek faizler, yerel paranın değerini artıracağından ihracat miktarlarını ve milli gelir düzeylerini düşürecektir. Dolayısıyla faiz oranları ile milli gelir seviyesi arasında negatif bir bağlantı vardır. Bu da IS eğrisi ile gösterilir. IS, kapalı bir ekonomide planlanan yatırımlar ile tasarrufların birbirine eşit olduğunu göstermektedir (Akt; Katı, 2014, s. 24; Ertek, 2006, s. 256; Romer, 2000, s. 150-151).

Geleneksel para görüşü olarak literatürde yerini almış olan bu yaklaşım, faiz oranı kanalını savunmaktadır. Keynes'in para görüşünde para ve tahvil olmak üzere iki temel aktif bulunmaktadır ve eğer para arzında bir değişiklik olduğunda denge faizler vasıtasıyla sağlanmaktadır. Burada faiz oranının ekonomideki reel değişkenleri etkilediği savunulmaktadır. Bu iki aktiflik Keynesyen modelde, para ve tahvil arasındaki ikame tamdır. Ayrıca faizlerdeki küçük bir değişim para piyasasında dengeyi sağlamaktadır. Faizlerdeki değişim küçük olacağı için toplam talepte ve reel ekonomi üzerindeki etki de sınırlı kalmaktadır (Akt; Yalçın, 2018, s. 10; Mishkin, 2006, s. 266).

Şekil 6. Parasal Aktarım Yapısal Modeli



Kaynak: Yalçın, (2018).

Aktarım süreci ifade edilirken faiz oranlarındaki değişimlerin reel ekonomiyi doğrudan etkilediği belirtilmektedir ve bu doğrudan etkiler, IS-LM analizi ile açıklanmaktadır. Bu analizde para arzı artınca, likidite tercihi teorisine göre faizlerde bir azalma meydana gelmektedir. Dolayısıyla parasal otorite faizleri kullanarak yatırım ve tüketim harcamalarını etkileyebilmektedir. Para arzındaki bir artış, ekonominin genişlemesine neden olmaktadır (Akt; Kasapoğlu, 2007, s. 13; Telatar, 2002). IS-LM analizinde faiz oranı olarak tahvil faizleri ele alınır ve para getirisi olmayan bir finansal

aktif olarak ele alınmaktadır. Dolayısıyla IS-LM analizi yalnızca faiz mekanizması ile ekonomiyi dengeye götüren bir model yapısındadır.

Bu yaklaşımda para ile diğer finansal aktifler arasındaki ikame ilişkisi önemlidir. Keynesyen yaklaşımlarda, paranın alternatifinin finansal aktifler olmasından dolayı ekonomide artan para stokunun finansal aktif alımlarını uyararak, faizleri azaltacağı ve bu azalıştan dolayı da tercihlerin para tutumu yönünde gerçekleşeceği varsayılmaktadır. Faizler ile tüketim ve yatırım harcamaları arasında ise çok güçlü bir ilişki söz konusu olmamaktadır (Akt; Mukhtarow, 2016, s. 8; Paya, 2013, s. 77).

Keynesyen yaklaşımda, para politikasındaki değişim para politikası yapıcılarının, kısa vadeli faizleri etkileyebilmek adına bankaların rezervlerini değiştirmesi ile başlamaktadır. Bir faiz seviyesi belirlenmekte ve bu seviye bankaların rezerv arzları değiştirilerek dengede tutulmaya çalışılmaktadır. Para politikası kararlarındaki değişikliğin ekonomiye aktarılması, faizlerdeki değişimin ekonomik birimlerin tüketim ve yatırım harcamalarına yönelik kararlarını etkileyen uzun vadeli faiz oranlarına aktarımına bağlı bulunmaktadır (Akt; Aklan ve Nargeleçekenler, 2008, s. 111; Sellon, 2002, s. 7).

Kısa vadeli nominal ve uzun vadeli reel faizler arasındaki bağlantı fiyat ile ücret katılıklarıyla açıklanmaktadır. Aktarım sürecinde zamansal gecikmeleri belirten iki türlü katılıktan söz edilmektedir. Nominal katılık, ücret ve fiyatların talepteki değişime ayarlanmasındaki gecikmeleri ifade ederken beklentisel katılık para politikasındaki değişikliklere beklentilerin ayarlanmasındaki gecikmeleri ifade etmektedir. Bu iki katılıkla birlikte parasal bir şok kısa vadede reel değişkenleri etkilerken uzun vadede fiyatları etkilemektedir (Akt; Yalçın, 2018, s. 13; Aklan ve Nargeleçekenler, 2008, s. 115).

Özetle, Keynesyen yaklaşımda para arzında meydana gelen bir değişiklik faiz oranı vasıtasıyla hâsıla düzeyini etkilemektedir. Bundan dolayı da Keynesyen aktarım mekanizması dolaylı mekanizma olarak tanımlanmaktadır.

Buraya kadar yapılan açıklamalar neticesinde Keynesyen analizin eksik noktaları olduğu görülmektedir. Bu görüşte toplam talepteki değişikliklerin önemli bir kısmı, reel faizlerde önemli bir değişiklik yaratmayan para politikalarıyla açıklanmaktadır.

Keynesyen yaklaşım parasal aktarımda finansal unsurları ele almamaktadır. Dolayısıyla aktarım mekanizmasındaki bu eksikliğin giderilmesi için finansal unsurları içeren analizlerle aktarım mekanizması teorisi genişletilmiştir.

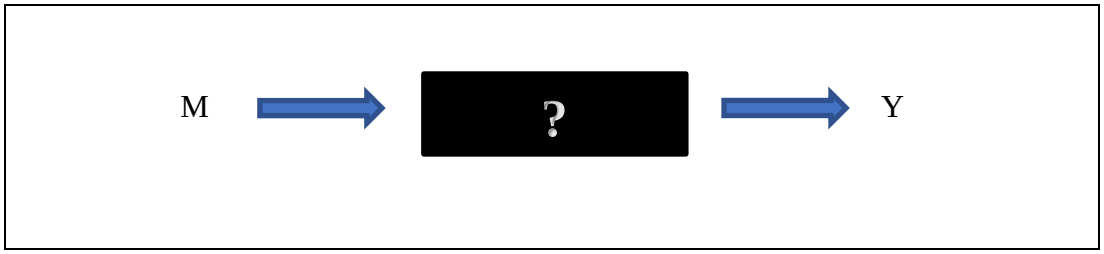
2.7.2.3. Monetarist Yaklaşım

Milton Friedman ve arkadaşlarının 1955–1965 yılları arasında para politikasının ekonomi üzerindeki güçlü etkisini ortaya koyan çalışmalarını yayınlamaları ile Monetarist Teori kurulup geliştirilmiştir. Bu yöndeki kanıtlardan birisi 1963 yılında Friedman ve Schwartz tarafından ortaya konmuştur. Yaptıkları çalışmaya göre, para arzı artışı üretim seviyesi azalmaya başlamadan evvel azalmaktadır. Para arzı artış oranı, üretim seviyesi en yüksek noktaya ulaşmadan ortalama 16 ay evvel en yüksek seviyeye gelmektedir ve bu şekilde para arzı büyüme oranının konjonktüre göre nasıl bir değişim gösterdiğini ortaya koyarak; paranın ekonomi üzerindeki etkisine bir kanıt sunmaktadırlar. 1963 yılında Friedman ve Meiselman tarafından paranın harcamalar üzerindeki etkisini göstermek için yapılan bir çalışmada daha Monetaristler paranın ekonomi üzerindeki etkisini kanıtlamışlardır. Bu çalışmada, ABD ekonomisine yönelik verilerle istatistiki testler gerçekleştirilmiş ve para ve toplam harcamalar arasındaki korelasyon istatistiki testlerle kanıtlanmıştır. Bu iki kanıttan elde edilen sonuçlar ters nedensellik ve dışsal faktör olasılıkları gibi iki temel nedenden dolayı eleştirilmiş ancak para arzındaki dışsal azalışı konjonktürün daralma döneminin takip ettiği şeklindeki tarihsel kanıtlar, monetarist görüşlere önemli destek vermiştir. Tarihsel kanıtlardan etkili olanlardan birisi Friedman ve Schwartz tarafından yazılan ABD'nin Parasal Tarihi isimli çalışmasında, para arzındaki büyümenin konjonktür dalgalanmalarına neden olduğunu açıklamışlardır (Akt; Arıcan ve Okay, 2014, s. 8; Yay, 2001, s. 205).

Monetaristlere göre, nominal para arzı, milli geliri belirleyen en önemli değişkendir ve uzun dönemde nominal para arzı yalnızca fiyatlar genel seviyesi ve diğer nominal değişkenleri etkilemektedir. Uzun dönemde üretim ve istihdam gibi değişkenler parasal değil reel değişkenlerce belirlenmektedir. Fakat kısa dönemde, nominal para arzının reel değişkenleri etkileyebildiğini belirtmektedirler. Kısa dönemde ücretler tam esnek olmadığı ve para yanılması olduğu için para arzı artınca reel üretim ve istihdam da artmaktadır (Akt; Kırcı, 2018, s. 11; Bocutoğlu, 2012, s. 175-181).

Monetaristlere göre, para politikasının toplam talepteki etkilerini yalnızca faiz oranı ve yatırımlar arasındaki ilişkiyi ele alarak açıklamak yetersizdir. Para politikası faiz kanalı dışındaki pek çok kanal aracılığı ile reel ekonomi üzerinde etkiler doğurmaktadır Monetaristler, para arzındaki değişimlerin ekonomide meydana getirdiği etkiyi belirli bir etkileşim kanalı üzerinden açıklamak yerine hâsıladaki hareketlerin para arzındaki değişikliklerle ilgili olup olmadığını araştırarak incelemektedirler. Ortaya koydukları görüşlere göre ekonominin nasıl işlediği görülemeyen karanlık bir kutuya benzetildiği için aktarım mekanizması şu şekilde ifade edilmektedir (Akt; Yalçın, 2018, s. 10; Mishkin, 2006, s. 266).

Şekil 7. Monetarist Para Aktarım Mekanizması



Kaynak: Yalçın, (2018).

Bu yaklaşımda para, diğer finansal aktiflere kıyasla çok daha önemli ve farklıdır. Parasal finansal aracılar parayı ürettikleri için diğer aracı kuruluşlardan daha önemlidirler. Monetarist yaklaşımdaki paranın bu önemli konumu, nispi fiyat değişmeleri ve bunun neden olduğu uyum süreçleri ile bağlantılıdır. Bu süreçler her yerde görülmektedir. Para miktarı değiştiği zaman reel finansal aktiflerin fiyat ve getirilerinde de değişime neden olduğu için üretim uyarılmaktadır. Para, reel kesime aktarılırken yalnızca faiz oranlarındaki değişiklikleri değil aynı zamanda; nispi fiyatlardaki değişimlerde, parasal değişimlerin reel kesime aktarılmasında etkili olmaktadır.

Monetarist yaklaşımda nominal faizler, beklenen enflasyon oranı ile reel faiz oranlarından oluşmaktadır. Uzun vadeli faizlerdeki değişim önemli ölçüde enflasyon oranını yansıtmaktadır. Bundan dolayı para politikası reel ekonomiyi etkilerken faizlerin önemli bir işlevi bulunmamaktadır (Akt; Aklan ve Nargeleçekenler, 2008, s. 115; Goodfriend ve King, 1997, s. 8). Parasal aktarımdaki faizin rolü, aktif fiyatlarıyla reel servete etkisi olarak belirtilmektedir. Para politikası uygulamalarının reel ekonomiye

etkisi yani aktarımı, faizlerin finansal ve reel aktifleri etkilemesi sayesinde gerçekleşmektedir (Akt; Cengiz, 2008, s. 231; Brunner ve Meltzer, 1989, s. 446).

Monetarist görüş, finansal aktifler yanında yatırım malları ve dayanıklı tüketim malları gibi tüm reel aktiflere de yer vermektedir. Ekonomik birimler sahip oldukları aktiflerin gelirlerini arttırmak için uğraşmaktadırlar. Bundan dolayı para politikası, faiz oranlarını değiştirerek tüketicilerin de firmalar gibi gelirlerini arttırmak için aktif bileşenlerini değiştirmelerine neden olmaktadır. Bunun sonucunda toplam talep değişmektedir. Yani para değişimleri hem faiz oranlarını hem de reel aktiflerin fiyatlarını değiştirerek, finansal ve reel aktiflerin talebini değiştirmektedir. Dolayısıyla para arzında meydana gelen bir değişme doğrudan doğruya toplam talebe yansımaktadır (Cengiz, 2008, s. 118).

Başka bir ifadeyle Monetaristlerin aktarım mekanizması, para ve diğer varlıklar arasındaki istikrarlı ilişkiye dayanmaktadır. Bireyler ve firmalar finansal ve reel varlıklardan oluşan bir portföye sahiptirler ve bunların beklenen getirileri ve likidite derecelerini göz önüne alarak, portföy dengesi oluşturmaktadırlar. Bu çerçevede, Monetarist görüşe göre para arzı değiştiğinde, reel sektörün nasıl etkileneceğini gösteren mekanizma şöyle ifade edilmektedir (Akt; Cengiz, 2008, s. 119; Orhan, 1995, s. 148);

- Portföy ayarlama süreci olarak da ifade edilen bu süreçte parasal otorite genişletici bir para politikası uygulandığında, artan para arzından dolayı bireylerin eline nakit para geçmekte ve faiz oranı düşmektedir. Artan para miktarından dolayı para talebinin marjinal getirisi düşerken, finansal aktiflerin reel getirisi artmakta ve portföy dengesi bozulmaktadır (Akt; Cengiz, 2008, s. 121; Nolte, 2003, s. 56).
- Monetaristlere göre para reel ve finansal aktiflerin yakın bir ikamesi olduğu için para talebinin faize duyarlılığı düşüktür. Dolayısıyla artan para arzı faiz oranını düşürse de para arz ve talebi eşitlenmemektedir. Bu eşitlik için fiyatlar genel seviyesi ve milli gelirin artması gerekmektedir. Bu ise, elinde fazla para bulunan bireylerin bu parayla reel ve finansal aktifler satın almaya başlamasıyla gerçekleşmektedir. Bu aktiflere olan talep artarsa fiyatlar da yükselmektedir. Reel aktiflere olan talep artışı ve fiyatlarındaki yükseliş bunların üretimlerinin artmasına neden olmaktadır. Dolayısıyla milli gelir artmaktadır (Cengiz, 2008, s. 121).

Monetaristlere göre para politikası değişiklikleri varlıkların nispi fiyatlarını değiştirdiği için portföy bileşimini etkileyerek reel ekonomi üzerinde etki yaratmaktadır. Fakat bu aktarım kısa vadede gerçekleşmektedir. Uzun vadede nispi fiyatlar ve hâsıla değişmezken, fiyat düzeyi para arzı ile aynı miktarda değişim göstermektedir. Yani para politikası üretimi geçici şekilde etkilerken fiyatları kalıcı şekilde değiştirmektedir (Akt; Yalçın, 2018, s. 13; Cengiz, 2008, s. 119-123). Monetarist yaklaşıma göre kısa vadede para arzındaki bir değişiklik toplam talep ve hâsılayı etkilemektedir. Bunu belirtmelerine rağmen para politikasının kısa vadede istikrar sağlamak için kullanılmasına iyimser bakmamaktadırlar (Akt; Aklan ve Nargeleçekenler, 2008, s. 115; Meyer, 2001).

Para arzındaki bir değişim reel ve finansal aktifler ile dayanıklı tüketim mallarının fiyatlarını etkilemekte ve bu aktarım sürecinde faizlerdeki bir değişim aktif fiyatlarını değiştirdiği için harcamalar üzerinde etkili olmaktadır. Dolayısıyla hâsıla ve enflasyona etkisiyle para arzı değişikliğinin reel ekonomiyi etkileme süreci açıklanmaktadır (Akt; Yalçın, 2018, s. 15; Aklan ve Nargeleçekenler, 2008, s. 117). Sonuç olarak; Monetarist görüşte, parasal bir artışın milli geliri arttırıcı bir yönü bulunmakta ancak açıklayıcılığı ve yeterliliği tartışılmaktadır.

2.7.2.4. Para Politikasının Zaman Tutarsızlığı

Günümüzde para politikasının karşı karşıya bulunduğu en önemli sorun, bu politikanın ekonomik istikrara en yüksek katkıyı yapacak şekilde düzenlenmesindeki güçlüktür (Akt; Özkan, 2007, s. 8; Oktar, 1998, s.11).

Ekonomide, üretimin beklenen enflasyon seviyesinde sürdürülmesi gerekirken, beklenmedik bir şokla enflasyonun artış göstermesi durumunda politika uygulayıcılarının enflasyon, istihdam ve üretim gibi temel göstergeler ile ilgili eşzamanlı hedefler oluşturmaları, para politikaları için bir zaman tutarsızlığı sorunu yaratacaktır (Akt; Özkan, 2007, s. 8; Oktar, 1998, s. 12).

Bu kavram ilk olarak Kydland ve Prescott tarafından kullanılmış ve rasyonel beklentiler teorisinin önemini güçlendirerek daha sonra yapılan para politikası çalışmalarını da etkilemiştir (Akt; Macit ve Durgun 2018, s. 80; Kydland ve Prescot, 1977 s. 477). Barro ve Gordon (1983) zaman tutarsızlık probleminin enflasyon eğilimi yarattığını savunmuşlardır. Buna göre popülist politikaları seven politika otoriteleri gelecek dönemlerde politikalarını değiştirebilirler. Bunu bilen özel kesim de fiyat

beklentilerini bu değişikliğe göre ayarlar ve ekonomide bir enflasyon eğilimi yaratılmış olur (Akt; Özkan, 2007, s. 10; Usta, 2003, s. 6).

Para politikalarının zaman tutarsızlığının ortaya çıkardığı güven probleminin çözümünde, politika otoritesinin karşılaştığı ve ona yön veren güç ve sınırlılıklar dikkate alınmaktadır. Ancak para otoritesinin uymak zorunda olduğu bağlayıcı politika ortamı sağlanırsa zaman tutarsızlığının yarattığı güven problemi aşılabilmekte ve böylece ekonomik birimlerin beklentileri de uygulanan politika hedefleri doğrultusunda gerçekleşmektedir (Akt; Özkan, 2007, s. 10; Usta, 2003, s. 8).

2.7.2.5. Rasyonel Beklentileri İçeren Yeni Görüşler

1950-1960'lardaki iktisatçılar, beklentilerin yalnızca geçmiş tecrübelerden oluştuğunu savunmaktadırlar. Adaptif (uyarlayıcı) beklentiler olarak adlandırılan beklenti oluşumuna ilişkin bu görüş, geçmiş veriler değiştikçe, beklentilerdeki değişimlerin zamanla yavaşça gerçekleşeceğini belirtmektedir. Bununla birlikte, zaman içinde Adaptif beklentiler, insanların, bir değişkenle ilgili beklentilerini oluşturmak için geçmiş verilere göre daha fazla bilgiyi tek bir değişkene kullandıkları gerekçesiyle terk edilmiştir. Enflasyon beklentileri, gelecekteki para politikası tahminlerinin yanı sıra cari ve geçmiş dönem para politikası tarafından da etkilenmekte ve insanlar genellikle yeni bilgiler doğrultusunda beklentilerini hızlı bir şekilde değiştirmektedirler. Bu doğrultuda yapılan eleştirileri Adaptif beklentilere uyarlamak için John Muth, rasyonel beklentiler olarak adlandırılan alternatif bir beklentiler teorisi geliştirmiştir ve bu teori Yeni Klasik Teorinin temel görüşlerinden birisidir. Robert Lucas, Thomas Sargent gibi bazı iktisatçılar 1970'li yıllardan itibaren rasyonel beklentiler teorisini kullanan görüşler ortaya koymuşlardır.

Muth (1961)'a göre rasyonel beklentiler, mevcut tüm bilgileri kullanarak en iyi tahminler ile aynı olmaktadır. Bu görüş günümüz dünyasının rasyonel ve bilgiye kolay erişebilen ekonomik birimlerine dayanmaktadır. İktisadi karar birimleri zamanla iktisadi bir değişkenin nasıl bir süreçte oluştuğunu öğrenmekte ve öğrendikleri bu bilgiyi beklentilerini düzenlemek için kullanmaktadırlar. Beklentilere yönelik bütün eldeki bilgiyi kullanarak süreci oluşturan değişkenle ilgili bilgi sahibi olmaktadırlar. Bu yüzden

beklentilerde hata olmamaktadır (Akt; Berk, 2014, s. 31; Sarıipek ve Kesici, 2010, s. 21-22).

İktisadi karar birimleri bir değişkenin gelecekteki değerini tahmin ederken, bu değişkenin değerini etkileyebilecek tüm faktörlerle ilgili bütün bilgiyi etkin şekilde kullanmaktadırlar. Yani geleceğe yönelik beklentiler rasyonel şekilde meydana getirilmektedir (Akt; Katı, 2014, s. 31; Bocutoğlu, 2012, s. 230). İktisadi karar birimleri gerekli bilgiye sahip olmaları durumunda benzer hataları uzun süre tekrarlamazlar yani burada belirtilen hata yapmama durumu, karar birimlerinin kesinlikle hata yapmayacağı durumu değil benzer hataları uzun süre tekrarlamayacaklarını ifade etmektedir (Akt; Demir, 2018, s. 24; Mankiw, 2010, s. 399). Parasal otoritenin reel değişkenleri etkileyebilmesi halkı aldatma pahasına söz konusu olmaktadır. Fakat karar birimlerinin bunu anlamaları uzun sürmez ve yeni bilgi hızla değerlendirilip tahmin hatalarını düzeltilmektedir.

Bu bağlamda parasal bir genişlemenin rasyonel bekleyişler durumunda hâsılayı nasıl etkileyeceği bu politikanın önceden açıklanan bir politika mı yoksa beklenmeyen bir politika mı olduğuna bağlı bulunmaktadır. Buna göre beklenen ve beklenmeyen politika sonuçları şu şekilde olmaktadır (Akt; Katı, 2011, s. 31; Ünsal, 2009, s. 288);

- Parasal genişleme önceden açıklanan bir politika şeklinde uygulanırsa, nominal para arzında meydana gelen artış önceden açıklanan ve iktisadi karar birimlerince beklenen bir gelişme olacağından dolayı karar birimleri bu politika sonucunda fiyat düzeyinin yani enflasyon oranının artacağını doğru biçimde tahmin etmektedirler. Böyle bir politika uygulaması neticesinde önce toplam talep artışına toplam arzda tepki vereceği için parasal genişleme reel hâsılayı hiç etkilemezken yalnızca enflasyonu yükseltmiş olacaktır.
- Parasal genişleme önceden açıklanmayan yani sürpriz bir politika olarak uygulanırsa, karar birimleri para arzındaki artışın enflasyon oranını arttıracağını tahmin edemeyeceğinden beklenen enflasyona yönelik tahminlerini başlangıçta değiştirmeyeceklerdir. Dolayısıyla sürpriz bir parasal genişleme sonucu toplam talep artışına karşılık toplam arz tepki vermeyecek ve bir sonraki dönemde reel hâsıla artacaktır. Fakat bununla birlikte iktisadi karar birimleri para arzındaki artışı fark etmekte ve bir sonraki dönem için enflasyon oranını tüm bilgileri

kullanarak doğru şekilde tahmin etmektedirler. Uzun dönemde karar birimleri doğru tahminde bulunacakları için toplam arz da tepki vererek, parasal genişleme sonucu uzun dönemde enflasyon oranı yükselirken reel hâsıla tam istihdam düzeyine geri dönmektedir.

Sonuç olarak rasyonel beklentiler hipotezine göre, parasal genişlemenin reel ekonomi üzerindeki etkisi kısa dönemde geçerlidir ve yalnızca beklenmeyen yani sürpriz politika uygulamalarında etkili olmaktadır demek mümkündür.

2.7.2.6. Doğrudan Enflasyon Hedeflemesi

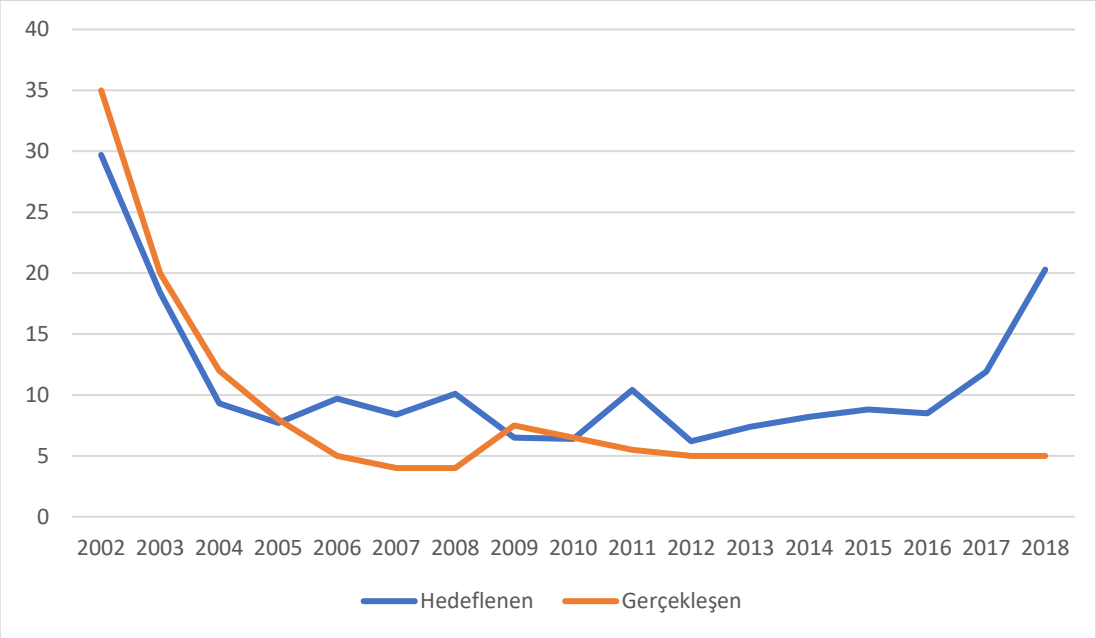
Doğrudan enflasyon hedeflemesi merkez bankalarının genellikle merkezi yönetimlerle birlikte, para politikası aracı olarak belirli bir enflasyon rakamını hedeflemeleridir (Önder, 2005, s.42).

Enflasyon hedeflemesinin başarılı olabilmesinin belki de en önemli şartı merkez bankasının para politikası araçlarını kullanmada bağımsız olmasıdır. Merkez bankasının para politikası araçlarını serbest şekilde kullanabilmesi özellikle merkezi yönetimin bütçe açığı, bütçe finansmanı ve kamu borçları baskısından kurtaracaktır (Önder, 2005, s44).

Merkez bankasının bağımsızlığı kavramı, merkez bankasının uyguladığı politikalarla ilgili analizlerin, eleştirilerin ve raporların kamuyla paylaşılması ve yayınlanması ayrıca merkez bankası kararlarının nasıl alındığı, çalışma şekli, enflasyon hedefleme politikalarının nasıl şekillendiği konularında bilgi paylaşımı hedeflemede etkin rol oynayacaktır (Önder, 2005, s. 44).

Finansal sistemin ve bankacılık sistemi yapısının sağlam olması, döviz kuru dalgalanması ve faiz oranlarının kontrol altında tutulması ve sermaye yeterliliği enflasyon hedeflemesinde merkez bankasının hedef yakınmasını güçlendirecektir. Bunlarla beraber enflasyon hedefinden başka bir nominal çapa belirlenmesi uygun olacağı gibi, ithalat ve ihracat talebinden gelen enflasyon baskısı gelişmekte olan ülkeleri hedef belirlemede olumsuz etkileyecektir (Önder, 2005, s. 44).

Şekil 8. TCMB Hedeflenen Enflasyon ve Gerçekleşen Enflasyon Oranları



Kaynak: TCMB, (2019).

Enflasyon hedeflemesi ile birlikte gerçekleşen enflasyon verilerinin yıllar itibariyle nasıl bir grafik izlediği, enflasyon hedeflemesi uygulamasının etkisi aşağıdaki şekilde gösterilmektedir.

Enflasyon hedeflemesi uygulamada iki şekilde karşımıza Örtük Enflasyon Hedeflemesi ve Açık Enflasyon Hedeflemesi olarak çıkmaktadır. Örtük enflasyon hedeflemesinde para politikaları yeterince şeffaf olmadığı gibi alınan kararların, uygulama bilgi ve raporların kamuoyu ile paylaşımı istenildiği gibi gerçekleştirilmektedir. Açık enflasyon hedeflemesinde ise; Kontrolün merkez bankasın altında olması, hesap verilebilirlik ve şeffaflık ilkesine bağlı kalarak uygulanan politikaların raporlanması ve paylaşılması, hedefe yaklaşım ve sapmaların kamuoyu ile paylaşımı ve sorumluluğun merkez bankası tarafından üstlenilmesi mücadeleyi daha başarılı kılacaktır.

2.7.2.7. Beklenti Yönetimi

Merkez bankasının almış olduğu kararlar fiyat ve ücretleri etkilemektedir. Hane halklarının geleceğe dönük enflasyon beklentisi harcama ve tasarruf pozisyonlarını

belirlemede etkin rol oynamaktadır. Bireyler, enflasyon beklentisinin yüksek olacağının beklentisi içinde iseler ücret taleplerini artıracaklardır, bu durum üretim maliyetleri de artıracaktır. Enflasyon beklentisi enflasyonu beraberinde getirecektir. Özellikle adaptif beklentiler bireylerin ve firmaların kararlarını etkilemede birincil unsurdur (TCMB, 2013, s. 5).

Faiz oranlarındaki değişiklikler de ekonomiye ilişkin kararlarda beklentiler üzerinde etkin rol oynamaktadır. Kısa vadeli faiz oranlarının gelecekteki seyrine göre beklentilerden etkilenmektedir. Bu nedenle politika faiz oranlarına ilişkin, orta ve uzun vadeli faizler üzerinde etkili olmaktadır (TCMB, 2013, s. 6).

BÖLÜM 3. ÜLKELERİN MERKEZ BANKALARINDA PARA POLİTİKALARI

3.1. Bazı Gelişmiş Ülkelerde Para Politikalarına Yönelik Araçlar

3.1.1. Amerika

ABD para politikaları, Federal Rezerv Bankası (FED) tarafından yürütülmektedir. Amerika'da banka rezervlerinin kontrolü temel olarak açık piyasa işlemleriyle yapılmaktadır. FED genelde (DİBS) devlet iç borçlanma senetlerini ikincil piyasalara kullandırmakta, faiz oranlarını bozmadan rezervleri sisteme ekleme ya da sistemden çekme olanağı bulmaktadır. DİBS' lerin doğrudan satışları kalıcı etki yarattığından, genellikle yıl içinde piyasada on ya da daha az sayıda doğrudan satış yapmakta, günlük likidite kontrolünü özellikle repo ve ters repo işlemleriyle yürütmektedir (Akçay, 1997, s. 43).

ABD' de FED para politikası uygulamasında açık piyasa işlemlerini esnek bir yapıyla kullanmakta, bankacılık sisteminin rezerv seviyesini, kısa vadeli faiz oranı değişimleriyle de para arzını kontrol etmektedir. Para politikası olarak zorunlu karşılıklar aracını da kullanan FED, iki haftalık dönemler itibariyle karşılık tutarlarını hesaplamakta ve zorunlu karşılık oranlarını nadiren değiştirmekte, kredi faiz oranı olan reeskont oranı maliyetleri etkilediğinden, rezerv bankalarının yöneticileri ile iki haftada bir toplanmakta belirlenen oranlar, kurulun onayı ile uygulanmaktadır (Akçay, 1997, s. 48).

Literatürde, miktarsal genişleme politikasını uygulayan ilk ülke Japonya olmakla birlikte, bu politikayı en etkin kullanan ve kullanım sonucunda verim alan ülkenin ABD olduğu görülmektedir. Bunun nedeni ise; Japonya Merkez Bankasının uygulamış olduğu parasal genişleme politikası doğrultusunda yapmış olduğu alımlar daha çok kamu tarafından ihraç edilen menkul kıymetler ve prestijli özel sektör varlıkları ile sınırlı kalmasıdır. Oysaki FED parasal genişleme programını üç aşamada uygulamış ve uyguladığı miktarı piyasadan aldığı beklentiler ve olumlu dönüşler neticesinde gerçekleştirmiştir.

2008 yılında Lehman Brother's *(Ek 2)* çöküşünden sonra miktarsal genişleme politikasını en etkin kullanan ülke konumunda olan ABD, bu süreç içerisinde QE1, QE2 ve QE3 *(Ek 3)* olmak üzere çeşitli zamanlarda ve miktarlarda uygulamaya koymuştur.

QE1 programından istediği sonucu alamayan FED, bu programın devamı niteliğinde Kasım 2010 tarihinde QE2 adı verilen yeni bir parasal genişleme ile devam eder*ek* toplamda 600 milyar dolarlık tahvil alımı gerçekleştirerek, ilgili programı 2011 Temmuz tarihinde sonlandırmıştır (Eğilmez, 2012, s. 1).

En son Eylül 2012 tarihinde uygulamaya konulan QE3 kapsamında ekonomi düzelene kadar her ay 40 milyar dolar ipoteğe dayalı tahvil ve 45 milyar dolar hazine tahvili alarak toplamda 85 milyar dolarlık varlık alımı yaparak miktarsal genişleme programını sonlandırmıştır. Bu uygulanan program neticesinde FED bilançosunun aktif büyüklüğü 3 kat artarak yaklaşık 4, 5 trilyon dolara yükselmiştir (Eğilmez, 2012, s. 1).

Bununla birlikte, FED 2016 Ekim ayı toplantı sonucunda QE3 programının ay sonunda sonlanacağını, politika faizini kayda değer bir süre daha 0-0,25 arasında tutacağını belirtmiştir. Yapılan Federal Açık Piyasa Komitesi sonucunda ayrıca, ABD ekonomisinin ölçülü bir büyüme gösterdiği, işgücü piyasasının da güçlü istihdam artışı ve düşen işsizlik oranıyla biraz daha iyileştiğini belirterek parasal genişleme politikasına son şeklini sunulduğu görülmektedir.

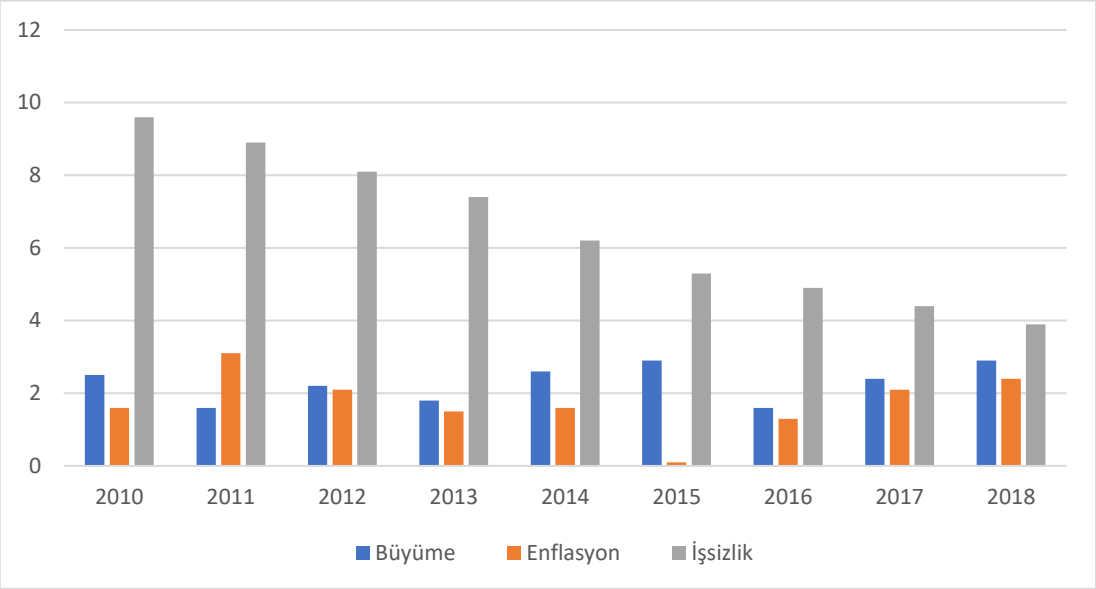
Tablo 2. ABD 2010-2018 Büyüme Enflasyon İşsizlik Verileri

	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
Büyüme	2,5	1,6	2,2	1,8	2,6	2,9	1,6	2,4	2,9
İşsizlik	9,6	8,9	8,1	7,4	6,2	5,3	4,9	4,4	3,9
Enflasyon	1,7	3,1	2,1	1,5	1,6	0,1	1,3	2,1	2,4

Kaynak: IMF, (2019).

Tablo 2'den görüldüğü üzere uygulanan politikalar neticesinde ekonominin büyüme konusunda yukarıya doğru bir ivme kazandığı izlenebilmektedir. Aynı şekilde işsizlik oranlarında yaşanan gerileme de politikaların kısmen de olsa başaralı olduğunu göstermektedir.

Şekil 9. ABD 2010-2018 Büyüme Enflasyon İşsizlik Verileri.



Kaynak: IMF, (2019).

FED toplantılarında da büyük bir öneme haiz olan enflasyon rakamları ilerleyen dönemlerde yol gösterici bir veri olarak kabul edilebilecektir. Bununla beraber, niceliksel genişlemenin yaratmış olduğu likidite bolluğunun yeni bir balon yaratıp yaratmayacağı ise uygulayacak politikalar ve piyasalara duyulan güvenin yeniden tesis edilmesi ile ilerleyen dönemlerde gözlemlenebileceği değerlendirilmektedir.

3.1.2. Kanada

Kanada'nın parasal sisteminin sorumluluğu federal bir çatı şirketi olan Kanada Bankası'ndadır (Bank of Kanada). Kanada'nın para ve maliye politikasının temel taşı enflasyon hedefleyici para politikasıdır. Kanada Merkez Bankası, enflasyon hedefi belirleyerek Enflasyonu düşük, istikrarlı ve öngörülebilir tutmak ve paranın değerine olan güveni arttırmaktadır. Kanada'nın sürekli büyümesine, istihdam kazanımlarına ve gelişmiş yaşam ölçütlerine katkıda bulunmak için bir dizi enflasyon azaltma hedefi belirlemektedir (Poloz, 2019).

1970 sonu ile 1980 başı arasındaki dönemde Kanada parasal tabanlı istikrar politikası izlemiştir. Para arzı büyüklüğünü (M1) hedefleyen bu politika mali araçlardaki

yenilikler sebebiyle başarısızlıkla sonuçlanmıştır. Sabit döviz kuru rejimini de 1991'e kadar devam ettiren Kanada, yıl sonunda kur politikasını terk etmek zorunda kalmıştır.

1991 Şubat'ta enflasyon hedeflemesi stratejisini yürürlüğe koyan Kanada Merkez Bankası 1998 yılı sonuna kadar enflasyon hedefini %1-3 oranında açıklamıştır (Özkan, 2007, s. 87). Endeks olarak ise TÜFE'nin enerji fiyatlarından deflate edilmiş hali kullanılmıştır. Uygulama sonuçları reel ekonominin daha istikrarlı hale geldiğini göstermiştir. Merkez Bankasının uygulayacağı para politikasında araç bağımsızlığı sağlanmıştır (Akt; Tüzemen, 2007, s. 45; Dodge, 2002).

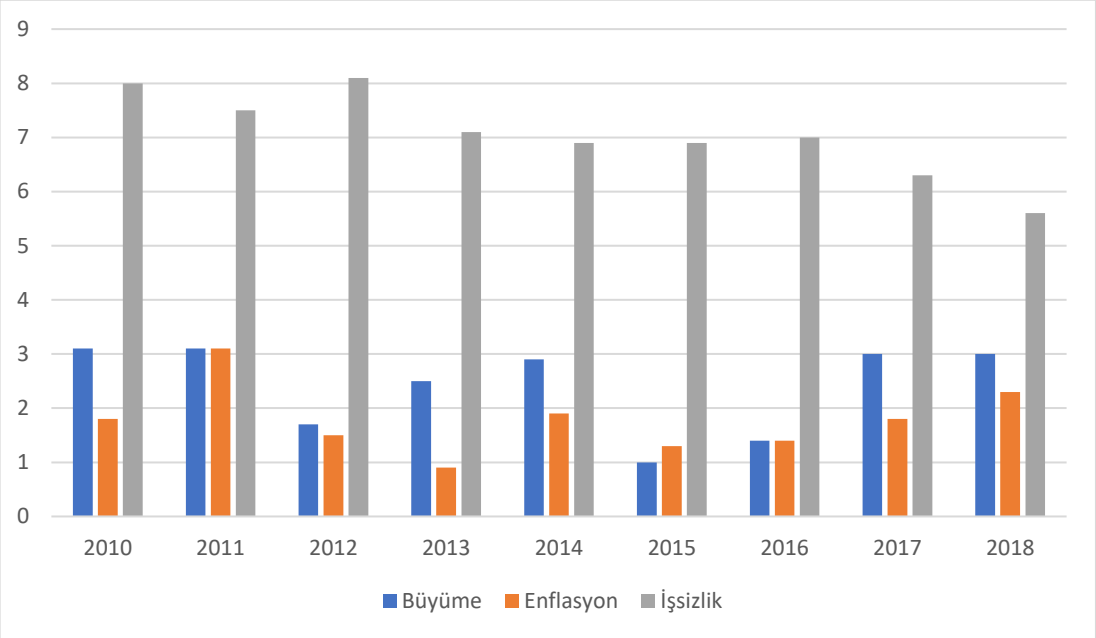
Kanada'da enflasyon hedefinin ilan edilmesiyle enflasyon oranlarında hızlı bir düşüş görülmüştür. Hatta 1992'deki gerçekleşme hedef aralığının alt yarısında olmuştur. Ancak Kanada Merkez Bankası enflasyon hedeflemesi uygulamasında 1991'de hedefin ilanı ile problem yaşamış bu nedeni ise bu yılda dünya petrol fiyatlarında görülen artışlar ile vergilerdeki artışlardır. Bu sorun karşısında Merkez Bankası yeni bir etki oluşmadıkça görülen fiyat artışlarının enflasyonist olmayan etkilerinden korunmak için hiçbir önlemin alınmayacağını açıklamış ve ekonomik gidişata uygun olacak şekilde faiz oranlarını düşürmüştür. Sonucunda ise hedeflerin tutturulmasında başarı sağlamıştır (Akt; Pehlivan, 2015, s. 75; Bernanke, 1999, s. 30).

1996 yılı ortasında istihdam ve hasılada görülen durgunluğun devam etmesiyle ayrı bir sorunla karşılaşılmıştır. Yürürlükteki para politikasına yönelik eleştiriler Kanada İktisat Topluluğu başkanı ile duyulmuştur. 1996 yılında gerçekleşen başkanlık konuşmasında Topluluk başkanı söylemlerini Kanada'nın Büyük İktisadi Bunalımı olarak nitelendirmiştir. Yaşanan bunalımı diğer gelişmiş ülkelerle karşılaştırmış ve Kanada'da daha ağır biçimde gerçekleştiğini iddia etmiştir. Merkez Bankası başkanı ise enflasyonu düşürme ve bunu sürdürebilme arasında bir ayrım yapılması gerektiğini, enflasyonu düşürmek için enflasyonist beklentiler de aşağı yönlü bir ayarlama yapılması gerektiğini ifade etmiştir (Orhan, 2007).

Kanada Merkez Bankası, Faiz Taahhüdü politikasını 2009 yılında uygulamaya başlamış ve faiz oranını 2010 yılının ikinci çeyreğine kadar belli bir düzeyde tutacağını açık bir şekilde taahhüt etmiştir. Faiz taahhüdünün açık bir şekilde belirtilmesi, gecelik faiz oranlarının gelecekteki düzeyi için yol gösterici bir nitelik taşımasının yanı sıra, uzun

vadeli oranları etkileyerek piyasalara ek parasal hızlandırıcı da sağlamaktadır. Fed ise üstü kapalı bir şekilde faiz oranlarının uzun bir süre boyunca düşük seyrini koruyacağını belirterek faiz taahhüdü politikasını uygulamıştır (Vural, 2013, s. 42).

Şekil 10. Kanada 2010-2018 Büyüme Enflasyon İşsizlik Veriler



Kaynak: IMF, (2019).

2009 yılına kadar olan dönem içinde Kanada ekonomik performansının en göze çarpan unsuru hiç ekonomik daralma yaşamamış olmasıdır. Bu süreçte Kanada ekonomisi genel olarak düşük işsizlik ve bütçe fazlaları ile sürekli bir büyüme içerisinde olduğu görülmektedir (IMF, 2019).

Tablo 3. Kanada 2010-2018 Büyüme Enflasyon İşsizlik Verileri.

	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
Büyüme	3,1	3,1	1,7	2,5	2,9	1,0	1,4	3,0	3,0
İşsizlik	8,0	7,5	8,1	7,1	6,9	6,9	7,0	6,3	5,6
Enflasyon	1,8	3,1	1,5	0,9	1,9	1,3	1,4	1,8	2,3

Kaynak: IMF, (2019).

Kanada Bankası'nın temel önceliği enflasyonu orta düzeyde tutmak olmuştur. Bu stratejinin bir parçası olarak, faiz oranları neredeyse yedi yıl boyunca düşük bir seviyede tutulmuştur. Eylül 2010'dan bu yana, kilit faiz oranı (gecelik faiz oranı) %0,5'te tutularak, 2017 yılının ortalarında enflasyon, en çok enerji, gıda ve otomobil maliyetlerindeki düşüş nedeniyle, Banka'nın%2 hedefinin altında kalmıştır (IMF, 2019).

Gelişen finansal yenilikler nedeniyle, 2010 yılında Zorunlu Karşılıklar Oranı uygulamasına son verilmiştir. Faiz Koridoru uygulayan başlıca merkez bankaları arasında bulunan Kanada uygulama aralığını 50 baz puan koridorunda uygulamıştır Ayrıca, Kanada Bankası, Miktarsal Genişleme politikasını Özel Satın Alım ve Satış anlaşmaları ile piyasa yapıcılardan doğrudan devlet tahvili satın alarak uygulamaktadır (Tunalı ve Yalçınkaya, 2016, s. 83).

Uygulanan stratejiler karşılığında Kanada'nın 2016 yılında enflasyon oranı 1,4, 2017 yılında 1,8 ve 2018 yılında yine 2,3 olarak gerçekleşmiştir. 2018 yılı itibariyle Büyüme Oranı %3 olarak gerçekleşmiştir (IMF, 2019).

3.1.3. İngiltere

İngiltere mali disiplini genel olarak, derin finansal piyasalar, pozitif reel faiz oranları, likidite açık ve fazlalarını dengeleyici iskonto kurumları, nihai başvuru kaynağı olarak reeskont kredileri, düşük oranlı mevduat munzam karşılıkları ve etkin olarak kullanılan açık piyasa işlemlerinden oluşmaktadır (Akçay, 1997, s. 37).

İngiltere BoE (Bank of England), para politikası amaçlarına ulaşmada açık piyasa işlemlerini en etkin bir şekilde kullanırken zorunlu karşılık uygulamasını en düşük seviyede tutmakta, reeskont kredilerini ve faiz oranlarını sistemde politika değişiklerine yön vermek için kullanmaktadır (Akçay, 1997, s. 37).

İngiltere 1973 yılı başlangıcı ile para stoku (M3) tabanlı istikrar politikası uygulamıştır. 1980'de ilan edilen Orta Vadeli Mali Strateji Programı kapsamında 1980-1981 dönemi %7-11 aralığında hedeflenen M3 artış hızının 1983-1984 döneminde %4-8 aralığına düşürülmesi öngörülmüştür. Parasal gelir ve parasal büyüklükler arasındaki ilişkinin zayıflaması sonucu söz konusu hedef sağlanamamış ve 1986 yılı ile parasal hedefleme politikası terkedilmiştir. 1987 yılı itibariyle informel şekilde döviz kurunu

parasal çıpa olarak kullanan İngiltere, bu programla da başarı elde edememiştir. 1990 Ekim'de Avrupa döviz kuru mekanizmasına dahil olunması ile formel olarak döviz kuru hedeflemesi uygulanır olmuştur (Yiğit, 2006, s. 55-59).

1992 Eylül'ün de Kara Çarşamba olarak bilinen döviz kuru krizi sonucunda Paund %10 oranında devalüe edilmiş ve döviz kuru mekanizmasına dâhil olan ülkelerin faiz oranlarını yükseltmelerine yol açmıştır. İngiltere ise faiz oranlarını arttırmamış ve Avrupa döviz kuru mekanizmasından dışlanarak Paund'u dalgalanmaya bırakmıştır. Bu durum karşısında İngiltere, para politikalarına olan güveni tekrar tahsis etmek ve alternatif parasal bir çıpa sağlamak adına Yeni Zelanda ve Kanada'nın başarı elde ettiği enflasyon hedeflemesi stratejisine olumlu yaklaşmış ve 8 Ekim 1992 tarihinde enflasyon hedeflemesi stratejisine geçtiğini açıklamıştır (Bernanke, 1999). TÜFE'den ipotek faizleri çıkarılması ile elde edilen endekse %1-4 aralığında hedef koyan İngiltere Merkez Bankası 1993 Şubat'ta ilk enflasyon raporunu yayınlamış ve yılda dört sefer yayınlamak suretiyle geleceğe yönelik enflasyon tahminlerini de kamuoyu ile paylaşmıştır (Yiğit, 2006, s. 55-59).

Bankaların kısa vadeli borçlanmalarını gerçekleştirildiği para piyasaları bu iletim mekanizmasının önemli bir parçasıdır. Ancak, 2008–2009 finansal krizinde bankalar arası para piyasaları ciddi bir şekilde bozulmuş ve Merkez Bankası'nca politika faiz oranlarının alt sınırını düşürülerek geleneksel para politikası araçları yoğun bir şekilde kullanılmıştır (Akt; Yılmaz, 2015, s. 36; Bank of England, 2013).

Tablo 4. İngiltere 2010-2018 Büyüme Enflasyon İşsizlik Verileri

	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
Büyüme	2,4	1,2	1,8	2,5	2,6	1,9	1,8	1,8	1,7
Enflasyon	3,3	4,4	2,8	2,4	1,3	0,8	0,8	2,8	2,0
İşsizlik	7,0	8,0	8,0	6,7	6,2	5,4	4,9	4,4	4,0

Kaynak: Trading Economics, (2019).

2008 yılında finans kuruluşlarının özellikle Amerika ile yakın ilişkisi nedeniyle İngiltere'de krizden etkilenmiş, ipotekli kredileri satmasına ve Amerika'dan finans

sağlamasına rağmen likidite açığı oluşan bankalara devlet desteği sağlanarak kurtarılmıştır (Küçükbakırcı, 2019, s. 39).

Bu eksende kaldıraç oranı artırılırken, faiz oranı %15' ten %5 'e gerilemesi firmaların daha fazla borçlanması sorununu ortaya çıkarmış kaldıraç oranını daha da artmasına sebep olduğu gibi varlık fiyatlarında keskin düşüş ve belirsizlik ortamı yaratarak iflaslara yol açmıştır. Bu dönemde İngiltere gecelik faiz oranını %3'ten %5'e yükseltmiş bankalar arası borç vermeyi kolaylaştırarak piyasadaki likiditeyi artırmıştır. Uyguladığı para politikalarıyla piyasaya müdahale etmiştir (Küçükbakırcı, 2019, s. 40).

2009 Yılında GSYİH %4,9 daralan İngiltere 2010 yılında resesyondan çıkmış, dünya enerji sektöründe ki fiyatların gerilemesiyle ülke ekonomisi iyileşme sürecine girmesine rağmen sıkı para politikası uygulaması devam etmiştir.

İngiltere Merkez Bankası, genel olarak olağan zamanlarda geleneksel para politikası araçlarından kısa vadeli faiz oranını kullanmaktadır. Merkez bankası likiditeyi ve faiz oranlarını değiştirmek amaçlı açık piyasa işlemlerini kullanmaktadır. Bunun yanı sıra faiz oranlarıyla banka kredileri ve mevduat oranları değiştirilebilmektedir (Yılmaz, 2015, s. 37).

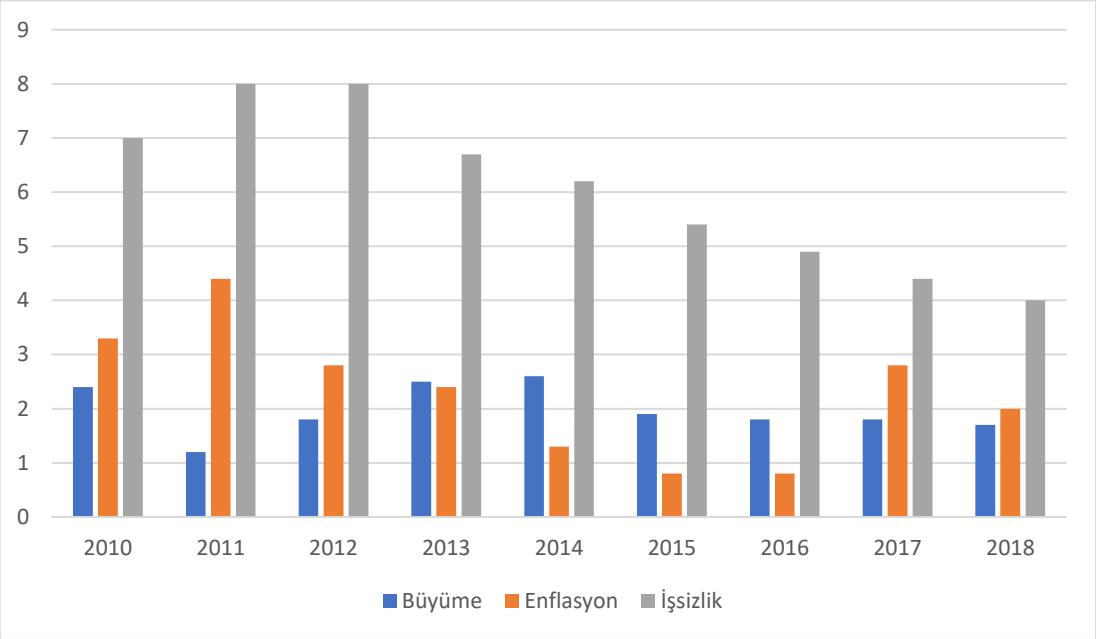
AB üyeliğinden ayrılma kararı alan İngiltere komisyonla görüşmelerine devam etmektedir, aslında ortak para birimine geçmemiş olması birliğe karşı mesafeli duruşu Brexit kararının geçmişini oluşturmaktadır (Aras ve Günar, 2018, s. 94).

Avrupa Birliği'nden ayrılma kararı, üye ülkeler açısından, sosyal, kültürel, politik ve ekonomik birçok etkileri olacak, oldukça önemli bir adımdır. Nitekim, IMF Dünya Ekonomik Görünüm Raporu'nda (Ekim, 2016, s. 20) Brexit referandumunu takiben oluşan ekonomik, politik ve kurumsal belirsizliğin, İngiltere ve özellikle gelişmiş Euro-Bölgesi ekonomileri için birçok negatif makroekonomik sonuç doğuracağı endişesine yer verilmiş ve izleyen dönemde Euro-Bölgesi ve İngiltere'de büyümenin yavaşlayacağı tahmin edilmiştir (Kılcı, 2018, s. 2).

İngiltere merkez bankası (BoE), 2017 yılında, on yıl aradan sonra ilk faiz artırarak politika faiz oranını %0,25'ten %0,50'ye yükselterek varlık alım hedeflerini sabit tutacağını ve faiz kararının ardından istihdam ve enflasyon rakamlarındaki mevcut

durumun yanı sıra ekonomik büyüme hızının da aynı seyretmesinin hedeflendiğini açıklayan banka, Brexit *(Ek 4)* sürecine rağmen, küresel talebin olumlu seyredeceğini vurgulasa da bu süreçte ekonominin desteklenmesi gerektiğinin altını çizmiştir (Aras ve Günar, 2018, s. 94).

Şekil 11. İngiltere 2010-2018 Büyüme Enflasyon İşsizlik Verileri



Kaynak: Trading Economics, (2019).

BoE ekonomi de enflasyonist eğilimleri izler ve değerlendirir. İşsizlik, tüketici güveni, ekonomideki eksik kapasite, döviz kuru indeksi, ev fiyatları, ekonomik büyüme gibi faktörleri inceler ve burada çıkan istatistiğe göre enflasyonun çıkma ya da düşme eğiliminde olup olmadığına karar verir. Eğer yüksek enflasyon ve yüksek büyüme umuluyorsa, faiz oranlarını arttırma eğilimine girerler. Eğer düşük büyüme ve düşük enflasyon bekleniyorsa, faiz oranlarını düşürmektedir. Enflasyon hedeflemesi genellikle fiyat istikrarı sağlamada yardımcı olmuştur. Para politikasının amacı enflasyon oranını %2 civarında tutup fiyat istikrarını sağlamaktır. Bu oran +/- 1 aşağı veya yukarı yönlü oynayabilmektedir (Akt; Akın, 2017, s. 324-345; Treasury, 2013).

3.1.4. Almanya

Birinci dünya savaşı sonrasında, Almanya'da karşılaşılan hiper enflasyon sonrasında bir takım stabilizasyon programları belirlenmiş ve Reichsbank hükümetten bağımsız olduğu yasal olarak ortaya konmuştur. Fakat 1939 yılında Hitler Hükümeti bu kararı bozarak bankanın bağımsızlığı konusunda atılan ileriye dönük adımları geri almıştır. Sonuçta gerçekleşen bu olaylar sonucunda hiper enflasyonun daha da artması bağımsızlık konusunun önemini kısa sürede fark ettirmiştir.

1945 yılında Hitler Hükümetinin yıkılmasından sonra ülkenin hiper enflasyonundan sorumlu tutulan Reichbank'ın kapatılmış, onun yerine 1957 yılında Bundesbank kurulmuştur. Sermayesi bütünüyle kamuya ait olmasına karşın Bundesbank adeta bağımsızlık kavramıyla özdeşleşmiştir. Para politikasının formülasyonu, para arzının düzenlenmesi, hedeflerin seçimi ve hükümete kredi sağlama gibi çok geniş yetki sahibi olduğu söylenmektedir.

Bundesbank, parlamentonun denetiminden bağımsızdır. Fakat, faaliyetlerinin sonuçlarıyla ilgili rapor hazırlamakla yükümlüdür. Ayrıca hükümete kaynak sağlamak amacıyla verilecek kredi limitleri, yasa ile Bundesbank tarafından çok katı bir şekilde sınırlandırılmıştır. Bankanın hükümete 6 milyar marktan daha fazla kredi açması mümkün değildir.

Bundesbank para politikası araçlarının seçiminde ve kullanılmasında, piyasaya müdahale araçlarının belirlenmesinde ve faiz hadlerinin saptanmasında yasa ile tam bağımsızlığa sahiptir. Ayrıca, kurumsal bağımsızlığın yanı sıra, fonksiyonel bağımsızlığa da sahiptir. Gerekli araçların kullanımında tek başına yetkili olduğu için konjonktüre uygun olarak araçları değiştirip, ekonomik şartlara uygun araç seçimine gidebilmektedir (Aydın, 2014, s. 1167).

Alman Hükümeti, Merkez Bankası'na doğrudan müdahalede bulunamamaktadır. Hükümet maliye politikasından sorumluyken, Bundesbank para politikasının yürütülmesinden sorumludur. Fakat zaman zaman Merkez Bankasının maliye politikası üzerinde etkileri görülse de hükümetin para politikası üzerinde etkisi görülmemektedir (Aydın, 2014, s. 1167).

Bundesbank, günlük rezerv yönetiminde en az aktiviteye sahiptir, repo ihaleleriyle genelde günlük likidite ihtiyaçları karşılanmakta olup repo ihalesinde teklif edeceği önceden belirleyerek işlemlerini gerçekleştirme, zaman zaman ihaledeki faiz oranını sabitleyerek politika önceliklerini yönlendirmektedir (Akçay, 1997, s. 54).

Reeskont kredilerini para politikası aracı olarak kullanan banka önemsiz miktarda DİBS stoku bulunduran banka parasal tabanı etkilemek amacıyla özellikle merkez bankası kredileriyle repo işlemlerini kullanmaktadır (Akçay, 1997, s. 54).

Almanya'da bankalara tanınan reeskont kredisi kotaları tamamen kullanıldığı için bankaların olağanüstü rezerv hareketlerine rastlanmamaktadır. Bundesbank, bu kotaların üzerindeki kredi taleplerinde oldukça yüksek faiz oranı uygulamaktadır. Lombard Kredileri olarak adlandırılan bu krediler, kısa dönem faiz artışlarının önlemektedir (Akçay, 1997, s. 55).

Avrupa Birliği kurucu üyesi olan Almanya, Avrupa ortak para birimi olan Euro'yu, 1 Ocak 2002 tarihinde resmen kullanmaya başladı. Euro sistemi veya Euro alanı, bir ekonomik ve parasal birlik alanıdır. Benzer parasal birlik oluşumlar ile kıyaslandığında Euro alanı, yalnızca ortak para biriminin kullanıldığı ve ortak para politikasının geçerli olduğu parasal birlik alanı değil, ayrıca üye ülkeler arasında makroekonomi politikalarını koordine ederek ve yakınlaştırarak, ekonomi politikaları arasında uyum sağlama yönünde oldukça ileri bir ekonomik birliktir (Akt; Aydın, 2014, s. 1167; Akçay, 2006, s. 3).

Euro para biriminin son derece istikrarlı bir seyir izlediği söylenebilir. Kur istikrarı, uzun dönemde yatırım kararları ve büyüme perspektifi açısından son derece önemli bir faktördür. Bu anlamda istikrarlı bir Euro para birimi AB ülkelerinin ekonomileri için önemli avantajları beraberinde getirmektedir. Almanya için de aynı olumlu etkilerin söz konusu olduğu görülmektedir. Alman para birimi Mark tarihsel olarak istikrarlı olmasıyla bilinir. Almanya, 1999 yılında para ve kur politikası konusunda sorumluluğu tamamen AMB' ye bırakmıştır. 1 Ocak 1999 yılında elektronik biçimde kullanılmaya başlanan Euro 1 Ocak 2002'de kâğıt para ve ufaklıkların dolaşıma girmesi ile fiilen eski paraların yerini almaya başlamıştır (Akt; Aydın, 2014, s. 116; Mumcu, 2011, s. 111).

Tablo 5. Almanya 2010-2018 Büyüme Enflasyon İşsizlik Verileri

	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
Büyüme	3,9	3,7	0,7	0,6	2,2	1,5	1,9	2,5	1,5
Enflasyon	1,2	2,5	2,1	1,6	0,8	0,2	1,6	1,7	1,9
İşsizlik	6,9	5,9	5,4	5,2	5,0	4,6	4,2	3,8	3,4

Kaynak: IMF, (2019).

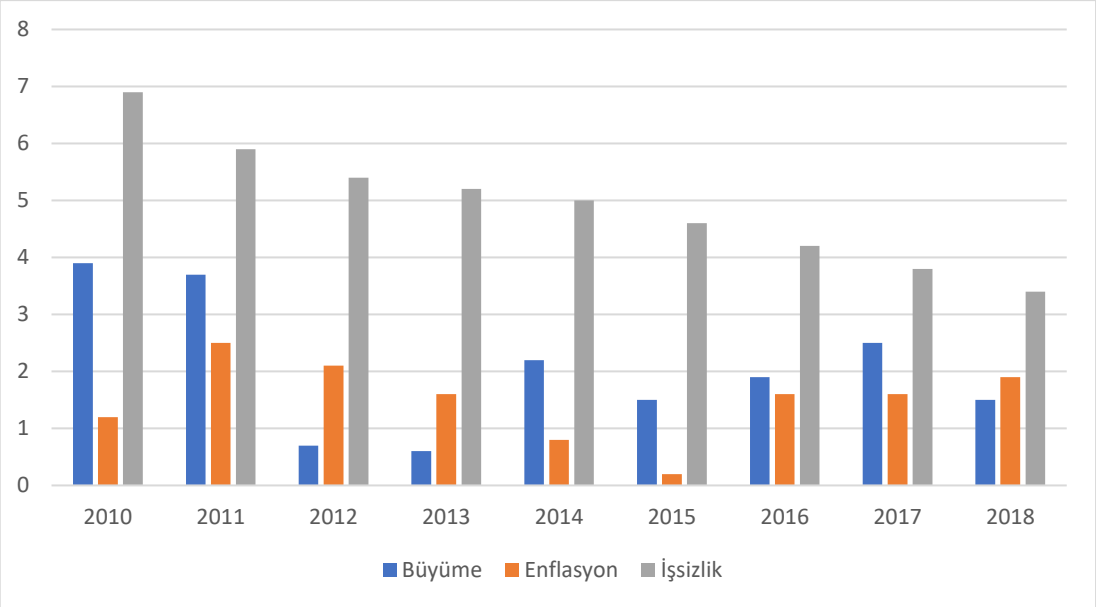
Alman Bankalar Birliği tarafından yapılan bir çalışmaya göre Euro para biriminin kullanılmaya başlandığı 1999 yılından itibaren Almanya'da yıllık ortalama enflasyon oranı yaklaşık %1,5 olarak hesaplanmıştır. Bu oran Euro öncesi dönem ile kıyaslandığında oldukça düşüktür. 1949-1998 yılları arasında D-Mark'ının yıllık değer kaybı ortalama %3 olmuştur. Başka bir deyişle Euro, diğer ülke para birimlerine kıyasla değerli para birimi Alman Mark'ından daha istikrarlıdır (Akt; Aydın, 2014, s. 1171; Caro and Gregosz, 2011, s. 3).

Almanya'nın nominal GSYİH 2008'in ikinci ve üçüncü çeyreğinde, küresel ve Avrupa durgunluk döngüsünü takiben ülkeyi teknik bir ekonomik durgunluğa soktu Almanya sanayi üretimi, aynı yılın Ağustos ayıyla karşılaştırıldığında Eylül ayında %3,6'ya geriledi. 2009 yılının Ocak ayında, Alman hükümeti, bazı işkollarını bir düşüşten ve işsizlik oranlarındaki artıştan korumak için 50 milyar Euro (70 milyar dolar) ekonomik teşvik planını onayladı. Almanya, 2009 yılının ikinci ve üçüncü çeyreğindeki durgunluktan, çoğunlukla üretim siparişleri ve dışsatımı ve nispeten istikrarlı tüketici talebi nedeniyle çıktı (IMF, 2019).

Almanya, AB, G8 ve G20'nin kurucu üyesidir ve 2003'ten 2008'e kadar dünyanın en büyük ihracatçısı olmuştur. 2011 yılında üçüncü büyük dış satımcı ve üçüncü büyük dış alımcı olarak kalmıştır (IMF, 2019).

2012 yılı boyunca, Almanya ekonomisi bölgesel komşu ülkelere göre daha güçlü olmaya devam etmiştir. 2015 yılı işsizlik oranı yüzde 4,8 olmuştu. İşsizlik oranı 2017 itibarıyla yüzde 5,5 seviyesindeydi (IMF, 2019).

Şekil 12. Almanya 2010-2018 Büyüme Enflasyon İşsizlik Verileri



Kaynak: IMF, (2019).

3.2. Bazı Gelişmekte Olan Ülkelerde Para Politikalarına Yönelik Araçlar

3.2.1. Şili

Şili'nin enflasyon sorunu kalıcı bir politika oluşturulamadığı için çözülememiştir. Dolayısıyla politikacıların gündeminden de düşmemiştir. Alternatif çözüm olarak 1970'de sabit döviz kuru rejimi kapsamında istikrar programı uygulayan Şili Merkez Bankası (The Central Bank of Chile) başarı elde edememiştir. 1972'ye gelindiğinde ise enflasyon %200'lere ulaşmıştır. 1973 yılında hükümetin değişmesi, döviz kurunu nominal bir çıpa olarak değil de ekonominin dış piyasadaki rekabetinin devamlılığı için kullanılır hale getirmiştir.

1974 yılı öncesinde, 20 ticari devlet bankası, bir yabancı sermayeli ticaret bankası ve birkaç banka dışı finansal kuruluştan oluşan finansal sektörün hareketleri, büyük ölçüde kontrol altında tutulmuştur. Finansal işlemlerin ve dış ticaretin liberalleşmesinde, parasal alanı da kapsayan reformlar başarıyla uygulanmıştır. 1970'lerin ortasından başlayarak, istikrar çabaları, bütçe açığının azaltılması ve ılımlı bir para politikası üzerinde durulmuştur. 1976 yılından itibaren, içinde kamu bankalarının da yer aldığı bir

özelleştirme programı çerçevesinde, dış ticarette tarifeler indirilmiş, sermaye hareketleri serbestleşmeye başlamıştır (Akçay, 1997, s. 60).

Şili hem yüksek enflasyon oranlarıyla hem de kısa sürede oluşan keskin zıtlıklarıyla dikkat çekici bir ülke olmuştur. Zira 1973'te dünyadaki en yüksek enflasyon oranına %600 sahip olmakla birlikte 1981'de de dünyadaki en düşük enflasyon oranlarından %9,5 birini gerçekleştirmiştir. Aynı keskin zıtlığı milli hasılanın büyüme oranında da göstermiş, 1975'te-%12,9 olan oran, 1977-1980 döneminde %8,5 olarak gerçekleşmiştir (Akt; Balseven ve Erdoğdu, 2004, s. 13; Edwards, 1999, s. 25).

Tüm bu gelişmelerle birlikte 1978'de tablita sistemi *(Ek 5)* uygulanmaya başlanmıştır. Uygulanan sıkı para politikalarıyla enflasyon üç haneli rakamların altına düşmüştür. Bütçe fazlasının GSMH' a oranı da 1978'de %1,5 oranında iken 1979'da %4,5 olarak gerçekleşmiştir. Mali politikalar ile nominal döviz kuru desteklenirken hükümetin ücretleri enflasyon oranına endekslemesi ile enflasyonist beklentiler kırılamamıştır. Enflasyon rakamları %31–39 aralığında seyrederken, peso aşırı oranda değerlenmiştir. Bu durum Şili'deki ihracatçıların uluslararası piyasadaki rekabet güçlerinin kaybına neden olmuştur. 1981 yılı sonunda Şili'de cari açık %14,5 seviyesine çıkmıştı. Bu aslında döviz kuru rejiminin çöktüğünü gösteriyordu. Programa yönelik güven azalmış, yabancı yatırımcılar sermaye girişini durdurma yönünde adımlar atmışlardı. 1982 yılı başlarında faiz oranları keskin bir şekilde yükselmiş, tüketime ara verilmiş ve ülke derin bir durgunluk sürecine girmişti. Sabit döviz kuru çıpasının sürdürülemeyeceğinin farkına varan hükümet 14 Ocak 1982'de döviz kuru çıpasından vazgeçtiğini bildirmiştir (Balseven ve Erdoğdu, 2004, s. 13).

Parasal ve yapısal reformlarla desteklenerek 1985 yılında uygulamaya geçilen yeni istikrar programıyla, tasarruf ve yatırımların artışına katkıda bulunulmuş, reel büyüme hızının artması ve sürdürülmesi sağlanmıştır. Cari işlemler açığının GSMH' ya oranı 1984' de %15.9iken 1988'de %1'e kadar gerilemiştir. Ekonomi istikrarlı bir şekilde büyümeye başlamış hatta birçok destekleme programı uygulamadan kaldırılmıştır (Akt; Akçay, 1997, s. 64; Morande, 1990).

1987 yılından sonraki dönemde merkez bankasının özerkliğini artırıcı kararlar alınmış, merkez bankasının yetkileri artırılmış, daha serbest yapıya kavuşturulmuştur.

1989 yılı ve sonrasında Şili ekonomisinde sermaye akımlarının ekonomi üzerinde ciddi etkiler yarattığı görülmektedir. Ekonomi büyüme hızı dalgalanmaya başlamış, faiz oranları yükselmiş bu durum para politikasında kademeli olarak dolaylı para politikası araçları üzerinde çalışan merkez bankası uygulamalarını zorlaştırmıştır (Akçay, 1997, s. 64).

1990-1997 döneminde enflasyon hedeflemesi çeşitli politikalarla birlikte uygulama alanı bulmuştur. Bu politikalar sterilizasyon, döviz kuru bandı ve sermaye girişlerinin kontrolüdür. Sonuç olarak hedefe ulaşılmış, 1996 yılında %87,6, 1997 yılında %97,0 olan enflasyon rakamları %4 düzeyine çekilebilmiştir. Şili 1999 yılında tam olarak enflasyon hedeflemesine geçmiştir. Bu dönemde yeni para ve kur politikası altında dalgalı döviz kuru rejimi, tam bir enflasyon hedeflemesi ve şeffaflık daha yüksek olarak benimsenmiştir (Balseven ve Erdoğdu, 2004, s. 13).

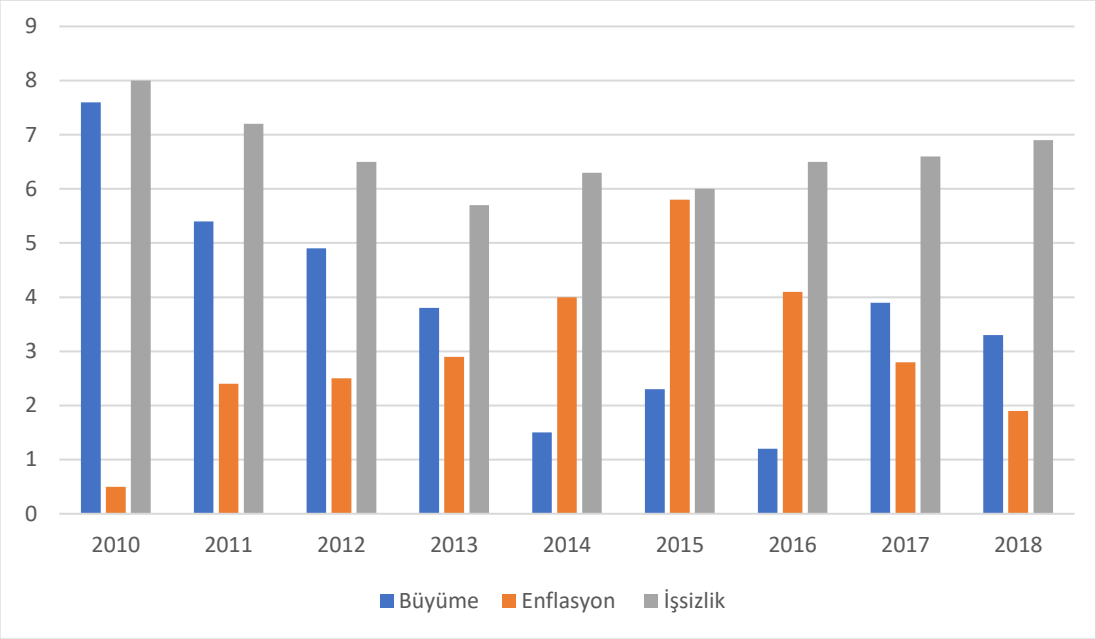
IMF verilerine göre 2005 yılı itibariyle ise %3,2 enflasyon oranına ve %6,1 büyüme hızına ulaşmıştır. Tablo 6'da görüldüğü üzere enflasyon ortalamasında oldukça başarılı bir grafik yakalayan Şili ekonomisini bu verilere dayanarak değerlendirirsek, enflasyon hedeflemesi uygulamasında başarılı olmuştur diyebilmekteyiz.

Tablo 6. Şili 2010-2018 Büyüme Enflasyon İşsizlik Verileri

	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
Büyüme	7,6	5,4	4,9	3,8	1,5	2,3	1,2	3,9	3,3
Enflasyon	0,5	2,4	2,5	2,9	4,0	5,8	4,1	2,8	1,9
İşsizlik	8,0	7,2	6,5	5,7	6,3	6,0	6,5	6,6	6,9

Kaynak: Trading Economics (2019).

Şekil 13. Şili 2010-2018 Büyüme Enflasyon İşsizlik Verileri



Kaynak: Trading Economics, (2019).

Uygulanan sıkı para politikasıyla, 1998 yılında ortaya çıkan finans krizinin etkisiyle artan cari açık azaltılmasına rağmen büyüme oranı %4 olarak gerçekleşmiştir. Daha sonraki yıllarda yaşanan kuraklık ile tarım sektöründe üretim azalmasına neden olmasıyla ekonomik küçülme yaşanmıştır. 2010 yılında OECD'ye katılan Şili, yaklaşık 25.000 Dolar seviyesindeki kişi başı gelir düzeyine ulaşmıştır. Sonraki yıllarda toparlanan ekonomi ortalama %4 düzeyinde gerçekleşmiştir. 2015 yılında %2,3, 2016 yılında %1,4, 2017 yılında %1,4 ve 2018 yılında 2,7 oranında büyümüştür.

3.2.2. Brezilya

Güney Amerika'nın en büyük yüzölçümüne, nüfus açısından Dünya'nın beşinci büyük ülkesi ve GSMH bakımından ise dörtte bir hacmi olan, bol doğal kaynakları, tarım ve canlı hayvan ürünleri, mineral ve metal ürünleri potansiyeline sahip Brezilya, 1980' li yıllarda başlattığı liberalleşme politikalarıyla ülkeye giren yabancı yatırım tutarlarında atılım yaşamış, İMF destekli ekonomik programlarla artan ihracat hacmiyle yüksek oranlarda büyüme sağlanmış, enflasyonla mücadelede Brezilya Merkez Bankası (Banco Central do Brasil) önemli başarılar kazanmıştır (Akbulak, 2008, s. 1).

Finans piyasaları penceresinden bakıldığında, bankacılık sektörünün ağırlıklı olduğu Güney Amerika'nın en gelişmiş borsası olan Sao Paulo Borsası (BOVESPA) nın da Brezilya'da bulunduğu söylenebilmektedir (Akbulak, 2008, s. 1).

26 Mart 1991'de Brezilya ve Arjantin'e Paraguay ve Uruguay'ın da katılımıyla AB göz önüne alınarak hazırlanan Asuncion Anlaşması olup, söz konusu Anlaşma ile Güney Ortak Pazarı (MERCOSUR) Organizasyonu oluşturulmuştur. Bu anlaşma ile malların, emeğin ve paranın serbest dolaşımı öngörülmüştür (Gitmez, 2013, s. 8).

Brezilya, enflasyonun yüksek oranlarda seyrettiği popüler bir ülkedir. 1981-1994 döneminde %100'ü aşan yıllık enflasyon oranı, 1993-1994'te ise %2700 oranında hiperenflasyon yaşanmıştır. Enflasyonun çözümü için Brezilya'da uygulanan başlıca istikrar programları sırasıyla 1986 Cruzada Planı (*Ek 6*), 1989 Summer Planı, 1990 Collar Planı ve 1994 Real Planı olmuştur (Akt; Yiğitbaş, 2009, s. 217; Yay, 2001, s. 41).

Tablo 7. Brezilya 2010-2018 Büyüme Enflasyon İşsizlik Verileri

	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
Büyüme	5,6	2,6	2,5	2,7	1,1	-5,5	-2,3	2,4	1,3
Enflasyon	4,7	6,5	5,5	5,7	6,5	8,5	7,5	4,5	3,4
İşsizlik	3,6	3,6	4,8	6,9	6,8	8,5	11,5	12,6	12,34

Kaynak: Trading Economics, (2019).

Döviz kuru çıpasına dayanan Real Planı ile yüksek enflasyon oranları dizginlenmiş, 1994 yılındaki dört haneli rakamlardan 1995'e gelindiğinde iki hanelilere ve 1998'de %2'den daha az oranla düşürülmüştür. Ancak enflasyon oranının düşürülmesindeki başarı mali alanda sağlanamamıştır. Kurun sabitlenmesi Brezilya ulusal parasının aşırı değerlenmesine ve 1997-1998'de spekülatif atakların ortaya çıkmasına neden olmuştur. Kamu borçlarının artmasıyla milli gelirin 1998 yılı itibariyle %-0,12'lere düşmesi sonucu IMF ile anlaşma imzalanmıştır. Ancak programın kredibilite eksikliği döviz kuru baskılarını ve sermaye kaçışlarını önleyememiş, 1999'da döviz kuru rejimi çökmüştür (Akt; Tuna, 2007 s. 243; Nicias, 2000, s. 132).

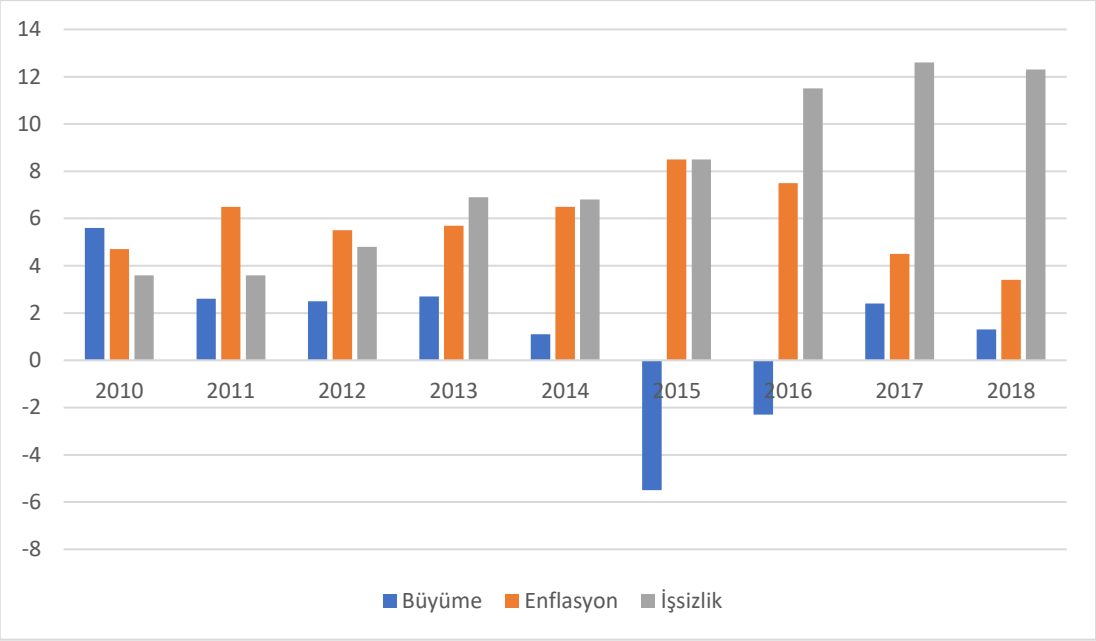
Bu gelişmeler sonrasında Brezilya 1999 Temmuz'unda resmi olarak enflasyon hedeflemesi stratejisine geçmiştir. Yasal dayanak altında, enflasyon hedefinin oluşturulması ve referans aralığın tespiti Maliye Bakanlığı tarafından gerçekleştirilir. Hedefin tutturulmasın da sorumlu olan Merkez Bankası araç bağımsızlığına sahipken hedef bağımsızlığına sahip değildir. Hedefin ihlali durumunda merkez bankası başkanı hedefe niçin ulaşılamadığını ve ulaşabilmek için alınması gereken önlemlerin yer aldığı mektubu maliye bakanına göndermekle yükümlüdür. Ayrıca her çeyrek dönemde enflasyon raporunu da yayınlamak zorundadır (Akt; Tuna, 2007, s. 243; Nicias, 2000, s. 132).

Yine şeffaflık ve hesap verebilirliğin üst düzeyde olması benimsenmiştir. Program doğrultusunda hedefler 1999'da %8, 2000'de %6, 2001'de %4 ve 2002'de %3,5 olarak belirlenmiştir. İlk yılın gerçekleşmesi %8,94 ile hedefin biraz üstünde olmuştur. 2000 yılında ise, hedef %6 iken gerçekleşen %5'in altında olarak daha iyi bir performans sergilemiştir. 1999 yılı ile birlikte döviz kuru şoku ve uluslararası petrol fiyatlarında %100'ü aşan yükselme ile ulusal para değer kaybetmiş, negatif arz şokları yaşanmış ve kamu malları fiyatları yükselmiştir (Tuna, 2007, s. 243).

Real üzerine devalüasyon baskısı oluşturması nedeniyle 1999'da enflasyon hedeflemesi politikasına geçilen. Brezilya Enflasyon hedefini iki yıllık dönemler itibarı ile açıklanmış, TÜFE baz alınarak belirlenmiştir. Enflasyon hedefi 1999 yılı için %8, 2000 yılı için %6 ve 2001 yılı için %4 olarak belirlenmiştir. Tolerans aralığı ise her yıl için yüzde +/- 2 olarak belirlenmiştir. 2001 yılında Brezilya'da yaşanan enerji krizi, Arjantin'de yaşanan krizinde etkisiyle, enflasyon oranı mevcut hedefin 1,7 puan üzerine çıkmıştır. 2002 yılı için enflasyon oranı ise hedefin 5 puan üzerinde %12,53 olarak gerçekleşmiştir. Sonraki yıllarda enflasyon oranları daha ılımlı bir seyir izleyerek kontrol edilebilir düzeye gelmiştir (Kiper, 2012, s. 5).

Brezilya, Rusya Federasyonu, Hindistan ve Çin Halk Cumhuriyeti'nden oluşan ülkelerle birlikte, 2001 yılında. Building Better Global Economic BRICs adını, BRIC terimiyle İkinci Dünya savaşı'ndan sonra IMF ile Dünya Bankası ekseninde kurulan küresel finans düzleminde daha fazla söz hakkı kazanmak için kurmuştur (Akt; Yardımcıoğlu ve Şerbetçi, 2017, s. 6; Akgemci, 2011, s. 3).

Şekil 14. Brezilya 2010-2018 Büyüme Enflasyon İşsizlik Verileri



Kaynak: Trading Economics, (2019).

Brezilya, IMF ve Dünya Bankasınca yapılan 2011 yılı ekonomik büyüklüklere göre dünya ülke sıralamasında 6'ncı olmasına rağmen ekonomide teşvik paketlerinin de devreye sokulması 2012 yılında büyümeyi %2'nin üzerine çıkaramamıştır. Bununla birlikte, güçlü bir iç piyasanın olması, ekonomik faaliyetlerinin çeşitliliği ve geçtiğimiz dönemdeki siyasi istikrarı Brezilya'yı yatırımcılar için cazip bir ülke haline getirmektedir ve buna bağlı olarak Toplam yatırımların milli hasılaya oranı %15'lerde iken 2012 yılında %18-19 civarına yükselmiştir Brezilya ekonomi politikalarını, enflasyonun kontrolü, dış ticaret dengesi ve ekonomik kalkınmanın desteklenmesi hedeflerine göre yürütmektedir (EB, 2013).

Brezilya'da 2016 yılında başlayan politik çalkantıların ekonomik iyileşmelere de mâni olduğu değerlendirilmektedir. Sürdürülebilir ekonomik kalkınma için yapısal reformalar konusunda daha sıkı çalışması gerekmektedir. İşsizlik oranı son 6 yılın en yüksek seviyesi yüzde 7,9 oranına yükselmiş, 2017'de bu oran artarak yüzde 12,88'e kadar yükselmiştir. Enflasyon oranı 2015 yılında son 13 yılın en yüksek oranı olan yüzde 10,67 olarak kaydedilmiş, alınan tedbirlerle 2017 yılında bu oran yüzde 3,79'a çekilmiştir. 2017 yılında Dünya ekonomisindeki hafif düzelmeye rağmen Brezilya

ekonomisinin zorluklar devam etmekte, dış ticareti ve doğrudan dış yatırımlardaki düşüş trendi devam etmektedir (Battal ve Akan, 2019, s. 5).

Brezilya merkez bankası, daha uzun bir parasal genişleme sürecine yönelik kararlar vermiş ve borçlanma maliyetleri düşse bile enflasyonun hedefin kontrol altında tutulduğunu belirtmiştir. Politika yapıcılar para politikasının yürütülmesinde, ekonomik faaliyetin gelişimine, risk dengesine, enflasyon tahmin ve beklentilerine bağlı olmaya devam edeceklerini vurgulamışlardır.

3.2.3. Güney Kore

Güney Kore'de 1950 yılında merkez bankasının (Hanguk Eunhaeng)kurulması ile 1940'lı yılların sonlarına kadar Japon sisteminin etkisi altında kalan bankacılık faaliyetleri değişmeye başlamıştır. Ekonomide beş yıllık kalkınma planları uygulanmaya başlanmış, turizm, tarım, sanayi, konut, ihracat alanlarında ihtisas bankaları kurulmuş, finansal sistem yeniden düzenlenmiş, dış ticaretin gelişmesiyle yabancı sermayeli bankaların ülkede faaliyet göstermelerine izin verilmiştir (Akçay, 1997, s. 86).

1960'lı yıllarda bankacılık sisteminin ekonomik gelişme için yeterli kaynağı sağlayamaması üzerine devlet, banka dışı kuruluşlar ile menkul kıymetler piyasasının gelişmesine önem vermiştir. Banka dışı kuruluşlara, bankalara göre daha yüksek faiz verme yetkisinin verilmesi, sistem içinde banka dışı kuruluşların 1971 yılında %15,1 olan payı, 1992 yılında %63,8'e yükselmesine neden olmuştur. Yapılan düzenlemelere bağlı olarak menkul kıymetler piyasası hızla gelişmeye başlamıştır (Akçay, 1997, s. 86).

Güney Kore'nin gelişmesinde devlet denetiminde uygulanan beş yıllık kalkınma planları önemli etkide bulunurken, ekonomi büyüdükçe devletin ekonomideki etkinliği azalmaya başlamıştır. Bu nedenle piyasa ekonomisine geçiş yönünde rekabet artırıcı düzenlemeler yapılmış, yapılan değişiklerle bankalara mevduat ve kredi işlemlerinde serbestlik tanınmıştır. Bu bağlamda dört kamu bankası özelleştirilmiş, bankacılık sisteminin geliştirilmesi için de 34 yabancı bankanın şube açmasına izin verilmiştir (Akçay, 1997, s. 87).

Bankaların fon işlemlerindeki serbestliğini artırmak amacıyla, dolaysız para politikası araçlarında dolaylı araçlara geçiş sağlanmıştır. Bu amaçla, kredilerin kontrolü

sağlayan kredi tavanları, tercihli kredi faiz oranları kaldırılmış, bankaların müşterilerinin kredi değerliliğine faiz oranı belirlemelerine olanak sağlanmış, bankaların teklif ve talep tavanları kaldırılmış, banka kredilerinin ve banka dışı finansal aracıların faiz oranları serbest bırakılmıştır (Akçay, 1997, s. 87).

Güney Kore, bankacılık sisteminin likiditesini etkilemek için reeskont politikasını uygulamış, ancak ekonomik gelişmenin çok hızlı hızlı olması ve reeskont kredileri faiz oranlarının mevduat faiz oranlarına göre düşük olarak belirlenmesine bağlı olarak bankaların merkez bankasında aşırı kaynak talebi nedeniyle, reeskont oranındaki değişmelerin kredi talebi üzerindeki etkisi sınırlı kalmıştır bu nedenle firmalarca çıkarılan ya da merkez bankası garanti fonu tarafından garanti edilen ticari senetler reeskonta kabul edilmiştir (Akçay, 1997, s. 88).

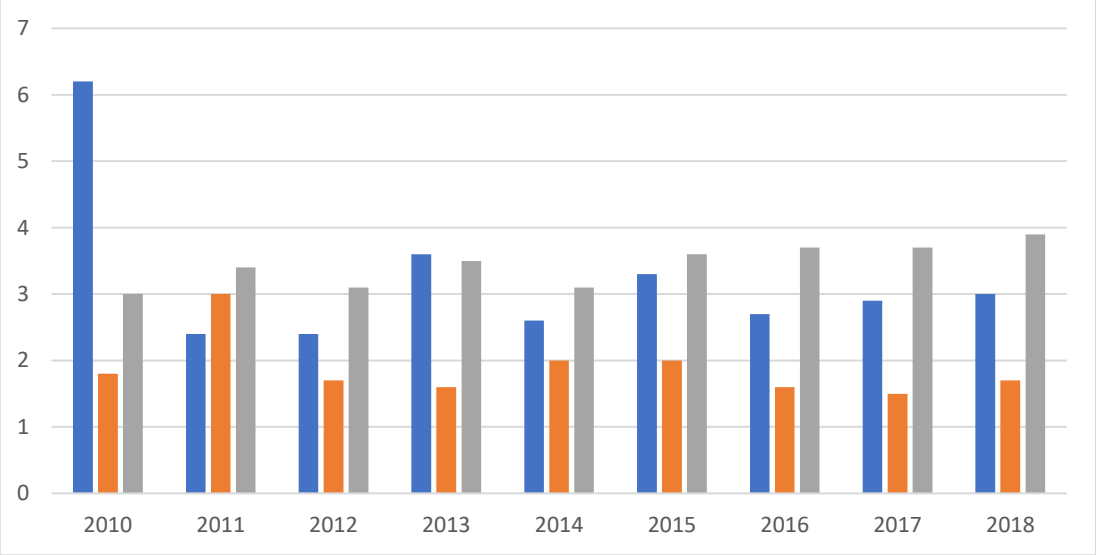
Bu gelişmelere karşılık Güney Kore'de açık piyasa işlemleri yeterli şekilde kullanılmamış, parasal istikrar bono ihalelerini genele yayarak banka dışı finansal aracılarında piyasada işlem yapabilmeleri sağlanmıştır. Merkez bankası yasası gereği, zorunlu karşılıkların %50'yi geçmemesi karar verilmiş olmasına rağmen, aşırı parasal genişleme dönemlerinde bankaların mevduatlarındaki artışın tamamını karşılık olarak tutmaları konusunda merkez bankasına yetki verilmiştir (Akçay, 1997, s. 90).

1998 yılında ilan edilen ilk enflasyon hedefi ± %1'lik bir tolerans aralığında %9 nokta hedefidir. 1999, 2000-2001, 2002-2003 yıllarında hedefler ± %1'lik bir tolerans aralığında nokta hedefi olarak, sırasıyla %3, %2,5 ve %3 ilan edilmiştir. 2004-2006 dönemi hedefi olan %2,5-3,5 ise %1'lik bir aralık öngören dar bir aralık hedefidir. 2007-2009 dönemi hedefi ise (± %0,5) bir tolerans aralığında %3 nokta hedefi şeklinde belirlenmiştir.

Enflasyon hedeflemesi ve dalgalı döviz kuru politikasını izleyen Güney Kore'nin ekonomik performansı incelendiğinde enflasyon, işsizlik, cari işlemler dengesi bakımından başarılı olduğunu söylemek mümkündür. 1998 yılında %7,5 olan enflasyon oranı, enflasyon hedeflemesiyle birlikte istikrarlı bir şekilde azalarak 2006 yılı itibariyle %2,2'ye gerilemiştir. İşsizlik oranı azalırken, cari fazla artmış ve büyüme oranı yaklaşık olarak %4 düzeyinde gerçekleşmiştir.

Güney Kore, 1998 yılında IMF ile yaptığı 57 milyar dolarlık yardım paketi anlaşmasıyla finansal sistem ve firma yapılandırmalarında reformlar gerçekleştirmiş, bankaların borçlanmalarına sınırlar getirilmiş sermaye yapısı güçlendirilmiştir. 2000 yılında merkez bankası döviz rezervleri 155 milyar dolara yükselmiş, en hızlı gelişme imalat sanayiinde olmuş, imalat sanayisinin gelişmesinde en etkin sektörler ise bilgi teknolojileri ve ileri teknoloji sektörleri olmuştur (Aytekin, 2015, s. 72).

Şekil 15. G. Kore 2010-2018 Büyüme Enflasyon İşsizlik Verileri



Kaynak: Trading Economics, (2019).

Güney Kore, 2010 yılında güçlü bir ekonomik performans göstermiş, 2011 yılında büyüme %3,6, 2012 yılında %2, 2013 yılında %3, 2014 yılında da %3,3 olarak gerçekleşmiştir.

Tablo 8. G. Kore 2010-2018 Büyüme Enflasyon İşsizlik Verileri

	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
Büyüme	6,2	2,4	2,4	3,6	2,6	3,3	2,7	2,9	3,0
Enflasyon	1,8	3,0	1,7	1,6	2,0	2,0	1,6	1,5	1,7
İşsizlik	3,0	3,4	3,1	3,5	3,1	3,6	3,7	3,7	3,9

Kaynak: Trading Economics, (2019).

Kore Bankası Para politikası uygulaması olarak ve finansal istikrarı sürdürebilmek açısından 2017 sonundan bu yana politika faizini iki kez yükselttikten sonra banka, 2019 boyunca, önceliğinin azalan ihracat ve yavaşlayan küresel büyüme kaynaklı baskı altındaki ekonomiyi desteklemek için faiz oranlarını sabit tutmayı tercih edeceğini göstermiştir.

Tablo 9. Gelişmiş Ülkelerde Kullanılan Para Politikaları

Ülkeler	Dolaylı Para Politikası Araçları			Dolaysız Para Politikası Araçları		
	Açık Piyasa İşlemleri	Reeskont Oranı	Zorunlu Karşılık	Miktarsal Genişleme	Faiz Oranları	Enflasyon Hedeflemesi
Amerika	✓	✓	✓	✓	✓	✓
Kanada	✓	✓	✓	✓	✓	✓
İngiltere	✓	✓		✓	✓	✓
Almanya	✓	✓	✓		✓	

Kaynak: Vural, (2013).

Gelişmiş Ülkelerin, aralarındaki farklı gelişmişlik düzeyi, farklı siyasi ve konjonktürel yapıları olmalarına rağmen hangi para politikası araçlarını kullandığı Tablo 18'de özet olarak verilmiştir. Amerika, Dolaylı Para Politikası araçlarından, Açık Piyasa İşlemleri, Reeskont Oranı ve Zorunlu karşılık Oranları kullanmış, Dolaysız Para Politikası Araçlarından ise Miktarsal genişleme ve Faiz Oranı araçlarını kullanmıştır. Kanada, Miktarsal Genişleme, Faaiz Taahhüdü, Açık piyasa işlemleri, Zorunlu Karşılık Oranları, Faiz Oranları Para politikalarını kullanırken, fiyat istikrarını sağlayabilmek için Enflasyon hedefi rejimi uygulamasını kullanmıştır. İngiltere, Açık Piyasa İşlemleri, Reeskont oranı, Zorunlu karşılık ve Faiz Oranı ve Faiz Koridoru araçlarını kullanmıştır. AB üyesi olan Almanya, Açık Piyasa İşlemleri, Reeskont Oranları, Zorunlu Karşılık ve Faiz Oranları para politikalarını uygulamıştır.

Tablo 10. Gelişmekte Olan Ülkelerde Kullanılan Para Politikaları

Ülkeler	Dolaylı Para Politikası Araçları				Dolaysız Para Politikası Araçları		
	Açık Piyasa İşlemleri	Reeskont Oranı	Zorunlu Karşılık	Döviz Kuru	Miktarsal Genişleme	Faiz Oran	Enflasyon Hedefleme
Şili	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓
Brezilya	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓
G. Kore	✓	✓	✓	✓		✓	✓

Kaynak: Vural, (2013).

Gelişmekte olan ülkelerin aralarındaki farklı gelişmişlik düzeyi, farklı siyasi ve konjonktürel yapıları olmalarına rağmen hangi para politikası araçlarını kullandığı Tablo 19'de özet olarak verilmiştir. Şili, Açık Piyasa işlemleri, Zorunlu karşılık Oranları, Döviz kuru, Faiz Oranı, Sıkı Para Politikası araçlarını kullanırken, fiyat istikrarını sağlayabilmek için Enflasyon hedefi rejimi uygulamasını kullanmıştır. Brezilya, Açık Piyasa İşlemleri, Zorunlu karşılıklar, Döviz Kuru, Faiz Oranı ve Sıkı Para Politikası uygularken, fiyat istikrarını sağlayabilmek için Enflasyon Hedefi rejimi uygulamasını kullanmıştır. G. Kore, Açık Piyasa işlemleri, Reeskont Oranı, Zorunlu Karşılıklar, Döviz Kuru, Faiz Oranı ve Sıkı Para Politikası araçlarını kullanırken, Fiyat İstikrarını sağlayabilmek için Enflasyon Hedeflemesi ve Kredi Tavanı rejimi uygulamasınıda kullanmıştır.

BÖLÜM 4. TÜRKİYE'DE UYGULANAN PARA POLİTİKALARI

4.1. Türkiye'de Uygulanan Para Politikası Araçları

4.1.1. Zorunlu Karşılıklar

Çalışmanın bu bölümünde zorunlu karşılıklar kavramını özellikle 2008 sonrası dönemde uygulamaya konulan farklı politikalarla açıklayıp, bu politikaların ülke ekonomisine olan yansımaları incelenmektedir. Bu kapsamda, zorunlu karşılıkların vadeye göre yapılandırılması ve zorunlu karşılıklara faiz ödenmesi gibi yeni stratejilerinin amacı ve ülke ekonomisine olan katkıları değerlendirilmektedir.

2016 yılı ve 2017 yılı başlarında artan döviz kuru ve sermaye piyasalarında yaşanan aşırı oynaklık, Merkez Bankasının temel hedefi olan fiyat istikrarını tehdit eder hale gelmiştir. Bu etkiyi sınırlamak amacıyla Merkez Bankası TL ve YP olarak tutulan zorunlu karşılıkların vade yapısında değişikliği gitmiştir. Öte yandan, zorunlu karşılıklara faiz ödemeye başlamış, zorunlu karşılık kapsamında tesis edilen likiditenin bir kısmını da piyasaya arz etmiştir.

Zorunlu karşılık uygulamasının Merkez Bankasının hem fiyat istikrarı hem de finansal istikrarı sağlamada büyük bir öneme sahip olduğu görülmüştür. Özellikle sermayenin bol ve ucuz olduğu dönemlerde Türkiye'de GSYH/Kredi Hacmi giderek artmış ve Merkez Bankasının ana hedeflerini tehdit eder hale gelmiştir. Merkez Bankaları, Finansal istikrarı sağlamak amacıyla, aşırı kredi genişlemesini engellemek için zorunlu karşılık oranlarını kullanmıştır. Merkez Bankası zorunlu karşılık oranlarını artırarak bankaların kredilendirilebilir fonlarına bir sınırlama getirilmiş olmakta ve böylece aşırı kredi artışlarının önüne geçilmiş olmaktadır (Akt; Çelik, 2019, s. 43; Demirhan, 2013, s. 582-583).

Öte yandan bankalar belirli bir faiz karşılığında mevduat toplar ve topladıkları bu mevduatları belirli bir faiz karşılığında satmaktadırlar. Genel olarak bankaların topladığı mevduatların ortalaması 3 ay, verdiği kredilerin ortalaması ise 1 yıldır. Bu noktada ortaya çıkan vade uyumsuzluğu beraberinde likidite ve faiz riskini getirebilmekte ve finansal istikrarsızlığa yol açabilmektedir.

Bu çerçevede zorunlu karşılık oranlarını, mevduatların vade yapısı ve para cinsine göre farklı oranlara göre değiştirmiştir. Bu yeni uygulamada temel amaç ise; bankaların vade yapısındaki uyumsuzluğunu giderip finansal istikrara destek vermektir. Aynı zamanda tablodan da anlaşıldığı üzere, YP olarak tesis edilen zorunlu karşılık oranlarını artırmak suretiyle -yani zorunlu karşılıkları tabana yayma politikası ile- kur üzerinde yaşanan olası etki ve baskıyı sınırlandırmaktır.

Tablo 11. Zorunlu Karşılık Oranları (%) TL.

Mevduat ve Katılım Fonu (Yurt dışı bankalar mevduatı/katılım fonu hariç)	**Oranlar**
Vadesiz, ihbarlı, 1 aya ve 3 aya kadar (1 ay ve 3 ay dâhil) vadeli	7
6 aya kadar (6 ay dâhil) vadeli	4
1 yıla kadar vadeli	2
1 yıl ve daha uzun vadeli	1
Müstakrizlerin Fonları	7
Diğer Yükümlülükler (Yurt dışı bankalar mevduatı/katılım fonu dahil)	**Oranlar**
1 yıla kadar (1 yıl dâhil) vadeli	7
3 yıla kadar (3 yıl dâhil) vadeli	3,5
3 yıldan uzun vadeli	1

Kaynak: TCMB (2010).

Tablo 12. Zorunlu Karşılık Oranları Yabancı Para (%)

Mevduat ve Katılım Fonu (Yurt dışı bankalar mevduatı/katılım fonu hariç)	**Oranlar**
Vadesiz, ihbarlı, 1 aya kadar, 3 aya kadar, 6 aya kadar ve 1 yıla kadar vadeli	19
1 yıl ve 1 yıldan uzun vadeli	15
Müstakrizlerin Fonları	19
Diğer Yükümlülükler (Yurt dışı bankalar mevduatı/katılım fonu dahil)	**Oranlar**
1 yıla kadar (1 yıl dâhil) vadeli	21
2 yıla kadar (2 yıl dâhil) vadeli	16
5 yıla kadar (5 yıl dâhil) vadeli	11
3 yıla kadar (3 yıl dâhil) vadeli	7
5 yıldan uzun vadeli	5

Kaynak: TCMB (2010).

4.1.2. Kredi ve Faiz Denetimleri

Merkez Bankasının, ticari bankaların çeşitli ekonomik faaliyetlerle ilgili olarak verecekleri kredilere üst tavan getirmek suretiyle kullandığı bir para politikası aracıdır. Bankaların verecekleri toplam kredi miktarına ya da belirli sektörlere verecekleri kredi miktarına bir sınırlama getirilebilir. Özellikle teşvik edilmek istenen sektörlere verilen kredi tavanları yüksek tutularak kredilerin bu sektörlere yönelmesi amaçlanmaktadır. Kredi tavanının banka bazında uygulandığı durumlar da söz konusudur. Bu tavanlar bankaların sermayesine, mevcut kredilerine, kredi alanlara ve mevduatlarına göre belirlenebilmektedir. Bu tür önlemlerle para otoriteleri, ticari banka fonlarının bazı spekülatif faaliyet ve alanlara kayışını da önlemeyi amaçlamaktadırlar (Akçay, 2003, s. 13).

Kredi tavanı uygulaması, özellikle bankaların açabilecekleri kredi hacmini kesin bir sınırlandırma getirmesi fonksiyonu gerek kredi hacmini ve gerekse kaydi para meydana getirme mekanizmalarını daraltmaktadır. Para stokunu ve ülkedeki talep hacmini denetim altında tutmak isteyen Merkez Bankasının özellikle tüketime yönelik krediler açısından böyle bir tavan uygulamasına gitmesi, piyasadaki likidite ve talep hacminin daraltılmasını sağlayacaktır (Akçay, 2003, s. 21).

Rezerv para yaratımı başka şekilde kontrol ediliyorsa, banka kredileri üzerinde etkin bir denetim sağlanabilmektedir. Ayrıca, dolaylı para politikası araçlarına geçiş sürecinde parasal kontrol kaybını da minimize etmektedir. Ancak, kredi tavanlarının piyasa tarafından belirlenmemesi nedeniyle, banka kaynaklarının dağılımındaki etkinlik azalmakta ve bankacılık sistemi dışındaki faaliyetlerin özendirilmesine yol açtığından etkinlik kaybına yol açmaktadır. Ayrıca, bu araçların etkin bir şekilde kullanımı likidite fazlalığına (mevduatlar büyürken kredilere konulan tavanlar nedeniyle likidite fazlalığı oluşmaktadır) ve mali aracılık hizmetlerinin bozulmasına yol açabilmektedir. Bu yöntemin en önemli özelliği arzulanan sonucun kesin olarak sağlanmasıdır (Koçyiğit, 2009, s. 12).

4.1.3. İthalat Teminatları

Para otoritesi, ithalatçıların yapacakları ithalatın değerinin belli bir oranının Merkez Bankasına önceden yatırılması zorunluluğu getirebilir. Tüm ithalat için belli bir oranda depozito yatırılma zorunluluğu, toplam talebi kısarak enflasyonist baskıları hafifletebilir. Eğer ithalat depozitosu bazı kalemler için uygulanıyorsa, burada amaç daha çok bazı malların ithalatını sınırlama ya da teşvik etmektir. Bu çeşit önlemlerle ülke ekonomisi için fazlaca katkısı bulunmayan üretim dallarına yönelik yatırım malları ithalatı kısıtlanabilir (Akt; Umut, 2015, s. 16; Parasız, 2009, s. 360).

4.1.4. Rezerv Opsiyon Mekanizması

ROM kısaca, bankaların Merkez Bankası nezdinde tutmuş olduğu yükümlülüklerin belirli bir kısmını YP veya altın olarak tesis edebilmesine imkân tanıyan bir uygulamadır. Burada sorulması gereken soru ise TL karşılığı tesis edilen zorunlu karşılığın ne kadarlık kısmının YP veya altın olarak tutulacağıdır (Akt; Keskin, 2018, s. 177; Alper ve Tiryaki, 2011, s. 2).

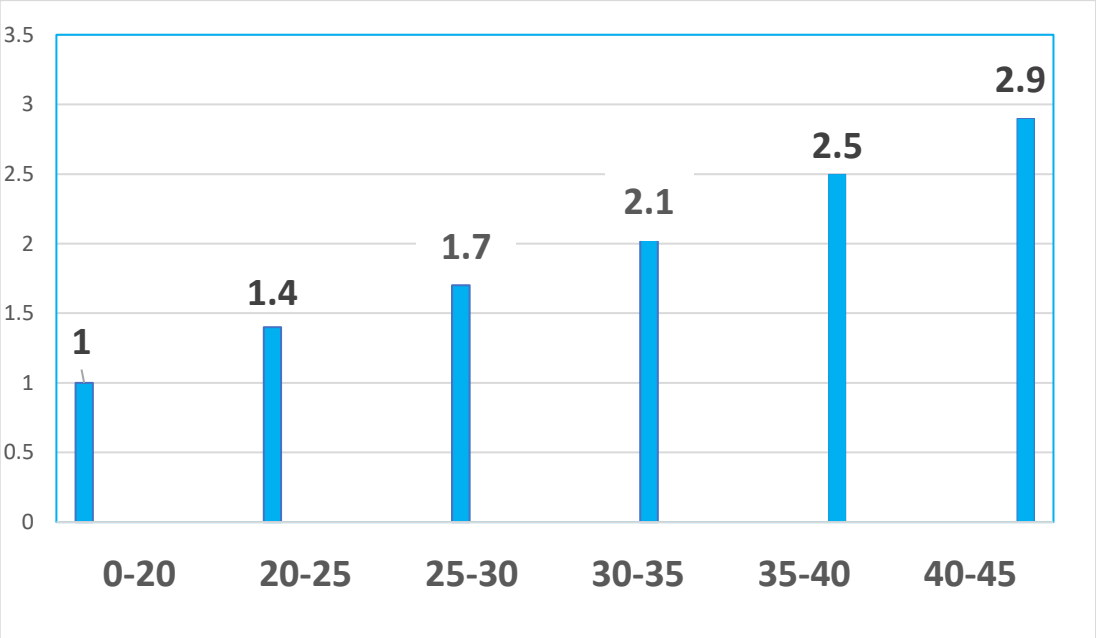
Rezerv Opsiyon Oranı (ROO) bu mekanizmanın hangi ölçüde kullanılabileceğine dair üst dilimleri belirlemektedir. Rezerv Opsiyon Katsayısı (ROK) ise TL zorunlu karşılıklara tekabül eden yabancı para veya altın karşılığını belirleyen katsayıyı ifade etmektedir (Demirhan, 2013, s. 94).

Mekanizmanın işleyişi şu şekildedir: Herhangi bir şekilde bir A bankasının 1000 TL mevduat topladığını ve zorunlu karşılık oranının 0.10 olduğu varsayıldığında, A bankası 100 TL'lik (1000/10=100) kısmını Zorunlu Karşılıklara ilişkin Tebliğ kapsamında Merkez Bankası kasasında tutmak zorundadır. Herhangi bir şekilde ROO'nun 50 ve ROK ise 2 olduğunu varsayıldığında ise 100 TL olarak tutulan zorunlu karşılığın 50 TL'lik kısmı YP veya altın olarak tesis edebilecektir. ROK ise 2 olmasında dolayı 1$=2 TL olacak ve 50 TL'lik tutulan kısım 25$ olarak tutulabilecektir.

Yukarıda temel mantığı sunulan Rezerv Opsiyon Mekanizmasında kullanılan oran ve katsayılar dinamik bir özelliğe sahiptir. Başka bir şekilde ifade etmek gerekirse; merkez bankası küresel piyasalarında yaşanan risk iştahı ve ani olarak değişen sermaye hareketleri sonucunda, oran ve katsayılarda değişikliğe gidebilmektedir (TCMB, 2012, s. 2).

En son yapılan PPK toplantısı sonucunda oluşan döviz ve altın cinsinden tesis edilen ROK ve ROO oranları aşağıda gösterilmiştir. Tablo.13'te incelendiğinde Merkez Bankasının, Türk lirası yükümlülükler için tutulması gereken zorunlu karşılıkların; en fazla yüzde 45'e kadar sınırlandırmıştır. Tablo 13'den de görüldüğü üzere; dilim arttıkça katsayı da artmaktadır. Bu durumun en önemli nedeni ise; FED'in genişlemeci para politikasını terk ederek, faiz oranlarını artıracağı yönünde sinyal vermesi sonrası, ülke içerisinde döviz likiditesinde gerçekleşmesi muhtemel aşağı yönlü hareketidir (TCMB, 2018, s. 13).

Tablo13. Döviz Cinsinden Elde Edilen Zorunlu Karşılıkların Dilim ve Katsayıları



Kaynak: TCMB (2018).

Rezerv Opsiyon Mekanizmasının Merkez Bankası dolayısıyla da ülke ekonomisine sağlamış olduğu iki önemli katkısı bulunmaktadır.

Diğer bir husus ise; sermaye hareketleri ve döviz kurunda yaşanan gelişmeler ile bağlantılıdır. Bu çerçevede bankalar değişen piyasa koşullarına ve maliyete bağlı olarak optimal ROK'u ve ilgili kullanım oranını belirleyebilmektedir.

Merkez Bankası ilgili mekanizma sayesinde YP' nin bir kısmı piyasadan çekilecek ve TL üzerindeki değerleme baskısı azalacak ve dolayısıyla ülke içerisine giren YP' nin krediye dönüşmesi azalacaktır (TCMB, 2012, s. 2).

Sermaye girişlerinin yavaşladığı dönemlerde Yabancı Para kaynaklarının maliyeti, TL maliyetlerine göre artmakta, artan maliyet ile birlikte yabancılara ait fon erişimi yavaşlamaktadır. Böyle bir durumda ise; döviz likiditesi azaldığından ve TCMB nezdindeki rezervleri azaltılabilmektedir ve bankaların TL likidite ihtiyaçlarını arttırmaktadır. Rezerv opsiyon mekanizması aynı zamanda otomatik dengeleyici olarak da işlevini sürdürmektedir (TCMB, 2012, s. 3).

ROM, döviz kurunun hem de piyasa likiditesinin oynaklığına sınır getirir. Döviz bolluğunda piyasadan döviz çekme, döviz darlığı zamanında ise piyasaya döviz sağlanma imkânı verir. Sermaye giriş ve çıkışlarında diğer para politikası araçlarına göre ön plana çıkmaktadır (TCMB, 2012, s. 2).

1. Kısa vadeli sermaye akımlarının yaratabileceği oynaklığı azaltmaktadır
2. TCMB brüt döviz rezervlerini güçlendirmektedir.
3. Bankalara likidite yönetimlerinde esneklik sağlamaktadır.
4. Kredilerin sermaye hareketlerine olan duyarlılığını azaltmaktadır.
5. Her bankaya kendi likidite optimizasyonunu yapabilme olanağı sağlamaktadır.
6. Diğer politika araçlarına duyulan ihtiyacı azaltmaktadır.

Bir para politikası aracı olarak Rezerv Opsiyon Mekanizması, Merkez Bankasının finansal şoklar ve sermaye piyasalarında yaşanan hareketliliğe karşın oluşturmuş olduğu kendine özgü bir para politikası aracıdır. Dinamik bir özelliğe sahip olan para politikası aracı, küresel piyasalarda yaşanan gelişmelere bağlı olarak değişime uğrayabilmektedir.

4.1.5. Likidite Yönetimi

Likidite yönetimi, geleneksel olmayan para politikası araçlarının yoğun olarak uygulanmaya başlandığı son dönemde, TCMB tarafından etkin bir şekilde kullanılan para politikası aracıdır. Nitekim Merkez Bankalarının politika aracı olan kısa vadeli faizleri kontrol altında tutabilmesinde Merkez Bankası likidite yönetimi büyük bir öneme sahiptir (Güler, 2009, s. 6).

Değişen piyasa koşulları ve finansal alanda yaşanan entegrasyon sonucunda Merkez Bankaları piyasaları farklı araç ve politikalar ile yönlendirmeye çalışmışlardır. Kullanılan araç kümesinin çokluğu ile piyasaları varlık, krediler ve beklentiler kanalı ile etkileyen karar vericiler, piyasada bir likidite yönetimine ihtiyaç duymuşlardır.

Diğer bir ifade ile TCMB'nin kullandığı araçların çeşitlendirilmesi ya da vadelerin uzatılması likidite yönetimin etkinliğini artıran bir unsur olarak karşımıza çıkmaktadır (Vural, 2013, s. 65). Çünkü çoklu araç kümesi ile yapılan müdahaleler neticesinde,

likidite yönetiminin operasyonel çerçevesi değişmiş, bu durum ise Borsa İstanbul (BİST) gecelik faizi ve diğer kısa vadeli faizler politika faizi dışındaki diğer politika araçlarından da etkilenmeye başlandığı gözlenmiştir (Güler, 2009, s.9).

Merkez Bankası, bankacılık sisteminde mevcut likidite ihtiyaçları veya taleplerini karşılamak üzere, yürütülen para politikaları gereksinimlerine göre dinamik bir likidite yönetimi stratejisi uygulamaya başlamıştır. Bu kapsamada, temel önceliği fiyat istikrarını sağlamak ve sürdürmek olan TCMB'nin en önemli aracı olan kısa vadeli faiz oranını etkile hale getirmesi, makroekonomik göstergeler ve para otoriteleri arasında eşgüdümlü bir koordinasyon sağlaması likidite yönetimin etkin ve etkili kullanması ile ilintilidir.

4.1.6. İstisnai Gün Uygulaması

TCMB 2010 yılından sonra, yeni araçlar ve belirlediği yeni hedefler ile piyasalara müdahale etmeye başlamıştır. Bu yeni para politikası araçları ile piyasa ile olan iletişiminde yeni uygulamalara gittiği görülmektedir. Bu uygulamalardan bir tanesi de istisnai gün uygulaması olarak ifade edilmektedir.

İstisnai gün uygulaması, Merkez Bankasının haftalık repo ihalesi açmadığı günlerde, döviz satım ihaleleri düzenlenmesi olarak tanımlanabilir. Aslında istisnai gün uygulaması yeni bir araçtan ziyade, Merkez Bankasının dönemsel olarak düzenlediği repo ihalesinde gittiği metot değişikliğidir. Diğer bir ifade ile Merkez Bankası rutin açık piyasa işlemleri ile TL üzerindeki değerlemeyi engellemek amacıyla haftalık veya aylık repo ihale yönetimi ile piyasaları fonlamaktadır. Bu parayı da klasik ihale metodu yerine sabit bir oran ve para talep eden bankaların talep miktarına bağlı olarak oluşturduğu bir algoritma sonucu vermekte idi. Merkez Bankasının bu yöntemden vazgeçip, klasik ihale metodu ile piyasalara para enjekte ettiği günler istisnai gün olarak bilinmektedir. Bu günlerde Merkez Bankası küresel piyasalarda yaşanan gelişmeler neticesinde, TL üzerinde oluşan baskıya bağlı olarak değişik tutarlarda döviz ihale miktarı açmaktadır (Vural, 2013, s. 73).

Merkez Bankası, klasik ihale metodu ile piyasaları fonluyor olduğu merak uyandıran bir konudur. Bunu bir örnek ile detaylandırmak mümkündür. Merkez Bankası normal metot ile ihale yaptığı günlerde 1 hafta vadeli repo ihale faizini yani politika faizini uyguluyordu. Örneğin, politika faizinin %8 olduğu kabul edilirse, normal metot

ile piyasaları %8 ile fonlaması beklenmektedir. Ancak, istisnai gün uygulamasında, bu oran TCMB'den değil de piyasadan gelecek olan beklentiler yani ihale metodu ile gerçekleştiği için faiz koridorun üst bandına yaklaşacak ve örtülü bir faiz artışı gerçekleşecektir.

TCMB, döviz kurunun hareketlerini spekülatif baskılardan kurtarmaya, enjekte ettiği likidite ile yaşanan spekülatif hareketleri sınırlamaya çalışmaktadır. Bununla birlikte politika faizini değiştirmeden geçici olarak faizleri artırdığı görülmektedir. Sonuç itibarıyla, küresel piyasalarda yaşanan risk iştahına bağlı olarak uygulamaya konulan bu aracın, geçici bir yöntem olduğu ve yeterli olmayacağı anlaşılmaktadır.

4.1.7. Kaldıraç Uygulaması

Kaldıraç uygulaması, bankaların veya finansal sistem içerisinde faaliyet gösteren kurum ve kuruluşların yüksek borçlanması neticesinde ortaya çıkabilecek riskleri sınırlandırmak amacıyla getirilen destekleyici bir uygulama olarak tanımlanabilir. Bu uygulama özellikle makroekonomik düzeyde yaşanan bir bozukluğa karşılık, Merkez Bankası tarafından alınan bir önlem olarak bilinmektedir (Yalçın, 2018, s. 66).

Bilindiği üzere firmaların büyümeleri ve bu büyüme neticesine yarattığı istihdam ülke içerisinde makro istikrarı sağlamada belirleyici bir öneme sahiptir. Bu nedenle firmaların büyümesi ekonomik büyüme için önemli bir konu teşkil etmektedir. Herhangi bir şekilde yüksek borçluluk ve bu borçluluk düzeyini karşılayamayacak öz sermayenin olmayışı finansal krizi tetiklemektedir. Yaşanan kriz sonucunda, firmaların büyümesinde keskin düşüşlere sebep olmakta bu durum istihdam seviyesinde ve hane halkı gelirlerinde bir azalmaya sebep olmaktadır. Dolayısıyla, finansal istikrarı bozacak düzeyde olan bu durum Merkez Bankası tarafından yakından takip edilmektedir (Yalçın, 2018, s. 66).

Finansal sistemin yüksek kaldıraçla işlem yapması ve bunun sonucunda ekonomide yaşanan tahribatların etkisini azaltmak ve olası finansal krizleri önlemek amacıyla, TCMB 2013/5 sayılı Zorunlu Karşılıklar Hakkında Tebliğ kapsamında, kaldıraç oranına dayalı politikaları aşamaları olarak uygulayacağını tebliğ etmiştir.

Bu aşamaya kadar olan süreçte 2008 ekonomik kriz sonrasında, TCMB'nin yaşanan gelişmelere bağlı olarak almış olduğu önlemler ve bu kapsamda kendine özgü

geliştirdiği para politikası araçlarını tanımladık. Bundan sonra ki bölümde, uygulanan politikaların Türkiye'deki sermaye piyasalarına olan olası etkileri incelenmiştir.

4.1.8. Para Politikasındaki Diğer Gelişmeler

Para politikası araçlarında zaman içerisinde meydana gelen değişikler, bu araçların etkin kullanılabilmesini sağlamak için yasal ve kurumsal düzenlemeleri kaçınılmaz kılmıştır. Bu bağlamda etkin bir reeskont politikası, gelişmiş risk merkezi, açık piyasa işlemlerinin verimli kullanılması için gelişmiş para piyasalarına ihtiyaç bulunmaktadır (Akçay, 1997, s. 148).

Para piyasaları, kısa vadeli fon ihtiyacı olan bankaların uygun koşullarla ve hızlı biçimde ihtiyaçlarını karşılamalarına, ellerinde nakit fazlası bulunan bankalarında fonlarını nakit sıkıntısı içinde bulunan bankalara ödünç vererek, atıl fonlarından kazanç sağlamalarına olanak veren piyasalardır (Akçay, 1997, s. 149).

4.2. Türkiye Para Politikası Uygulamaları

Gelişmiş ülke merkez bankalarının küresel finansal kriz süreci ve sonrasında uygulamaya koydukları parasal genişleme politikaları Türkiye gibi gelişmekte olan ülkeleri farklı kanallardan etkilemiştir.

Bu kanallardan ilki ülkenin portföy yapısı ve sermaye birikimidir. Özellikle gerçekleştirilen niceliksel genişleme uygulamaları sonucunda; küresel ölçekte likidite fazlası oluşmuş ve gelişmekte olan ülkelere yönelen sermaye akımlarını arttığı gözlenmiştir.

Ülke içerisinde artan sermayeye bağlı olarak piyasalardaki oynaklık derecesinin göreceli olarak yukarı yönlü bir ivme kazandığı gözlenmiştir. Bu durum ise, ülke ekonomisinde bir belirsizliğe neden olmuştur. TCMB öncelikleri ve hedefleri doğrultusunda kararlar alarak bu belirsizliğin etkisini en aza indirmeye çalışmıştır.

Üzerinde durulması gereken diğer bir konu ise; parasal genişleme süreci ile birlikte ortaya çıkan kredi genişlemesidir. Artan sermaye girişleri ile birlikte, ülke içerisinde faiz oranlarında göreceli bir düşüş olduğu gözlenmiştir. Faiz oranlarında yaşanan düşüş beraberinde bankaların elinde tuttuğu likiditenin artmasına ve verilen

kredinin miktarında bir artışa sebep olmuştur. Denetimlerin yetersiz olduğu ve kredi hacminin giderek artmasına paralel olarak geri ödemelerde yaşanan sorunlar ekonominin finansal kesiminde bir belirsizlik ve balon etkisi yaratması beklenmektedir.

Türkiye'de yaşanan finansal krizlere bakıldığında, sermaye akımları ve kredi genişlemesinin makroekonomik istikrar konusunda önemli bir rol oynadığı görülmektedir. Özellikle, küresel kriz esnasında ülke içerisine giren sermaye yapısının değişikliği ve özensizce verilen kredilerin ekonomiyi daha kırılgan hale getirisi görülmektedir.

Öte yandan Türkiye'de uygulanan para politikaları ve araçlarının dönemsel olarak değişiklikler gösterdiği görülmektedir. Bu bağlamda uygulanan politika stratejilerini beş farklı dönemde analiz edilebilir.

4.2.1. 1923-1960 Dönemi

Türkiye Cumhuriyeti, siyasi ve iktisadi olarak çok zor şartlar altında kurulmuş, Osmanlı İmparatorluğundan kalan dış borçlar dönemin iktisadi sıkıntılarından biri haline gelmiştir. Kapalı ekonomi anlayışı ile Türk Lirasının değerinin artması ihracatı azaltırken ithalatı artırmıştır, artırılan gümrük vergileri de döviz talebini azaltmadığı gibi dış borç ödemeleri de döviz talebini artıran bir etki yaratmıştır (Akt; Sarı, 2007, s. 1; Pirimoğlu, 1991, s. 194).

Yine bu dönemde önemli gelişmelerden biri de 1930 yılında T.C. Merkez Bankası'nın kurulmuş olmasıdır. Merkez Bankası'nın kurulmasıyla tedavülde aynı anda üç paranın bulunmuş olmasıdır. Bu paralar Osmanlı İmparatorluğunun Kaimeleri, Osmanlı Bankası'nın banknotları ve Merkez Bankası'nın tedavüle sürdüğü liralarıdır (Akt; Sarı, 2007, s. 1; Pirimoğlu, 1991, s. 194).

Uygulanan sıkı para politikası, dünya ekonomik krizinin etkisiyle deflasyonist ortam oluşturmuştur. Tablo 14'da görüldüğü üzere, fiyatlar genel düzeyi %4 gerileme göstermiştir (Akt; Sarı, 2007, s. 2; Pirimoğlu, 1991, s. 194).

Atatürk'ün fiyat istikrarı için para miktarı istikrarına önem vermesi nedeniyle yılda %6 oranında artan milli gelire rağmen fiyatlar genel düzeyi %2 gerilemiştir. 1930'lu yıllar, para politikasının hedefinin, döviz kurlarında istikrar, fiyat istikrarı ve sıkı para

politikasının uygulanmakta olduğu yıllar olarak tanımlanabilir (Akt; Sarı, 2007, s. 3; Pirimoğlu, 1991, s. 195).

1930'lu yılların ortasından sonra savaş riskinin artması nedeniyle savunma harcamalarına bağlı olarak emisyon hacmi %31,6 kredi hacmi iki kat artmasına rağmen, kalkınma hızı negatif ve milli geliri %31 gerilemiştir (Akt; Sarı, 2007, s. 4; Eren, 1999, s. 154).

Tablo 14. Türkiye'de Ekonomi Dönemlerine Göre Para-Kredi ve Enflasyon Değerleri

Yıllar	Emisyon Hacmi		Kredi Hacmi Milyon Tl.	Enflasyon İndeksi	Yıllık Enflasyon Oranı%
	Milyon	Yıllık Artış %			
1923	159	----	50	100	------
1930	163	0,4	100	70	-0,4
1938	194	2,1	200	68	-2,0
1944	941	26,3	600	317	28,0
1950	861	-0,2	1,300	309	-0,2
1954	1,900	20	5,000	384	5,6
1960	5,000	16	8,700	862	14,4

Kaynak: Sarı, (2007).

Bu dönemi, gerek dünyanın yeni ekonomi politikası önerisi olan Bretton Woods sistemi (*Ek 7*) ve bunun sonucunda ortaya çıkan IMF ve Dünya Bankası tavsiyeleri ve gerekse 1936 yılından itibaren geçerlilik kazanan Keynes'in ekonomi felsefesinin etkisinin görüldüğü dönem olarak ifade edilebilir (Akt; Sarı, 2007, s. 5; Akdiş, 1996, s. 68).

1944 yılından sonra, Türkiye'nin ekonomi politikalarının belirlenmesinde ABD'nin etkisi görülmeye başlanmış, Truman Doktrini (*Ek 8*) ve Marshall Planı (*Ek 9*) çerçevesinde Amerikalı uzmanlar devletçilikten vazgeçilmesi ve özel sektöre ağırlık verilmesi yönünde tavsiyelerde bulunmuşlardır. Böylece Türkiye dış borçlanma ve dış yardımla tanışmıştır (Akt; Sarı, 2007, s. 6; Acar, 1991, s. 55).

1950 sonrasında, büyüme hızının artmasıyla kamu harcamaları artmış, açık sürekli borçlanma ve Merkez Bankası'nın parasal genişleme politikalarıyla finanse edilmiştir.

Mevduat oranlarının ve likidite oranlarının yükselmesiyle para çarpanı artmıştır. Merkez Bankası bir yandan reeskont oranını düşürmüş bir yandan da parasal tabanı artırmıştır (Akt; Sarı, 2007, s. 7; İş Bankası, 1998, s. 198).

1950'li yıllarda, gevşek kredi ve para politikası uygulanmıştır. Enflasyon oranı 1950-1954 yılları arasında tek haneli, 1954-1959 yılları arasında çift haneli rakamlara ulaşmıştır.1954 yılına kadar ortalama%5,6, sonrasında ortalama %14,4 olarak gerçekleşmiştir (Akt; Sarı, 2007, s. 8; Eren, 1999, s. 154).

4.2.2. 1961-1980 Dönemi

Devlet öncülüğünde planlı kalkınma politikalarının uygulandığı bu dönemde uygulanan ithal ikameci kalkınma modeli serbest piyasa koşullarından uzak, rekabetçi olmayan bir piyasa yapısını beraberinde getiriyordu. Söz konusu dönemde dışa kapalı bir ekonomi olmanın yarattığı en büyük sorun, yerli üreticilerin düşük kredi faiz oranları ile desteklenmesi ve bu durumun kaynakların verimli kullanılmasını engellemesi idi. 1980 öncesi dönemde faiz hadleri, günümüzde olduğu gibi finansal piyasaların kendi dinamikleri içerisinde fon arz ve talebine göre oluşan bir yapıda değildi (Takım ve İslamoğlu, 2012, s. 182).

Özellikle Merkez Bankası, kalkınma odaklı ekonomi politikasını desteklemek adına, faiz oranlarının yükselişini önlemek için faiz tavanı uygulamasına gitmiştir. Hükümetlerin, kalkınma odaklı ekonomi politikası, Merkez Bankasının da bu dönemde kalkınma hedefini ana hedef olarak belirlemesine, fiyat istikrarını ihmal etmesine sebep olmuştur. Bu dönemde, Merkez Bankasının uyguladığı para politikaları daha çok para arzının kontrolsüz bir şekilde genişlemesine sebep olmuştur (Takım ve İslamoğlu, 2012, s. 182).

İkinci Dünya ve Kore savaşları sonrasında hammadde girdi fiyatlarının sanayileşmesini tamamlayamamış ülkeleri olumsuz etkilediğinden içe dönük ithal ikameci politikalar önem kazanmıştır. Türkiye'de bu durumdan etkilenerek karma ekonomik modeli esas alarak istikrarlı ve hızlı büyümeyi hedeflemiş, bu çerçevede önemli ara malları dışında yerli üretimin korunması ve ihracatı teşvik etmek için vergi iadesi ve düşük faizli kredi olanakları sağlanmıştır. Bu politikalar başarılı olsa da cari

işlemler açığı nedeniyle döviz darboğazına girilmiş ve Türk lirası %66.7oranında devalüe edilmiştir (Akçay, 1997, s. 96).

Bu dönem Merkez Bankacılığı açısından yeni bir dönemin başlangıcı olmuştur. 14 Ocak 1970 tarihinde kabul edilen 1211 sayılı kanun ile TCMB'nin yasal statüsünde, organizasyon yapısında, yetki ve görevlerinde önemli değişikliklerin gerçekleştiği gözlenmektedir. 1211 sayılı kanun, Bankanın görevlerinin ve yetkilerinin artırılması açısından önemli yenilikler getirmiştir. Öncelikli olarak, bankanın araç bağımsızlığının kazanması amacıyla, doğrudan ve doğrudan olmayan para politikası araçları üzerinde kontrolünün artırılması sağlanmıştır (TCMB, 2008, s. 9).

Bunlara ilaveten, hükümetin para ve krediye ilişkin tedbirlerinin alınması esnasında, Bankanın görüşüne başvurulması hükmü yasa ile güvence altına alınmıştır. Yine aynı şekilde, piyasalarda para arzını ve likiditeyi düzenlemek amacıyla açık piyasa işlemi yapma yetkisi ilgili kanun ile verilmiştir (TCMB, 1970, s. 83).

1974 yılında yaşanan petrol şoku, gelişmiş ülkelerde enflasyon neden olurken üretimde de gerilemeye yol açmıştır. Türkiye ise petrol şokunun etkisini kısa vadeli borçlanma ile finanse etmiş, döviz politikalarında değişikliklere gidilmiştir. Belirlenen limitler dahilinde bankalara döviz pozisyonu tutma, döviz kredisi verme ve faizli döviz mevduat hesabı açma yetkisi verilmiştir (Akçay, 1997, s. 96).

Almanya'da çalışan işçilerin tasarruflarının değerlendirilmesi amacıyla Dresdner Bank aracılığıyla kredi mektuplu döviz tevdiat hesabı uygulanmış, yetkili bankalarca öngörülen bazı malların ithalatı ile kabul kredili ithalatın finansmanını kendi döviz pozisyonlarında yapabilmeleri sağlanmıştır. Ancak bu dönemde petrol fiyatlarındaki artışa bağlı olarak cari işlemler hesabı açıklarının artması, kamu açıklarının kontrol altına alınamaması, aşırı sübvansiyonlar aşırı likidite genişlemesine yol açarak enflasyonist baskıların artmasına, kısa vadeli dış borç yükünün de artmasına neden olmuştur (Akçay, 1997, s. 97).

Bu gelişmelere karşı başlatılan ekonomik istikrar önlemleri uygulanmaya konulmaya başlanmış, faiz oranları artırılmış, merkez bankası kredileri azaltılmış, Türk Lirası devalüe edilmiştir. Ancak ihracat artırılamadığı ve dış ödeme açığının ithalatın kısılması yoluyla azaltılması hedeflenmiştir. Ara mallar ve yatırım mallarının ithalatının

kısılması bir yandan sanayide kapasite kullanım oranını düşürerek sanayi üretiminin gerilemesine öte yandan yatırımların düşmesine neden olmuş ve ekonomiyi büyük bir döviz darboğazı içine sokmuştur (Akçay, 1997, s. 97).

Bu dönemde para, faiz ve döviz kuru politikaları, iç talep artışına dayalı kalkınma stratejisinin araçları olarak kullanılmışlardır. Faiz ve döviz kurları sabit tutularak kredi politikaları öncelikli yatırımların finansmanında kullanılmıştır (Akçay, 1997, s. 97).

Yine bu dönemde para politikaları genel olarak reeskont politikaları ve zorunlu karşılık uygulamaları ile yürütülmüş, merkez bankası orta vadeli reeskont kredileri açmaya başlamış, ayrıca bankaların kaynaklarının bir kısmı orta ve uzun vadeli kredilere ayırmaları zorunlu tutulmuştur (Akçay, 1997, s. 98).

Tablo 15. Türkiye'de Para-Kredi ve Enflasyon Değerleri ve Yıllık Ortalama Artış Oranları

Yıllar	Emisyon Hacmi		Para Arzı		Toplam Krediler		TEFE 1968=100	
	Milyon TL.	Yıllık Artış	Milyon TL.	Yıllık Artış	Milyon TL.	Yıllık Artış	İndeks	Yıllık Artış
1962	4,527		10,964		12,166		95,8	
1967	8,714	3,1	22,682	4,5	32,144	19,4	123,4	5,1
1972	16,000	2,2	52,891	6,9	78,831	17,9	199,3	9,6
1977	63,000	7,4	209,119	7,5	427,967	34,0	492,1	18,1
1980	279,000	49,6	7390,000	42,1	1,444,696	40,6	2550,6	54,8

Kaynak: Sarı, (2007).

1971 devalüasyonuyla parasal genişleme, enflasyon oranını yükseltmiştir. Uluslararası rezervler ve özel kesime aktarılan krediler para arzını artırdığı gibi enflasyonu da yükseltmiştir. Daraltıcı para politikaları uygulanmasının gereği ortaya çıkmasına rağmen karar vericilerin genişletici para politikaları uygulamaya devam etmiş olmalarıdır (Akt; Sarı, 2000, s. 8; İş Bankası, 1998, s. 191).

4.2.3. 1981-2000 Dönemi

İkinci petrol şokuyla başlayan bu dönemde şokun etkisini gidermek için, sanayileşmiş ülkelerde uygulanan sıkı para politikaları, reel faizleri yükseltmiş, ağır ödemeler dengesi ve dış borç problemleriyle karşılaşan gelişmekte olan ülkeler ise bu problemi aşmak için ihracata dayalı büyüme modellerine geçmeye başlamış, ekonomide Keynesyen politikalar yerine parasalcı politikalar tercih edilmeye başlanmıştır (Akçay, 1997, s. 98).

Bankacılık sisteminin faaliyetlerini kısıtlayan, faiz oranları tavanları, kredi limitleri, mali piyasalara katılım engelleri gibi konularda düzenlemelere gidilerek daha liberal uygulamalar başlatılmıştır. Merkez bankası piyasanın likidite ihtiyacını zaman zaman açık piyasa işlemleri zaman zaman da döviz piyasalarını kullanarak gidermeye çalışmıştır (Akçay, 1997, s. 98).

Bu döneme 24 Ocak Kararları (*Ek 10*) olarak da bilinen İstikrar Programı damgasını vurmuştur. Bu kararların temel amacı devletin ekonomiye müdahalesini minimum düzeye indirerek serbest piyasanın gereklerini piyasaya hâkim kılmak olmuştur. Ekonominin dışa açılmasını sağlayarak Dünya ile ekonomik entegrasyon sürecinin hızlandırılması, döviz darboğazından kurtulmayı ve piyasa ekonomisinin güçlendirilmesini hedef alan bir politika belirlenmiştir. Bahse konu hedeflere ulaşılabilmesi maksadıyla faiz oranları yukarı çekilmiş, Merkez Bankası avans ve emisyon hacimleri azaltılmıştır.

Bu dönemde döviz kuru, faiz haddi, dış ticaret ve sermaye politikalarında önemli değişiklikler yapılmıştır. Sermaye Piyasası Yasası yenilenmiş, İstanbul Menkul Kıymetler Borsası faaliyete geçmiş, bankalar arası para piyasası oluşturulmuş ve Merkez Bankası açık piyasa işlemlerine başlamıştır. Öte yandan, TL'nin konvertibilitesi için gerekli olan sermaye piyasasının oluşması ve serbestleşmesi hedefine yönelik çalışmalarda artmıştır (Akt; Ergün, 2008, s. 164; Şahin, 2002, s. 199).

1991'de Körfez Savaşının (*Ek 11*) başlamasıyla küresel çapta mali bir kriz başlamıştır. Tüm dünyada olduğu gibi Türkiye'de de bu krizin birtakım etkileri olmuştur. Özellikle 1994 yılının ilk çeyreğinden itibaren etkileri ülkemizde deriden hissedilmeye başlanan finansal krizin boyutlarını arttıran faktörler, mali politikanın sıkı olmaması ve

bankacılık sektöründeki kırılganlık olarak ifade edilebilmektedir. Bahse konu dönemde Türkiye'de enflasyon oranı üç haneli rakamlara ulaşmıştır (TCMB, 2008, s. 10)

1994' de yaşanan krizle birlikte merkez bankası kanununda yapılan değişikle, banka sisteminde belirsizlik ve güvensizlik oluşması halinde, mevduat dışı işlem yapmamaları şartıyla bankacılık sistemini destekleme, ani fon çekilişleriyle karşılaşan bankalara likidite sıkışıklığı gidermek pozisyonlarını güçlendirmek için öz kaynakların iki katını aşmamak üzere dört aylık vadeye kadar birere aylık sürelerle avans kredileri açılmasına olanak sağlanmıştır (Akçay, 1997, s. 110).

Bankacılık kesiminin geçici likidite ihtiyaçlarını karşılamak amacıyla, ticari senetlerin iskonto karşılığı açılan kısa vadeli reeskont kredileri uygulanan sıkı para politikası çerçevesinde sınırlandırılmıştır (Akçay, 1997, s. 111).

Kriz sonrası yılları kapsayan 1995-1999 arası dönemde Merkez Bankasınca uygulanan temel politika, döviz kurundaki oynaklığı azaltarak döviz piyasasında yaşanan spekülatif hareketlerin önüne geçmek olmuştur (TCMB, 2008, s. 11).

Türkiye bu dönemde para politikası stratejisinde bir değişikliğe giderek, enflasyon hedeflemesi stratejisine geçmiştir. Bu strateji değişiminin ilk adımının Merkez Bankasının 09 Aralık 1999 tarihinde Uluslararası Para Fonu'na (IMF) sunduğu niyet mektubunun Para ve Kur Politikaları bölümünde atıldığını söylemek mümkündür. Bu programla özellikle döviz kurunun çapa özelliğinden sıyrılıp esnekleştirilmesi ile aşamalı enflasyon hedeflemesi programının uygulanması amaçlanmıştır (Akt; Ergün, 2019, s. 68; Karahan, 2005, s. 36).

4.2.4. 2001-2010 Dönemi

Bu dönemde yaşanan 2001 finansal krizi *(Ek 12)* ve 11 Eylül saldırı gibi küresel çapta yaşanan krizler, Türkiye'nin bu politikaları gerektiği gibi uygulayabilmesinin önünde büyük bir engel teşkil etmiştir. Dolayısıyla bu politikanın uygulanması 2001 sonrası yeniden ele alınarak uygulanma imkânı bulmuştur.

1999 yılından başlayarak 2010 yılına giden süreçte ülkemizde uygulanan para politikası uygulamalarının tamamını aynı grupta değerlendirmek zordur. Nitekim Türkiye 2010 yılında yeni para politikası yaklaşımına geçmeden önce 2006 yılında açık enflasyon

hedeflemesi ne geçmiştir. Aşağıda Türkiye'nin son dönemlerde uyguladığı para politikaları özet bir şekilde Tablo 16'da özet olarak sunulmuştur.

Tablo 16. TCMB Tarafından Yıllar İçinde Uygulanan Para Politikaları

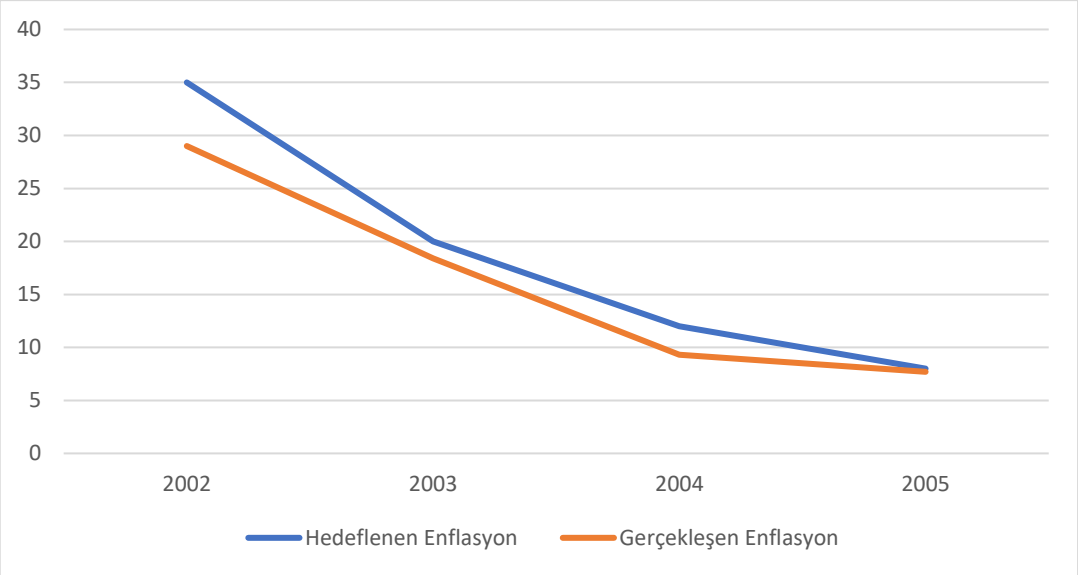
Uygulanan Para Politikası Rejimleri	Dönem	Hedefler
Parasal Hedefleme	1990-1999	Fiyat istikrarı + Finansal istikrar
Nominal Döviz Kuru Hedeflemesi + Parasal Hedefleme	2000-2001	Fiyat istikrarı
Örtük Enflasyon Hedeflemesi + Parasal Hedefleme	2002- 2005	Fiyat istikrarı + Çıktı istikrarı
Açık Enflasyon Hedeflemesi	2006-2010	Fiyat istikrarı + Çıktı istikrarı + Finansal istikrar
Yeni Para Politikası Yaklaşımı	2010-	Fiyat istikrarı

Kaynak: TCMB, (2018).

Daha önce de ifade edildiği üzere Türkiye para politikasında değişikliğe gitmeği 1999 yılı itibarıyla planlamıştır. Ancak 2001 yılında yaşanan kriz ve küresel çapta yaşanan krizler dolayısıyla bu planlama uygulamaya geçirilememiştir. Dolayısıyla 2001 krizinin etkilerini derinden yaşayan Türkiye hedeflediği para politikasını uygulamaya alamamıştır. Bu kriz sonrası Türkiye'de enflasyon oranları literatürde hiperenflasyon olarak adlandırılan astronomik rakamlara ulaşmış olup ekonomik göstergeler (özellikle döviz kuru kaynaklı olanlar) oldukça bozulmuştur (Duramaz ve Dilber, 2015, s. 30).

Örtük enflasyon hedeflemesi ve parasal hedefleme olarak ifade edilebilecek olan bu politikanın gerçek manada uygulandığı dönem 2002-2005 arası dönemdir. Bu dönemde uygulanan para politikasının hedeflerine ulaştığını söylemek mümkündür. Nitekim bu yıllar arasında belirlenen yılsonu enflasyon beklentilerinin de altına inilerek başarılı bir uygulamaya imza atılmıştır. Bu dönem 2001 yılında yaşanan kronik enflasyon krizinin etkilerinin azaltılması açısından önemli bir adım olmuştur. Dolayısıyla Merkez Bankasınca konulan enflasyon hedeflemesi politikası bu dönemde ülkenin ekonomik göstergeleri üzerinde pozitif bir etki bırakmıştır (Duramaz ve Dilber 2015, s. 30). Aşağıda yer alan Şekil 16 bu durum özetlemektedir.

Şekil 16. Türkiye 2002-2005 Yılları Hedef ve Gerçekleşen Enflasyon Oranları



Kaynak: TCMB, (2019).

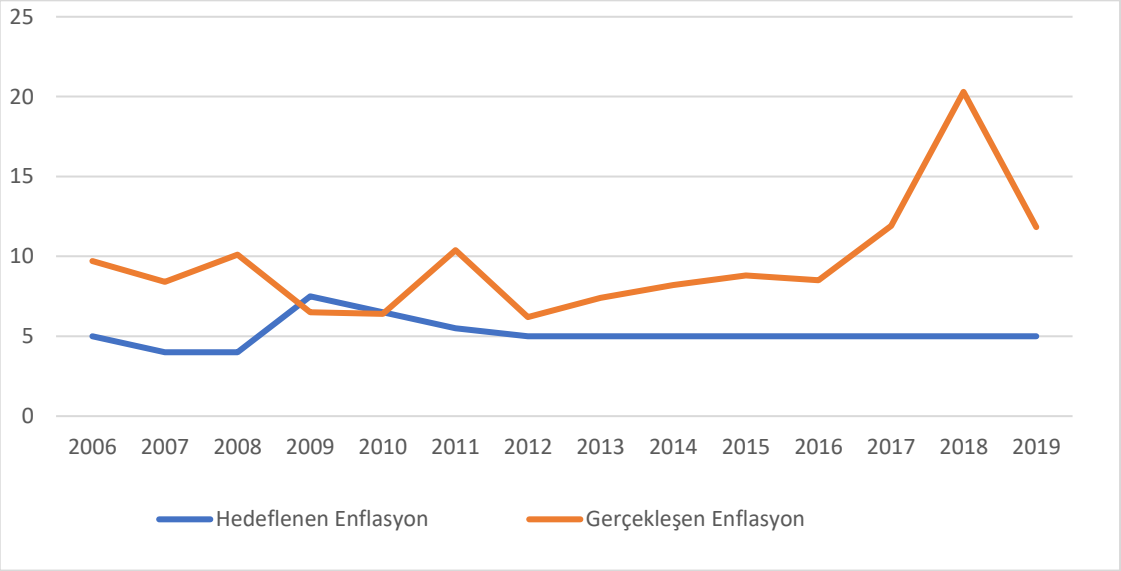
Şekil 16'da görüldüğü üzere, 2002 ve 2005 yılları arasında hedeflenen ve gerçekleşen enflasyon oranının düştüğü ve aradaki marjın kapandığı görülmektedir. Dolayısıyla 2002-2005 arasında Türkiye'nin dalgalı kur rejimine uyum kapasitesini artmıştır şeklindeki bir ifadenin yanlış olmayacağını söyleyebiliriz. Örtük enflasyon hedeflemesi politikasının gereği gibi uygulandığı ve başarılı sonuçlar elde edildiği görülmektedir. Bu dönemde uygulanan para politikasının en büyük getirisi, geçmiş dönemlerde özellikle kamu borçlarının sürdürülebilirliği konusundaki hassasiyet ortadan kalkmaya başlamıştır. Dolayısıyla kamunun kredibilitesinde artış yaşandığı görülmüştür (TCMB, 2008, s. 14).

Bu dönemde uygulanan para politikasına bağlı bir duruş sergilenmesi ile Türkiye'nin belirlediği finansal politikaları disiplinli olarak uygulaması konusundaki endişeler azalmaya başlamıştır. Bu durum dolaylı olarak ülkenin mali açıdan güvenilirliğine katkı sağlamıştır. Bu yıllarda uygulanan para politikasının başarısı neticesinde ülkenin finansal piyasa derinliği artmaya başlamıştır. Finansal kesimin (başta bankalar olmak üzere) şoklara karşı kırılganlık düzeyi azalmıştır.

Türkiye 2006 yılına gelindiğinde örtük enflasyon politikası yerine doğrudan (açık) enflasyon hedeflemesi politikasına geçmiştir. Bu politika değişikliğinin temelinde

Türkiye'nin örtük enflasyon hedeflemesi politikasında göstermiş olduğu başarının yer aldığını söylemek mümkündür. Bunun üzerine örtük enflasyon politikasına oranla daha şeffaf ve öngörülebilir olan açık enflasyon hedeflemesi para politikasına geçilmesine karar verilmiştir. Ancak bu dönemde Türk ekonomisi açık enflasyon hedeflemesi politikasına geçtikten sonra bir dizi dışsal ekonomik şoklara maruz kalmıştır. Bu durum ülkemizde uygulanan para politikasından bağımsız gelişmeler olması sebebiyle içsel faktörlerle müdahale şansı olmayan türde gelişmeler olmuştur. Sonrasında gerçekleşen 2008 ekonomik krizi de bu dönemde Türkiye'nin yeni para politikasından beklendiği oranda verim almasının önünde bir engel teşkil etmiştir. Nitekim gerçekleşen enflasyon oranlarının hedeflenen oranların üzerinde gerçekleşmesi de bu durumun bir sonucu olmuştur (Kara ve Orak, 2008, s. 48). Enflasyon oranlarında gerçekleşen bu durum aşağıdaki Şekil 17'de sunulmuştur.

Şekil 17. Türkiye 2006-2019 Yılları Hedef ve Gerçekleşen Enflasyon Oranları



Kaynak: TCMB, (2019).

Şekilde 17'de görüldüğü gibi; 2006 yılında hedeflenen enflasyon %5, gerçekleşen enflasyon %9,7 şeklinde oluşmuştur. 2007,2008 ve 2009 yıllarında sırasıyla beklenen enflasyon %4, %4, ve %7,5 olarak belirlenmiş, gerçekleşen enflasyon ise yine sırasıyla %8,4, %10,1, %6,5 olarak ortaya çıkmıştır.2006-2009 arası dönemde enflasyon hedeflemesindeki başarı azalmaya başlamıştır. Ancak bu durum daha önce de ifade edildiği üzere literatürdeki görüş birliğiyle Türkiye'nin uyguladığı para politikasının

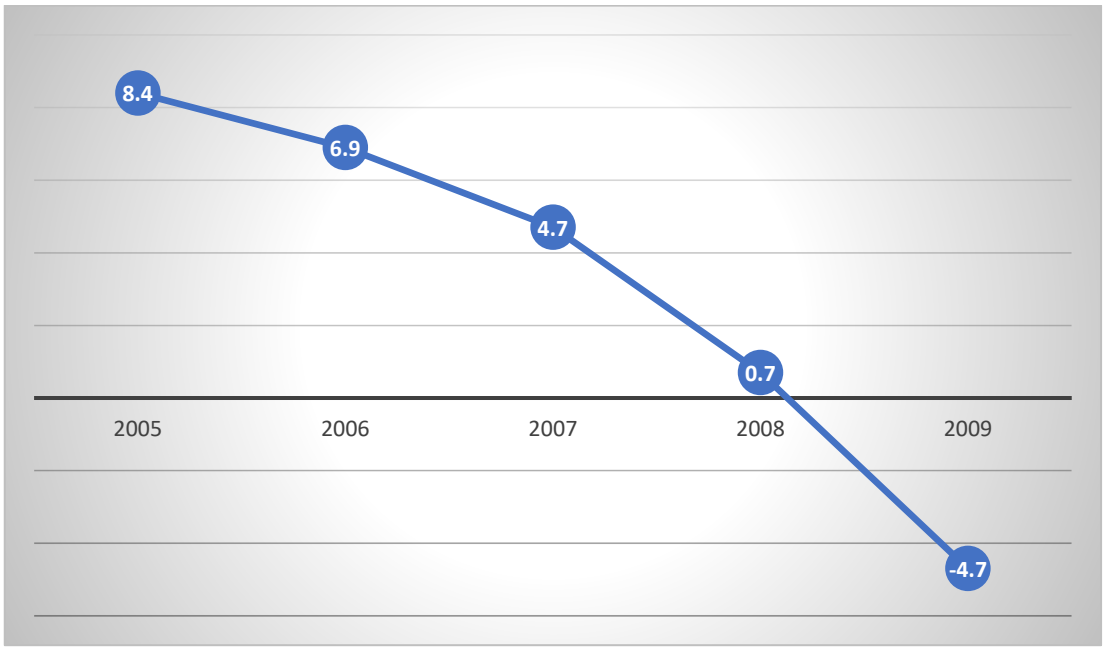
etkisi değil, küresel çaptaki dışsal şokların etkisidir. Yaşanan krize rağmen bu süreçte enflasyon oranlarının tek hanelerde kalmaya devam etmesi de önemli sayılabilecek bir ekonomik göstergedir. Nitekim ülkenin diğer finansal göstergelerine de bakıldığında yaşanmakta olan küresel krize rağmen olumlu sonuçlar görülmektedir. Türkiye'nin aynı dönemde büyüme oranlarının krizin etkilerinin en ağır yaşandığı 2009 yılına kadar pozitif kalmasını bu kapsamda değerlendirmek mümkündür.

Tablo 17. TCMB 2008-2009 Tarihleri Arası Para ve Kur Politikaları Özeti

Tarih	TCMB Müdahale Araçları	TCMB'nin Müdahalenin Amaçları
2008	TCMB Ekim ayında döviz alım ihalelerine ara verme kararı almıştır	TCMB, bu tarihte kalıcı olması istenildiğinden dolayı döviz piyasasından çekilen döviz rezervlerinin sistemde kalması istenilmiştir
	Merkez Bankası açısından referans faiz oranı, temel fonlama aracı olan ve düzenli olarak gerçekleştirilecek bir hafta vadeli repo ihale faiz oranları olacaktır.	
	Ekim itibariyle TCMB, Döviz depo aracılık faaliyetlerine yeniden başlatılması kararı almıştır.	TCMB, Bankaların döviz likiditesi konusunda daha esnek kararlar alabilmesi ve piyasadaki döviz likiditesini ortadan kaldırmaya yönelik politikaları teşvik edebilmesi amaçlanmıştır.
	TCMB, Bankaların Döviz Depo Piyasalarındaki işlem yapabilme limitleri kademeli olarak artırılmıştır. Söz konusu borçlanma limitleri çerçevesinde bankaların alabilecekleri döviz depolarının vadesi 1 haftadan 1 aya uzatılmasına karar verilmiştir.	
	TCMB, Ekim itibariyle döviz borçlanma faiz oranı %10 dan, ABD doları için %7'ye, Euro için %9'a düşürülmesi kararı alınmıştır.	
	TCMB, 24 ile 27 Ekim tarihleri arasında döviz satım ihaleleri ile toplam 100 milyon ABD dolar satılmıştır. Açık piyasa işlemleri çerçevesinde piyasa yapıcısı bankalara repo işlemleri yoluyla gecelik ve bir haftalık vadelerde tanınan borçlanma imkanının faiz oranı, repo ihale faiz oranından 0,75 puan daha yüksek belirlenecektir.	TCMB, Türk Lirası üzerinde oluşabilecek negatif etkilere karşı sağlıksız fiyat oluşumlarının engellemeyi amaçlamıştır
	Aralık 'ta TCMB, yabancı para zorunlu karşılık oranı %11'den %9'a düşürülmüştür.	TCMB, Piyasalara döviz likiditesinin arttırılması istenilmiştir.
	Aralık'ta İhracat reeskont kredisi limiti yükseltilmiştir ve Eximbank, kredi kullanıcılarına karşı vade sürelerini uzatarak kredilerin kullanım kolaylığı sağlanmıştır.	Döviz kurlarında oluşan negatif etkiler sebebiyle, daha fazla firmanın kredilerden yararlanması ve dış ticaretteki döviz likiditesi sıkıntısının giderilmesi amaçlanmıştır.
2009	TCMB, Şubat kurul kararında, Döviz Depo Piyasası'nda bankaların Merkez Bankası'ndan alabilecekleri döviz depolarının vadesi 1 aydan 3 aya uzatılmasına söz konusu piyasada bankaların kendi aralarında gerçekleştirdikleri, karşılaşan işlemlerde daha önce 1 aya kadar olan vade 3 aya kadar uzatılması kararı verilmiştir.	TCMB, kurlarda yaşanılan volatilitelere karşı, bankaların döviz likiditesi bakımından daha esnek kararlar alabilmesi ve piyasadaki döviz likiditesi sıkıntısını yönelik politikaların teşvik edilmesini amaçlanmıştır
	TCMB, döviz borçlanma faiz oranları ABD doları için %7' olan seviyeden %5,5'e, Euro için %9'dan %6,5'e düşürülmüştür	
	TCMB 23-27 Mart tarihleri arasında döviz satım ihaleleri ile toplam 0,9 milyar ABD doları tutarında satılmıştır.	Bu dönem piyasalarda kur etkisinde oluşabilecek sağlıksız fiyat oluşumlarını engellemek istemiştir.
	TCMB, Mart ve Nisan arası dönemde İhracat reeskont kredisi kullanımının yaygınlaştırılmasına yönelik olarak, daha fazla sayıda firmanın ihracat reeskont kredisinden yararlandırılmasını sağlayacak düzenlemeler yapılmış, kredi limitleri yükseltilmiştir.	Döviz kurunda yaşanılan etkiler neticesinde, dış ticarette yaşanan döviz likiditesi sıkıntısının giderilmesi amaçlanmıştır
	TCMB 4 Ağustos tarihinden itibaren kur volatilitelerine karşı döviz alım ihalelerine tekrar başlatılması kararı almıştır.	Küresel ekonomiye ilişkin olumlu beklentilerle birlikte yabancı sermaye girişindeki artışlar nedeniyle, döviz piyasası likiditesinin yeniden gözden geçirilmek istenmesi

Kaynak: TCMB, (2008-2009).

Şekil 18. Türkiye 2005-2009 Yılları Büyüme Oranları



Kaynak: Trading Economics, (2019).

Bu dönemde yaşanan küresel ekonomik krizin etkileri önceki yıllarda gerçekleştirilen başarılı politikalar sayesinde hafifletilmiş olsa da bu krizin Türkiye üzerinde de birtakım olumsuz etkileri olmuştur. Bunların ilki 2006 yılında Merkez Bankası Başkanlığına atama yapılmasında gecikme yaşanması, enflasyon hedeflerinin sapmaya başlaması, 2008 yılı için Merkez Bankasının enflasyon hedeflerini yenileme ihtiyacı duyması vb. gerekçelerle Merkez Bankasına duyulan güven ve kredibilite azalmış olup potansiyel riskler artmıştır.

Bu dönemde hükümetten ve TCMB'den yapılan resmî açıklamalarda bu durumun gerekçesi olarak, gıda ve enerji fiyatlarındaki yükselişler ile küresel çapta yaşanan ekonomik kriz gösterilmiştir. Bu dönemde uygulanan enflasyon hedeflemesinin Türkiye'ye en büyük maliyeti, cari açığın artmasıyla ülkenin büyüme hedefinin kısa vadeli sermaye hareketlerine bağımlı kalması olmuştur. 2006 ve 2010 yılları arası küresel krizin etkilerinin yoğun olarak hissedildiği dönemde uluslararası piyasaya göre aşırı değerli kalan Türk Lirası, Türkiye'nin üretim hacminde bozulmalara yol açmıştır.

Yaşanan bu gelişmeler üzerine TCMB tarafından 14 Nisan 2010 tarihinde uygulanacak olan yeni para politikası ile bu durumdan çıkış stratejisi açıklanmıştır. Böylece 2008 krizi ve sonrasında yaşananlar Türkiye'nin para politikasında değişikliğe gitmesine neden olmuştur. Türkiye tarafından belirlenen yeni para politikasıyla finansal istikrar da göz önüne alınarak araç kümesinin çeşitlendirildiği bir politikaya geçilmiştir. Yeni para politikasına göre temel amaç, fiyat istikrarından da taviz verilmeden finansal istikrarın gözetilmesi olmuştur. Bu sebeple para politikasında etkin hale getirilen yeni araçlar kullanılmaya başlanmıştır. Bu araçlar, faiz koridoru ve rezerv opsiyonu benzeri finansal araçlardır (TCMB, 2013, s. 4). Bu çalışma kapsamında ele alınan faiz koridoru aracının kullanımı, kısa vadeli sermaye hareketlerinde yaşanan oynaklığa yönelik daha süratli ve etkili müdahale imkânı sağlamıştır. Buna ek olarak kredi büyümesi üzerinde de etkili bir araç olarak kullanıma alınmıştır.

TCMB tarafından 14 Nisan 2010 tarihinde açıklanan para politikası değişikliği ile Türkiye yeni para politikasını uygulamaya almıştır. Bunun gerekçeleri daha önce açıklanmış olup temel gerekçenin 2008 krizinin etkileri olduğunu söylemek mümkündür. Aşağıda 2010 yılı Para ve Kur Politikaları ile Merkez Bankasının uygulamada yaptığı değişiklikler sunulmuştur (Akt; Yılmaz, 2015, s. 56; Çolak, 2011 s. 37):

- Politika faizi olan bir hafta vadeli repo ihale faiz oranı yüzde 7'den yüzde 6,50'ye düşürülmüştür.
- Merkez Bankası borçlanma faiz oranı yüzde 1,75'ten yüzde 1,50'ye düşürülmüştür.
- Buna karşın borç verme faiz oranı yüzde 8,75'ten yüzde 9 düzeyine yükseltilmiştir.
- APİ (Açık Piyasa İşlemleri) çerçevesinde piyasa yapıcısı bankalara repo işlemleri yoluyla tanınan borçlanma imkânı faiz oranı ise yüzde 7,75'ten yüzde 8'e yükseltilmiştir.
- Geç likidite penceresi uygulamasında, bankalar arası para piyasasında gecelik vadede uygulanan merkez bankası borçlanma faiz oranını yüzde 0 düzeyinde sabitlenmiş; ancak borç verme faiz oranını yüzde 11,75'ten yüzde 12'ye yükseltilmiştir.
- Zorunlu karşılık oranları mevduatın vadesine göre farklılaştırılmıştır.

Merkez Bankası, bu değişiklikten itibaren en potansiyel risk olarak görülen enflasyonist risklere karşı günümüzde de sıkı likidite politikasını sürdürmektedir. TCMB ek olarak faiz koridoru, rezerv opsiyon mekanizması ve zorunlu karşılıkların vade ayarlanması, kaldıraç oranı ve likidite yönetimi gibi yeni araçlar kullanmaya başlamışlardır (Akt; Yılmaz, 2015, s. 56; Çolak, 2011, s. 37).

4.2.5. 2011 ve Sonrası Yeni Para Politikası Yaklaşımı Dönemi

TCMB, 2010 yılı sonlarından itibaren krizin etkilerini sınırlandırmak, şoklara tepki gösterebilmek adına geleneksel uygulamalarının yanında enflasyon hedeflemesi ve finansal istikrarı gözeterek birden fazla faizin araç olarak kullanılması ile birlikte aktif likidite politikasına da esnek bir yapı kazandırmış, zorunlu karşılıklar ve rezerv opsiyon mekanizması gibi araçları da kullanarak finansal istikrarı sağlama doğrultusunda fiyat istikrarından taviz vermeden adımlar atmıştır (TCMB, 2019).

Yine bu dönemde ekonomide bir likidite ihtiyacı doğmuş ve bu bağlamda TCMB genişleyici para politikası uygulamıştır. Bu dönemde TCMB'nın faiz koridorunu geniş tutması piyasadaki gelişmelere karşı vereceği tepkilerde esneklik kazanmıştır. Bununla birlikte zorunlu karşılık oranları ile ilgili düzenlemeler yapmış, vadeye göre ve kaldıraç oranına göre farklı zorunlu karşılık oranları belirleyerek finansal kurumların bilançolarının güçlenmesi ve yükümlülüklerinin vadesinin uzamasına katkıda bulunmuştur (TCMB, 2019).

Merkez Bankası 2011 yılında yeni politika çerçevesinde, kısa vadeli sermaye hareketlerinin sınırlanması ve döviz kurundaki değerlenmenin önlenmesini hedeflerken, faiz koridorunu aşağıya doğru çekmiş böylelikle gecelik piyasada oluşan faizin politika faiz oranından daha düşük olması sağlanmıştır. Bununla birlikte kredi genişlemesi ve iç talebi kontrol altında tutmak için zorunlu karşılık oranlarını artırması ile ekonomi dengelenme sürecine girmiştir (TCMB, 2019).

Tablo 18. Yeni Para Politikası Çerçevesi

	ESKİ YAKLAŞIM	YENİ YAKLAŞIM
AMAÇLAR	Fiyat İstikrarı	Fiyat İstikrarı Finansal İstikrar
ARAÇLAR	Politika faizi	Yapısal Araçlar Konjonktürel Araçlar (Politika Faizi, Likidite Yönetimi, Faiz Kontrolü)

Kaynak: TCMB, (2013).

Tablo 18'e bakıldığında mevcut ve yeni para politikası amaçları ve araçları görülmekte ve yeni yaklaşımda fiyat istikrarı temel amacı sürdürülmekte ve finansal istikrar ile koordinasyonu sayesinde de riskler göz ardı edilmemiş olmaktadır. Finansal istikrarın göz önüne alınmasıyla birlikte para politikası hem yapısal hem de konjonktürel olarak birden fazla aracın kullanılmasını gerekli kılmıştır (Duramaz ve Dilber, 2015, s. 33).

2012 yılından itibaren küresel risk kademeli olarak iyileşme eğilimine girerken, fiyatlama davranışlarının yukarı yönlü hareketi riski nedeniyle sıkı para politikası sürdürülmüştür. Yılın ikinci yarısından itibaren piyasaya verilen likidite artırılmış ve kısa vadeli faiz koridorunun alt sınırına yakın seyretmesi sağlanmıştır. Buna bağlı olarak Rezerv Opsiyonu Mekanizmasının daha etkili şekilde devreye girmesi sağlanmıştır (TCMB, 2019, s. 10).

2014 yılından itibaren FED'in varlık alımlarını durdurması Türkiye gibi gelişmekte olan ülkelere yönelik sermaye girişinin hız kesmesi yerli paranın değer kaybetmesine ve nitekim faiz oranlarının yükselmesine neden olmuştur. Araç çeşitliliğinin giderek karmaşık hale gelmesi etkinliğini yitirmesi ve küresel para politikalarının normalleşmeye başlamasıyla birlikte buna uyum sağlamak amacıyla TCMB para politikalarında sadeleşmeye gidilmiştir (TCMB, 2015, s. 3).

Tablo 19. Aylık Faiz Koridoru ve Politika Faizi Oranları 2011-2014

	2011			2012			2013			2014		
Aylar	**Borç Alma**	**Borç Verme**	**Politika Faizi**	**Borç Alma**	**Borç Verme**	**Politika Faizi**	**Borç Alma**	**Borç Verme**	**Politika Faizi**	**Borç Alma**	**Borç Verme**	**Politika Faizi**
Ocak	1.5	9	6,5	5	12.5	5.75	4.75	8.75	5.5	10	8	11.5
Şubat	1.5	9	6.25	5	11.5	5.75	4.75	8.5	5.5	10	8	11.5
Mart	1.5	9	6.25	5	11.5	5.75	4.5	7.5	5.5	10	8	11.5
Nisan	1.5	9	6.25	5	11.5	5.75	4	7	5	10	8	11.5
Mayıs	1.5	9	6.25	5	11.5	5.75	3.5	6.5	4.5	9.5	8	11.5
Haziran	1.5	9	6.25	5	11.5	5.75	3.5	6.5	4.5	8.75	8	11.5
Temmuz	1.5	9	6.25	5	11.5	5.75	3.5	7.25	4.5	8.25	7.5	11.5
Ağustos	5	9	5.75	5	11.5	5.75	3.5	7.75	4.5	8.25	7.5	10.75
Eylül	5	9	5.75	5	10	5.75	3.5	7.75	4.5	8.25	7.5	10.75
Ekim	5	12.5	5.75	5	9.5	5.75	3.5	7.75	4.5	8.25	7.5	10.75
Kasım	5	12.5	5.75	5	9	5.75	3.5	6.75	4.5	8.25	7.5	10.75
Aralık	5	12,5	5.75	5	9	5.5	3.5	6.75	4.5	8.25	7.5	10.75

Kaynak: Duramaz ve Dilber, (2015).

Özellikle 2015 yılından sonra TCMB faiz koridorunun bir hafta vadeli repo ihale faiz oranı etrafında daha simetrik bir hale getirilmeye çalışılmış ve faiz koridorunun daraltılması yönünde adımlar atılmaya başlanmıştır. Nihayetinde varılmak istenen durum TCMB fonlamasının tek bir kanaldan sağlanması ve para piyasasında oluşan faizlerin TCMB politika faizinin etrafında dar bir aralıkta dalgalanmasıdır (TCMB, 2015, s. 4).

Türkiye Cumhuriyeti Merkez Bankası'nın fiyat istikrarı olan temel amacı doğrultusunda 2016, 2017 ve 2018 yılları için Hükümet ile Orta Vadeli Program çerçevesinde enflasyon hedefi %5 olarak belirlenmiştir Yine bu yılları kapsayan dönemde, döviz kurunun enflasyon üzerindeki yukarı yönlü baskıyı sınırlamak amacıyla etkin bir parasal sıkıştırma uygulamış ve borç verme faiz oranlarını yükseltmiştir. Döviz kurlarında gözlenen hareketle birlikte dolar cinsinden ithalat fiyatlarındaki gelişmeler maliyet baskılarının artmasına yol açmıştır (TCMB, 2015, s. 2).

Tablo 20. Aylık Faiz Koridoru ve Politika Faizi Oranları 2015-2018

	2015			2016			2017			2018		
Aylar	**Borç Alma**	**Borç Verme**	**Politika Faizi**	**Borç Alma**	**Borç Verme**	**Politika Faizi**	**Borç Alma**	**Borç Verme**	**Politika Faizi**	**Borç Alma**	**Borç Verme**	**Politika Faizi**
Ocak	7,5	11,25	7,75	7,25	10,75	7,5	7,25	9,25	8	7,25	9,25	8
Şubat	7,25	10,75	7,5	7,25	10,75	7,5	7,25	9,25	8	7,25	9,25	8
Mart	7,25	10,75	7,5	7,25	10,50	7,5	7,25	9,25	8	7,25	9,25	8
Nisan	7,25	10,75	7,5	7,25	10,50	7,5	7,25	9,25	8	7,25	9,25	8
Mayıs	7,25	10,75	7,5	7,25	9,5	7,25	7,25	9,25	8	7,25	9,25	8
Haziran	7,25	10,75	7,5	7,25	9	7,5	7,25	9,25	8	15	16,5	16,5
Temmuz	7,25	10,75	7,5	7,25	8,75	7,5	7,25	9,25	8	16,25	19,25	17,75
Ağustos	7,25	10,75	7,5	7,25	8,50	7,5	7,25	9,25	8	16,25	19,25	17,75
Eylül	7,25	10,75	7,5	7,25	8,25	7,5	7,25	9,25	8	22,5	25,50	24
Ekim	7,25	10,75	7,5	7,25	8,25	7,5	7,25	9,25	8	22,5	25,50	24
Kasım	7,25	10,75	7,5	7,25	8,5	8	7,25	9,25	8	22,5	25,50	24
Aralık	7,25	10,75	7,5	7,25	8,50	8	7,25	9,25	8	22,5	25,50	24

Kaynak: TCMB, (2018).

1 Haziran 2018 tarihinden itibaren para politikası operasyonel çerçevesine ilişkin sadeleşme süreciyle birlikte, bir hafta vadeli repo faiz oranı Merkez Bankası politika faizi olmuştur.

Merkez Bankası gecelik vadede borçlanma ve borç verme oranlarının bir hafta vadeli repo ihale faiz oranının (-/+ 150) baz puanlık bir marj ile belirlenmesine ve Geç Likidite Penceresi işlemlerinde uygulanacak Merkez Bankası borçlanma faiz oranının yüzde 0 olarak uygulanmasına, borç verme faiz oranının ise gecelik borç verme faiz oranına 150 baz puan eklenmesi yoluyla hesaplanmasına

Tablo 21. TCMB 2010-2012 Tarihleri Arası Para ve Kur Politikaları Özeti

Tarih	TCMB Müdahale Araçları	TCMB'nin Müdahalenin Amaçları
2010	TCMB 2010 yılında da enflasyon hedeflemesi rejimi ile birlikte dalgalı döviz kuru rejimi uygulamasına devam edecektir. Döviz alım ihalelerini, arz ve talebi etkileyecek şekilde gerçekleştirecektir.	Döviz arzının döviz talebine kıyasla arttığı dönemlerde Merkez Bankası, rezerv biriktirme amaçlı döviz alım ihaleleri gerçekleştirmektedir.
	2010 yılında da döviz likidite koşullarında önemli farklılaşmalar görülmedikçe döviz alım ihalelerine, günlük 30 milyon ABD doları ihaleye 30 milyon ABD doları opsiyon olmak üzere en fazla 60 milyon ABD Doları olarak devam edilecektir	Uluslararası piyasalardaki gelişmelere bağlı olarak likidite koşullarının kalıcı olarak iyileşmesi halinde uygulanacaktır.
	Yabancı para zorunlu karşılık oranları artırılabilecek ve Döviz ve Efektif Piyasaları Döviz Depo Piyasası'ndaki aracılık işlevine son verilebilecektir.	
	Merkez Bankası, 2010 yılında portföyündeki DİBS vadesinin geleceğini dikkate alarak sınırlı tutarda (%7 ve sonrasında %5 oranında 1-5 yıl vadeli) DİBS alacaktır.	Likidite yönetimi araç çeşitliliğini ve operasyonel esnekliğini koruyabilmesi için teknik nedenlerle açık piyasa işlemleri portföyünde DĐBS bulundurması gerekmektedir.
	Bir hafta vadeli repo ihaleleri geleneksel yöntemle değil, miktar ihalesi yöntemine göre gerçekleştirilecektir.	Likidite yönetimi operasyonel çerçevesinin yeniden düzenlenerek teknik faiz indirimine gidilmesine karar verilmesi halinde
2011	Orta vadeli enflasyon hedefi yüzde 5 olarak korunacaktır. Hedef değişken olarak Tüketici Fiyat Endeksi (TÜFE) 12 aylık değişimiyle hesaplanan yıl sonu enflasyon oranları esas alınmaya devam edecektir.	Geçmişte yüksek enflasyonla yaşamanın getirdiği katılıklar, kalite artışından kaynaklanan ölçüm yanlılıkları ve Avrupa Birliği'ne yakınsama amacıyla.
	Dalgalı döviz kuru rejimi uygulamasına devam edecektir. 2011 yılında esnek döviz alım ihale yöntemi aracılığıyla döviz rezervi biriktirmeye devam edecektir.	Döviz arzının döviz talebine kıyasla arttığı dönemlerde Merkez Bankası, rezerv biriktirme amaçlı döviz alım ihaleleri gerçekleştirmektedir.
	Türk parası zorunlu karşılıklara faiz ödenmesi uygulamasına son verilmiştir.	Zorunlu karşılık oranlarının makroekonomik ve finansal riskleri azaltıcı araçlardan biri olarak daha aktif bir şekilde kullanılabilmesini sağlamak amacıyla
2012	Merkez Bankası'ndan alabilecekleri döviz depolarının vadesi kademeli olarak 3 aya kadar artırılabilecektir.	Türk bankacılık sisteminin döviz likiditesi üzerinde doğurabileceği olumsuz etkileri hafifletmek amacıyla
	2012 yılında uygun görülen aylarda her bir ihale tutarının nominal 100 milyon TL olacak şekilde DİBS alınacaktır.	Faiz oranlarını kontrol edebilmesi, likidite yönetimi araç çeşitliliğini ve operasyonel esnekliğini koruyabilmesi için teknik nedenlerle açık piyasa işlemleri Portföyün de yeterli miktarda DİBS bulundurması gerekmektedir.

Kaynak: TCMB, (2010-2012).

Tablo 22. TCMB 2013-2015 Tarihleri Arası Para ve Kur Politikaları Özeti

Tarih	TCMB Müdahale Araçları	TCMB'nin Müdahalenin Amaçları
2013	TCMB'nin gecelik borç verme ve borç alma faizinin arasında kalan alan "faiz koridoru" olarak tanımlanmaktadır. Söz konusu operasyonel yapının bir gereği olarak piyasa faizleri faiz koridorunun içinde oluşmaktadır. Öte yandan, mevcut yapıda TCMB fonlamayı esas olarak bir haftalık repo aracılığıyla yaptığından bir hafta vadeli repo fonlama faizi "politika faizi" olarak adlandırılmaktadır.	TCMB, para politikasını uygularken piyasa faizlerini ve likiditesini etkilemek için çeşitli araçlar kullanmaktadır. Bu araçlarla piyasada ihtiyacı olan bankalara kısa vadeli (günlük, haftalık veya bir aylık vadede) likidite sağlanabildiği gibi, fon fazlası olan bankalardan gecelik vadede borç alınabilmektedir
	Bu mekanizma, bankaların Türk lirası zorunlu karşılıklarının bir bölümünü döviz ve altın cinsinden tutmalarına izin vermek suretiyle gönüllü olarak ek döviz ve altın rezervleri bulundurmalarını sağlamaktadır.	TCMB'nin son dönemde geliştirdiği bir diğer araç olan Rezerv Opsiyonu Mekanizması (ROM), temelde sermaye hareketlerindeki aşırı oynaklığın makroekonomik ve finansal istikrar üzerindeki olumsuz etkilerini azaltmayı hedeflemektedir.
	TCMB, 2013 yılında dalgalı döviz kuru rejimi uygulamasına devam edecektir.	
	2013 yılında istisnai haller dışında döviz alım ihalesi yapılmayacaktır.	
2014	2014 Yılında, her ihale 100 Milyon olacak şekilde DİBS ihalesi gerçekleştirilecektir.	TCMB'nin her türlü likidite durumu olasılığını dikkate alarak, likidite yönetimi araç çeşitliliğini ve operasyonel esnekliğini koruyabilmesi amacıyla
	Faiz Koridoru uygulaması 2014 yılında da aktif olarak uygulanacaktır.	
	İhracat reeskont kredi vadelerinin uzatılması ve getirilen diğer uygulama kolaylıklarının etkisi ile kredi artışının 2014 yılında da devam etmesi durumunda kredi kullanımının 2014 yılında yaklaşık 18 milyar ABD dolarına ulaşması, TCMB rezervlerine katkısının ise 13-14 milyar ABD doları civarında gerçekleşmesi beklenmektedir.	TCMB geçmişte olduğu gibi 2014 yılında da döviz piyasasının sağlıklı çalışması ve döviz likiditesinin desteklenmesi amacıyla, döviz arz ve talep gelişmelerini yakından takip ederek gerekli önlemleri almaya devam edecektir.
2015	2015 Yılında, her ihale 100 Milyon olacak şekilde DİBS ihalesi gerçekleştirilecektir.	2015 yılında operasyonel risklerin en aza indirilmesi amacıyla
	Faiz Koridoru uygulaması 2015 yılında da aktif olarak uygulanacaktır.	TCMB'nin geniş faiz koridoru ve sıkı likidite politikasının bir arada kullanıldığı bir para politikası çerçevesi uygulaması, Türkiye ekonomisinin küresel şoklara karşı hassasiyetini azaltarak fiyat istikrarını ve finansal istikrarı desteklemiştir.
	Firma bazında kredi limitleri dış ticaret sermaye şirketleri için ABD dolarından 300 milyona. 121-240 gün vadeli kredi başvurularında ise bu limitlerin en fazla yüzde 50'sinin kullanılabilmesine imkân verilmiştir. 120 günden uzun vadeli kredilerin maliyeti 20 baz puan azaltılarak	

Kaynak: TCMB, (2013-2015).

Tablo 23. TCMB 2016-2017 Tarihleri Arası Para ve Kur Politikaları Özeti

Tarih	TCMB Müdahale Araçları	TCMB'nin Müdahalenin Amaçları
2016	.2016 yılında Merkez Bankası fonlamasının temel yöntemi bir hafta vadeli repo ihaleleri olacaktır. 2016 Yılında, her ihale 100 Milyon olacak şekilde DİBS ihalesi gerçekleştirilecektir.	Küresel para politikalarına ilişkin belirsizliklerin döviz piyasasındaki etkilerini sınırlamak ve bu belirsizlikler karşısında finansal sistemi desteklemek amacıyla
	2016 yılı Mart ayından bu yana para politikası önemli ölçüde sadeleştirilmiştir. Bu çerçevede, Mart–Eylül 2016 döneminde koridorun üst bandı (TCMB gecelik borç verme faizi) kademeli olarak (toplamda 250 baz puan) indirilmiştir. TCMB haftalık repo faizinde 50 baz puan, TCMB gecelik borç verme faizinde 25 baz puanlık artış yapılmıştır. Mevcut durumda haftalık repo faizi yüzde 8; TCMB borç alma ve borç verme faizleri de sırasıyla yüzde 7,25 ve yüzde 8,50 seviyelerinde bulunmaktadır.	
2017	6 Kasım 2017 tarihli basın duyurusu ile ROM kapsamındaki döviz imkânına ilişkin üst sınırda ve dilim aralıklarında değişiklik yapılmıştır.	TL likiditesinde daraltıcı etkisi amacıyla
	İhracat reeskont kredileri kapsamında 17 Şubat ve 6 Kasım 2017 tarihlerinde yapılan iki ayrı basın duyurusu yoluyla belirlenmiş tarihler arasında vadesi dolan reeskont kredilerinin geri ödemelerinin Türk lirası cinsinden yapılabilmesine olanak tanınmıştır.	Fiyat istikrarı ve finansal istikrar üzerinde yaratabileceği olumsuz etkileri sınırlamak amacıyla
	6 Ocak 2017 tarihinden itibaren gerekli görülen günlerde Borsa İstanbul (BİST) bünyesindeki Bankalar arası Repo/Ters Repo pazarında TCMB tarafından yapılan fonlama tutarının sınırlandırılmasına başlanmıştır.	
	12 Ocak 2017 tarihinden itibaren bir hafta vadeli miktar yöntemiyle repo ihalesi açılmamıştır.	

Kaynak: TCMB, (2016-2017).

TCMB, enflasyonun ana eğilimine dair göstergeleri dikkate alarak belirlemiş, parasal sıkılık düzeyini, enflasyondaki düşüşün sürekliliğini ve hedeflenen patika ile uyumunu sağlayacak şekilde oluşturmuştur. TCMB, 2019 yılının ilk yarısında, bir hafta vadeli repo ihale faiz oranını yüzde 24 düzeyinde sabit tutarken likidite yönetimine ilişkin destekleyici adımlar atmıştır. Sıkı para politikası duruşu ile güçlü politika koordinasyonu neticesinde birikimli döviz kuru etkilerinin azalması ve iç talebin ılımlı seyri, enflasyon dinamiklerinde belirgin bir iyileşme sağlamıştır. TCMB, enflasyon görünümündeki

iyileşmeye bağlı olarak Temmuz, Eylül ve Ekim aylarında kademeli olarak politika faizini yüzde 14 seviyesine düşürmüştür (TCMB, 2019, s. 11).

Tablo 24. TCMB 2018-2019 Tarihleri Arası Para ve Kur Politikaları Özeti

Tarih	TCMB Müdahale Araçları	TCMB'nin Müdahalenin Amaçları
2018	2018 yılında da devam etmiştir. Bu çerçevede, 2018 yılı Ocak ayında bankaların Bankalar arası Para Piyasası ve Açık Piyasa İşlemleri için bulundurdukları teminatlar birleştirilmiştir.	TCMB, 28 Mayıs 2018 tarihinde yaptığı duyuru ile para politikası operasyonel çerçevesine ilişkin sadeleşme sürecinin tamamlanmıştır.
	.1 Haziran 2018 tarihinden itibaren, bir hafta vadeli repo ihale faiz oranının politika faizi olarak ilan etmiştir.	Ağustos ayında piyasalarda yaşanan şoklar karşısında finansal istikrarın desteklenmesi ve piyasaların etkin işleyişinin sürdürülmesi amacıyla
	2018 yılı Ağustos ayında Türk lirası işlemler karşılığında alınan tüm teminatların iskonto oranı vade ayrımı yapılmaksızın yüzde 5 olarak belirlenmiş, Eylül ayında ise bankaların Bankalar arası Para Piyasası borçlanmalarına karşılık bulundurmakla yükümlü oldukları minimum Devlet İç Borçlanma Senedi (DİBS) teminat oranı yüzde 30'dan yüzde 10'a düşürülmüştür.	
2019	BIST bünyesinde yapılan tüm repo işlemleri zorunlu karşılık uygulamasından muaf tutulmuştur.	Finansal piyasaların derinleşmesine ve etkinliğine katkı sağlamak amacıyla
	Türk lirası işlemler karşılığında teminata kabul edilen Devlet İç Borçlanma Senetleri (DİBS) ve 7 HMVKŞ tarafından yurt içinde ihraç edilen kira sertifikalarının tüm vadeler için %5 olan iskonto oranları, vade ayrımı gözetilerek yeniden düzenlenmiştir.	Bu dönemde, sistemin fonlama ihtiyacını temelde para tabanı gelişmeleri, enerji ithalatçısı kamu iktisadi teşebbüslerine gerçekleştirilen döviz satımları ve kamu kesimi işlemleri artırıcı yönde, ihracat ve döviz kazandırıcı hizmetler reeskont kredileri ile zorunlu karşılık oranlarındaki düşüşler ise azaltıcı yönde etkilemesi amacıyla
	Sistemin fonlama ihtiyacının önemli bir bölümü TCMB ve BIST bünyesinde gerçekleştirilen döviz karşılığı TL swap işlemleriyle karşılanırken TCMB bünyesindeki TL Karşılığı Altın Swap Piyasası işlemleriyle sınırlı miktarda fonlama sağlanmıştır.	
	Mayıs ayından itibaren Borsa İstanbul (BIST) Swap Piyasasında ABD doları ve euro cinsinden para politikası faiz oranlarıyla uyumlu bir şekilde bir haftadan uzun vadelerde işlem yapılmaya başlanmıştır. Ayrıca, Ağustos ayında TCMB bünyesinde kotasyon yöntemiyle ve 1 hafta vadeli olarak gerçekleştirilmekte olan döviz karşılığı Türk lirası swap işlemlerinin geleneksel ihale (çoklu fiyat) yöntemiyle ve 1, 3 ve 6 ay vadeli olarak da gerçekleştirilmesine karar verilmiştir.	

Kaynak: TCMB, (2018-2019).

Finansal piyasaların derinleşmesine ve para politikası aktarım mekanizmasının etkinliğinin artırılmasına sağladığı katkılar dikkate alınarak Piyasa Yapıcılığı Sisteminin desteklenmesi amacıyla bankalara Açık Piyasa İşlemleri (APİ) çerçevesin de likidite imkânı kullandırılması uygulamasına 17 Haziran 2019 tarihinde yeniden başlamıştır (TCMB, 2019, s. 11).

2020 yılında planlanan para politikalarında, Döviz Karşılığı Türk Lirası Swap Piyasası işlemlerine ve BIST Swap Piyasasında TCMB taraflı işlemlere da devam edilebilecektir. Ayrıca, piyasa koşullarına göre ihtiyaç duyulması durumunda; Döviz Karşılığı Türk Lirası Swap İhaleleri de gerçekleştirilebilecektir. Türk Lirası Depoları Karşılığı Döviz Depoları ihaleleri ihtiyaç duyulması halinde tekrar düzenlenebilecektir. Para politikası aktarım mekanizmasının güçlendirilmesi ve finansal istikrarın desteklenmesi amaçlarıyla TCMB tarafından bankalara sağlanan ROM imkânının 2020 yılında kademeli olarak azaltılmasına devam edilebileceği vurgulanmıştır (TCMB, 2019, s. 11).

BÖLÜM 5. SONUÇ

Son yıllarda sermaye hareketlerinin serbestleşmesi, ekonomilerin birbirlerine olan duyarlılığını artıran en önemli etkenlerden biri olmuştur. Bu şekilde bir ekonomide ortaya çıkan kriz hızlı bir şekilde yayılarak diğer ekonomileri etkileyebilmiştir.

Bu durumu kontrol altına almak isteyen gelişmiş ülkeler genişleyici para politikası uygulamalarına yönelmişlerdir. Bu genişleyici politikalar, küresel piyasalarda faizleri düşürerek hem ucuz finansmanı arttırmış hem de yatırımcılar için görece faizlerin yüksek olduğu gelişmekte olan ülkeleri daha cazip kılmıştır. Bunun sonucunda ise uluslararası sermaye gelişmekte olan ülkelere yönelmiş ve piyasalarda bollaşan likidite ülke ekonomilerini istikrarsızlığa sürüklemiştir. Bu durumu önlemeye yönelik adımlar para politikalarının uygulanmasıyla atılmıştır.

Bu çalışmamızda gelişmiş ve gelişmekte olan ülke ekonomilerinde etkin rol oynayan para politikalarının amaçları ve bu amaçlara ulaşmada kullanılan para politikası araçları tanımlanmış ve para politikası uygulamalarının global düzeyde araştırılması ve bununla birlikte TCMB'nın uygulamaya koyduğu yeni politika araçlarının incelenmesi yapılmıştır.

Bu incelemeyle birlikte, Gelişmiş Ülkelerden Amerika'nın FED tarafından yürütülen para politikalarında, Miktarsal Genişleme, Açık Piyasa işlemleri, Zorunlu Karşılıklar Oranı, Faiz Oranı Kontrolleri gibi para politikası araçlarını kullandığı, Kanada'nın, parasal tabanlı para politikası uyguladığı ancak enflasyon hedeflemesi aracını kullanarak istikrarı sağladığı, İngiltere'nin, Bank of England tarafından para politikası amaçlarına ulaşmada Açık Piyasa İşlemleri, Zorunlu karşılık Oranları Reeskont Kredileri ve Faiz Oranları Kontrolü para politikası araçlarını, Almanya'nın ise Bundesbank vasıtasıyla, Repo İhaleleri, Reeskont Kredileri ve Faiz Kontrolü araçlarını kullandığı görülmektedir.

Yine bu incelemeyle Gelişmekte olan Ülkelerden Şili özellikle Merkez Bankasının özerkliği ve yetkilerinin artırılmasıyla, Para politikasında Enflasyon Hedeflemesi ve Sıkı Para politikası araçlarını, Brezilya liberalleşme politikalarıyla, Döviz Kuru çapası ve Enflasyon Hedeflemesini, Güney Kore ise yabancı bankaların ülkeye

girmesi ve yerli bankaların özelleşmesiyle mevduat ve kredi serbestliği sağladığı, Enflasyon Hedeflemesi ve Döviz Kuru politikası kullandığı görülmektedir.

Türkiye'de kısa vadeli sermaye hareketlerinin artması ise kredilerin artış hızının artmasına ve TL'nin aşırı değerlenmesine neden olmuştur. Ayrıca krizi önleme amacıyla Türkiye'de uygulanan genişleyici politikalar iç talebin artmasına neden olurken, küresel krizden daha çok Türkiye'nin ihracatında payı yüksek olan gelişmiş ekonomilerin etkilenmesi ise ihracat artış hızının yavaşlamasına neden olmuştur. Bu nedenlerden dolayı ise Türkiye'de cari açık önemli boyutlara ulaşmıştır.

Yüksek cari açıkla birlikte cari açığın finansmanında, bu dönemde, neredeyse tamamının kısa vadeli sermaye ve portföy yatırımlarıyla finanse edilmesi Türkiye ekonomisini ani şoklara karşı kırılgan hale getirmiştir. Zira ani bir sermaye çıkışında veya güvensizlik ortamında dövize olan talebin artması sonucu döviz kurunun yükselmesi, finansal kurumların zarar etmesine neden olarak finansal istikrarsızlık ortamı oluşturabilecektir. Bu açıdan finansal istikrara ilişkin risklerin ortadan kaldırılması önemli hale gelmiştir.

Bu duruma tepki olarak TCMB 2002-2005 döneminde örtük olarak uyguladığı, 2006 yılından itibaren ise açık olarak uyguladığı enflasyon hedeflemesi stratejisini yeniden düzenleyerek 2010 yılının sonuna doğru yeni bir para politikası stratejisi geliştirmiştir.

2002-2010 döneminde uygulanan enflasyon hedeflemesi stratejisinde temel amaç fiyat istikrarıyken bu amaca ulaşmak için kullanılan para politikası aracı ise kısa vadeli faiz oranı olmuştur. Örtük enflasyon hedeflemesinin uygulandığı 2002- 2005 döneminde gerçekleşen enflasyon oranı hedefin hep altına kalmış ve 2001 yılının sonunda %68 olan oran, 2005'in sonunda %7,7'ye kadar gerilemiştir. Bu dönemde başarılı sonuçlar elde edilmesi ve gerekli koşulların oluştuğu düşüncesiyle 2006 yılında açık enflasyon hedeflemesi rejimine geçilmiştir.

Ancak açık enflasyon hedeflemesi rejiminin uygulamaya koyulduğu dönem, dünya konjonktüründe hızlı değişmelerin başladığı bir döneme denk geldiğinden Türkiye ekonomisi bir dizi şokla karşılaşmıştır. Oldukça uzun süre etkili olan bu şoklar, 2006-08

döneminde enflasyondaki düşüşü engelleyerek para politikasından bağımsız bir şekilde enflasyonun hedeflerin üzerinde gerçekleşmesine neden olmuştur.

2009 ve 2010 yıllarında ise küresel krizin de etkisiyle gerçekleşen enflasyon, hedeflere yaklaşarak belirsizlik aralığı içinde kalmıştır. Yeni para politikası stratejiyle birlikte ise TCMB, fiyat istikrarının yanı sıra finansal istikrarı da hedeflemiştir. Bu iki hedefe ulaşabilmek için ise politika faizi olan bir hafta vadeli ihale faiz oranının yanında faiz koridoru, zorunlu karşılıklar ve rezerv opsiyon mekanizması gibi başka para politikası araçlarını da kullanmaya başlamıştır.

Yeni para politikası stratejisinde finansal istikrarı desteklemek için hem kredi artış hızı hem de reel döviz kurundaki aşırı oynaklık dikkatle takip edilmiştir. Bu kapsamda kriz sonrası hızlanan kredilerin artış hızı uygulanan politikalarla (zorunlu karşılıkların arttırılması gibi) ve BDDK'nın aldığı kararların etkisiyle 2011 yılının ikinci yarısından itibaren azalmaya başlamıştır. 2012 yılında da finansal istikrar açısından makul seviyelerde devam eden kredilerin artış hızı 2013 yılının ikinci çeyreğinde yeniden hızlanmıştır. Ancak Mayıs 2013'te FED' in tahvil alımlarını Eylül ayından itibaren kısmayı planladıklarını açıklaması üzere küresel belirsizliklerin artması sonucu Türkiye'den sermaye çıkışları yaşanmıştır. Bu durumla birlikte TCMB'nin uyguladığı politikalar sonucunda ise kredilerin artış hızı tekrardan azalma eğilimine girmiştir. Diğer taraftan bu dönemdeki döviz kurundaki oynaklıklar ise TCMB'nin politika faizi ve faiz koridoru gibi araçlarla yaptığı müdahalelerle ve aldığı diğer önlemlerle giderilmiştir.

Kredilerin artış hızının ve reel döviz kurunda oynaklıkların finansal istikrar açısından risk oluşturmayacak seviyelere çekilmesi finansal istikrarda kayda değer bir iyileşme olduğunu ortaya koymaktadır. Fiyat istikrarı açısından ise yeni stratejinin uygulamaya koyulmasından sonra aynı iyileşmenin sağlanamadığı görülmektedir. Zira 2011 yılında gerçekleşen enflasyon oranı %10,45 belirlenen hedefi %5,5 neredeyse ikiye katlamıştır. 2012 yılında ise enflasyon oranı %6,16, hedefin %5 üzerinde gerçekleşmiş ancak bir önceki yıla kıyasla önemli ölçüde azalarak belirsizlik aralığı içinde kalmıştır. 2013 yılında ise gerçekleşen enflasyon oranı %7 olan belirsizlik aralığının üst sınırını da aşmış, %7,4 olarak gerçekleşmiştir. 2014 yılı enflasyon hedefinin %5 olmasına karşın gerçekleşen yıllık enflasyonun %8,17 olarak gerçekleşmesi de finansal istikrarda elde

edilen olumlu sonuçların aynı şekilde fiyat istikrarında elde edilemediğini göstermektedir.

Yeni para politikası stratejisi uygulanmaya başladıktan sonra finansal istikrara ilişkin olumlu sonuçlar elde edilirken, fiyat istikrarında aynı şekilde olumlu sonuçlar alınamadığı gözlemlenmiştir. Ancak yeni para politikası stratejisinin başarılı ya da başarısız olarak değerlendirebilmek için henüz erken olduğu düşünülmektedir. Ayrıca, finansal istikrarın sağlanmasıyla ilgili diğer kurumlarla birlikte, TCMB'nin finansal istikrarın sağlanmasına yönelik yaptığı uygulamaların gerekli ve önemli olduğu söylenebilir.

Bu tez çalışmasında, globalleşmeyle birlikte para politikası amaçlarının ve bu amaca ulaşmada kullanılan para politikası araçlarının tanımında, teorisinde ve uygulanmasında, aralarında farklı gelişmişlik düzeyi, farklı siyasi ve konjontürel yapıları olmalarına rağmen seçili ülkelerde ve Türkiye'de yeni para politika araçları ile benzer para politikalarının izlenmekte olduğu hipotezi yakınsamaktadır.

EK'LER

Ek 1. Senyoraj Geliri

Senyoraj veya sinyoraj geliri, paranın üretim maliyeti ile üzerinde yazılı değer arasındaki fark nedeniyle elde edilen gelirdir. Örneğin, 50 TL'lik bir banknotun basım maliyetinin 80 kuruş olduğunu varsayalım. Bu durumda 50 TL'lik banknotun basılarak piyasaya sunulması sonucu elde edilecek senyoraj geliri 49 TL 20 Kuruş olacaktır (Aykın, H. 2019).

Ek 2. 2008 Krizi ve Lehman Brothers'ın İflası

Lehman Brothers, 15 Eylül 2008 tarihinde iflasını açıkladığında 623 milyar dolarlık aktiflerine karşılık 619 milyar dolar da borcu vardı. Dünya genelinde 25.000 çalışanıyla Amerika Birleşik Devletleri'nin Goldman Sachs, Morgan Stanley ve Merrill Lynch'ten sonraki en büyük dördüncü yatırım bankası olan Lehman Brothers'ın kökleri ABD'ye giden Alman göçmeni Henry Lehman'a kadar uzanıyor. Henry Lehman, 1844'te Alabama'da kurduğu küçük işletmesine 1850 yılında kardeşleri Emanuel ve Mayer'i de dahil ederek 1850 yılında Lehman Brothers'ı kurmuştur.

Yatırım Bankacılığı, Özel Bankacılık, Finansal Araştırma, Hazine İşlemleri gibi konularda faaliyet gösteren Lehman Brothers, 150 yılı aşkın tecrübesi içinde 19. Yüzyılda yaşanan büyük demiryolu iflaslarını, 1930'ların Büyük Buhranını, iki Dünya Savaşını, 1994 ve 1998'teki finansal krizleri görmüş ve hepsinin de üstesinden gelebilmişti. Ancak 2007 yılında Amerika'daki konut piyasasının çöküşü ve Mortgage Kredilerinin geri ödenememesiyle başlayan kriz Lehman Brothers'ın da sonunu hazırladı (Kaya, 2008).

Ek 3. FED'in QE uygulamaları

Fed, 2008 Aralık ayı ile 2010 Temmuz ayı arasında uyguladığı QE1 programında bankalardan toplamda 800 milyar USD tutarında Hazine ve Mortgage'e dayalı türev ürünlerini satın aldı ve karşılığında para verdi. Aynı dönemde faiz oranını da sıfıra kadar indirerek piyasada kredi talebi yaratmaya çalıştı. Bu kadar büyük miktarlı bir müdahaleye karşın QE1 programı istendiği kadar iyi sonuçlar vermedi. Piyasada bir kıpırdanma

olduysa da bu, öngörülenin çok altındaydı. Talep yeterince artırılamamıştır (Eğilmez, 2015).

QE1'den istediği sonucu alamayan Fed, 2010 yılının Kasım ayında QE2 adı verilen yeni bir parasal genişleme programını başlattı. Bu program da ilkiyle aynı mantık üzerine kuruluydu. 2011 yılının Temmuz ayına kadar süren QE2 aracılığıyla Fed, yine bankalardan Hazine kağıdı aldı ve karşılığında bankalara 600 milyar USD tutarında para verdi. QE2, ilkine göre daha başarılı oldu. Bunun iki nedeni var: (1) Fed bu kez uzun vadeli kâğıtları alıp karşılığında para vererek bankaları uzun vadeli bağlantılardan kurtarmıştı. (2) QE1'in üzerine gelen bu parasal destek piyasadaki likiditeyi daha da genişletmiştir (Eğilmez, 2015).

2011 yılının Eylül ayında Fed, bu kez adına Operation Twist denilen ve toplamda 400 milyar USD tutan bir uygulamayı sahneye koydu. QE'ye benzeyen yani uzun vadeli tahvilleri ve mortgage'a dayalı türev ürünleri bankalardan alarak onlara para verip uzun bağlantılardan kurtulmalarını sağlayan bir uygulamaydı bu. Operation Twist, yeni bir uygulama değildi. Fed tarafından ilk kez 1961 yılında elindeki kısa vadeli Hazine kâğıtlarını uzun vadeli olanlarla değiştirmek ve bu yolla yatırımcılara kaynak sağlamak amacıyla uygulanmıştı. Genel olarak ilki de bu son uygulananı da başarılı sonuçlar verdi (Eğilmez, M. 2015).

Fed, 2012 yılının Eylül ayında QE3''ü uygulamaya soktuğunu açıkladı. Bu programda Fed, operation twist kapsamında aylık 40 milyar USD tutarında Mortgage'a dayalı türev ürünleri almaya devam ederken her ay 85 milyar USD tutarında da Hazine kâğıdı alacağını ilan etti. QE3 ile birlikte Fed alışılmadık üç açıklama yaptı: (1) Faizi 2015 yılına kadar sıfır oranında tutacağını ilan etti. (2) Kâğıt alarak para verme operasyonunu, istihdam ciddi biçimde iyileşene kadar sürdüreceğini belirtti. (3) Ekonomiyi canlandırmak için çalışacağını ve daralmaya izin vermeyeceğini açıkladı. Bu üç açıklama da bir merkez bankası için alışılmamış açıklamalardı ve Fed bu tür açıklamaları daha önce hiç yapmamıştı. Bunları yapmaktan amacının tüketici, yatırımcı ve finans kurumu güvenini yeniden oluşturmak olduğunu ya da kısaca beklentileri olumlu yöne çevirmek olduğunu söyleyebiliriz (Eğilmez, 2015).

QE3 devam ederken 2013 Ocak ayında Fed, QE4'ü yaşama geçirdi ve aylık 85 milyar USD tutarında uzun vadeli Hazine kâğıtlarını almayı sürdüreceğini açıkladı (Eğilmez, 2015).

Ek 4. Brexit

Brexit, Oxford Sözlüğü' ne göre Birleşik Krallık' ın AB'den çekilmesi ya da ayrılması anlamına gelmektedir. Birleşik Krallık tarafından gerçekleştirilen Brexit referandumu, 2015 yılında kabul edilen AB Referandum Yasası bağlamında değerlendirildiğinde, referandum sonuçlarının uygulanmasına yönelik bir zorunluluk bulunmadığı ve Birleşik Krallık' ın AB'den ayrılmasına yönelik yasal ve bağlayıcı bir zaman sınırlaması getirmediği görülmektedir (Aras ve Günar, 2018, s. 94).

Birleşik Krallık' ın 1950'lerden Brexit' e uzanan süreçte AB karşıtlığı belli nedenlerden kaynaklanmıştır. Bu nedenler; Birleşik Krallık' ın İngiliz Milletler Topluluğu'ndaki çıkarları, uluslararası ilişkilerde Avrupa ülkelerinden ziyade ABD ile ortak hareket etmesi, II. Dünya Savaşı'nın sona ermesindeki rolünden kaynaklanan tarihsel gururu, ekonomisinin güçlü olması ve AB karşıtı haberleriyle bilinen çok sayıda medya organının varlığı olarak gösterilebilir (Aras ve Günar, 2018, s. 94).

Ek 5. Tablita Sistemi

Tablita Sistemi, döviz kurlarının önceden ilan edilmiş miktarda ya da yüzdede sık sık (günlük, haftalık, aylık) ve açıkça belirlenen aralıklarla denge döviz kuruna ulaşıncaya kadar değiştirildiği kur sistemidir.

Döviz kurlarındaki artış oranı çoğunlukla fiyat endeksleri gibi objektif ölçülere bağlanmaktadır. Döviz kuru belirlenirken enflasyon farkı, ödemeler dengesi, büyüme hızı gibi temel makro değişkenler gösterge olarak kabul edilir. Bu nedenle bu döviz kuru rejimine göstergeye göre kur ayarlaması adı da verilir.

Bu sistemde sabit kur üzerinde bir baskı oluştuğunda, yine gerekli ayarlamanın bir anda değil belirli aralıklarla ve sıklıkla yapılmaktadır. Ayrıca aralığın olmaması nedeniyle belirsizlikler daha aza indirgenmiştir.

Bu sistemde merkez bankaları döviz kurunu önceden ilan edip sürekli küçük devalüasyonlar yapma yoluna giderek büyük devalüasyonlardan kaçınmayı amaçlarlar (Uğur, 2006).

Ek 6. Brezilya Uygulanan Para Politikaları

28 Şubat 1986'da bir parasal reform niteliğindeki heteredoks özelliklere sahip istikrar programı Cruzado Planı uygulamaya konmuştur. Plan şu hedefleri kapsamaktadır;

- Tüm fiyatlar ve döviz kuru dondurulmuştur.

- Temel ulusal para birimi olarak Cruzado oluşturuldu.

- Eski para birimi Cruzeirodan üç sıfır atılarak (l Cruzado=l 000 Cruzeiro) yeni para birim Cruzado dolaşıma sokuldu.

- Ücret endeksleme sistemi kaldırılmış, ücretler son altı ayın ortalama satın alma gücüne göre Cruzado'ya dönüştürülmüştür.

- 1985'te yapılan vergi reformu ile bütçe açıkları önemli ölçüde kapatılmaya çalışılmıştır (Altan, 2009).

Bu program ve 1988-1989 döneminde de birbirini takip eden iki program da başarılı olamamıştır. Brezilya için istikrar programları ile kısa süreli başarılar sağlayan ülke demek mümkündür. Sürekli yüksek enflasyon günlük yaşamın bir parçası olmuştur. 1990 yılı başında kabul edilen Novo Brazil ve bir yıl sonra yürürlüğe konulan 2. Collor Planı da ücret ve fiyatları dondurarak enflasyonu durdurmak isteyen istikrar programları olmuştur (Altan, 2009).

Bu planın ilk hedefi kamu maliyesinin düzeltilmesi, ikinci hedefi enflasyonist beklentilerin ve ekonomideki temel fiyatların Real'le her gün değişen kurlarla endekslenmesi üçüncü hedefi Real'in etkinliği olmuştur. Programda çıpa olarak döviz kuru kullanılmıştır (Altan, 2009).

Ek 7. Bretton Woods

Bretton woods sistemi, 2. Dünya Savaşı'ndan sonra gelişmiş ülkelerin önderliğinde yeni bir finansal sistemin oluşturulması için yapılan bir anlaşma ile kabul

edilen parasal sistemdir. Sistemin amacı savaşta yıkılan Avrupa'nın yeniden kalkınmasını sağlarken parasal sistemi de güvence altına almaktır. Dünya ticaretinin serbestleşmesini, ekonomilerin yeniden yapılandırılmasını ve ekonomik istikrarın oluşturulmasını sağlayacak uluslararası parasal sistemin kurulması amaçlanmıştır. Bu amaçlar doğrultusunda 1944 yılında ABD'nin New Hampshire eyaletinin Bretton Woods kasabasında 44 ülkenin katıldığı konferans sonucu anlaşma imzalanmıştır (Kuruç, 2016).

Anlaşmanın en önemli sonucu, IMF ve Dünya Bankası'nın kurulmasıdır. Böylece dünyada ayarlanabilir sabit kur sistemine geçiş sağlanmıştır. Döviz kuru istikrarı ve üye ülkelere kredi sağlamak diğer sonuçları olarak söylenebilir. Ayrıca para birimleri dolara endeksli hale getirilmiş, Dolar ise altına bağlı hale gelmiştir ve 1 Ons altın 35 Dolara bağlandığı gibi bütün ülkelerin para birimleri altına bağlanmıştır. ABD Merkez Bankası FED yabancı merkez bankalarına dolar arzı karşılığında sabit fiyattan altın satması kararlaştırılmıştır. Sistem 1973 yılında merkez bankalarının dolar karşılığı ABD'den altın talep etmesi rezervlerinin düşmesine neden olduğundan sistem çöküşe uğramıştır (Kuruç, 2016).

Ek 8. Truman Doktrini

1946'dan itibaren SSCB ve komünizmle mücadele, ABD dış politikasının temel anlayışı oldu ve bu dönem dünya tarihinde soğuk savaş olarak adlandırılmaktadır. Truman Doktrini' nin temel noktası bu düşüncedir.

ABD Başkanı Harry S. Truman, doktrinini geliştirirken İngilizlerin Yunanistan'dan çekilmesinden sonra sosyalistlerin ağırlıkta olduğu bir hükümetin kurulmasını ve Sovyetler Birliği'nin Türkiye'den Boğazlar' da üs ve Doğu Anadolu'dan toprak istemesini gerekçe olarak göstermiştir. Kısaca, ABD ve Batı Avrupa için önemi olan Orta Doğu'da, Sovyetler Birliği'nin etkin olma çabasının önüne geçmek istemesidir (Tarihibilgi, 2019).

Ek 9. Marshall Planı

George Marshall, 1947 yılında Harvard Üniversitesi'nde yaptığı konuşmada, İkinci Dünya Savaşı'ndan çıkan Avrupa ekonomilerini kalkındırmak için bir program önermiştir.

Marshall, Avrupa ülkelerinin çiftçilere tarım yapacak yeterli malzemeyi veremediklerini ve bu nedenle ihtiyaçlarını az dövizle dışarıdan almaya çalıştıklarını belirtmiş ve bu problemin ABD'nin Avrupa'ya yardımıyla çözülebileceğini ilan etmiştir.

Türkiye ile birlikte 16 Avrupa ülkesi Marshall yardımını planlı şekilde almak için 1948 yılında Avrupa Ekonomik İşbirliği örgütünü (OECD) kurdular. Bu oluşum Avrupa Birliği (AB) oluşturma düşüncesinde etkili olmuştur. (Tarihibilgi, 2019).

Ek 10. 24 Ocak Kararları

1980 yılı başında bir azınlık hükümeti kuran Süleyman Demirel, Turgut Özal'ı tam yetki ile donatarak ekonomi yönetiminin başına getirmiş, Özal'da kurduğu ekiple 24 Ocak Kararları diye bilinen istikrar paketini hazırlamıştır.

24 Ocak Kararları' nın ana hatları şu şekildedir:

1. %32,7 oranında devalüasyon yapılarak günlük kur ilanı uygulamasına gidilmiş,
2. Devletin ekonomideki payını küçülten önlemler alınmış, KİT'lerdeki uygulamaya paralel olarak tarım ürünleri destekleme alımları sınırlandırılmış.
3. Gübre, enerji ve ulaştırma dışında sübvansiyonlar kaldırılmış.
4. Dış ticaret serbestleştirilmiş, yabancı sermaye yatırımları teşvik edilmiş, kâr transferlerine kolaylık sağlanmış.
5. Yurtdışı müteahhitlik hizmetleri desteklenmiştir.
6. İthalat kademeli olarak liberalize edilmiş, ihracat; vergi iadesi, düşük faizli kredi, imalatçı ihracatçılara ithal girdide gümrük muafiyeti, sektörlere göre farklılaşan teşvik sistemi ile teşvik edilmiştir (Kırelli, 2015).

Ek 11. Körfez Savaşı

Birinci Körfez Savaşı (1990-1991), ABD öncülüğünde İngiltere, Fransa, Suudi Arabistan, Suriye, Mısır gibi 28 devletin askeri koalisyonuyla Irak devleti arasında yapılan savaştır. Bu savaşa Irak Devlet Başkanı Saddam Hüseyin'in çıkardığı Körfez Krizi neden oldu (Duman, 2017).

Ek 12. 2001 Krizi

19 Şubat 2001 tarihinde yapılan Milli Güvenlik Kurulu toplantısında yaşananlar, piyasadaki mevcut sıkışıklığın çok derin bir ekonomik krize dönüşmesine yol açtı.

Milli Güvenlik Kurulu toplantısı sırasında dönemin Cumhurbaşkanı Ahmet Necdet Sezer'in Devlet Denetleme Kurulu'nun Bankacılık Düzenleme ve Denetleme Kurulu'nda (BDDK) başlattığı denetime Başbakan Bülent Ecevit'in tepki göstermesi üzerine tartışma yaşandı.

Sezer, Ecevit'e anayasa kitapçığı fırlattı. Ecevit de bu duruma tepki göstererek toplantıyı terk etti. Ecevit'in toplantı çıkışında bekleyen gazetecilere; "Bu bir devlet krizidir" yönündeki açıklamalarının ardından piyasalarda sert satışlar yaşandı.

Zaten likidite sorunu yaşayan piyasadan yabancı yatırımcılar da hızla çıkmaya başladı ve uygulanan ekonomik program ciddi güven kaybına uğradı.

Aynı gün içerisinde 7 milyar doların üzerinde bir döviz talebi ortaya çıkarken, bankalar arası piyasada gecelik faizler yüzde 5 bin il 7 bin 500 aralığını gördü. İstanbul Menkul Kıymetler Borsası (İMKB), bir günde yüzde 20'nin üzerinde değer kaybetti.

Bankacılık sektöründe başlayan krizin etkileri reel sektörde de doğrudan hissedildi. Binlerce firma kapatılırken, yüz binlerce kişi de işsiz kaldı.

MGK toplantısından iki gün sonra sabit kur rejiminden dalgalı kur rejimine geçildi. Karar öncesi 684 bin TL olan dolar kuru, dalgalı kura geçilmesiyle birlikte 1,2 milyon TL'ye yükseldi.

Mart ayında o dönem Dünya Bankası başkan yardımcılığı görevini yürüten Kemal Derviş, Türkiye'ye davet edildi ve ekonomiden sorumlu devlet bakanlığına atandı.

IMF ile stand-by *(Ek 13)* imzalandı ve bankacılık sektöründe reforma gidilmesini odağına alan yeni bir ekonomi programı yürürlüğe sokuldu (BBC, 2018).

Ek 13. Stand-by Anlaşması

IMF'nin ihtiyaç duyan üyelerine finansal destek vermek amacıyla yaptığı anlaşmalar, stand-by anlaşması olarak adlandırılıyor.

IMF ile ilk stand-by anlaşmasını 1961'de imzalayan Türkiye, 1958-2008 yıllarını kapsayan 50 yıllık dönemde, toplam 19 stand-by anlaşması yaptı. IMF bu sürenin yarısından fazlasında Türkiye ekonomisinin yönetiminde belirleyici oldu. Türkiye, sadece 1999'dan 2007 Temmuz'una kadar IMF'den toplam 43,5 milyar dolar kredi kullandı.

IMF ile 9,8 milyar dolarlık 19'uncu son stand-by anlaşması, 11 Mayıs 2005 tarihinde imzalandı. (İnan, 2009 s. 32).

KAYNAKÇA

Acar, Y. (1991). Tarihsel Açıdan Türkiye Ekonomisi ve İzlenen İktisadi Politikalar, *Uludağ Üniversitesini Güçlendirme Vakfı Yayınları***,** Yayın No:45, s. 55

Acet, H. (2009). Para Politikası Stratejisi Olarak Enflasyon Hedeflemesi Rejimi: Teori, Politika ve Türkiye Üzerine Bir Değerlendirme, *Sosyal Ekonomik Araştırmalar Dergisi,* 9(17), s. 36-43.

Adam, H. ve Mayer, P. (2014). *Europäische Integration,* München: Einfuhrung für Ökonomen

Akbulak, S. (2008). *BRICs* Ülkeleri Brezilya, Rusya, Hindistan, Çin ile Güney Kore Ekonomilerine ve Sermaye Piyasalarına İlişkin Temel Göstergeler, *Sermaye Piyasası Kurulu Araştırma Raporu*, 11.01.2008 SA-1

Akçay, M. A. (1997*). Para Politikası Araçları Türkiye ve Çeşitli Ülkelerdeki Uygulamalar*. Uzmanlık Tezi, DPT Yıllık Programlar ve Konjonktür Değerlendirme Genel Müdürlüğü Mali Piyasalar Dairesi Başkanlığı Devlet Planlama Teşkilatı.

Akçay, N. (2003*). Türkiye'de Para Politikalarının Etkinliği (1990-2008*). (Yayımlanmamış Doktora Tezi) İstanbulTeknik Üniversitesi, İstanbul.

Akdiş, M. (2006). *Para Teorisi ve Politikası,* Ankara: Gazi Kitabevi.

Akın, I. (2017). İngiltere Merkez Bankası ve İsviçre Merkez Bankası Para Politikası Araçları ve Ekonomi Üzerine Etkileri, *Akademik Sosyal Araştırmalar Dergisi,* Yıl. 5, Sayı. 55, Ekim 2017, s. 324-345

Aklan, A. N. ve Nargeleçekenler, M. (2008). Para Politikalarının Banka Kredi Kanalı Üzerindeki Etkileri, *İ.Ü. Siyasal Bilgiler Fakültesi Dergisi,* 39(10), 109–132.

Aktan, C. C. (2001). *Kamu Ekonomisi ve Kamu Maliyesi***,** İzmir: Anadolu Matbaacılık.

Aktan, C. C. (2010). Monetarizm ve Rasyonel Beklentiler Teorisi *Ekonomi Bilimleri Dergisi***,** Cilt 2, No 1, 2010

Aktoprak, S. (2017). 2001 Ekonomik Krizi ve Makroekonomik Dengeler. *Balkan ve Yakın Doğu Sosyal Bilimler Dergisi*

Allen, C. ve Robinson, W. (2005). *Monetary Policy Rules and the Transmission Mechanism Jamaica*, Money Affairs, Jul-Dec.

Altan, O. (2009). *Ekonomik İstikrar Politikaları ve 1980 Sonrası Türkiye Uygulaması.* s. 68-70, Dokuz Eylül Üniversitesi, (Yayımlanmamış Yüksek Lisans Tezi), Sosyal Bilimler Enstitüsü, Maliye Anabilim Dalı, Maliye Programı.

Alper, K. ve Tiryaki, S. T. (2011). Zorunlu Karşılıkların Para Politikasındaki Yeri, *TCMB Ekonomi Notları,* Sayı: 2011-08,13 Nisan 2011, Erişim Tarihi: 11.12.2019

Aras, İ. ve Günar, A. (2018). Birleşik Krallık'ın Avrupa Birliği'nden Ayrılma Referandumu: Brexit Süreci ve Sonuçları *Marmara Üniversitesi Siyasal Bilimler Dergisi,* Cilt 6, Sayı 2, s. 90-110

Aren, S. (2005). *İstihdam Para ve İktisadi Politika,* Ankara: Savaş Yayınevi.

Arıcan, E. ve Güçlü A. (2014). Ekonomik İstikrarsızlık Ortamında Merkez Bankalarının Uyguladığı Para Politikaları ve Türkiye Örneği, *İktisat Politikası Araştırmaları Dergisi,* 1(1), 1-50.

Ayazlar, M. (2015). *Enflasyon Hedeflemesi ve Türkiye Açısından Değerlendirilmesi,* Çalışma Ekonomisi, (Yayımlanmamış Yüksek Lisans Tezi), Sosyal Bilimler Enstitüsü, Namık Kemal Üniversitesi,

Aydın, Y. (2014). Euro Para Birimi ve Almanya Ekonomisine Etkileri Üzerine Bir İnceleme, *Uluslararası Sosyal Araştırmalar Dergisi,* The Journal of International Social Research Cilt: 12 Sayı: 62 Yıl: 2019, s. 1167-1171

Aygün, A. (2011). *Para Politikalarının Likidite ve Gelir Etkisi: Türkiye Örneği,* (Yayımlanmamış Yüksek Lisans Tezi), Erciyes Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü.

Aykın, H. (2019). *Senyoraj Geliri,* Erişim Tarihi: 30.09.2019

Aytekin, G. K. (2015). Güney Kore'nin İhracata Dayalı Büyüme Modeli Kapsamında 2023 Türkiye İhracat Stratejisi *Ufuk Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi,* Yıl. 4, s. 8

Bain, K. ve Peter H. (2009). Bain, Keith, ve Howells, Peter**.** *Monetary economics: policy and its theoretical basis,* Palgrave Macmillion. 2. Ed, New York, 2009, Banca Nationala A Romaniei, http://www.bnro.ro/Home.aspx

Bağ, İ. (2019). *Türkiye'de 2010 Sonrası İzlenen Para Politikalarının Döviz Piyasalarına Etkileri,* Marmara Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü, İktisat Anabilim Dalı, Yüksek Lisans Tezi

Balseven, H. ve Erdoğdu, M. (2004). Mali Krizleri Önlemede Sermaye Kontrolleri: Malezya ve Şili Deneyimlerinden Türkiye İçin Dersler, Türkiye İktisat Kongresi Gelişme Stratejilere ve *Makroekonomik Politikalar Tebliğ Metinleri-1*, DPT, s. 207-236

Barışık, S. ve Çetintaş, H. (2008). Para Politikası Araçlarının Etkinliği Perspektifinden Türkiye'de Zorunlu Karşılıkların GSYİH ve Yatırımlar Üzerindeki Etkileri: 1987-2004 Dönemine İlişkin Ekonometrik Analizi *Akdeniz İ.İ.B.F. Dergisi* (16), 116-138.

Barro R. J. ve Gordon, D. B. (1983). *A Positive Theory of Monetary Policy Natural Rate Model.*

Battal, T. ve Akan, E. (2019). Brıcs Ülkeleri ile Türkiye'nin Performans ve Potansiyel Kriterleri Çerçevesinde Değerlendirilmesi *Beykoz Akademi Dergisi*, 2019, 7(1), 1-35

Berk, E. (2014). *Türkiye'de Para Talebi: Basit ve Divisia Ölçümlerle Ampirik Bir Analiz,* (Yayımlanmamış Yüksek Lisans Tezi), Pamukkale Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü, İktisat Ana Bilim Dalı.

Bernanke, B. S. (1999). *Inflation Targeting. Lessons From the International Experience*, New Jersey: Princeton University Press.

Birdal, M. (2018). *Para Teorisi ve Politikası,* İstanbul Üniversitesi, İktisat Fakültesi. Bölüm. 18, slideplayer.biz.tr. Erişim Tarihi: 25 Aralık 2019

Bocutoğlu, E. (2013). *Karşılaştırmalı Makro İktisat: Teoriler ve Politikalar,*Bursa: Ekin Yayınevi.

Bocutoğlu, E. (2014). *Makro İktisat: Teoriler ve Politikalar*, Bursa: Ekin Yayınevi.

Brunner, K. (1989). *The Role of Money and Monetary Policy, Federal Reserve Bank of St Louis Review*, Sept/ Oct.

Cambazoğlu, B. (2010). *Parasal Aktarım Mekanizması Kredi Kanalı: Kuram ve Türkiye Örneği*, (Yayımlanmamış Doktora Tezi), Adnan Menderes Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü, İktisat Anabilim Dalı.

Cengiz, V. (2008). Keynesyen ve Monetarist Görüşte Parasal Aktarım Mekanizması: Bir Karşılaştırma**,** *Atatürk Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Dergisi*, 22(1), 115–127.

Cengiz, V. (2009). Parasal Aktarım Mekanizması İşleyişi ve Ampirik Bulgular, *Erciyes Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi,* Sayı: 33, Temmuz-Aralık 2009, ss.225-247

Ceylan, E. (2010). *Para Politikası Amaçları, Araçları, Türkiye'de 1980 Sonrası İzlenen Para Politikası Uygulamaları ve 2000 Yılı Sonrası Türk Dış Ticaretindeki Gelişmeler*, *(*Yayımlanmamış Yüksek Lisans Tezi), İstanbul Ticaret Üniversitesi.

Cömert, H. ve Türel, O. (2016). *Finansal Küreselleşme Sürecinde Türkiye'de Para Politikalarının evrimi,* 1980-2014. ERC Working Papers Economics, 16(13)

Çakır, Z. (2012). *Türkiye'de Kredi Kanalıyla Parasal Aktarım Mekanizmasının İşleyişi*, (Yayımlanmamış Yüksek Lisans Tezi), Bilecik Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü, İktisat Anabilim Dalı,

Çelik, F. (2019). *Geleneksel Olmayan Para Politikalarının Finansal İstikrar Üzerine Etkisi: Türkiye Örneklemesi*, (Yayımlanmamış Yüksek Lisans Tezi), Necmettin Erbakan Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü, İktisat Anabilim Dalı, , s. 40

Çiçek, M. (2005). Türkiye'de Parasal Aktarım Mekanizması: VAR (Vektör Otoregresyon) Yaklaşımıyla Bir Analiz, *İktisat İşletme ve Finans Dergisi,* Cilt: 20, Sayı: 233, Yıl: 2005

Çolak, Ö. F. (2011). Türkiye'de son alınan kararlar çerçevesinde para politikasının gelişimi. *İktisat ve Toplum Dergisi,* (3), 37-49

Demir, H. (2018). *Parasal Aktarım Mekanizmalarından Faiz Kanalının Reel Ekonomiye Etkileri (Türkiye Örneği),* Tekirdağ Namık Kemal Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, İktisat Anabilim Dalı, Yüksek Lisans Tezi, s. 8-24

Demirhan, B. (2013). Türkiye'de Yeni Yaklaşım Çerçevesinde Para Politikalarının Finansal İstikrarı Sağlama Yönünde Uygulanması, *Afyon Kocatepe Üniversitesi İİBF Dergisi,* 15(2), 567-589.

Dinler, Z. (2001). *İktisada Giriş,* Bursa: Ekin Kitabevi.

Dinler, Z. (2003). *İktisada Giriş***,** Bursa: Ekin Kitabevi.

Dodge, D. (2002). *Inflation Targeting Canada: Experience and Lessons,* North American Journal of Economics And Finance, 2002, (13), 113-124.

Doğan, B. (2012). Geleneksel Aktarım Mekanizması: Türkiye Örneği, s. 211, *Dumlupınar Üniversitesi Sosyal Bilimler Dergisi***,** Sayı 33, Ağustos 2012

Duman, Ç. (2017). Körfez Savaşı, *Türk Asya Stratejik Araştırma Merkezi*, Erişim Tarihi: 01 Kasım 2019

Duramaz, S. ve Dilber, İ. (2015). Küresel Kriz Sürecinde Para Politikasında Yeni Bir Araç Olarak Faiz Koridoruna Genel Bir Bakış *Maliye Araştırmaları Dergisi,* 2015 s. 30-34

Duygulu, A. A. (1998). Döviz Kuru İstikrarının Ekonomik İstikrar Açısından Değerlendirilmesi, *DEÜ Üniversitesi İ.İ.B.F. Dergisi,* Yıl 1998, s. 107-118

Eğilmez, M. (2015). FED'in QE uygulamaları, *Kendime Yazılar*, Erişim Tarihi:11 Ekim 2019,

Eğilmez, M. (2017). Sıkı Para Politikası ve Türkiye, *Kendime Yazılar,* Erişim Tarihi:11 Ekim 2019

Edwards, S. (1985). *Stabilization with Liberalization: An Evaluation of Ten Years of Chile's* Experiment with Free-Market Policies, 1973-1983. Economic Development and Cultural Change, 33(2), 223-254.

Erdağ, N. (2014). Döviz Kuru Sistemleri,*nevzaterdag.tumblr.com.* Erişim Tarihi: 15 Aralık 2019

Erdemil, C. (2006). *Parasal Aktarım Mekanizması Kanalları*, (Yayımlanmamış Doktora Tezi) Hacettepe Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü, ,

Erdönmez, P. A. (2009). Küresel Kriz ve Ülkeler Tarafından Alınan Önlemler Kronolojisi, *Bankacılar Dergisi*, (68), 85-101.

Eren, A. (1999). Türkiye'nin Ekonomik Yapısı ve Güncel Sorunlar, *Muğla Üniversitesi Yayını,* Muğla.

Ergün, E. (2019). *Enflasyon Hedeflemesi Politikası ve Türkiye'de Uygulama Sonuçları*, Aksaray Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü, İktisat Anabilim Dalı İktisat Bilim Dalı, Yüksek Lisans Tezi, s. 68

Ergün, S. (2008). *Türkiye'de Ekonomik İstikrar Sorunu:1980-2005,* İnönü Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü, İktisat Anabilim Dalı, Doktora Tezi, s. 164

Ertek, T. (2006). *Makroekonomiye Giriş,* İstanbul: Beta Basım Yayın Dağıtım

Friedman, M. (1968). *The Role of the Monetary Policy, The American Economic Review,* 12(1), 25-32.

Goodfriend, M. ve King R. (1997). *The New Neoclassical Synthesis and the Role of Monetary Policy Federal Reserve Bank of Richmond Working papers*,98 (05), 1-63

Gray, S. ve Hoggarth, G. (1996). *Introduction To Monetary Operations,* London: Centre for Central Banking Studies. Bank of England, Handbooks, No.10.

Greenspan, A. (22 February *1994 ve April 1998). Subcommittee on Economic Growth and Credit Formulation of the Committee on Banking, Finance and Urban Affairs*, U.S. House of Representatives'e Yaptığı Sunum.

Guitian, M. (1996). *Policy and Operational Aspects of Exchange and Interest Rate Coordination. A Paper Prepared From IMF Monetary and Exchange Affairs* Department for The 21. Seanza, Central Banking Course, Kunming, China.

Güler, H. (2009). *Likidite Yönetimi Çerçevesinde Dolaşımdaki Para Hacminin Modellenmesi ve Likidite Tahmini*, Uzmanlık Yeterlilik Tezi, Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası

Güngör, K. (2006). İktisadın Tarihine Kısa Bir Bakış ve Merkantalizmden Günümüze İktisadi Düşünceler, *Afyon Kocatepe Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi,* Cilt:14 s. 1-41

Güneş H. (1990). Türkiye'de Para Arzını Kontrol Araçlarının Etkinliği. *İstanbul: İstanbul Ticaret Odası,* Yayın No: 1990-9.

Güneş, S. ve Yıldırım, C. (2019). Kredi Genişlemesi ile Cari Açık Arasındaki İlişki: Türkiye Örneği, *Aydın İktisat Fakültesi Dergisi,* Cilt.2, Sayı.1, s. 48

Güney, P. Ö. (2006). İstikrar Politikaları, Hedefleme Stratejileri ve Türkiye Örneği, *H.Ü. İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi*, Cilt 24, Sayı 1, 2006, s. 21-44

Gürsoy, A. (2013). *1990 – 2000 ve 2001 – 2007 Dönemleri Para Politikası Uygulamalarının Karşılaştırılması,* (Yayımlanmamış Yüksek Lisans Tezi), Marmara Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü, İşletme Anabilim Dalı, Finansal Piyasalar ve Yatırım Yönetimi Bilim Dalı.

Treasury, H. M. (2013). *Review of the monetary policy framework* Cm 8588, Presented to Parliament by the Chancellor of the Exchequerby Command of Her Majesty, March.

IMF (2019). *Seçili Ülkeler Raporu,* ABD 2010-2018, Büyüme, Enflasyon, İşsizlik Verileri, 11 Ekim 2019

IMF (2019). *Seçili Ülkeler Raporu,* Almanya 2010-2018, Büyüme, Enflasyon, İşsizlik Verileri, 05 Eylül 2019.

IMF (2019). *Seçili Ülkeler Raporu Kanada,* 2010-2018, Büyüme, Enflasyo, İşsizlik Verileri, 11 Eylül 2019.

Ireland, P N. (2005). *The Monetary Transmission Mechanism*, Federal Reserve Bank of Boston, (6), 1-9.

Işık, S. ve Duman, K. (2008). Enflasyon Hedeflemesi ve Dalgalı Döviz Kuru: Bazı Ülke Deneyimleri, *Akdeniz Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi,* (15), 60-73.

İğdeli, A. ve Sever, E. (2016). Gelişmiş ve Gelişmekte Olan Ülkelerde Enflasyon Hedeflemesi Stratejisi ve Ekonomik Performans: Ülkeler Arası Mukayeseli Bir Analiz, *Sosyal ve Beşeri Bilimler Araştırmaları Dergisi***,** s. 126.

2001 Krizi, (2018). *BBC News Türkçe,* Erişim Tarihi:10 Ocak 2020.

İnan, E. A. (2001). Parasal Aktarım Mekanizması Kredi Kanalı ve Türkiye, *Bankacılar Dergisi,* (39), 3–19.

İnan, M. (2019). IMF İstikrar Politikaları ve Stand-By Anlaşmalarını Gerekli Kılan Nedenler Açısından Türkiye IMF İlişkileri, *Adıyaman Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi*, Yıl: 12 Sayı. 32.

Joyce, M. (2012). Quantitative Easing and Unconventional Monetary Policy an Introduction, *The Economic Journal*, (122), 271-288.

Kara, H. (2012). *Monetary policy Turkey after the global crisis.* Working Papers 1217, Research and Monetary Policy Department, Central Bank of the Republic of Turkey

Kara, A. H. ve Orak, M. (2008). *Enflasyon Hedeflemesi,* s. 37 Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası, Ekonomik Tartışmalar Konferansı, Araştırma ve Para Politikası Genel Müdürlüğü.

Karaş, Z. (2017). 2008 Küresel Krizi Sırasında Merkez Bankaları Tarafından Uygulanan Geleneksel Olmayan Para Politikaları**.** *Uluslararası Sosyal Araştırmalar Dergisi,* 10(48), 631.

Kartal, F. (2013). Merkez Bankası Bilançosu ve Parasal Büyüklüklerin Gelişimi, *Atatürk Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Dergisi,* 27(3), 185-204.

Kasapoğlu, Ö. (2007). *Parasal Aktarım Mekanizmaları: Türkiye için Uygulama,* Uzmanlık Yeterlilik Tezi, TCMB Piyasalar Genel Müdürlüğü, Ankara.

Katı, E. (2014). *Parasal Aktarım Mekanizması Kanallarının İşleyişi ve Türkiye Örneği: Var Modeli Çerçevesinde Ampirik Bir Uygulama,* Kırklareli Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü, İktisat Anabilim Dalı, Yüksek Lisans Tezi Yüksek Lisans Tezi, s. 31.

Kavas, K. (2011). *Finansal Serbestleşmenin Para Politikasına Etkisi: Türkiye Uygulaması,* Yüksek Lisans Tezi, İstanbul Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü.

Kaya, B. (2008). *Lehman Brothers'ın İflası,* Erişim Tarihi: 15 Eylül 2019

Kazar, A. (2012). *Merkez Bankası ve Parasal Şokların Etkileri*, Çukurova Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, İktisat Anabilim Dalı, Doktora Tezi, s. 22.

Kazazi, S. (2010). *Merkez Bankası Para Politikaları ve Menkul Kıymet Getirileri Üzerine Etkisi*, (Yayımlanmamış Yüksek Lisans Tezi), İstanbul Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü, İşletme Anabilim Dalı, Finansman Bilim Dalı.

Keskin, N. (2018). *Yönetim Bilimleri Dergisi*, Journal of Administrative Sciences Cilt, Volume: 16, Sayı / N: 31, ss. / pp.: 161-195.

Keyder, N. (1993). *Para Teori Politika, Uygulama***,** Ankara: Bizim Büro Yayınevi.

Keyder, N. (2008**)**. *Para Teori, Politika, Uygulama***,** Ankara: Seçkin Yayıncılık ve Dağıtım.

Keyder, N. (2000**)**. *Para Teori, Politika, Uygulama*, Ankara: Bizim Büro Basımevi.

Keyder, N. ve Ertunga, E. (2012**).** *Para Teori-Politika-Uygulama*, Ankara: Seçkin Yayıncılık.

Kılcı, E. N. (2018). Birleşik Krallık ve Euro-Bölgesi Açısından Sonuçlarının Değerlendirilmesi, *Sakarya İktisat Dergisi,* Cilt 7, Sayı 1, 2018, s. 1-26.

Kırcı, B. (2018). *Geleneksel ve Geleneksel Olmayan Para Politikası Stratejilerinin Etkinliğinin Karşılaştırılması*, Tekirdağ Namık Kemal Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü, İktisat Anabilim Dalı, Yüksek Lisans Tezi, s. 60.

Kırelli, E. (2015). 24 Ocak Kararları**,** *Türkiye.Net*, Erişim Tarihi: 01 Aralık 2020.

Kiper, S. (2012). Brezilya Ekonomisi, *Akademik Bakış Dergisi*, Sayı: 30 Mayıs-Haziran 2012, s. 1-8.

Koçyiğit, D. (2009). *Olağan ve Olağandışı Durumlarda Kullanılan Para Politikası Araçları ve Likidite Yönetim Stratejileri*, s. 12 Uzmanlık Tezi, Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası, Piyasalar Genel Müdürlüğü

Kuruç, B. (2016). Bretton Woods Antlaşması'nın 70. Yılı. *Hacettepe Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi*, Cilt 34, Sayı 1, 2016.

Küçükbakırcı, Ç. (2019). *Brexit Sürecinde Ab ve İngiltere Bankacılık Sektörünün Karşılaştırmalı Analizi*, Marmara Üniversitesi, Bankacılık ve Sigortacılık Enstitüsü, Sermaye Piyasası ve Borsa Anabilim Dalı, Yüksek Lisans Tezi, s. 39-40

Lipsey R.G., Steiner, (1978). *Economics*, Harper International 645-655.

Lipsey, R. G. ve Steiner, Peter O. Purvis, Douglas D. (1984). *İktisat*. İstanbul: Bilim Teknik Yayınevi, (7. Baskıdan çeviri).

Loayza, N. ve Schmidt-Hebbel, K. (2002). *Monetary Policy Function and Transmission Mechanism*: An Overview', *Monetary Policy: Rules and Transmission Mechanism, Ed. By. Loayza and Klaus Schmidt-Hebbel, Central Bank of Chile.*

Macit, D. ve Durgun Ö. (2018). Parasal Aktarım Mekanizmasının Reel Ekonomi Üzerine Etkisi*:* Uluslararası Kredi Kanalına Yönelik Bir Literatür Araştırması *Balkan Sosyal Bilimler Dergisi*, 2019, 8(15) 77–87

Mankiw, G. (2010). *Makroekonomi,* Ankara: Efil Yayınevi.

Meyer, L. (2001). *Does Money Matter*? Federal Reserve Bank of St Louis Review**,** 83 (5), 1–15.

Mishkin, F. S. (1999**)**. *International Experiences with Different Monetary Policy Regimes*, Nber Working Paper, 2, 1-46.

Mishkin, F. S. (2000). *Inflation Targeting Emerging Market Countries*, NBER Working Paper, 3, 1-12.

Mishkin, F. S. (2004). *The Economisc of Money Banking, and Financial Markets,* Boston, Pearson: Addison Wesley.

Mukhtarov, S. (2016). *Parasal Aktarım Mekanizmaları: Azerbaycan Üzerine Bir İnceleme,* , (Yayımlanmamış Doktora Tezi), Marmara Üniversitesi, Bankacılık ve Sigortacılık Enstitüsü, Bankacılık Anabilim Dalı, s. 8.

Nawzadi, A. F. (2019). *Afganistan Para Piyasası, Para Yönetimi ve Para Aktarım Mekanizması Üzerine Bir İnceleme*, (Yayımlanmamış Yüksek Lisans Tezi) Aksaray Üniversitesi,Sosyal Bilimler Enstitüsü, İktisat Anabilim Dalı.

Nicias, T. (2000). The Brazilian Inflation Targeting Experiance, *TCMB Enflasyon Hedeflemesi Konferansı*, Ankara.

Nolte, Florian. (2003). *Die Transmission Monetärer Impulse, Europäischer Verlag der Wissenschaften*, Frankfurt.

Ordu, M. (2008). *Ödemeler Bilançosundaki Dengesizliklerin Ekonomik Gelişme Üzerine Olan Etkileri*, (Yayımlanmamış Yüksek Lisans Tezi), Süleyman Demirel Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü, İktisat Bölümü, İktisat Anabilim Dalı.

Orhan, A. (2007). *Para Politikası Stratejisi Olarak Enflasyon Hedeflemesi ve Türkiye Uygulaması,* Doktora Tezi, Marmara Üniversitesi, İstanbul.

Orhan, Z. O. ve Erdoğan, S. (2015). *Para Politikası,* Kocaeli**:** Umuttepe Yayınları.

Orhan, Z. O. ve Erdoğan, S. (2018). *Para Politikası,* İstanbul: Umuttepe Yayınları.

Ovalı, M. (2019). *Ülke Kredi Derecelendirmesi ve Borsa Endeksleri Üzerine Etkisi: T-Brıcs Ülkeleri Örneği,* (Yayımlanmamış Yüksek Lisans Tezi), Süleyman Demirel Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü, İşletme Anabilim Dalı, İşletme Bilim Dalı.

Önder, T. (2005*). Para politikası: Araçları, Amaçları ve Türkiye*, Uzmanlık Yeterlilik Tezi, Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası, Ankara.

Öner, S. ve İçellioğlu, C. Ş. (2018). ABD'nin Geleneksel Olmayan Para politikası Uygulamalarının Gelişmekte Olan Ülke Tahvil Piyasaları Üzerindeki Etkisi, *Atatürk Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Dergisi*, Cilt: 32 2018 Sayı. 4.

Özatay, F. (2011). Merkez Bankasının Yeni Para Politikası: İki Hedef- Üç Ara Hedef-Üç Araç, *İktisat İşletme ve Finans Dergisi*, Cilt: 26, Sayı: 302, Yıl: 2011.

Özatay, F. (2013). *Parasal iktisat: Kuram ve politika.* Ankara: Efil Yayınevi.

Özkan, F.Ö. (2007). *Kurumsal Yapının Politika Başarımına Etkisi: Enflasyon Hedeflemesini Uygulayan Ülkeler Üzerine Bir İnceleme,* (Yayımlanmamış Yüksek Lisans Tezi, Çukurova Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü, İktisat Anabilim Dalı.

Özyurt, H. (2006). *Para Teorisi ve Politikası,* Trabzon: Derya Kitabevi.

Parasız, İ. (2003). *Para Politikası-Türkiye Uygulamaları*, Bursa: Ezgi Kitabevi Yayınları.

Parasız, İ. (2011). *Merkez Bankacılığı ve Para Politikası,* Bursa: Ezgi Kitabevi.

Paya, M**.** (1994). *Para ve Teorisi Para Politikası*, İstanbul: Filiz Kitapevi.

Paya, M**.** (2013). *Para Teorisi ve Para Politikası*, İstanbul: Türkmen Kitabevi.

Pehlivan, N. (2015). *Alternatif Para Politikası Stratejilerinin Karşılaştırılması ve Türkiye'nin Enflasyon Hedeflemesi Deneyimi*, (Yayımlanmamış Yüksek lisans Tezi), Kırklareli Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü, İktisat Anabilim Dalı.

Perera, R. A. (2010**)**. Monetary *Policy Turbulent Times: Impact of Unconventional Monetary Policies*, Central Bank of Sri Lanka International esearch Conference.

Petursson, T. G. (2001). *The Transmission Mechanism of Monetary Policy: Analysing the Financial Market Pass*-Through, Working Paper. Nepal Rastra Central Bank of Iceland.

Pirimoğlu, A. (1991). *Para Politikası,* Eskişehir: Anadolu Üniversitesi Yayınları.

Poloz, S. S. (2019). *Kanada, Monetary Policy Report*, Kanada Bankası Erişim Tarihi: 17.11. 2019.

Prescott E. C ve Kydland, F. E. (1977). Rules Rather Than Discretion: The inconsistency of Optimal Plans. *Journal of Political Economy.*

Ritter, L. S. ve SİLBER, W.L. Silber. (1994). *Principles of Money And Banking And Financial Markets* (8th Edition). USA.

Roger, S. (2009). *Inflation Targeting*, Achievements and Challenges, International Monetary Fund Working Paper, 236(10), 1-31.

Romer, D. (2000). *Keynesian Macroeconomics without the LM Curve. Journal of Economic Perspectives*, C. 14, ss. 149-169.

Rose, P. S. (1986). *Money and Capital Markets,* The Financial System the Economy. (2. edition). Texas: Business Publications, Inc.

Sarı, Y. (2007). Cumhuriyetten Günümüze Türkiye'de Uygulanan Para politikaları, *Dergi Park Dergisi,* s. 7.

Sarı, Y. (2007). Türkiye'de Para-Kredi ve Enflasyon Değerleri ve Yıllık Ortalama Artış Oranları, *Dergi Park Dergisi,* s. 7.

Sarı, Y. (2007). Cumhuriyetten Günümüze Türkiye'de Uygulanan Para Politikaları *Dergi Park Dergisi,* s. 7.

Savaş, V. F. (2007). *İktisatın Tarihi,* Ankara: Siyasal Kitabevi.

Sellon, G.H. (2002). *The Changing U.S. Financial System: Some Implications for the Monetary Transmission Mechanism*, Federal Reserve Bank of Kansas City, Economic Review, First Quarter.

Serel, A. ve Özkurt, İ. C. (2014). Geleneksel olmayan para politikası araçları ve Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası**.** *Yönetim ve Ekonomi Araştırmaları Dergisi,* 12(22), 56-71.

Serin, V. (1987). Para Politikası (Tarihi, Teorik Gelişmeler ve Türkiye Uygulaması), *İstanbul: Marmara Üniversitesi Yayınları.*

Smaghı, L. B. (2009). *Conventional and Unconventional Monetary Policy*, BIS Review, (52), 1-14.

Stone, G. W. (2005). *Monetary Policy*, Coreeconomics, s. 253-264.

Şen, H. (1999). Fiyat İstikrarının Sağlanması, *Bankacılar Dergisi*, 10(31), 107-114.

Şıklar, İ. (2009). *Para Teorisi ve Politikası,* Eskişehir: Anadolu Üniversitesi Yayınları.

Takım, A. ve İslamoğlu, M. (2012). Serbest Piyasa Ekonomisine Geçiş Sürecinde Türkiye'de Uygulanan Para Politikaları ile İlgili Tartışmalar, *Afyon Kocatepe Üniversitesi İİBF Dergisi***,** s. 182 (C.XIV, S I, 2012).

Taner, E. (2008). *Globalleşen Dünyada Merkez Bankalarının Fazla Likidite Yönetimi ve Türkiye Örneği,* TCMB Uzmanlık Yeterlilik Tezi.

Tarihibilgi, (2019). Marshall Planı, *Tarihibilgi.org* Erişim Tarihi: 25 Ocak 2020.

Tarihibilgi, (2019). Truman Doktrini, *Tarihibilgi.org* ErişimTarihi:25 Ocak 2020.

Taylor, J. (1995). *The Monetary Transmission Mechanism: An Empricial Framework, Journal of Economic Perspectives*, 9(4), 11–26.

Telatar, E. (2002). *Fiyat İstikrarı; Ne? Nasıl? Kimin İçin?* Ankara: İmaj Yayıncılık.

Tuna, K. (2007). Enflasyon Hedeflemesi ve Ülke Deneyimleri, İstanbul Üniversitesi İktisat Fakültesi, Bankacılık Araştırma Merkezi, *Sosyal Bilimler Dergisi***,** 2007, (1), s. 223-250.

Tüzemen, V. (2007). *Dünya'da Enflasyon Hedeflemesi Politikasının Uygulanışı ve Türkiye'de Uygulanabilirliği,* (Yayımlanmamış Yüksek Lisans Tezi), Süleyman Demirel Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü, İktisat Anabilim Dalı, , s. 45.

TCMB, (1970). *1970 Yıllık Rapor*, s. 83, Erişim Tarihi: 12 Ekim 2019.

TCMB, (2008). *Dünden Bugüne TCMB,* s. 9-11-12-14, Erişim Tarihi: 13 Ekim 2019.

TCMB, (2008-2009). *Yılı Para ve Kur Politikası Metinleri*, Erişim Tarihi: 19 Ekim 2019.

TCMB, (2010-2012). *Yılı Para ve Kur Politikası Metinleri*, Erişim Tarihi: 20 Ekim 2019.

TCMB, (2013-2015). *Yılı Para ve Kur Politikası Metinleri*, Erişim Tarihi: 21 Ekim 2019.

TCMB, (2016-2018). *Yılı Para ve Kur Politikası Metinleri*, Erişim Tarihi: 22 Ekim 2019.

TCMB, (2010). *Zorunlu Karşılık Oranlarına İlişkin Kararlar*, Erişim Tarihi: 23 Ekim 2019.

TCMB, (2012). *TCMB Yayınları, Bülten*, Sayı: 28, s. 2-3, Erişim Tarihi: 14 Ekim 2019.

TCMB, (2012). *2013 Yılı Para ve Kur Politikası Raporu,* s. 2, Erişim Tarihi: 02 Ekim 2019.

TCMB, (2013). *Parasal Aktarım Mekanizması*, Beklentiler Kanalı s. 6, Erişim Tarihi: 03 Ekim 2019.

TCMB, (2013). *Parasal Aktarım Mekanizması* s. 3, Erişim Tarihi: 05 Ekim 2019.

TCMB, (2015). *2015 Yılı Para ve Kur Politikası Raporu*, s. 2 Yayın Tarihi (10 Aralık 2014), Erişim Tarihi: 09 Ekim 2019.

TCMB, (2015). *Aralık 2015 Bülteni*, s. 40 Erişim Tarihi: 13 Aralık 2019.

TCMB, (2018). *Merkez Bankası Ekonomiyi Nasıl Etkiler*, Erişim Tarihi: 18 Ekim 2019

TCMB, (2018). *Para Politikası Operasyonel Çerçevesine İlişkin Basın Duyurusu,* s. 21, Erişim Tarihi: 18 Ekim 2019.

TCMB, (2018). *Döviz Cinsinden Elde Edilen Zorunlu Karşılıkların Dilim ve Katsayıları, Zorunlu Karşılıklara İlişkin Basın Duyurusu* (2018-13), Erişim Tarihi: 25 Ekim 2019.

TCMB, (2018). *Merkez Bankası Para Politikası Çerçevesi*, Erişim Tarihi:25 Ekim 2019.

TCMB, (2019). *Ödemeler Dengesi İstatistikleri*, Erişim Tarihi: 26 Ekim 2019.

TCMB, (2019). *Genel Değerlendirme,* Erişim Tarihi: 22 Ekim 2019, s. 10.

TCMB, (2019). *2006-2018 Hedeflenen ve Gerçekleşen Enflasyon Oranları,* Erişim Tarihi: 23 Ekim 2019.

TCMB, (2019). *Hedeflenen ve Gerçekleşen Enflasyon Oranları* 2002-2008, Erişim Tarihi: 29 Ekim 2019.

TCMB, (2019). Yılı Para ve Kur Politikası Metinleri, Erişim Tarihi: 20 Aralık 2019.

Trading Economics, (2019). Türkiye Ekonomik Göstergeleri, Erişim Tarihi: 11 Temmuz 2019, *Trading Economics.*

Trading Economics, (2019). İngiltere 2010-2018, Büyüme, Enflasyon, İşsizlik verileri, Erişim Tarihi: 05 Ekim 2019, *Trading Economics.*

Trading Economics, (2019). Şili 2010-2018, Büyüme Enflasyon İşsizlik verileri, Erişim Tarihi: 07 Ekim 2019, *Trading Economics.*

Trading Economics, (2019). Brezilya 2010-2018, Büyüme Enflasyon İşsizlik verileri, Erişim Tarihi: 15 Ekim 2019, *Trading Economics.*

Trading Economics, (2019). G.Kore 2010-2018, Büyüme Enflasyon İşsizlik verileri, Erişim Tarihi: 27 Ekim 2019, *Trading Economics.*

Tunalı, H. ve Yalçınkaya, Y. (2012). Geleneksel Olmayan Para Politikası Uygulamasında Enflasyon ile Döviz Kuru Arasındaki Nedensellik İlişkisinin Analizi, *İktisat Fakültesi Mecmuası***,** Cilt: 66, 2016/2, s. 61-112.

Tutar, E. (2005). *Enflasyon Hedeflemesinin Önkoşulları: Türkiye'de Para Politikası Araçları ile Enflasyon Arasındaki İlişkinin İncelenmesi*, Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası Piyasalar Genel Müdürlüğü, Uzmanlık Yeterlilik Tezi.

Türk, (1994). *Maliye Politikası.* Ankara: Turhan Kitabevi.

Uğur, A. (2006). *Döviz Kuru Sistemleri,* Erişim Tarihi: 19 Aralık 2019

Ulutaş, A. (2006). *I. Ve II. Körfez Savaşı'nın Türkiye'ye Etkileri*, (Yayımlanmamış Yüksek Lisans Tezi), Dokuz Eylül Üniversitesi, Atatürk İlkeleri ve İnkılap Tarihi Enstitüsü, Atatürk İlkeleri ve İnkılap Tarihi Anabilim Dalı.

Umut, A. (2015). *Küresel Kriz Sonrasında Para Politikasının Dönüşümü: Türkiye Örneği*, (Yayımlanmamış Yüksek Lisans Tezi), Kırklareli Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü, İktisat Anabilim Dalı.

Usta, B. (2003). *Enflasyon Hedeflemesi: Gelişmekte Olan Ülkelere Uygulanabilirliği ve Türkiye Örneği*, TCMB Uzmanlık Yeterlilik Tezi, s. 6-8.

Ünsal, E. (2009). *Makro İktisat,* Ankara: İmaj Yayınevi.

Üstünel. B. (1990). *Makro Ekonomi,* Ankara: İmaj Yayınevi.

Vural, U. (2013). *Geleneksel Olmayan Para Politikalarının Yükselişi*, TCMB Uzmanlık Yeterlilik Tezi.

Wong, C-H. (1992). *Reform of Monetary Policy Instruments, Finance and Development*, IMF Central Asian Department.

Whitesell, W. (2006). *Monetary Policy Implementation Without Averaging or Rate Corridors*, Finance and Economics Discussion Series Divisions of Research & Statistics and Monetary Affairs Federal Reserve Board, (22), 1-27.

Yalçın, E. (2018). *Küresel Kriz Sonrası Türkiye'de Parasal Aktarım Mekanizmasının Etkinliği*, (Yayımlanmamış Yüksek Lisans Tezi), Pamukkale Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü, İktisat Anabilim Dalı, İktisat Bilim Dalı.

Yalçınkaya, Y. Tunalı, H. (2016). Geleneksel Olmayan Para Politikası Uygulamasında Enflasyon ile Döviz Kuru Arasındaki Nedensellik İlişkisi Analizi, *İktisat Fakültesi Mecmuası,* Cilt: 66, 2016/2, s. 61-112.

Yardımcıoğlu, M. ve Şerbetçi, A. (2017). Yükselen Piyasa Ekonomileri ve Brıcs, Mıst, Kırılgan Beşli Ülke Gruplarının Değerlendirilmesi, *Journal of Socıal And Humanıtıes Scıences Research Dergisi***,** (2017 Vol:4 / Issue:9), s. 6.

Yavuzarslan, N. (2011). *Finansal İstikrar ve Zorunlu Karşılıklar,* TCMB Uzmanlık Yeterlilik Tezi.

Yay, G. G. (2001). 1990'lı yıllardaki finansal krizler ve Türkiye analizi. Yeni Türkiye Ekonomik Kriz, *Yeni Türkiye Dergisi, Ekonomik Kriz Özel Sayısı,* cilt 7, s. 1234-1248.

Yay, G.G. (2006). Para Politikası Stratejileri ve Enflasyon Hedeflemesi. *İktisat Dergisi,* (3), s. 470-471.

Yılmaz, H. D. (2015). *Para Arzının Makroekonomik Faktörler Üzerine Etkisinin Analizi,* (Yayımlanmamış Yüksek Lisans Tezi) Başkent Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü, İşletme Anabilim Dalı, Muhasebe Finansman.

Yiğit, N. (2006). *Enflasyon Hedeflemesi,* (Yayımlanmamış Yüksek Lisans Tezi), Ankara Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü, İktisat Anabilim Dalı, , s. 55-59.

Yiğitbaş, Ş. B. (2009). Gelişen Piyasa Ekonomilerinde Alternatif Para Politikası Stratejileri, Türkiye Ekonomisi Açısından Bir Değerlendirme, *Yönetim ve Ekonomi, Celal Bayar Üniversitesi İ.İ.B.F. Dergisi,* Yıl:2009 Cilt:16 Sayı 1.

Yükseler, Z. (2005). *IMF Programları ve Enflasyon Hedeflemesi Brezilya Deneyimi ve Türkiye için Dersler,* Türkiye Ekonomi Kurumu, Tartışma Metni, 2005/9, www.tek.org.tr. Erişim Tarihi: 11 Aralık 2019.