ResearchGate

See discussions, stats, and author profiles for this publication at: https://www.researchgate.net/publication/357464559

TÜRKİYE'DE YENİ PARA POLİTİKASI UYGULAMALARI ve BU KAPSAMDA KULLANILAN FİNANSAL ARAÇLARIN ANALİZİ

Article *in* Uluslararası Bankacılık Ekonomi ve Yönetim Araştırmaları Dergisi · December 2021

DOI: 10.52736/ubeyad.972100

CITATION
1

READS
105

2 authors:



Nurettin Öztürk
Istanbul Ticaret University
9 PUBLICATIONS **10** CITATIONS
SEE PROFILE



Elçin Aykaç Alp
Istanbul Ticaret University
44 PUBLICATIONS **192** CITATIONS
SEE PROFILE

All content following this page was uploaded by Nurettin Öztürk on 06 January 2022.

The user has requested enhancement of the downloaded file.

Vol.:4 Issue:2 Year: 2021 Gönderim Tarihi (Recieved):15.07.2021 KabulTarihi (Acceptance):02.08.2021

TÜRKİYE'DE YENİ PARA POLİTİKASI UYGULAMALARI VE BU KAPSAMDA KULLANILAN FİNANSAL ARAÇLARIN ANALİZİ[1]

Nurettin ÖZTÜRK, Doktora Öğrencisi
İstanbul Ticaret Üniversitesi, Finans Enstitüsü, Bankacılık Bölümü
Orcid No: 0000-0001-5764-8367
nrtozturk@gmail.com
Elçin AYKAÇ ALP, Prof. Dr.
İstanbul Ticaret Üniversitesi, İşletme Fakültesi, İktisat Bölümü
Orcid No: 0000-0001-9076-2102
ealp@ticaret.edu.tr

ÖZET

Ülkelerin karşılaştıkları ekonomik ve finansal zorluklar, merkez bankalarının sadece politika faizi aracını kullanarak ortaya çıkan sorunların üstesinden gelinemeyeceğini göstermektedir. Bu sebeple parasal otoriteler geleneksel olmayan para politikaları ve makro ihtiyati politikalar gibi alternatif bazı uygulamalara yönelmektedir. Bu bağlamda çalışmanın amacı, son yıllardaki yeni para politikası yaklaşımlarının teorik ve uygulama bazında ele alınması ve sonuçlarının analiz edilmesidir. Çalışmada, yeni para politikası yaklaşımlarının finansal kesim ile etkileşimi üç ayrı ana başlık etrafında sınıflandırılarak Türkiye ekonomisinin 2006:01-2020:10 dönemi için incelenmekte ve uygulamaların etkinliği TSVAR metodu kullanılarak analiz edilmektedir. Çalışmanın bulgulara göre, özellikle döviz piyasalarına yönelik uygulamaların fiyat istikrarı hedefi için gerekli olduğu sonucuna varılmıştır.

Anahtar Kelimeler: YENİ PARA POLİTİKASI YAKLAŞIMI, MERKEZ BANKACILIĞI, TSVAR MODELİ

[1] Bu makale, Nurettin ÖZTÜRK'ün *"Para Politikasında Yeni Yaklaşımlar ve Finansal Kesim İle Etkileşimi"* başlıklı doktora tezinden üretilmiştir.

JEL Sınıflandırması: C82, E42, E58, G18

NEW MONETARY PRACTICES IN TURKEY AND ANALYSIS OF FINANCIAL INSTRUMENTS USED IN THIS CONTEXT

ABSTRACT

The economic and financial difficulties faced by countries have shown that central banks cannot overcome the problems that arise by using only the policy rate tool. For this reason, monetary authorities have turned to some alternative practices such as unconventional monetary policies and macroprudential policies. In this context, the aim of the study is to examine the new monetary policy approaches in recent years on the basis of theory and practice and to analyze the results. In the study, the interaction of the new monetary policy approaches with the financial sector is classified under three main headings, and the Turkish economy is examined for the period 2006:01-2020:10 and the effectiveness of the implementations is analyzed using the TSVAR method. According to the findings of the study, it is seen that especially the applications for foreign exchange markets are necessary for the price stability target.

Key Words: NEW MONETARY POLICY APPROACH, CENTRAL BANKING, TSVAR MODEL

JEL Codes: C82, E42, E58, G18

1. GİRİŞ

Değişen çağın ekonomik ve finansal gerekliliklerine paralel olarak para politikaları da gelişim göstermektedir. Özellikle küresel finansal krizin ardından, merkez bankalarının ekonomi üzerindeki yoğunluklarının daha da arttığı ve bu kapsamda geliştirilen farklı araçların politika setlerine dahil edilmesiyle sadece politika faizi aracı ile sınırlı kalınmadığı, bunun ötesinde daha etkin ve çevik bir anlayış benimsenerek alternatif politika araçlarını devreye alındığı görülmektedir. Bu kapsamda, geleneksel olmayan para politikaları ve makro ihtiyati politikalardan oluşan uygulamaları temsilen "para politikasında yeni yaklaşımlar" kavramı kullanılmaktadır.

Geleneksel olmayan para politikaları hakkında ortaya konulan teorik görüşlerden çıkarılan ortak sonuca göre, finansal sistemin istikrarının sağlanmasına yönelik olarak olağandışı durumlarda başvurulan ve genel iktisadi tedbirlerin ötesinde alternatif ve yenilikçi araçların devreye alındığı para politikası uygulamaları olarak tanımlanabilmektedir. Makro ihtiyati politikalar, finansal sistemdeki sistemik riski sınırlamak için öncelikle ihtiyati araçların kullanılması olarak tanımlanmaktadır. Bütünleşik politika çerçevesi ise, fiyat istikrarı ve finansal istikrara yönelik risklerin ortaya çıktığı, merkez bankalarının politika faizinin tek başına kullanmasının yeterli olmadığı ve para politikası ile birlikte çoklu araç kullanımının gerektiği durumlarda uygulanan yeni bir yaklaşım olarak betimlenmektedir.

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

Merkez bankalarının alternatif politika araçlarına yönelimi hakkında değerlendirme yapan Kara (2012), küresel kriz sonrası oluşan konjonktürel yapının merkez bankalarını alternatif politika arayışlarına ittiğini ve krizin çıkarımlarından birinin de bu kurumların fiyat istikrarına odaklanırken finansal sistemde biriken riskleri gözardı etmemesi gerektiği olduğunu belirtmektedir. Böylece, para piyasalarının en önemli aktörlerinden olan merkez bankalarının küresel finansal krizin ülke ekonomilerine getirdiği olumsuz etkileri asgari seviyeye indirmek için geleneksel para politikalarından daha farklı uygulamaları da gündemlerine almak durumunda kaldıkları görülmeye başlanmıştır. Benzer görüş belirten Değirmen (2019), ekonomik ve siyasal düzlemde meydana gelen değişimlerin de bu kurumların görev ve yetkileri ile strateji seçimlerini doğrudan etkileyen diğer etmenler olarak değerlendirmektedir.

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

Yeni para politikası yaklaşımlarının finansal kesim ile olan ilişkisi incelendiğinde hem geleneksel olmayan para politikaların hem de makro ihtiyati politikaların önemli derecede etkileşimde oldukları görülmektedir. Geleneksel olmayan para politikası araçları, özellikle bankacılık sektöründe ürün ve hizmet koşullarının değiştirilmesi ve belirlenen politika etrafında yönetişimin sağlanması suretiyle finansal kesim ile etkileşimde bulunurken, makro ihtiyati politika araçları da

finansal piyasalar ve kurumlar ile genel ekonomi arasındaki etkileşime odaklanarak sistemik riskin yönetilmesine odaklanmaktadır. Dolayısıyla, yeni para politikası yaklaşımları, finansal kesimde faaliyet gösteren aracıları bir fonksiyonel yapı olarak görmenin ötesinde bizatihi aktör olarak kabul etmekte (Beck, Colciago, & Pfajfar, 2014) ve bu kurumların para politikası aktarım mekanizmasındaki rollerini genişletmektedir.

Geleneksel olmayan para politikası yaklaşımında kullanılan altenatif araçlarla finansal piyasaların özellikle de bankacılık sisteminin daha yakından yönlendirilmesi söz konusudur. Bu yönlendirme, geleneksel olmayan para politikası araçlarının bankacılık ürün ve hizmetleri koşullarını değiştirmesi ve belirlenen politika etrafında yönetişimi ile sağlanmaktadır. Bankacılık sektörünün finansal sistem içindeki payının yüksekliği göz önünde bulundurulduğunda, doğal olarak makro ihtiyati politikaların bu alandaki etki derecesi de önemli düzeyde olmaktadır. Zira, bu politika çerçevesinin amaçları, kullandığı araçlar ve kapsamı ele alındığında odak noktasında bankacılık sektörünün yer aldığı ve bu finansal aracılık sistemi vasıtasıyla genel ekonomik çıktılar üzerinde etkili olunmasının hedeflendiği görülmektedir.

Yeni para poltikası yaklaşımlarının finansal kesim ile ilişkisi Türkiye özelinde incelendiğinde, parasal aktarım mekanizması kanallarının ülkemizde finansal piyasalar üzerindeki işleyişi de göz önünde bulundurulduğunda özellikle bankacılık sektörü ağırlıklı olmak üzere karşılıklı etkileşim içinde oldukları görülebilmektedir. Bu kapsamda analiz yapmayı amaçlayan bu çalışma beş bölümden oluşmaktadır. İlk olarak kavramsal çerçeveye değinilen giriş bölümünün ardından, ikinci bölümdeki literatür kısmında bu konuda daha önce yapılan araştırmalar ele alınmaktadır. Üçüncü bölümde, yeni para politikası yaklaşımların Dünya ve Türkiye'deki gelişimleri ve uygulama örneklerine değinilmektedir. Dördüncü bölümde, yeni para politikası uygulamaları dört ayrı model üzerinden ampirik olarak incelenmektedir. Son bölümde ise, ele alınan uygulamalara dair bazı değerlendirmeler sunulmaktadır.

2. LİTERATÜR

Literatürde, para politikasındaki yeni yaklaşımları genel çerçevede ele alan çalışmalar olduğu gibi, daha spesifik olarak uygulama detayında politika etkilerinin sonuçlarını değerlendiren analizler de bulunmaktadır. Bu kapsamda, öncelikle geleneksel olmayan para politikası ve makro ihtiyati politikaları Türkiye'de ve Dünya'da genel çerçevede analiz eden ampirik çalışmalara yer verilmektedir. Bu çerçevedeki çalışmalara değinilmesinin ardından, ilgili para politikalarının detayını oluşturan kredi genişlemesi, parasal genişleme, döviz piyasaları ve sermaye piyasalarına yönelik uygulamaları ele almakta olan daha detay düzeydeki başlıca çalışmalar sırasıyla incelenmektedir.

Geleneksel ve geleneksel olmayan para politikalarının Japonya ekonomisinin 1981:06-2013:09 dönemindeki etkilerini Eşik Değerli VAR yöntemi ile inceleyen Kimura ve Nakajima (2013)'nın ulaştığı tahmin sonuçları, geleneksel olmayan para politikası şoklarının reel ekonomi ve enflasyon üzerindeki etkisinin pozitif yönlü ancak oldukça belirsizlik taşımakta olduğuna işaret etmektedir. Lambert ve Ueda (2014)'nın ABD, Avrupa Birliği (AB) ve İngiltere üzerinde 2007:09-2012:09 dönemi için yaptıkları Panel Regresyon çalışmasında, geleneksel olmayan para politikalarının, bankalara fayda sağladığı yönünde zayıf kanıtlar bulunduğu ve bu politikaların banka varlıklarının değerlemesi üzerindeki net etkileri tespit edilemediği görülmektedir.

Kara (2016)'nın Türkiye ekonomisi için 2011-2015 dönemini kapsayan teorik incelemesinin sonuçlarına göre, makro ihtiyati politikalar dış dengelerini iyileştirmekte, finansal genişleme kanallarını azaltmakta ve ekonominin sermaye akımlarına olan duyarlılığını düşürmektedir. Türkiye'de 2010 yılı sonrasında uygulama alanı bulan makro ihtiyati para politikası araçlarının makroekonomik değişkenlere etkisini VAR (Vektör Otoregresyon) analizi ile inceleyen Eroğlu ve Kara (2017)'ya göre, 2010:01-2016:06 döneminde belirtilen politika araçları ile makroekonomik değişkenler arasında güçlü bir ilişkinin varlığına rastlanmamıştır. Diğer taraftan, Polat (2019) tarafından Sınır Testi ve ARDL (Gecikmesi Dağıtılmış

Otoregresif) yöntemi kullanılarak çalışmada, Türkiye ekonomisinde 2010-2015 döneminde uygulanan makro ihtiyati önlemlerin finansal riskleri azaltmakta olduğu sonucuna ulaşılmıştır.

Geleneksel ve geleneksel olmayan para politikası stratejilerinin etkinliğini karşılaştırmak amacıyla Yıldırım ve Kırcı (2018) tarafından Türkiye, Romanya, Polonya ve Macaristan ülkelerinin 2008:01-2017:05 dönemine ait Panel VAR Analizi kullanılarak yapılan çalışma sonucunda, gelişmekte olan ülkelerde kriz sonrası dönemlerde geleneksel olmayan para politikası stratejilerinin daha etkin olduğu sonucuna ulaşılmıştır. Bernanke (2020)'nin geleneksel olmayan para politikalarının performansını Stokastik Simülasyon ile analiz ettiği çalışmasının çıkarımlarından biri de, ABD'de uygulanan yeni para politikası araçlarının etkili olduğu ve bunların merkez bankasının araç setleri içinde sürekli biçimde kalmaları gerektiği yönündedir.

Makro ihtiyati politikalar ile para politikası arasındaki ilişkinin incelenmesi amacıyla Apergis (2019) tarafından Genelleştirilmiş Momentler Yöntemi kullanılarak 127 ülke üzerinde yaptığı panel araştırmasının bulguları, finansal istikrarı sağlamak için belirli türden makro ihtiyati araçların birleşik şekilde kullanılmasının parasal ve makro ihtiyati politika arasında güçlü bir bağlantı meydana getirdiğini ve finansal stres dönemlerinde para politikasın yürütülmesi için avantajlı sonuçları olabileceğini göstermektedir. Bayır (2019), FED'in geleneksel olmayan para politikasının Türkiye'de kısa vadeli faiz oranlarına etkisini 2007:12-2014:10 dönemi için Sınır Testi ve ARDL metodu ile incelemektedir. Yapılan çalışmanın sonuçları, Amerika Birleşik Devletleri (ABD)'deki geleneksel olmayan para politikalarının Türkiye ekonomisinde hisse senedi piyasalarını ve dolar kurunu önemli derecede etkilediğini göstermektedir.

Geleneksel olmayan para politikaları ve makro ihtiyati politikalar konusunda literatürde yer alan çalışmalara değinilmesinin ardından, çalışmada ele alınan modellere ilişkin detaylı analizlere de yer verilmektedir. Bu kapsamda sırasıyla kredi genişlemesi, parasal genişleme, döviz piyasaları ve sermaye piyasalarına yönelik olarak ampirik çalışmalar ele alınmaktadır.

Kredi genişlemesinin etkilerine yönelik literatürde Balke (2000)'nin ampirik çalışması önemli yer tutmaktadır. TVAR (Eşik Vektör Oto Regresyon) yöntemi kullanılarak yapılan analizde, sıkı ve genişletici piyasa koşullarında kredilerde meydana gelmesi muhtemel şokların üretim büyümesi, politika faiz oranı ve enflasyon üzerindeki etkileri araştırılmıştır. Analiz sonucunda sıkılaştırıcı piyasa koşullarındaki şokların daha büyük etki oluşturduğu, sıkı para politikalarının genişletici para politikalarına göre daha etkili sonuçlar ortaya çıkardığı görülmüştür. Aynı metodoloji kullanılarak kredi piyasası koşulları, para politikası ve ekonomik faaliyet arasındaki etkileşimi inceleyen Avdjiev ve Zeng (2013)'e göre, ekonomik büyümenin ortalamanın altında olduğu dönemlerde kredi büyümesine yönelik şokların büyük etkiye sahip olduğu görülmektedir. Benzer yaklaşımdaki bir araştırma yapan Atasanova (2003), İngiltere ekonomisi üzerinde uyguladığı modelde eşik değer için önemli kanıtlara ulaşmış olup, sıkı kredi rejiminde para politikasının daha etkin olduğu sonucuna ulaşmıştır. Karanfil ve Eroğlu (2019)'nun Türkiye için 2010-2018 dönemi verilerini kapsayan ve ARDL metodu kullanarak yaptığı analizde ise, kredi genişlemesi ile enflasyon arasında negatif yönlü ilişki tespit edilmiştir.

Parasal genişlemeye yönelik olarak İstalince (2017) tarafından yapılan çalışmada, Türkiye'de 1988:01-2016:04 döneminde M1 ve M2 para arzı tanımları ve enflayon arasındaki etkileşim Granger Nedensellik testi ile incelenmiştir. Analizden elde edilen sonuç, para arzı ve fiyatlar arasındaki ilişkinin çift yönlü olduğunu göstermektedir. Özdemir ve Yıldırım (2019), parasal genişlemenin makro ekonomik etkilerini ABD, İngiltere ve Japonya ülkeleri üzerinde 2008:11-2018:12 dönemi için VAR modeli kullanarak analiz etmiştir. Çalışmadan elde edilen sonuçlara göre, parasal genişleme politikaları resesyonu sınırlandırmakta ve uzun vadeli faiz oranlarını baskılayarak ekonominin canlanmasına katkı vermektedir. Acharya vd (2019)'nin Euro Bölgesi'ne yönelik olarak 2009-2014 dönemini kapsayan Basit Regresyon analizini kullandığı çalışmasında, parasal genişleme aracı olarak kullanılan

açık piyasa işlemlerinin Euro Bölgesi'ndeki bankaların bilançolarını iyileştirdiğini göstermektedir.

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

Geleneksel olmayan para politikasında enflasyon ve reel döviz kuru arasındaki ilişkiyi Türkiye ekonomisinin 2010:05-2016:09 dönemi için Granger Nedensellik Testi ile inceleyen Tunalı ve Yalçınkaya (2016) tarafından çalışmanın bulgularına göre hem kısa dönemde hem de uzun dönemde eşbütünleşik ilişki tespit edilmiştir. Başka bir çalışmada ise, Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası (TCMB)'nın yeni para politikası aracı olarak kullandığı swap işlemlerinin etkileri Yalçınkaya ve Tunalı (2019) tarafından VAR analizi ile incelenmiştir. 2017:01-2018:10 dönemini kapsayan analize göre, Londra piyasası TL swap oranıyla USD/TL arasında çift yönlü nedensellik bulunmuş ve bu orandaki bir değişimin TCMB politika faizindeki değişime neden olduğu sonucuna ulaşılmıştır.

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

Büberkökü (2020), Türkiye'de geleneksel olmayan para politikası uygulamaları döneminde USD/TL kurunun volatilite dinamiklerini Asimetrik Stokastik Volatilite Modeli ile analiz etmiştir. 2002:01-2017:09 dönemini kapsayan çalışmanın bulgularına göre, ilgili dönem aralığında USD/TL kaynaklı finansal risklerin ve volatilitedeki

değişimlerin geleneksel olmayan para politikası uygulamalarının söz konusu olduğu dönemde, geleneksel para politikası uygulanan periyota nispeten belirgin bir şekilde azaldığı anlaşılmaktadır.

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

3. YENİ PARA POLİTİKASI YAKLAŞIMI UYGULAMALARI

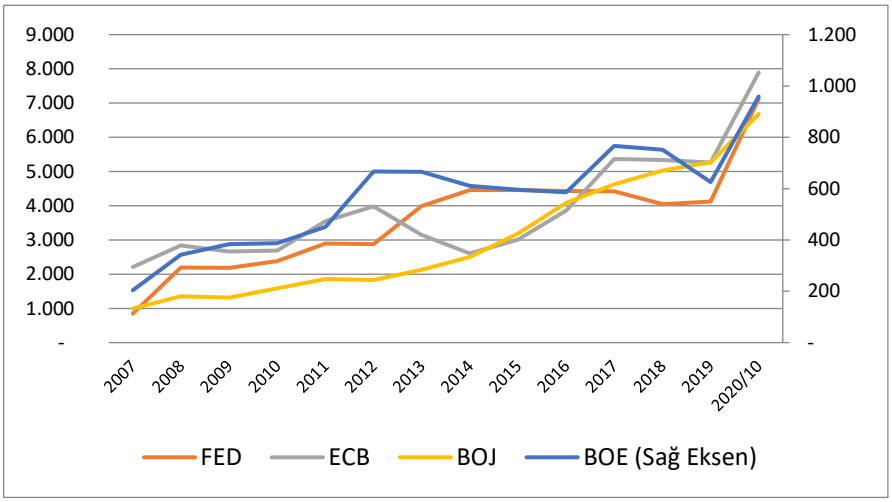
Ülke ekonomilerinde karşılaşılan sorunların niteliği, krizlerden etkilenme düzeyleri ile bunlar için üretilen çözüm önerileri ve finansal sistemdeki yapısal farklılıklar ilgili ülkenin genel karakteristiğine göre kendisine has bazı uygulamaları ortaya çıkarmaktadır. Bu bağlamda, öncelikle Dünya ekonomilerinde öne çıkan bazı örnekler ana hatları ile ele alınmaktadır. Ardından, ülkemizde yeni para politikası yaklaşımları için tarihsel adımlar belirtilerek devreye alınan başlıca uygulamalar listelenmektedir.

3.1. DÜNYA'DA YENİ PARA POLİTİKASI YAKLAŞIMLARI

Bu bölümde, Dünya çapında parasal sistemde önemli yere sahip olan ve literatürde "majör merkez bankaları" olarak ifade edilen dört merkez bankasının küresel finansal kriz sonrasında uyguladıkları geleneksel olmayan para politikaları ve makro ihtiyati tedbirlere genel çerçeveden bakış sağlanmaktadır. Bu kapsamda, Amerika Merkez Bankası (FED), Avrupa Merkez Bankası (ECB), İngiltere Merkez

Bankası (BOE) ve Japonya Merkez Bankası (BOJ) tarafından ortaya konulan geleneksel olmayan para politikaları uygulamalarına yer verilmektedir.

Bu bağlamda, merkez bankalarının bilanço büyüklükleri yeni para politikasının geldiği boyutun ölçümlenmesi için önemli görülmektedir. Şekil 1'de, bahsi geçen majör merkez bankaları bilanço büyüklüklerinin gelişimi gösterilmektedir. İlgili merkez bankalarının bilançoları 2007 sonunda 4,3 trilyon USD seviyesinde iken, Ekim 2020 sonuna gelindiğinde pandemi koşullarının da etkisi ile birlikte bu rakamın 22,7 trilyon USD'ye ulaştığı izlenebilmektedir (Reuters Graphics, 2021).



Şekil 1. Başlıca Merkez Bankalarının Bilanço Büyüklükleri (Milyar USD)

Kaynak : Reuters Graphics, (02.01.2021)

Geleneksel olmayan para politikalarının ortaya çıkış zamanı için küresel finansal kriz sürecine işaret edilirken, uygulamaların merkezi olarak da Amerika Birleşik Devletleri (ABD) gösterilmektedir. Bu bakımdan FED'in geleneksel olmayan para politikası uygulamalarının önemi daha farklı boyutta ele alınmaktadır. FED'in krize karşı öncelikli tepkisi, finansal koşulların gevşetilmesi ve politika faiz oranının (federal funds rate) düşürülmesi yönünde olmuştur. Ancak, politika faiz oranının sıfır alt düzeyde olmasına rağmen geleneksel faiz politikasının beklenen sonucu vermediği görüldüğünden, alternatif yeni para politikası araçlarının devreye alınmasının gerekliliği ortaya çıkmıştır. Bu süreçte FED tarafından uygulanan geleneksel olmayan

para politikaları temel olarak iletişim ve beklenti yönetimi, miktarsal genişleme ve varlık alım programları ve likidite programları olarak üç ana başlık etrafında incelenmektedir.

ECB'nin geleneksel olmayan para politikası araçları incelendiğinde; finansal piyasalara ve kurumlara likidite sağlanması, varlık alım programlarının devreye alınması ve sözle yönledirme/ileri vadeli rehberlik uygulaması olmak üzere başlıca üç temel üzerine yoğunlaşıldığı görülmektedir (Eryılmaz & Yılmaz, 2020). ECB'nin politikalarının tek bir ülkeye özgü olmaması ve homojen olmayan ülke gruplarına yönelik olması politika etkinliğini güçleştiren bir faktör olmuştur. Öte yandan, diğer merkez bankaları geleneksel olmayan para politikalarına standart politika araçları işlevlerini yerine getiremez olduklarında başvurmakta iken, ECB ise geleneksel olmayan para politikası araçlarını parasal aktarım mekanizmasının çalışmasının sağlanması ve standart politikaların destekleyicisi olarak kullanmıştır (Baştürk, 2017).

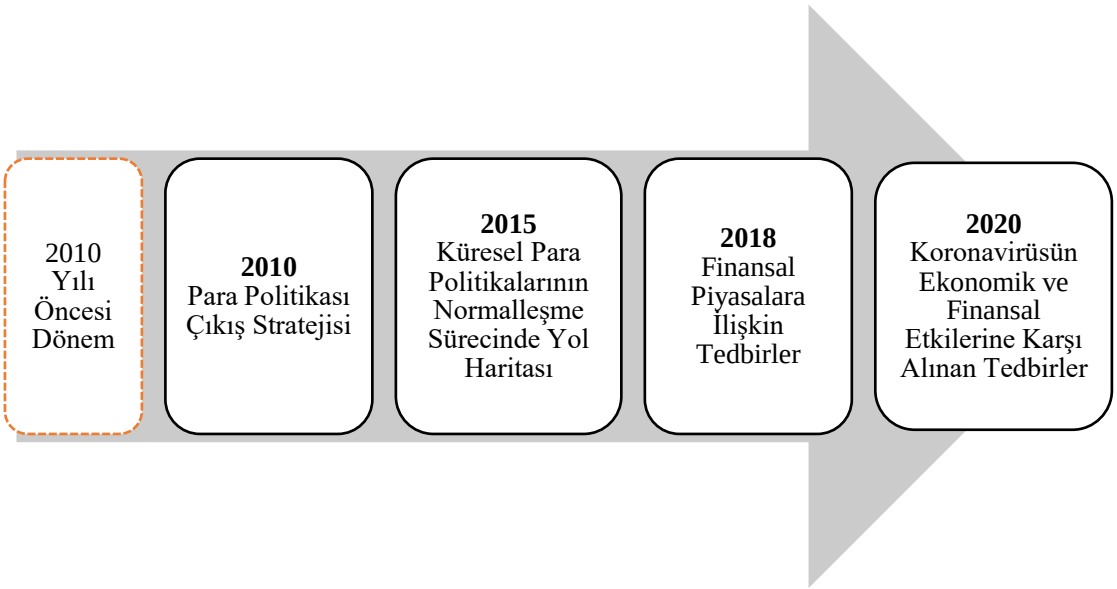
Modern merkez bankacılığının ilk örneği olarak kabul edilen BOE (1694), küresel finansal kriz sürecinde geleneksel politika faizi (official bank rate) uygulamasında sıfır alt sınırına yakın seviyede olduğundan bir dizi yenilikçi politika ile önlem almaya yönelmek durumunda kalmıştır. Bunların arasında geliştirilmiş likidite destekleri, mali piyasalara yönelik uygulamalar (özel likidite destekleri, kredi garanti fonları, varlık koruma programları vb) ve büyük ölçekli varlık alım programları bulunmaktadır (Churm, Joyce, Kapetanios, & Theodoridis, 2015).

Diğer gelişmiş ülke uygulamalarından farklı olarak, Japonya ekonomisi kendi dinamikleri çerçevesinde geleneksel olmayan para politikası uygulamalarını diğer merkez bankalarına nispeten daha önce deneyimleme fırsatı bulmuştur. Japonya ekonominde 1990'lı yıllarda yaşanan deflasyonist süreç, BOJ'u temel politika aracı olan kısa vadeli faizlerin (overnight call rate) ötesine geçerek alternatif para politikası uygulamalarına öncülük eden bir merkez bankası olmasına yöneltmiştir. Öyle ki, geleneksel olmayan para politikalarının modern anlamda fiilen başlangıç kaynağı olarak Japonya'nın gösterilmesi dahi savunulmaktadır.

3.2. TÜRKİYE'DE YENİ PARA POLİTİKASI YAKLAŞIMLARI

Türkiye'de yeni para politikası çerçevesinin tasarlanması ve uygulamaya konulmasında Dünya'da merkez bankacılığına olan bakış açısının değişmesi ve küresel finansal kriz sonrası ortaya çıkan olağanüstü konjonktürün getirdiği gelişmeler etkili olmuştur (Kara, 2012). Bahsi geçen uluslararası etkenlerin yanı sıra, son yıllarda iç dinamikler nedeniyle yaşanan ekonomik dalgalanmalar da para politikasında yeni yaklaşımların gündeme gelmesine ve geleneksel olmayan para politikası uygulamalarına ve makro ihtiyati tedbirlere başvurulmasına neden olarak gösterilmektedir.

Türkiye'de geleneksel olmayan para politikaları uygulamalarının, 2010 yılı sonrasında küresel finansal krizin etkilerinin hafiflemeye başlaması ile birlikte tercih edilmeye başlandığı ve son yıllarda alternatif birçok yeni uygulamanın devreye alındığı görülmektedir. Bu aşamalar; Para Politikası Çıkış Stratejisi (2010), Küresel Para Politikalarının Normalleşme Sürecinde Yol Haritası (2015), Finansal Piyasalara İlişkin Tedbirler (2018) ve Koronavirüsün Ekonomik ve Finansal Etkilerine Karşı Alınan Tedbirler (2020) olarak belirlenmiştir.



Şekil 2. Türkiye'de Yeni Para Politikaları Adımları

Kaynak: TCMB

Kara (2012), Türkiye'nin tarihsel perspektif içinde yaşadığı ekonomik krizlerden çıkarılan ortak derslerden birisinin de kısa vadeli sermaye akımlarına karşı ekonominin dayanıklılığının artırılması gerekliliği olduğunu ve TCMB'nin uyguladığı yeni para politikası çerçevesinin esas olarak bu bağlamda değerlendirilmesi gerektiği belirtmektedir. Buradan hareketle, yeni para politikası tasarımı finansal istikrar ile fiyat istikrarı arasında ortaya çıkabilecek ödünleşim nedeniyle politika faizi yanında ilave araçlara duyulan ihtiyaca gözetilerek inşa edildiği ifade edilmektedir.

Türkiye'de geleneksel olmayan para politikaları ve makro ihtiyati politikalardan oluşan yeni para politikası yaklaşımına dair uygulamalara Tablo 1'de yer verilmektedir. Bu bağlamda, Türkiye'de hayata geçirilen yeni yaklaşıma dair örnekler; Likidite Yönetimi Uygulamaları, Finansal Piyasalara Yönelik Uygulamalar ve Döviz Piyasalarına Yönelik Uygulamalar olmak üzere üç ana başlık ve bunların altında gruplandırılan toplam yirmi iki alt başlık etrafında sınıflandırılmaktadır.

Tablo 1. Türkiye'de Yeni Para Politikası Yaklaşımı Uygulamaları

LİKİDİTE YÖNETİMİ UYGULAMALARI	**FİNANSAL PİYASALARA YÖNELİK UYGULAMALAR**	**DÖVİZ PİYASALARINA YÖNELİK UYGULAMALAR**
• Faiz Koridoru • Geç Likidite Penceresi (GLP) • Zorunlu Karşılıklar • Rezerv Opsiyon Mekanizması (ROM) • Sistemin Fonlama İhtiyacı (SFİ) • Parasal Genişleme • Negatif Reel Faiz	• Kurumsal Yapılanma • Kredi Genişlemesi • İletişim ve Sözle Yönlendirme • Kredi Teminat Oranı Sınırlamaları (LTV) • Borç Gelir Oranı Sınırlamaları (DTI) • Mevduat Güvencesi	• Döviz Takası Uygulamaları • Vadeli Döviz Sözleşmeleri • Döviz Kredisi Kısıtlaması • Döviz Sözleşmelerin Sınırlandırılması • Yabancı Para Hesaplara Stopaj Düzenlemesi

	• Ödeme Sistemleri Düzenlemeleri • Türk Lirası Gecelik Referans Faiz Oranı (TLREF)	• İhracat Bedelinin Yurda Getirilmesi Zorunluluğu • Döviz Alış İşlemlerine Yönelik Düzenlemeler

Kaynak: Öztürk (2021)

Tablo 1'deki likidite yönetimi uygulamarından parasal genişleme, finansal piyasalar yönelik uygulamalrdan kredi genişlemesi ve döviz piyasalarına yönelik uygulamalara kısaca değinilmektedir. Parasal genişlemenin geldiği noktayı belirlemek için TCMB analitik bilançosunda yer alan menkul kıymetlerin aktif toplama oranı ve para arzı miktarı önemli göstergelerdir. Menkul kıymetlerin aktif toplamındaki payı 2010:01-2019:12 dönemleri arasında %4 oranında iken, 2020:11 döneminde %11 seviyesine kadar yükseldiği görülmektedir. Benzer biçimde M1 para arzında ciddi yükseliş sergilenmiş olup aynı dönemler arasında ortlama 300 milyar TL olan bu rakam 2020:11 döneminde 1,3 trilyon TL'ye ulaşmıştır. Kredi genişlemesinde ise toplam kredi hacmi belirtilen yıllarda ortalama 1,4 milyar TL iken, 2020:11 döneminde 3,6 milyar TL'ye kadar yükselmiştir. Diğer taraftan, dolarizasyon (para ikamesi) olarak belirtilen yabancı para krediler, yabancı para mevduat ve yabancı para borcun toplamları içindeki oranlarının sırasıyla %37, %56 ve %58 olması parasal otoritelerin döviz kuruna yönelik tedbirleri uygulamaya almasına neden olmuştur.

4. AMPİRİK ANALİZ

4.1. YÖNTEM VE VERİ SETİ

Para politikasında yeni yaklaşımlar ile fiyat istikrarı arasındaki ilişkiyi etkileyen bir çok değişkenden söz edilmesi mümkündür. Bu konuda yapılan analizler incelendiğinde, geleneksel olmayan para politikaları ve makro ihtiyati tedbirlerden oluşan bazı değişkenlerin ölçüme elverişli olmadığı ve ülkelerin yapısal koşullarına bağlı olarak her bir değişkenin anlamlı sonuç vermediği ortaya çıkmaktadır. Bu nedenle, ampirik analiz için kullanılacak değişkenlerin seçiminde Tablo 1 ile yer

verilen yeni para politikası uygulamalarından likidite yönetimine yönelik uygulamaları temsilen parasal genişleme, finansal piyasalara yönelik uygulamaları temsilen kredi genişlemesi ve döviz piyasalarına yönelik uygulamaları temsilen de döviz kuru değişkenleri seçilmiştir. Ayrıca, sermaye piyasalarına yönelik olarak borsa piyasa değeri değişken olarak seçilmiştir. Böylelikle, finansal kesim ile olan etkileşimin geniş kapsamlı olarak incelenmesi mümkün hale gelmektedir. Ekonometrik modellere ilişkin açıklayıcı özet bilgi aşağıda gösterilmektedir.

Model A: Likidite Yönetimine Yönelik ⇒ Parasal Genişleme ⇒ M1 Para Arzı

Model B: Finansal Piyasalara Yönelik ⇒ Kredi Genişlemesi ⇒ Toplam Krediler

Model C: Döviz Piyasalarına Yönelik ⇒ Döviz Tedbirleri ⇒ Döviz Kuru

Model D: Sermaye Piyasalarına Yönelik ⇒ Borsa Piyasa Değeri

Çalışmada, 2006:01-2020:10 tarihleri arasındaki dönemini kapsayan aylık periyotta veri seti kullanılmıştır. Başlangıç tarihinin belirlenmesinde Türkiye'nin açık enflasyon hedeflemesine geçtiği tarihin baz alınması tercih edilmiştir. Veri setine ilişkin detaylı bilgiler Tablo 2'de yer almaktadır.

Tablo 2. Modele Ait Değişkenlere İlişkin Bilgiler

Değişkenin Kısaltması	**Değişken Adı**	**Değişken Türü**	**Kaynak**	**Açıklama**
ENF	Enflasyon	Bağımlı	TÜİK	Aylık TÜFE artış oranı
M1	M1 Para Arzı	Bağımsız	TCMB	Aylık para arzı değişimi
TKR	Toplam Krediler	Bağımsız	BDDK	Aylık kredi hacmi

SKUR	Sepet Döviz Kuru	Bağımsız	TCMB	Ay sonu USD alış kuru
SPB	Borsa Piyasa Değeri	Bağımsız	BİST	BİST konsolide piyasa değeri

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

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

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

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

Bu çalışmada, Balke (2000) tarafından oluşturulan Eşik Yapısal Vektör Oto Regresyon (Threshold Structural Vector Auto Regression-TSVAR) modeli kullanılarak tahmin oluşturulmaktadır. Bu modelin formülasyonu aşağıdaki gibidir:

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

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

Schmidt (2019), TVAR modelinde sistemin iki rejimden birinde olmasına dayandığından geçmiş dönemlere bağlı olduğunu ve bu durumun da GIRF (Genelleştirilmiş Etki-Tepki Fonksiyonları) hesaplanmasını gerektirdiğini ifade etmektedir. Bu yaklaşım, bir şokun ekonomiyi vurduğu anda sistemin hangi rejimde olduğuna bağlı olarak verilerin simülasyonuna dayanmaktadır. Koop vd (1996) tarafından formülize edilen GIRF denklemi aşağıdaki gibidir:

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

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

,

4.2. BULGULAR

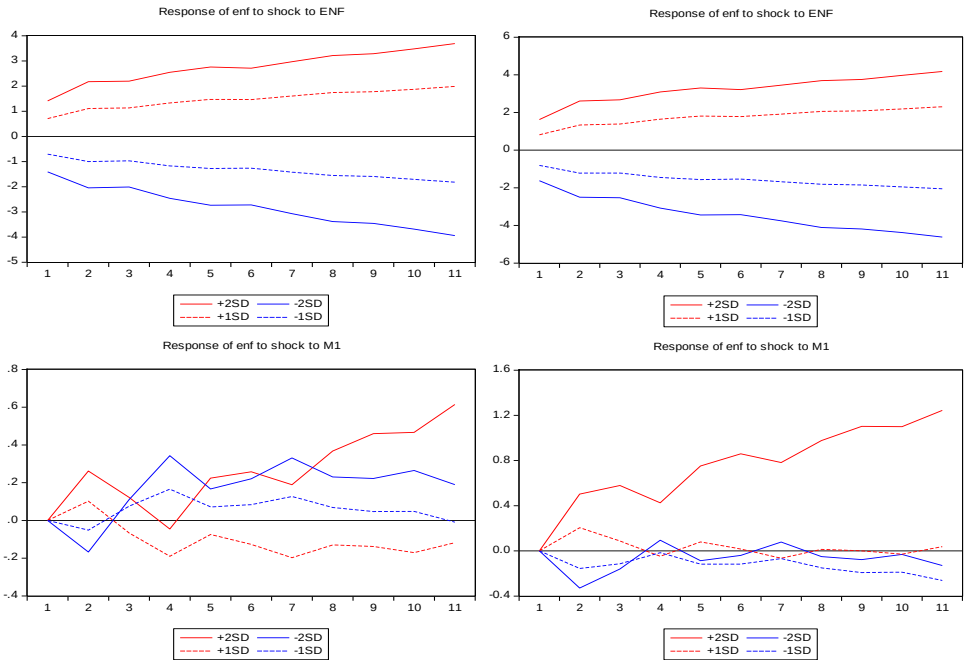
Para politikasında yeni yaklaşımlardan belirlenen uygulamaların enflasyon üzerindeki etkilerinin incelendiği dört farklı modele ilişkin ekonometrik analiz bulguları Tablo 3'te özetlenmektedir. İlgili modellerin denklem gösterimlerine EK'te yer verilmektedir.

Tablo 3. Özet Analiz Sonuçları

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

Model A'da likidite yönetimi uygulamalarından biri olan parasal genişleme başlığı için seçilen M1 para arzı (M1) kaleminde meydana gelen değişimlerin enflasyon üzerindeki etkilerinin incelenmesi amaçlanmaktadır.

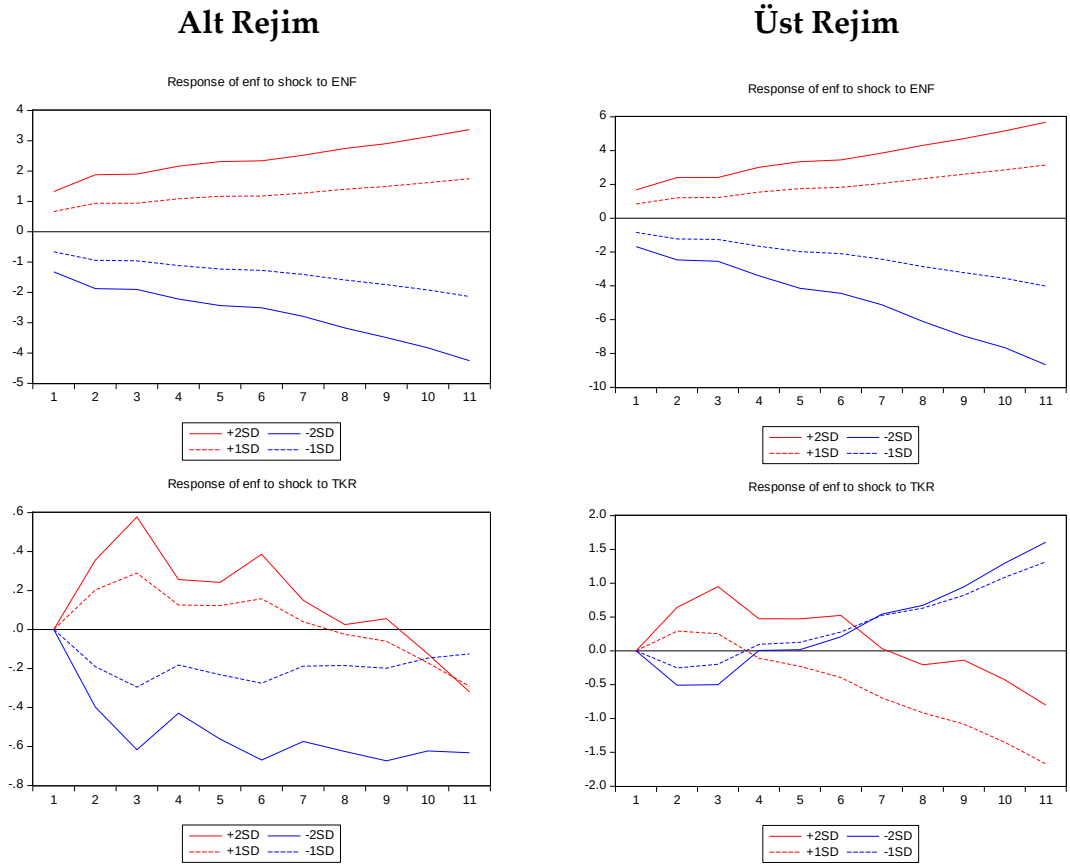
Alt Rejim **Üst Rejim**



Şekil 3. Model A - Kümülatif Etki Tepki Analizi Sonuçları

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

Model B'de, finansal piyasalara yönelik uygulamalardan olan kredi genişlemesi başlığı için seçilen toplam krediler (TKR) kaleminde meydana gelen değişimlerin enflasyon üzerindeki etkilerinin incelenmesi amaçlanmaktadır.



Şekil 4. Model B - Kümülatif Etki Tepki Analizi Sonuçları

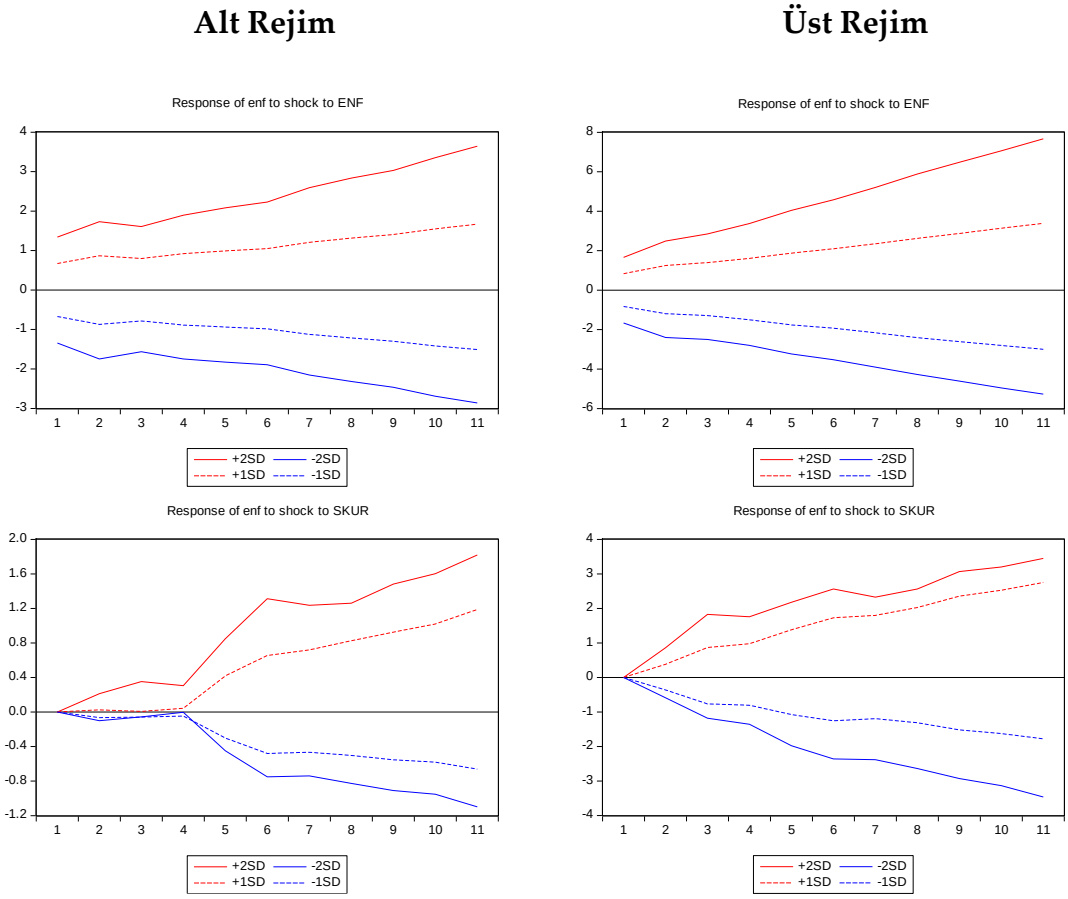
Model B'nin kümülatif etki tepki fonksiyonu sonucuna göre, üst rejimde TKR değişkeninde meydana gelen pozitif yönlü bir şok, negatif bir şoka nispeten daha yüksek etki göstermekte ve bu etki daha uzun sürmektedir. Ekonominin büyümesine ve canlanmasına katkı sağlaması amacıyla başta banka kredilerinin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

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

tüketici kredileri ve imalat sanayi kredileri değişkenlerinin de analize tabi tutulmuştur. Yapılan analiz sonucunda bu durumun nedeni olarak tüketici kredileri ile yatırıma yönelik kredilerden olan imalat sanayi kredilerinin ekonomi üzerindeki etkisinin farklı düzeyde olması olarak açıklanmaktadır.

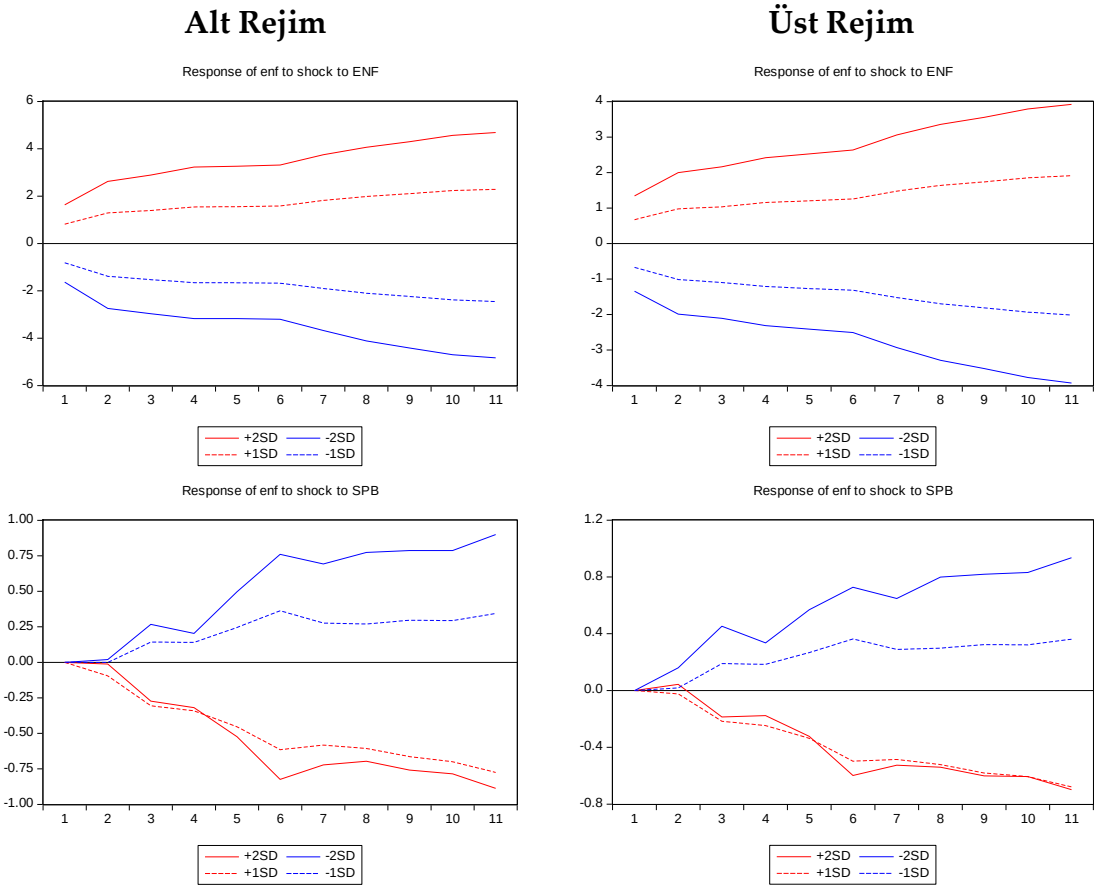
Model C'de, döviz piyasalarına yönelik uygulamalar başlığını temsilen seçilen değişken olan sepet kur (SKUR) kaleminde meydana gelen değişimlerin enflasyon üzerindeki etkilerinin incelenmesi amaçlanmaktadır.

Bu modelin kümülatif etki tepki fonksiyonu sonucuna göre, üst rejimde SKUR değişkeninde meydana gelen pozitif şokun enflasyonist süreci doğrudan etkilediği ve bu etkinin uzun süreye yayılarak kalıcı hale geldiği görülmektedir. Alt rejimde ise, SKUR'da meydana gelen pozitif yönlü şok enflasyon üzerinde belirli bir süreden sonra sert ve kalıcı etki oluşturabilmektedir. Dolayısıyla, Türkiye ekonomisinde görülen yüksek cari açık, yabancı para borçluluğu ve dolarizasyon eğilimi gibi faktörlerin etkisi ile döviz kuru şoklarının enflasyona yansımasına karşı hassas bir yapıda olduğu görülebilmektedir. Bu doğrultuda, merkez bankasının yeni para politikası yaklaşımı çerçevesinde uygulamaya aldığı döviz kuru tedbirlerinin fiyat istikrarı hedefi için gerekli olduğu sonucuna ulaşılmaktadır.



Şekil 5. Model C - Kümülatif Etki Tepki Analizi

Model D'de, sermaye piyasalarına yönelik uygulamaları temsilen seçilen değişken olan borsa piyasa değeri (SPB) kaleminde meydana gelen değişimlerin enflasyon üzerindeki etkilerinin incelenmesi amaçlanmaktadır. Bu modelin kümülatif etki tepki fonksiyonu sonucuna göre, sermaye piyaslarının büyüklüğü ile enflasyon düzeyi arasında negatif yönlü bir ilişkinin olduğu ortaya çıkmaktadır. Buna göre, sermaye piyasalarına yönelimin artması sonucunda enflasyon oranında düşüş görülmesi söz konusudur. Buradan hareketle, sermaye piyasalarına yönelik olarak uygulamaya alınan makro ihtiyati tedbirlerin fiyat istikrarı hedefi ile uyumlu bir yapıda olduğu söylenebilmektedir.



Şekil 6. Model D - Kümülatif Etki Tepki Analizi

5. SONUÇ

Son yıllarda finansal sistemlerin karşılaştıkları zorluklar ve ülke ekonomilerinin değişen dinamikleri, merkez bankalarının para politikasında kullandıkları temel politika araçlarının yetersiz görülmesine neden olmakta ve parasal otoritelerin yeni yaklaşımlara yönelmelerinin gerekliliği ortaya çıkmaktadır. Finansal ve ekonomik koşulların farklılaşması ile birlikte merkez bankalarının rolleri de değişime uğrayarak gelişmekte ve bu kapsamda yeni yaklaşımlar sergilenmektedir. Ekonominin normal olmayan dönemlerinde başvurulan yeni para politikası yaklaşımları, merkez bankalarının politika duruşlarındaki anlayışı dönüştürerek normal dönemler için de kullanılabilecek alternatif araçlara dayalı yeni bir anlayışı benimsemelerini sağlamaktadır.

Geleneksel olmayan para politikaları ve makro ihtiyati politikalar birbiri ile etkileşim halinde olup, bu araçların birlikte kullanımı ile finansal stresin önlenmesi ve ahlaki tehlikenin azaltılmasında etkilidir. Bu uygulamaların özleri itibariyle birbirinin tersi yönünde işleyişe sahip olduğu düşünülse de, her iki politikanın etkileri bakımından yakın bir ilişkide oldukları ve birbirini kapsamakta olan bir yapıda olduklarını söylemek mümkün gözükmektedir. Bu noktada, fiyat istikrarı ve finansal istikrara yönelik risklerin karşısında merkez bankasının politika faizini tek başına kullanmasının yeterli olmadığı durumlarda kullanılması önerilen ve bütünleşik politika çerçevesi olarak ifade edilen yeni bir politika kavramı da yaygınlaşmaya başlamaktadır.

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

Türkiye'de yeni para politikası uygulamalarının düzenli bir çerçevede incelenmesinin sağlanması amacıyla bir sınıflandırma yapılarak söz konusu uygulamalar likidite yönetimine yönelik, finansal piyasalara yönelik ve döviz piyasalarına yönelik uygulamalar olmak üzere üç ana başlık ve bunlara bağlı olarak yirmi iki alt kategori altında olarak belirlenmiştir.

Çalışmanın bulgularına göre; yeni para politikası yaklaşımı çerçevesinde likidite yönetimine yönelik uygulamalardan olan parasal genişlemede (Model A) ve finansal piyasalara yönelik uygulamalardan kredi genişlemesinde (Model B) meydana

gelen pozitif yönlü şokların enflasyonu artırdığı ortaya çıktığından bu kapsamdaki politikaların merkez bankası fiyat istikrarı hedefi ile aynı paralelde olmadığı ortaya çıkmaktadır. Döviz kurunda meydana gelen bir artışın enflasyonist yansımaları görüldüğünden döviz piyasalarına yönelik uygulamalar (Model C) ile fiyat istikrarı hedefinin uyumlu olduğu söylenebilmektedir. Son olarak, sermaye piyasalarına olan yönelimin artması ile enflasyon oranının düşmekte olduğu görüldüğünden sermaye piyasalarına yönelik uygulamaların (Model D) fiyat istikrarı hedefi ile uyumlu olduğu sonucuna ulaşılmıştır.

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

KAYNAKÇA

Acharya, V. V., Eisert, T., Eufinger, C., & Hirsch, C. (2019). Whatever It Takes: The Real Effects of Unconventional Monetary Policy. *The Review of Financial Studies, 9*(32), s. 3366-3411.

Afonso, A., Baxa, J., & Slavik, M. (2011). *Fiscal Developments and Financial Stress.* Working Paper Series, European Central Bank, Frankfurt.

Aleem, A., & Lahiani, A. (2014). A Threshold Vector Autoregression Model of Exchange Rate Pass-Through in Mexico. *Research in International Business and Finance*(30), s. 24-33.

Apergis, N. (2017). Monetary Policy and Macroprudential Policy: New Evidence from a World Panel of Countries. *Oxford Bulletin of Economics and Statistics, 79*(3), s. 395-410.

Atanasova, C. (2003). Credit Market Imperfections and Business Cycle Dynamics: A Nonlinear Approach. *Studies in Nonlinear Dynamics & Econometrics, 7*(4), s. 1-22.

Avdjiev, S., & Zeng, Z. (2014). Credit Growth, Monetary Policy and Economic Activity in a Three-Regime TVAR Model. *Applied Ecomonics, 46*(24), s. 2936-2951.

Balke, N. S. (2000). Credit and Economic Activity: Credit Regimes and Nonlinear Propagation of Shocks. *The MIT Press, Vol.82*(No.2), s. 344-349.

Baştürk, M. F. (2017). Non-Standart Monetary Policies Implemented By The European Central Bank After The Financial Crisis. *Marmara Üniversitesi Öneri Dergisi, 12*(48), 81-105.

Bayır, M. (2019). Amerika Birleşik Devletleri Merkez Bankası'nın Uyguladığı Geleneksel Olmayan Para Politikasının Türkiye Ekonomisine Etkisi. 44-64. Balıkesir: Balıkesir Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü İktisat Anabilim Dalı Doktora Tezi.

Beck, T., Colciago, A., & Pfajfar, D. (2014). The Role of Financial Intermediaries in Monetary Policy Transmission. *Journal of Economic Dynamics & Control*(43), 1-11.

Bernanke, B. S. (2020). The New Tools of Monetary Policy . *American Economic Review, 110*(4), s. 943-983.

Büberkökü, Ö. (2020). Geleneksel Olmayan Para Politikası Uygulamaları Döneminde Dolar-TL'nin Volatilite Dinamiklerinin İncelenmesi: Asimetrik Stokastik Volatilite Modeline Dayalı Analizler. *İstatistikçiler Dergisi: İstatistik & Aktüerya*, s. 1-17.

Churm, R., Joyce, M., Kapetanios, G., & Theodoridis, K. (2015). Unconventional Monetary Policies and the Macroeconomy: The Impact of the United Kingdom's QE2 and Funding for Lending Scheme . *Bank of England Staff Working Paper No.542*, s. 2-4.

Değirmen, S. (2019). Merkez Bankaları ve Bankaların Davranışları 2007-8 Kriz Sonrası Farklılaştı (mı?). *İktisat ve Toplum Dergisi*(109), s. 29-48.

El-Erian, M. A. (2020). *Şehirdeki Tek Oyun.* (C. Feyyat, Çev.) İstanbul: Scala Yayıncılık.

Erdoğdu, A. (2012). Parasal Aktarım Mekanizmalarının İşleyişi ve Etkinliği: Türkiye Uygulaması. *Kadir Has Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü, Doktora Tezi*, s. 32-73.

Eroğlu, N., & Kara, F. (2017). Türkiye'de Makro İhtiyati Para Politikası Araçlarının Makroekonomik Değişkenlere Etkisinin VAR Analizi İle İncelenmesi. *İstanbul İktisat Dergisi*(67), s. 59-88.

Eryılmaz, F., & Yılmaz, H. (2020). Macro-Effectiveness of Unconventional Monetary Policy: A Structural VAR Analysis in an Economic and Monetary Union. *Social Sciences Research Journal, 9*(1), 209-229.

Goodhart, C. A. (2010). The Changing Role of Central Banks. *BIS Working Papers No:326*, s. 1-10.

Haitsma, R., Ünalmış, D., & Haan, J. d. (2016). The Impact of the ECB's Conventional and Unconventional Monetary Policies on Stock Markets. *Journal of Macroeconomics, 16*(48), s. 101-116.

Hannoun, H. (2010). The Expanding Role of Central Bankas Since The Crisis: What Are The Limits? *Bank For International Settlements*, s. 2.

İstalince, H. (2017). Para Arzı ve Enflasyon İlişkisi: Türkiye İçin Nedensellik Analizi (1988-2016). *Anadolu Üniversitesi Sosyal Bilimler Dergisi, 17*(3), s. 43-56.

Kara, H. (2012). Küresel Kriz Sonrası Para Politikası. *TCMB Çalışma Tebliği No:12/17*, s. 1-29.

Kara, H. (2016). A Brief Assessment of Turkey's Macroprudential Policy Approach: 2011-2015. *Central Bank Review*(16), s. 85-92.

Karanfil, N., & Eroğlu, İ. (2019). 2008 Küresel Kriz Sonrası Uygulanan Para Politikası İle Enflasyon Arasındaki İlişkinin Ekonometrik Analizi . *Politik Ekonomik Kuram, 3*(2), s. 214-232.

Kimura, T., & Nakajima, J. (2013). Identifying Conventional and Unconventional Monetary Policy Shocks: A Latent Threshold Approach. *Bank of Japan Working Paper Series* (No.13-E-7), s. 1-32.

Kırcı, B., & Yıldırım, D. Ç. (2020). Uluslararası Aktarım Kanalı Bağlamında Geleneksel ve Geleneksel Olmayan Para Politikası Stratejileri Üzerine Bir Karşılaştırma. *Sosyoekonomi, 28*(46), s. 141-155.

Koop, G., Pesaran, H. M., & Potter, S. M. (1996). Impulse Response Analysis in Nonlinear Multivariate Models. *Journal of Econometrics, 74*(1), s. 119-147.

Lambert, F., & Ueda, K. (2014). The Effects of Unconventional Monetary Policies on Bank Soundness. *IMF Working Paper* (WP/14/152), s. 3-39.

Özdemir, M., & Yıldırım, S. (2019). ABD, İngiltere ve Japonya'da Niceliksel Genişlemenin Makroekonomik Etkileri. *Finans Politik & Ekonomik Yorumlar* (649), 215-240.

Özdemir, M., & Yıldırım, S. (2019). ABD, İngiltere ve Japonya'da Niceliksel Genişlemenin Makroekonomik Etkileri . *Finans Politik & Ekonomik Yorumlar*(649), s. 215-240.

Öztürk, N. (2021). Para Politikasında Yeni Yaklaşımlar ve Finansal Kesim İle Etkileşimi. *İstanbul Ticaret Üniversitesi, Finans Enstitüsü, Doktora Tezi*, s. 75.

Polat, M. A. (2019). Bankacılık Sektörü Yurtiçi Kredi Hacmindeki Değişimlerin Cari Açığa Etkileri: Makro İhtiyati Tedbirler Kapsamında Ekonometrik Bir Analiz. *Gazi İktisat ve İşletme Dergisi, 5*(2), s. 73-89.

Reuters Graphics. (2021). 01 02, 2021 tarihinde https://graphics.reuters.com/GLOBALCENTRALBANKS/010041ZQ4B7/index.html adresinden alındı.

Tunalı, H., & Yalçınkaya, Y. (2016). Geleneksel Olmayan Para Politikası Uygulamasında Enflasyon ile Döviz Kuru Arasındaki Nedensellik İlişkisi Analizi. *İktisat Fakültesi Mecmuası, 66*(2016/2), s. 61-111.

Ünalmış, D., & Ünalmış, D. İ. (2015). The Effects of Conventional and Unconventional Monetary Policy Surprises on Asset Markets in the United States. *MPRA* (Paper No. 62585), s. 11-12.

Yalçınkaya, Y., & Tunalı, H. (2019). 2017-2018 Döviz Kuru Türbülansı ve Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası'nın Yeni Para Politikası Araçları. *Ekonomi, Politika ve Finans Araştırmaları Dergisi* (2019-4(1)), 17-36.

EK : MODELLERİN DENKLEMLERİ

MODEL A:

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

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

MODEL B:

$$Enf_t \begin{cases} \underset{(6.17)}{-9.563038} + \underset{(0.08)}{0.271142}Enf_{t-1} - \underset{(0.07)}{0.247486}Enf_{t-2} + \underset{(0.07)}{0.015585}Enf_{t-3} - \underset{(0.06)}{0.180589}Enf_{t-4} \\ \quad + \underset{(4.37)}{13.64354}TKR_{t-1} - \underset{(4.34)}{3.63275}TKR_{t-2} - \underset{(3.16)}{7.896800}TKR_{t-3} + \underset{(3.15)}{8.152499}TKR_{t-4} \quad \gamma \leq 1.028943 \\ \underset{(19.73)}{-0.522020} + \underset{(0.16)}{0.505754}Enf_{t-1} - \underset{(0.28)}{0.150520}Enf_{t-2} + \underset{(0.38)}{1.135059}Enf_{t-3} - \underset{(0.34)}{0.066581}Enf_{t-4} \\ \quad + \underset{(9.25)}{18.35296}TKR_{t-1} + \underset{(10.4)}{10.72732}TKR_{t-2} - \underset{(17.19)}{8.489049}TKR_{t-3} - \underset{(14.14)}{20.80944}TKR_{t-4} \quad \gamma > 1.028943 \end{cases}$$

$$TKR_t \begin{cases} \underset{(0.14)}{0.327028} + \underset{(0.001)}{0.001022}Enf_{t-1} + \underset{(0.001)}{0.002490}Enf_{t-2} - \underset{(0.001)}{0.002211}Enf_{t-3} - \underset{(0.003)}{0.003961}Enf_{t-4} \\ \quad + \underset{(0.09)}{0.485177}TKR_{t-1} + \underset{(0.09)}{0.114758}TKR_{t-2} + \underset{(0.07)}{0.110488}TKR_{t-3} - \underset{(0.07)}{0.032992}TKR_{t-4} \quad \gamma \leq 1.028943 \\ \underset{(0.49)}{0.407991} - \underset{(0.004)}{0.003143}Enf_{t-1} - \underset{(0.007)}{0.015281}Enf_{t-2} + \underset{(0.009)}{0.004167}Enf_{t-3} - \underset{(0.008)}{0.019014}Enf_{t-4} \\ \quad - \underset{(0.23)}{0.182373}TKR_{t-1} - \underset{(0.25)}{0.212423}TKR_{t-2} + \underset{(0.42)}{1.041333}TKR_{t-3} - \underset{(0.35)}{0.015218}TKR_{t-4} \quad \gamma > 1.028943 \end{cases}$$

MODEL C:

$$Enf_t \begin{cases} \underset{(4.80)}{0.816334} + \underset{(0.08)}{0.195307}Enf_{t-1} - \underset{(0.08)}{0.311572}Enf_{t-2} + \underset{(0.07)}{0.068696}Enf_{t-3} - \underset{(0.07)}{0.265874}Enf_{t-4} \\ + \underset{(2.97)}{1.288147}SKUR_{t-1} - \underset{(2.75)}{2.824829}SKUR_{t-2} - \underset{(2.16)}{0.481395}SKUR_{t-3} + \underset{(1.99)}{2.098500}SKUR_{t-4} \quad \gamma \leq 1.028009 \\ \underset{(14.76)}{-45.42493} + \underset{(0.22)}{0.033581}Enf_{t-1} - \underset{(0.23)}{0.031752}Enf_{t-2} + \underset{(0.26)}{0.164889}Enf_{t-3} - \underset{(0.22)}{0.355448}Enf_{t-4} \\ + \underset{(5.28)}{13.00641}SKUR_{t-1} + \underset{(5.88)}{0.741284}SKUR_{t-2} - \underset{(8.89)}{3.637780}SKUR_{t-3} + \underset{(8.34)}{28.30233}SKUR_{t-4} \quad \gamma > 1.028009 \end{cases}$$

$$SKUR_t \begin{cases} \underset{(0.18)}{0.575190} - \underset{(0.003)}{0.005297}Enf_{t-1} - \underset{(0.003)}{0.001123}Enf_{t-2} - \underset{(0.003)}{0.006569}Enf_{t-3} - \underset{(0.003)}{0.001695}Enf_{t-4} \\ + \underset{(0.11)}{0.519462}SKUR_{t-1} - \underset{(0.10)}{0.234018}SKUR_{t-2} + \underset{(0.08)}{0.17326}SKUR_{t-3} - \underset{(0.07)}{0.018800}SKUR_{t-4} \quad \gamma \leq 1.028009 \\ \underset{(0.67)}{1.815405} - \underset{(0.01)}{0.006284}Enf_{t-1} + \underset{(0.01)}{0.026621}Enf_{t-2} + \underset{(0.01)}{0.009786}Enf_{t-3} + \underset{(0.01)}{0.011352}Enf_{t-4} \\ - \underset{(0.24)}{0.140641}SKUR_{t-1} - \underset{(0.27)}{0.975451}SKUR_{t-2} + \underset{(0.40)}{0.103589}SKUR_{t-3} - \underset{(0.38)}{0.053525}SKUR_{t-4} \quad \gamma > 1.028009 \end{cases}$$

MODEL D:

$$Enf_t \begin{cases} \underset{(6.83)}{3.690638} + \underset{(0.18)}{0.886491}Enf_{t-1} - \underset{(0.24)}{0.382930}Enf_{t-2} - \underset{(0.19)}{0.426659}Enf_{t-3} - \underset{(0.24)}{0.506150}Enf_{t-4} \\ + \underset{(0.20)}{0.397592}Enf_{t-5} + \underset{(0.22)}{0.134555}Enf_{t-6} + \underset{(2.94)}{0.186922}SPB_{t-1} + \underset{(2.82)}{0.4124047}SPB_{t-2} \quad \gamma \leq 0.986438 \\ + \underset{(1.92)}{2.727948}SPB_{t-3} - \underset{(2.25)}{3.307583}SPB_{t-4} - \underset{(1.96)}{3.053752}SPB_{t-5} - \underset{(2.11)}{0.327525}SPB_{t-6} \\ \underset{(2.86)}{-1.711089} + \underset{(0.08)}{0.263392}Enf_{t-1} - \underset{(0.08)}{0.193764}Enf_{t-2} + \underset{(0.09)}{0.003489}Enf_{t-3} - \underset{(0.08)}{0.028836}Enf_{t-4} \\ - \underset{(0.08)}{0.082236}Enf_{t-5} + \underset{(0.07)}{0.143273}Enf_{t-6} + \underset{(1.23)}{1.095840}SPB_{t-1} - \underset{(1.11)}{1.128937}SPB_{t-2} \quad \gamma > 0.986438 \\ + \underset{(0.97)}{0.993753}SPB_{t-3} - \underset{(0.90)}{1.371915}SPB_{t-4} + \underset{(0.98)}{0.533991}SPB_{t-5} + \underset{(0.96)}{2.178704}SPB_{t-6} \end{cases}$$

$$SPB_t \begin{cases} \underset{(0.56)}{0.953681} - \underset{(0.01)}{0.023389}Enf_{t-1} + \underset{(0.02)}{0.23564}Enf_{t-2} + \underset{(0.01)}{0.002560}Enf_{t-3} - \underset{(0.02)}{1.97006}Enf_{t-4} \\ + \underset{(0.01)}{0.008362}Enf_{t-5} + \underset{(0.01)}{0.016154}Enf_{t-6} - \underset{(0.24)}{0.130965}SPB_{t-1} + \underset{(0.23)}{0.407989}SPB_{t-2} \quad \gamma \leq 0.986438 \\ - \underset{(0.15)}{0.280146}SPB_{t-3} + \underset{(0.18)}{0.006690}SPB_{t-4} + \underset{(0.16)}{0.164457}SPB_{t-5} - \underset{(0.17)}{0.168334}SPB_{t-6} \\ \underset{(0.27)}{0.701680} - \underset{(0.007)}{0.000420}Enf_{t-1} - \underset{(0.008)}{0.000807}Enf_{t-2} + \underset{(0.008)}{0.007328}Enf_{t-3} - \underset{(0.008)}{0.006055}Enf_{t-4} \\ + \underset{(0.008)}{0.002578}Enf_{t-5} + \underset{(0.007)}{0.001150}Enf_{t-6} + \underset{(0.11)}{0.225130}SPB_{t-1} + \underset{(0.10)}{0.047069}SPB_{t-2} \quad \gamma > 0.986438 \\ + \underset{(0.09)}{0.125433}SPB_{t-3} - \underset{(0.08)}{0.155725}SPB_{t-4} + \underset{(0.09)}{0.089243}SPB_{t-5} - \underset{(0.09)}{0.036320}SPB_{t-6} \end{cases}$$

View publication stats