

**T.C.**

**İSTANBUL ÜNİVERSİTESİ**

**SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ**

**İKTİSAT ANABİLİM DALI**

**İKTİSAT TEORİSİ BİLİM DALI**

**YÜKSEK LİSANS TEZİ**

**KÜRESEL KRİZ SIRASINDA**

**TÜRKİYE'DE UYGULANAN PARA POLİTİKALARI**

**MUSTAFA ORHAN ÖZER**

**2501120329**

**TEZ DANIŞMANI**

**YRD. DOÇ. DR. HÜLYA KESİCİ ÇALIŞKAN**

**İSTANBUL – 2014**



Y Ü K S E K L İ S A N S  
T E Z O N A Y I

ÖĞRENCİNİN

Adı ve Soyadı : MUSTAFA ORHAN ÖZER Numarası : 2501120329

Anabilim/Bilim Dalı : İKTİSAT TEORİSİ Danışman : YRD. DOÇ. DR. HÜLYA KESİCİ ÇALIŞKAN

Tez Savunma Tarihi : 10.07.2014

Tez Savunma Saati : 13:00

Tez Başlığı :“ KÜRESEL KRİZ SIRASINDA TÜRKİYE’DE UYGULANAN PARA  
POLİTİKALARI”

TEZ SAVUNMA SINAVI, Lisansüstü Öğretim Yönetmeliği'nin 36. Maddesi uyarınca yapılmış, sorulan sorulara alınan cevaplar sonunda adayın tezinin KABULÜ'NE OYBİRLİĞİ / OYÇOKLUĞUYLA karar verilmiştir.

JÜRİ ÜYESİ	İMZA	KANAATI (KABUL / RED / DÜZELTME)
1- PROF. DR. MURAT ÇAK		KABUL
2- YRD. DOÇ. DR. ZAHİDE AYYILDIZ ONARAN		Düzeltilme
3- YRD. DOÇ. DR. HÜLYA KESİCİ ÇALIŞKAN		KABUL

YEDEK JÜRİ ÜYESİ	İMZA	KANAATI (KABUL / RED / DÜZELTME)
1- YRD. DOÇ. DR. SELMAN YILMAZ		
2- YRD. DOÇ. DR. SEMA AKMAN		

## ÖZ

MUSTAFA ORHAN ÖZER

### KÜRESEL KRİZ SIRASINDA TÜRKİYE’DE UYGULANAN PARA POLİTİKALARI

Küresel Kriz’den sonra, ekonomik istikrarın sağlanması için sadece fiyat istikrarının değil, aynı zamanda finansal istikrarın da önemli olduğu ortaya çıktı. Krizin derinleşmesinden sonra gelişmiş ülkeler genişletici para politikası uygularken, gelişmekte olan ülkeler daraltıcı para politikası uygulamıştır. Türkiye’de Küresel Kriz’in olumsuz etkilerinin azaltılması amacıyla, politika faizinin yanı sıra faiz koridoru, zorunlu karşılıklar, rezerv opsiyon mekanizması gibi para politikası araçları aynı anda ve etkili bir şekilde kullanılmıştır. Bu çalışmada Küresel Kriz’in ortaya çıkış sebepleri, kriz sırasında Türkiye’de uygulanan para politikaları ve bu politikaların fiyat istikrarı, büyüme, istihdam gibi temel ekonomik hedefler üzerindeki etkileri incelenmiştir.

**Anahtar Kelimeler:** Küresel Kriz, Para Politikası, Türkiye.

## **ABSTRACT**

**MUSTAFA ORHAN ÖZER**

### **IMPLEMENTATION OF MONETARY POLICIES DURING THE GLOBAL CRISIS IN TURKEY**

Not only importance of price stability but also importance of financial stability have appeared to ensure economic stability after global crisis. While developed countries have performed easing of monetary policy, developing countries have performed tightening of monetary policy after the crisis deepened. In order to reduce the negative effects of the global crisis in Turkey, Central Bank used monetary policy tools which interest rate corridor, required reserve ratios, reserve option mechanism rate besides politic interest rate at the same time and effectively. The causes of emerging of global crisis and monetary policy that be performed in Turkey during crisis and impacts of these policies on basic economic targets such as price stability, economic growth, employment have been analyzed in this study.

**Keywords:** Global Crisis, Monetary Policy, Turkey.

## ÖNSÖZ

Küresel Kriz, Büyük Bunalım'dan sonra dünya ekonomisinin karşılaştığı en büyük krizdir. Krizin derinleşmesiyle birlikte merkez bankaları finansal istikrarı sağlamak için para politikası araçlarını kullanarak piyasalara müdahale etmiştir. Gelişmiş ülkelerde genişletici para politikası uygulanırken, gelişmekte olan ülkelerde ise daha çok daraltıcı para politikası uygulanmıştır.

Küresel Kriz sırasında Türkiye'de geleneksel para politikası araçlarıyla birlikte geleneksel olmayan araçlar da kullanılmıştır. Böylece hem fiyat istikrarının hem de finansal istikrarın korunması için gereken araç çeşitliliği sağlanmıştır. Küresel Krizin ve Küresel Kriz sırasında Türkiye'de uygulanan para politikalarının, enflasyon, işsizlik, büyüme ve cari açık üzerinde büyük etkisi olmuştur.

Çalışmanın hazırlanması sırasında verdiği destekten dolayı danışman hocam, Sayın Yrd. Doç. Dr. Hülya Kesici Çalışkan'a teşekkürlerimi sunarım.

## İÇİNDEKİLER

ÖZ .....	iii
ABSTRACT .....	iv
ÖNSÖZ .....	v
ŞEKİL LİSTESİ .....	ix
TABLO LİSTESİ .....	xi
KISALTIMA LİSTESİ .....	xii
GİRİŞ .....	1

## BİRİNCİ BÖLÜM

### YENİ NEOKLASİK SENTEZ

1.1.Yeni Neoklasik Sentezin Genel Özellikleri .....	2
1.2.Yeni Neoklasik Sentezin Wicksellyen Görüşle İlişkisi .....	4
1.3.Yeni Neoklasik Sentezde Makroekonomik İşleyiş .....	7
1.4.Yeni Neoklasik Sentezin Temel Prensipleri .....	12
1.4.1.Enflasyon Her Zaman ve Her Yerde Parasal Bir Olgudur .....	12
1.4.2.Fiyat İstikrarının Önemli Faydaları Vardır .....	13
1.4.3.Uzun Dönemde İşsizlik ve Enflasyon Arasında Ödünleşme Yoktur .....	14
1.4.4.Beklentiler Makroekonomide Önemli Rol Oynar .....	16
1.4.5.Taylor Kuralı Fiyat İstikrarı İçin Gereklidir .....	17
1.4.6.Zaman Boyutunda Tutarsızlık Problemi Para Politikası ile İlişkilidir .....	18
1.4.7.Merkez Bankasının Bağımsızlığı Makroekonomik Performansı Arttırır .....	20
1.4.8.Nominal Çapaya Bağlılık Fiyat ve Çıktı İstikrarının Sağlanmasına Katkıda Bulunur .....	21
1.4.9.Finansal İstikrarsızlıklar Konjonktürel Dalgalanmalar Üzerinde Önemli Rol Oynar .....	23
1.5.Küresel Krizden Önce Uygulanan Para Politikası .....	24
1.6.Finansal İstikrar ile Fiyat İstikrarı Arasında Dikotomik İlişki Var Mıdır? .....	25

## İKİNCİ BÖLÜM

### KÜRESEL KRİZ

2.1.Küresel Kriz'in Temel Sebepleri.....	27
2.2.Küresel Kriz'in Ortaya Çıkışı.....	31
2.3.Küresel Kriz Sırasında FED'in Uyguladığı Para Politikası.....	42
2.4.Kur Savaşları .....	44
2.5.Gelişmiş Ülkelerde Para Politikası Stratejisi.....	45
2.6.Gelişmekte Olan Ülkelerde Para Politikası Stratejisi .....	49

## ÜÇÜNCÜ BÖLÜM

### KÜRESEL KRİZ VE İKTİSAT POLİTİKASI

3.1.İktisat Politikası .....	51
3.1.1.Para Politikası.....	52
3.1.1.1.Para Politikasının Amaçları .....	53
3.1.1.1.1.Fiyat İstikrarı .....	54
3.1.1.1.2.Tam İstihdam.....	55
3.1.1.1.3.Ekonomik Büyüme.....	56
3.1.1.1.4.Ödemeler Dengesi Denkliği .....	57
3.1.1.2.Para Politikası Stratejisi .....	59
3.1.2.Maliye Politikası .....	62
3.1.2.1.Maliye Politikasının Amaçları .....	62
3.1.2.1.1.Ekonomik İstikrarın Sağlanması .....	63
3.1.2.1.2.Tam İstihdama Ulaşılması.....	63
3.1.2.1.3.Ekonomik Büyüme ve Gelişmenin Gerçekleştirilmesi .....	64
3.1.2.1.4.Yaşam Düzeyinin ve Gelir Dağılımının İyileştirilmesi .....	65
3.1.2.2.Maliye Politikasının Araçları.....	66
3.1.2.2.1.Kamu Harcamaları .....	66
3.1.2.2.2.Kamu Gelirleri.....	67

3.1.2.2.3.Borçlanma .....	68
3.1.2.2.4.Bütçe.....	68
3.2.Faiz Dışı Araçların Kullanımı .....	69
3.3.Para Politikası Araçları .....	72
3.3.1.Politika Faizi .....	72
3.3.2.Açık Piyasa İşlemleri .....	75
3.3.3.Faiz Koridoru .....	76
3.3.4.Döviz Piyasasına Yönelik Müdahaleler .....	77
3.3.5.Zorunlu Karşılık Oranları.....	78
3.3.6.Rezerv Opsiyon Mekanizması .....	80

## **DÖRDÜNCÜ BÖLÜM**

### **KÜRESEL KRİZ VE TÜRKİYE**

4.1.Küresel Kriz Sırasında Türkiye’de Uygulanan Para Politikaları.....	85
4.1.1.Eylül 2008 – Nisan 2010.....	85
4.1.2.Nisan 2010 – Ağustos 2011 .....	88
4.1.3.Ağustos 2011 – Aralık 2013.....	91
4.2.Küresel Kriz Sırasında Türkiye’de Uygulanan Para Politikalarına Genel Bakış.....	96
4.3.Türkiye’de Enflasyon .....	103
4.4.Türkiye’de Cari Açık ve Büyüme.....	105
4.5.Türkiye’de İşsizlik .....	110
4.6.Türkiye’nin Döviz ve Altın Rezervleri.....	113
4.7.Para Politikasının Amaçları Arasındaki Çatışmalar ve TCMB’nin Küresel Kriz Sırasındaki Tercihleri .....	116
SONUÇ .....	120
KAYNAKÇA .....	123



## ŞEKİL LİSTESİ

Şekil 2.1: 1997:01 – 2007:07 Döneminde FED Gecelik Faiz Oranı .....	32
Şekil 2.2: 2001:01 – 2007 07 Döneminde ABD’de Değişken ve Sabit Faizli Tutsat Kredilerinde Faiz Oranları .....	38
Şekil 2.3: Tarihsel Olarak ABD’de Reel Konut Fiyatları.....	40
Şekil 2.4: 2000 – 2009 Döneminde ABD’de Konut Fiyatları .....	41
Şekil 2.5: 2000:01 – 2012:06 Döneminde FED Gecelik Faiz Oranı Değişimi .....	43
Şekil 2.6: 2008 – 2012 Döneminde ABD’de Parasal Taban .....	46
Şekil 2.7: 2008 – 2012 Döneminde Euro Bölgesi’nde Parasal Taban.....	46
Şekil 2.8: 2008 – 2012 Döneminde İngiltere’de Parasal Taban .....	47
Şekil 2.9: 2006 – 2013 Döneminde ABD, Euro Bölgesi ve İngiltere’de İşsizlik Oranları .....	48
Şekil 2.10: 2007:01 – 2011:09 Döneminde ABD’de ve Türkiye’de Parasal Taban..	49
Şekil 3.1: Faiz Dışı Araçların Kullanılmadığı Durum .....	70
Şekil 3.2: Faiz Dışı Araçların Kullanıldığı .....	71
Şekil 3.3: Durum 2006:01 – 2012:10 Döneminde Türkiye ve Bazı Gelişmekte Olan Ülkelerde Politika Faiz Oranları .....	74
Şekil 3.4: Rezerv Opsiyon Mekanizması Aracının Farklı Kullanımları .....	81
Şekil 3.5: Otomatik Dengeleyici Olarak Rezerv Opsiyon Mekanizması .....	82
Şekil 4.1: 2007 – 2011 Döneminde Kamu Harcamalarının GSYİH İçindeki Payı ...	91
Şekil 4.2: Gelişmekte Olan Ülkelere Sermaye Akımları.....	97
Şekil 4.3: 2008:01 – 2013:12 Döneminde Türkiye’de Faiz Koridoru ve Politika Faiz Oranı .....	98
Şekil 4.4: 2008:09 – 2010:12 Döneminde Zorunlu Karşılık Oranları.....	100
Şekil 4.5: 2010 – 2013 Döneminde Türk Lirası İçin Zorunlu Karşılık Oranları.....	101
Şekil 4.6: 2010 – 2013 Döneminde Yabancı Para İçin Zorunlu Karşılık Oranları..	102
Şekil 4.7: 2000 Yılından İtibaren Türkiye’de TÜFE Değişim Oranları ve Enflasyon Hedefleri .....	104
Şekil 4.8: 2013 Yılında Türkiye’de ve Bazı Gelişmekte Olan Ülkelerde Tasarrufların GSYİH’ye Oranı .....	106
Şekil 4.9: 2008:03 – 2013:03 Döneminde Cari İşlemler Dengesi .....	107
Şekil 4.10: 2005 – 2013 Döneminde Türkiye’de GSYİH Büyümesi .....	108

<b>Şekil 4.11:</b> Kamu Borcu Sorunu Yaşayan Avrupa Ülkelerinde 2004 – 2013 Dönemi İşsizlik Oranları.....	111
<b>Şekil 4.12:</b> 2005 – 2013 Döneminde Türkiye’de İşsizlik Oranı.....	112
<b>Şekil 4.13:</b> 2002 Yılından İtibaren Türkiye’nin Döviz Rezervlerindeki Değişim... 114	
<b>Şekil 4.14:</b> 2008:05 – 2013:05 Döneminde Türkiye’nin Altın Rezervlerindeki Değişim.....	115

## TABLO LİSTESİ

<b>Tablo 2.1:</b> 2001 – 2006 Döneminde Mortgage Kredileri İçindeki Yüksek Riskli Krediler .....	36
<b>Tablo 3.1:</b> Ekonomi Politikalarının aşamaları .....	61
<b>Tablo 4.1:</b> 2002 – 2013 Döneminde TCMB'nin Döviz Alım ve Satımları.....	113

## KISALTMA LİSTESİ

<b>ABD</b>	: Amerika Birleşik Devletleri
<b>BOE</b>	: Bank of England (İngiltere Merkez Bankası)
<b>ECB</b>	: European Central Bank (Avrupa Merkez Bankası)
<b>FED</b>	: Federal Reserve (Amerika Merkez Bankası)
<b>GSYİH</b>	: Gayri Safi Yurtiçi Hasıla
<b>NASDAQ</b>	: Amerikan Borsası Teknoloji Endeksi
<b>NHN</b>	: Net Hata ve Noksan
<b>TCMB</b>	: Türkiye Cumhuriyeti Merkez Bankası
<b>TÜFE</b>	: Tüketici Fiyatları Endeksi
<b>QE1</b>	: Birinci Parasal Genişleme
<b>QE2</b>	: İkinci Parasal Genişleme
<b>QE3</b>	: Üçüncü Parasal Genişleme

## GİRİŞ

2000’li yılların başında NASDAQ Balonu’nun patlamasından sonra FED, krizin ekonomi üzerindeki olumsuz etkilerini azaltmak amacıyla faiz oranlarını sert bir şekilde düşürdü. Bu şekilde uygulanan genişletici para politikası yeni bir varlık balonu olan emlak balonunun ortaya çıkmasına sebep olmuştur. Zamanla faiz oranlarının yükselmesi ve konut fiyatlarının düşmesi, emlak balonunun patlamasına ve Küresel Kriz’in ortaya çıkmasına yol açmıştır.

Küresel Kriz’le birlikte gelişmiş ülkelerle gelişmekte olan ülkeler farklı para politikası stratejileri uygulamıştır. Gelişmiş ülkeler, yeni bir varlık balonunun patlaması karşısında yeniden genişletici para politikası uygulamıştır. Gelişmekte olan ülkeler ise genel olarak daraltıcı para politikası uygulamış ve sermaye hareketliliğinde görülen ani değişimlere karşı tedbir almıştır. Küresel Kriz’in derinleşmesinden sonra finansal istikrarın önemi iyice anlaşılmıştır. Türkiye’de fiyat istikrarının yanı sıra finansal istikrarın da sağlanması için çok sayıda para politikası aracı aynı anda kullanılmıştır.

Bu çalışma dört bölümden oluşmaktadır. Birinci bölümde Yeni Neoklasik Sentez ile teorik çerçeve oluşturulmuş ve Küresel Kriz’den önce uygulanan para politikaları incelenmiştir. İkinci bölümde Küresel Kriz’in sebepleri ve kriz sırasında gelişmiş ülkeler ile gelişmekte olan ülkelerin uyguladığı para politikaları ele alınmıştır. Üçüncü bölümde iktisat politikasının alt dalları olan para ve maliye politikası ele alınmıştır ve kriz sırasında Türkiye’de kullanılan para politikası araçları incelenmiştir. Son bölümde ise Küresel Kriz sırasında Türkiye’de uygulanan para politikaları ve bu politikaların temel ekonomik hedefler üzerindeki etkileri incelenmiştir.

# BİRİNCİ BÖLÜM

## YENİ NEOKLASİK SENTEZ

Yeni Neoklasik Sentez adlı bu bölümde; Yeni Neoklasik Sentez'in genel özellikleri, Wicksellyen görüşle olan ilişkisi, makroekonomik işleyişi ve temel prensipleri ele alınmaktadır. Yeni Neoklasik Sentez'in, Kriz'den önce finansal istikrarı teorik anlamda önemseyip, pratik anlamda göz ardı etmesi ise özellikle dikkat çekicidir.

### 1.1.YENİ NEOKLASİK SENTEZ'İN GENEL ÖZELLİKLERİ

İktisat literatürü uzun yıllar boyunca farklı görüş ve fikirleri ortak bir zeminde buluşturma ihtiyacı hissetmiştir. 1929 yılında başlayan Büyük Buhran'dan sonra Keynesyen görüşün Neoklasik iktisada karşı çıkması, 1960'lı yıllarda yaşanan stagflasyonla birlikte Milton Friedman önderliğindeki Monetarist yaklaşımın Keynesyen iktisada itirazı ve Yeni Klasik okul ile Yeni Keynesyen okul arasında uzun yıllar süren bilimsel tartışmalar bu ihtiyacı daha da arttırmıştır. 1990'lı yıllarda ortaya çıkan Yeni Neoklasik Sentez, Yeni Klasik iktisat ile Yeni Keynesyen iktisadı uzlaştırarak 2000'li yıllarda iktisat literatüründe hegemonya haline gelmiştir.

İktisat literatüründeki ilk uzlaşmayı aslında Yeni Neoklasik Sentez sağlamıştır. Keynesyen görüşün farklı bir yorumu olarak değerlendirilebilecek olan Neoklasik Sentez, geleneksel iktisatla Keynesyen görüş arasında bir uzlaşma sağlamış ve yirminci yüzyılın ortasından itibaren bu alana ağırlığını koymuştur. İktisat literatüründe Neoklasik Sentezin hakim görüş olduğu dönemi birinci uzlaşma dönemi olarak

adlandırabiliriz. Esas itibariyle işsizlik ve enflasyon arasında bir ödünleşme ilişkisi olduğu varsayımına dayanan bu görüş, 1960'ların sonlarına doğru ortaya çıkan stagflasyonla (yüksek işsizlik ve enflasyon oranlarının aynı anda görülmesi) birlikte çözülmeye başlamış ve 1973 Petrol Krizi'yle birlikte iktisat literatüründeki tahtını kaybetmiştir.

Yeni Klasik iktisat ile Yeni Keynesyen iktisadı ortak bir zeminde buluşturarak 2000'li yıllarda hakim görüş olan Yeni Neoklasik Sentez, iktisat literatüründe ikinci uzlaşma dönemini sağlamıştır. Yeni Neoklasik Sentez, Yeni Keynesyen analizde yer alan eksik rekabet ve maliyetli fiyat ayarlaması gibi varsayımlardan hareketle, Yeni Klasik makro iktisat ve Reel İş Çevrimleri analizinde yer alan dönemler arası optimizasyon ve rasyonel beklentiler kavramlarını dinamik makro iktisat modellerle birleştiren bir yaklaşım olarak tanımlanabilir.<sup>1</sup>

Yeni Neoklasik Sentez, maliye politikaları para politikalarını bozmayacak şekilde uygulanmalıdır gibi önerilerle Monetarist okula yaklaşır. Ancak Monetarist yaklaşımın temel göstergesi olan para miktarını değil, Yeni Klasik İktisatta olduğu gibi faizi temel politika aracı olarak görür. Kısa dönemde Keynesyen iktisat gibi paranın yanlış olduğunu kabul etse de uzun dönemde Klasik İktisat'ta olduğu gibi paranın yanlış olduğunu savunur. Bu yaklaşım, piyasa ekonomisinin, ticaretin faydalarından azami şekilde istifade edilmesi için iyi bir araç olduğu görüşünü koşulsuz kabul eder; Walrascı Genel Denge anlayışına yakın durur. Bu noktada Yeni Klasik İktisadın katkıları çok açık izlenebilmektedir. Diğer taraftan, yeni yaklaşım, piyasa ekonomisinin bazı şoklara açık olduğunu, bu şokların iktisat politikaları ile giderilebilmesi halinde, ekonominin genel performansının arttırılabileceğini kabul eder. Bu noktalarda ise Yeni Keynesçi İktisat'ın yeni oluşuma etkileri çok net izlenebilmekte-

---

<sup>1</sup> Goodfriend, King, "The New Neoclassical Synthesis and the Role of Monetary Policy" **NBER Macroeconomics Annual**, Volume 12, 1997, s. 231-232.

dir.<sup>2</sup> Kısacası; Yeni Neoklasik Sentez, birbiriyle çatışan çok sayıda iktisadi görüşü, sistematik bir makroekonomik teori çerçevesinde buluşturan iktisat okuludur.

Yeni Neoklasik Sentez genel olarak makro analiz yapar. Maliye politikası para politikasını bozmayacak şekilde uygulanmalıdır gibi önerilerle para politikasını ön planda tutar. Para talebinin istikrarsız, para arzının kontrol edilmesi güç olduğundan, para politikası aracı olarak para miktarı kullanılmaz. Bunun yerine faizi temel politika aracı olarak kabul eder ve faiz aracını etkin bir şekilde kullanarak enflasyon hedeflemesi yapar. Takdire bağlı iktisat politikaları yerine kural politikalar uygulanmasını önerir. Parasal çerçevede yapılan değişikliklerin kısa dönemde reel ekonomiyi etkileyebileceğini kabul etmekle birlikte uzun dönemde bu etkinin söz konusu olamayacağını, yani paranın yansızlığını savunur.

## **1.2.YENİ NEOKLASİK SENTEZ’İN WICKSELLYEN GÖRÜŞLE İLİŞKİSİ**

Yeni Neoklasik Sentez ile Wicksellyen görüş arasında bazı benzerlikler söz konusudur. Woodford, yeni neoklasik sentezin para politikası teorisini Wicksell’in yaklaşımının yeniden ele alınarak daha mükemmel hale getirilmesi şeklinde nitelendirmekte ve günümüz merkez bankalarının davranışlarını Neo-Wicksellyen para politikası olarak tanımlamaktadır.<sup>3</sup> Yeni Neoklasik Sentez, para teorisi bağlamında para talebinin istikrarsız ve para arzının içsel, para politikası bağlamında ise Monetarist görüşün aksine temel para politikası aracı olarak para miktarı yerine faizi benimsemektedir.

---

<sup>2</sup> Merih Paya, **Küresel Ortamda İktisat Politikaları**, İstanbul, Türkmen Kitabevi, 2013, s. 233.

<sup>3</sup> Metin Özdemir, “Wicksell’in Dirilişi Monetarizmin Sonu Mu?”, **Anadolu International Conference in Economics**, 2009, s. 5.



“Wicksell, Neoklasik İktisat ile Keynes arasında bir yerde konumlandırılabilir. Wicksell, finansal kurumların iktisadi süreçler üzerinde doğrudan etkileri olabileceğini ifade eden ilk iktisatçıdır. Wicksell’e göre finansal kurumların bu gücü doğal faiz oranını etkileyebilmeleri ile ilişkilidir. Doğal faiz, ekonomideki tasarrufları fon talebiyle örtüştüren faiz oranıdır. Finansal kurumlar, açtıkları kredi miktarını genişleterek, piyasa faizlerinin, doğal faiz oranlarından farklılaşmasını sağlayabilmektedirler. Örneğin, fon arzını arttırıp piyasa faizlerini düşüren finansal kurumlar, ekonomide Wicksell Süreçleri dediğimiz süreçleri başlatabilmektedirler.”<sup>4</sup>

Gerçekten de Wicksell’i Neoklasik İktisat’la Keynesyen iktisat arasında bir geçiş olarak görebiliriz. “Wicksell nakit paranın olmadığı pür kredi sisteminde iki faiz oranı tanımlamaktadır: Bankalar tarafından belirlenen parasal faiz oranı ve tasarruf ve yatırım kararlarına bağlı olarak doğal faiz oranı.”<sup>5</sup> Finansal kurumlar, açtıkları kredi miktarını genişleterek veya daraltarak piyasa faiz oranı ile doğal faiz oranının farklılaşmasına yol açabilirler. Piyasa faiz oranı doğal faiz oranından daha düşük olarak belirlenirse yatırımcılar daha fazla krediye sahip olabilirler. Böylece kaynaklar yatırım mallarına kayarken tüketim mallarının üretimi azalır. Piyasa faiz oranının doğal faiz oranından daha yüksek olduğu durumda ise bu sürecin tersi yaşanır.

Görüldüğü üzere Wicksell’e göre kısa dönemde finansal piyasalardaki değişiklikler reel piyasaları etkileyebilme yeteneğine sahiptir. Ancak uzun dönemde finansal kurumların fon arzını genişletip-daraltması sonucu farklılaşan piyasa faiz oranı ile doğal faiz oranı, denge faiz oranında eşitleninceye kadar Wicksell süreci tersine işleyecektir. Böylece kısa dönemde finansal kurumların reel piyasaları etkileyebilme yeteneği uzun dönemde ortadan kalkmakta, geriye sadece enflasyonist etkiler bırakmaktadır. Doğal faiz ile piyasa faizinin farklılaşması enflasyonist etkiler yaratırken enflasyon da tasarruflar ve yatırımlar arasında farklılık olmasına sebep olmaktadır.<sup>6</sup>

Wicksellyen görüşe göre kısa dönemde finans kesimi ile reel kesim arasında bir ilişki söz konusudur. Para piyasasını, para miktarı yerine faizler üzerinden ele alarak açıklamaya çalışır. Bu da Neoklasik iktisadın savunduğu miktar kuramının

<sup>4</sup> Paya, **Küresel Ortamda İktisat Politikaları**, s. 237

<sup>5</sup> Özdemir, “Wicksell’in Dirilişi Monetarizmin Sonu Mu?”, s. 9.

<sup>6</sup> A.e.

reddi anlamına gelir. Bu açıdan Neoklasik iktisattan uzaklaşır. Uzun dönemde Wicksell sürecinin tersine işlemesi sonucu finansal kesim ile reel kesim arasındaki bağlantı ortadan kalkar. Böylece Wicksellyen görüş uzun dönemde Neoklasik iktisatla örtüşür.

Yeni Neoklasik Sentez’de iki tür üretim düzeyi vardır. Birincisi potansiyel üretim düzeyidir ki bu, ekonomideki tüm faktör ve kaynakların etkin bir şekilde çalışması sonucu ulaşılabilecek olan üretim düzeyidir. İkincisi ise cari üretim düzeyidir. Cari üretim düzeyi ise ekonominin mevcut çıktı miktarını verir. Bir ekonomide fiyat istikrarının sağlanmış olması potansiyel üretim düzeyi ile cari üretim düzeyinin örtüşüğünü gösterir.

Yeni Neoklasik Sentez’de faiz oranlarındaki değişiklik tüketim, tasarruf ve yatırım kararlarını etkilemektedir. Tüketim, tasarruf ve yatırım düzeyi cari üretimi belirlediğinden, bunlarda ortaya çıkan değişiklikler cari üretim düzeyini de değiştirmektedir. Böylece cari üretim düzeyi, potansiyel üretim düzeyinden farklılaşmakta ve bu durum fiyatlar genel düzeyinde ortaya çıkan değişimlerle kendini göstermektedir. Cari üretim düzeyi, potansiyel üretim düzeyinden ne kadar uzaklaşırsa, fiyatlar genel düzeyindeki değişiklik de o kadar fazla olacaktır.

Fontana ve Vera’ya göre yeni yaklaşımın tezi, merkez bankasının faiz oranlarını değiştirerek, cari üretimin potansiyel üretime uyumunu sağlayabileceği yönündedir.<sup>7</sup> Finansal kurumların fon arzını daralttığı durumda piyasa faiz oranı yükselecek ve doğal faiz oranından daha yüksek seviyeye çıkacaktır. Piyasa faiz oranının doğal faiz oranına göre daha yüksek bir seviyede olması finansal kurumlardan kullanılan kredi miktarını ve yatırımları azaltacaktır. Bu durumda cari üretim düzeyi düşerek potansiyel üretim düzeyinin altına inecektir. Cari üretim düzeyinin potansiyel üretim düzeyinin altına inmesi aynı zaman cari istihdam oranının potansiyel istihdam

---

<sup>7</sup> Paya, **Küresel Ortamda İktisat Politikaları**, s. 234.

oranının altına inmesine (veya cari işsizlik oranının potansiyel işsizlik oranının üzerine çıkmasına) sebep olur ki bu durumda ekonomik istikrarın büyük bir tehlike altında olduğu anlamına gelir.

Bu türde olumsuz bir durumda Fontana ve Vera'nın belirttiği gibi merkez bankası faiz oranını değiştirmek suretiyle piyasaya müdahale etmelidir. Piyasa faiz oranının, doğal faiz oranı seviyesine yeniden ulaşması, finansal kurumlardan kullanılan kredi miktarını ve yatırımları arttırarak cari üretim düzeyinin yükselmesine yol açacaktır. Cari üretim düzeyindeki bu artış potansiyel üretim düzeyine ulaşmaya dek sürecektir. Cari üretim düzeyinin potansiyel üretim düzeyi ile eşitlendiği noktada, cari istihdam oranını da potansiyel istihdam oranını ile eşitlenecektir. Böylece hem fiyat istikrarı sağlanmış olacak hem de eksik istihdam sorunu ortadan kaldırılmış olacaktır.

### **1.3.YENİ NEOKLASİK SENTEZ'DE MAKROEKONOMİK İŞLEYİŞ**

$$(Y-Y^*)=\alpha_0-\alpha_1(r-r^*)+\varepsilon_1 \quad (1)$$

$$(\Pi-\Pi^*)=\beta_1(y-y^*)+\varepsilon_2 \quad (2)$$

$$(r-r^*)=\lambda_0((\Pi-\Pi^*)+\lambda_1(y-y^*)) \quad (3)^8$$

Yukarıdaki denklemlerde;

---

<sup>8</sup> A.e., s. 239.

$Y$ : cari üretim düzeyini,

$Y^*$ : potansiyel üretim düzeyini,

$r$ : piyasa faiz oranını,

$r^*$ : uzun dönem denge faiz oranını,

$\alpha_1$ : rassal talep şokunu,

$\Pi$ : enflasyon oranını ve

$\Pi^*$ : hedeflenen enflasyon oranını göstermek üzere;

Birinci denklem, yatırım-tasarruf eşitliğinin sağlandığı noktalarda denge faiz oranı ve üretim düzeyini gösteren IS eğrisini ifade etmektedir. IS eğrisi üzerinde her noktada mal piyasasında, diğer bir deyişle reel kesimde denge sağlanmaktadır. Bu denklem, cari üretim düzeyinin ( $Y$ ), potansiyel üretim düzeyinden ( $Y^*$ ) sapmasını, piyasa faiz oranının ( $r$ ), uzun dönem denge faiz oranından ( $r^*$ ) sapmasıyla ilişkilendirmektedir. Piyasa faiz oranının herhangi bir sebepten dolayı yükselerek uzun dönem denge faiz oranından daha yüksek bir seviyeye geldiğini varsayalım. Girişimcilerin yatırım kararları bu durumdan olumsuz etkilenecek ve yatırımlar azalmaya başlayacaktır. Dolayısıyla cari üretim düzeyi, potansiyel üretim düzeyinin altında kalacaktır. piyasa faiz oranı ile uzun dönem denge faiz oranı arasındaki fark arttıkça; cari üretim düzeyi ile potansiyel üretim düzeyi arasındaki fark da artacaktır. Elbette bu artışın hızı  $\alpha_1$  katsayısı ile yakından ilişkilidir.

İkinci denklem, Phillips Eğrisi'ni ifade etmektedir. enflasyon oranının ( $\Pi$ ), hedeflenen enflasyon oranından ( $\Pi^*$ ) sapmasını, cari üretim düzeyinin, hedeflenen enflasyon oranından sapmasıyla açıklamaktadır. Cari üretim düzeyi ile potansiyel üretim düzeyi arasındaki fark ne kadar fazla olursa, enflasyon oranı ile hedeflenen enflasyon oranı arasındaki fark da o kadar fazla olur. Bu farkın belirlenmesinde  $\beta_1$  katsayısının ne olduğu önemlidir. Cari üretim düzeyi, potansiyel üretim düzeyinden düşük olursa, üretilen malların arzı azalacağından fiyatlar genel düzeyi yükselecek ve enflasyon oranı, hedeflenen enflasyon oranından yüksek olacaktır. Tam tersi bir durumda, yani Cari üretim düzeyi, potansiyel üretim düzeyinden yüksek olursa, üretilen malların arzı artacağından, fiyatlar genel düzeyi düşecek ve enflasyon oranı, hedeflenen enflasyon oranından daha düşük olacaktır.

İkinci denklem, yani Phillips Eğrisi Denklemi, Beklentilerle Genişletilmiş Phillips Eğrisi Denklemi'ne benzemektedir. Aradaki tek fark beklentilerle genişletilmiş Phillips Eğrisi Denklemi'nde cari dönem beklenen enflasyon oranının bulunması, Yeni Neoklasik Sentez'deki Phillips Eğrisi Denklemi'nde ise gelecekte beklenen enflasyon oranının yer almasıdır.<sup>9</sup>

Üçüncü denklem ise Taylor Kuralı'nı ifade etmektedir. "L.B. Taylor bu kuralı, üretimde büyük dalgalanmalara sebep olmadan enflasyonu, düşük, istikrarlı tutabilmek için önermiştir."<sup>10</sup> Bu denkleme göre; enflasyon oranı ile hedeflenen enflasyon oranı ve cari üretim düzeyi ile potansiyel üretim düzeyi birbirleriyle örtüşüyorsa, piyasa faiz oranı ile uzun dönem denge faiz oranı da birbiriyle örtüşmektedir. Ekonomide enflasyon açığı ( $\Pi - \Pi^*$ ) veya üretim açığı ( $y - y^*$ ) söz konusuysa piyasa faiz oranı ile uzun dönem denge faiz oranı arasında bir farklılaşma mevcut olacaktır. Taylor kuralı para politikası uygulayıcılarının davranışlarını bu şekilde bir kurala bağlamıştır. Örneğin; cari üretim düzeyi, potansiyel üretim düzeyinden yüksekse; merkez bankası piyasa faiz oranını arttırmalıdır. Böylece yatırımlar azalacak ve cari

<sup>9</sup> Çiğdem Börke Tunali, "Yeni Neoklasik Sentez, Para Politikası ve Türkiye", t.y., s. 100.

<sup>10</sup> Paya, **Küresel Ortamda İktisat Politikaları**, s. 240.

üretim düzeyi azalarak potansiyel üretim düzeyi seviyesine düşecektir. Veya gerçekleşen enflasyon oranı, hedeflenen enflasyon oranının üzerindeyse bu durumda da merkez bankası faizleri yükseltmelidir. Tersi durumlarda ise merkez bankası faizi düşürmelidir.

Cari üretim düzeyi, potansiyel üretim düzeyinden düşük; gerçekleşen enflasyon oranı ise hedeflenen enflasyon oranından yüksek ise bu durumda nasıl bir para politikası izlenmelidir? Diğer bir deyişle Yeni Neoklasik Sentez'in temel para politikası olan parasal faiz oranı ne yönde değişmelidir? Cari üretim düzeyi, potansiyel üretim düzeyinden düşük olduğu için parasal faiz oranı düşürülmeli ancak gerçekleşen enflasyon oranı hedeflenen enflasyon oranından yüksek olduğu için de faiz oranı yükseltmelidir. Böyle bir durumda; eğer üretimdeki sapma, enflasyondaki sapmadan büyükse faiz düşürülmeli, üretimdeki sapma, enflasyondaki sapmadan küçükse faiz arttırılmalıdır.

“Yeni neoklasik sentezde kısa dönemde fiyatların yapışkan olduğunun varsayılması, aynı zamanda kısa dönemde para politikasının reel ekonomik faaliyetler üzerinde etkili olduğunu da ifade etmektedir. Yeni neoklasik sentezde para politikasının kısa dönemde reel ekonomik faaliyetler üzerindeki etkisi şöyle açıklanabilir: Genişletici bir para politikası uygulandığında, faiz hadlerindeki düşüşe bağlı olarak toplam talep artacak, toplam talepteki artışta firmaların üretimlerini arttırmalarına ve dolayısıyla üretim düzeyinin potansiyel üretim düzeyinin üzerine çıkmasına yol açacaktır. Bununla birlikte hanehalkı ve firmalar uzun dönemde, genişletici para politikasının süreklilik arz etmesi halinde, enflasyona ilişkin beklentilerini arttıracaklardır. Enflasyona ilişkin beklentilerde meydana gelen artış firmaların cari dönemdeki fiyatlama davranışlarını da etkilediğinden, fiyatlarda da bir artışa yol açacaktır. Yani para politikası uzun dönemde reel ekonomik faaliyetleri etkilemeyecektir. Bu doğrultuda yeni neoklasik sentez, ekonomide ortaya çıkabilecek şoklar karşısında kısa dönemde toplam talebin para politikası aracılığıyla yönlendirilebileceğini, ancak uzun dönemde para politikasının reel ekonomik faaliyetler üzerinde herhangi bir etkisinin olmadığını savunmaktadır.”<sup>11</sup>

Birinci ve ikinci denklem birbiriyle bağlantılıdır ve aslında bu iki denklem bize makroekonomik işleyişi göstermektedir. Birinci denklemde parasal faiz ile uzun dönem denge faiz oranı arasındaki fark, cari üretim miktarı ile potansiyel üretim miktarı arasında farka sebep olmaktadır. Ortaya çıkan üretim açığı veya fazlası ise ikinci

---

<sup>11</sup> Tunalı, “Yeni Neoklasik Sentez, Para Politikası ve Türkiye”, s. 101.

denklemden görüldüğü üzere gerçekleşen enflasyonun, hedeflenen enflasyondan sapmasına sebep olmaktadır.

IS eğrisi ile Phillips Eğrisi arasındaki bu ilişki, faizin toplam talebi etkileyebilme gücüne sahip olmasından kaynaklanmaktadır. Böylece faiz oranlarındaki farklılaşma üretim çıktısındaki farka, üretim çıktısındaki fark ise enflasyonda saptmaya neden olmaktadır.

Daha önce de belirttiğimiz gibi Yeni Neoklasik Sentez, para talebinin istikrarsız, para arzının ise içsel, yani tamamıyla merkez bankasının kontrolünde olmadığını kabul etmektedir. Bu sebeple Yeni Neoklasik Sentez, temel para politikası aracı olarak para miktarının kullanımını yerine faiz oranının kullanımını uygun görmektedir.

Neoklasik Sentezci ve Monetarist iktisatçılar para arzının dışsal olduğunu varsaydıkları için, makroekonomik işleyişleri IS-LM analizi yardımıyla açıklamaya çalışıyorlardı. Ancak LM eğrisi para miktarını içeren bir eğri olduğundan, Yeni Neoklasik Sentezci iktisatçılar bu eğri yerine Phillips Eğrisi'ni kullanmışlar ve makroekonomik işleyiş IS eğrisi ve Phillips Eğrisi yardımıyla açıklamaya çalışmışlardır.

Üçüncü denklem ise makroekonomik işleyiş açıklamaktan ziyade, normal veya normal olmayan durumlarda \* merkez bankasının uygulaması gereken para politikasını bir kural çerçevesinde belirlemektedir. Bu denklemde dikkat edileceği üzere, faiz temel para politikası aracı olarak belirlenmiştir. Birinci ve ikinci denklemlerle makroekonomik işleyiş açıklanırken para miktarı kullanılmadığından, üçüncü denklemde makroekonomik işleyişe göre uygulanması gereken para politikası para miktarını içermemesi, yeni neoklasik sentezin makroekonomik açıklamasında tutarlı olduğunun açık bir göstergesidir.

## 1.4.YENİ NEOKLASİK SENTEZ'İN TEMEL PRENSİPLERİ

Frederic Mishkin Yeni Neoklasik Sentez'in temel prensiplerini şu şekilde sıralamaktadır:<sup>12</sup>

- 1) Enflasyon her zaman ve her yerde parasal bir olgudur.
- 2) Fiyat istikrarının önemli faydaları vardır.
- 3) Uzun dönemde işsizlik ve enflasyon arasında ödünleşme ilişkisi yoktur.
- 4) Beklentiler, makroekonomide önemli rol oynar.
- 5) Taylor kuralı fiyat istikrarı için gereklidir.
- 6) Zaman boyutunda tutarsızlık problemi para politikası ile ilişkilidir.
- 7) Para politikasının olumlu sonuçlar üretebilmesi için sağlam bir hedef taahhüt edilebilmelidir.
- 8) Güçlü bir çapaya bağlı olmak, para politikasının iyi sonuçlar üretmesine katkıda bulunabilir.
- 9) Finansal istikrarsızlıklar konjonktürel dalgalanmalar üzerinde önemli rol oynar.

### 1.4.1.ENFLASYON HER ZAMAN VE HER YERDE PARASAL BİR OLGUDUR

---

\* Cari üretim düzeyinin potansiyel üretim düzeyi ile ve enflasyon oranının hedeflenen enflasyon oranı ile örtüşmesini normal durum, üretimde çıktığı açığı olması ve/veya enflasyon oranında sapma olmasını ise normal olmayan durum olarak adlandırabiliriz.

<sup>12</sup> Frederic S. Mishkin, "Monetary Policy Strategy: Lessons From the Crisis", **National Bureau of Economic Research**, Cambridge, No:16755, 2011, s. 12-13.



1930'ların başlarından 1960'ların sonlarına doğru ortaya çıkan stagflasyona kadar hakim iktisat görüşü, yani Neoklasik Sentez, paranın enflasyon üzerindeki rolünü önemsemedi. Elbette bu durumun ortaya çıkmasında Keynes'in Genel Teorisi'nin büyük katkıları vardı. Aynı zamanda işsizlikle enflasyon arasında bir ödünleşme ilişkisi olduğunun kabul edilmesi, fiyatlar genel düzeyinde ortaya çıkan yükselmelere, artan istihdam oranının bir bedeli gözüyle bakıldı.

1960'ların sonlarına doğru ortaya çıkan stagflasyonla birlikte işsizlikle enflasyon arasında bir ödünleşme ilişkisi olmadığı ortaya çıktı. Ancak cevaplanması gereken bir soru hala varlığını sürdürmekteydi: 'Yükselen enflasyonun kaynağı nedir?'

Milton Friedman, enflasyon oranındaki artışı para arzıyla açıkladı ve merkez bankalarının para arzını belirleyebilmeleri için son yılların ortalama enflasyon oranına bakmalarını gerektiren bir kural politika getirdi. Bu şekilde para miktarının temel para politikası aracı olarak kullanılması ve para politikasının bir kurala bağlanması, Almanya gibi bazı ülkelerde uzun yıllar enflasyonun oldukça düşük seviyelerde tutulmasını sağladı.

Yeni Neoklasik Sentez'in temel prensiplerine bağlı günümüz merkez bankaları her ne kadar 'parasız para politikası' benimsese de, para arzında yapılacak bir artışın enflasyonu arttıracığını ve para arzında yapılacak bir sıkılaştırmanın enflasyonu düşüreceğini bilirler. Çünkü enflasyonun her zaman ve her yerde parasal bir olgu olduğunu kabul ederler.

#### **1.4.2.FİYAT İSTİKRARININ ÖNEMLİ FAYDALARI VARDIR**

Yeni Neoklasik Sentez'e göre ekonomide bazı aksaklıklar söz konusu olabilir. Bu aksaklıkların giderilebilmesi için merkez bankasının para politikasını etkili bir şekilde kullanması gerekir. Ancak yüksek enflasyon oranı, nakit para üzerinde bir vergi etkisi yaparak, bir değişim aracı olan paranın rolünü azaltır.<sup>13</sup> Ekonomide paranın rolü azaldıkça, para politikasının da rolü azalacak ve ekonomideki aksaklıkların giderilebilmesi için eşsiz bir araç niteliğinde olan para politikasından verimli düzeyde faydalanmak mümkün olamayacaktır.

Yüksek enflasyon oranı vergi düzenini ve finansal sistemi önemli ölçüde tahrip eder.<sup>14</sup> Hem bireylerin hem de firmaların fiyat algılama yeteneği azalır ve böylece yatırım kararları olumsuz etkilenir. Yüksek enflasyon, dalgalı enflasyon ile bağlantılı olma eğilimindedir ve bu sorun borçlanma maliyetlerini arttırabilir.<sup>15</sup>

Kısacası yüksek enflasyon oranının karar alma sürecinde, yatırım sürecinde, kredi piyasasında, işgücü piyasasında, dış piyasalarda ve toplumsal alanda yüksek maliyete sebep olmaktadır. Neyse ki, stagflasyondan sonra Merkez bankaları fiyat istikrarının ekonomi üzerindeki faydalarını kabul ettiler ve bu bilinç gittikçe artarak, fiyat istikrarı günümüz merkez bankalarının en temel görevi haline geldi.

### **1.4.3.UZUN DÖNEMDE İŞSİZLİK VE ENFLASYON ARASINDA ÖDÜNLEŞME YOKTUR**

Büyük Bunalım'la birlikte ekonominin görünmez bir el tarafından sürekli dengeye yöneleceği inancı büyük yara aldı. İkinci dünya savaşından sonra çoğu iktisatçı ve siyasetçi ekonomiye müdahale edilmeksizin tam istihdam düzeyine gelebileceğine ve fiyat istikrarının sağlanabileceğine inanmıyordu.

---

<sup>13</sup> A.e., s. 4.

<sup>14</sup> Merih Paya, **Makro İktisat**, İstanbul, Filiz Yayınevi, 2007, s. 424.

<sup>15</sup> Mishkin, "Monetary Policy Strategy: Lessons From the Crisis", s. 4.

Bu düşünceler Klasik Phillips Eğrisi ile ifade ediliyordu. Dikey eksen de fiyatlar genel düzeyi, yatay eksen de işsizlik oranının temsil edilirken; Phillips Eğrisi orijine göre dışbükey ve negatif eğimli bir eğri olarak tanımlanmaktaydı. Eğri üzerinde bir noktada başka bir noktaya geçiş; Enflasyonu belirli oranda düşürmek için işsizlik oranının ne kadar artması gerektiğini veya işsizliği düşürmek için ne boyutta enflasyon bedeli ödenmesi gerektiğini gösteriyordu.

Klasik Phillips Eğrisi'ne göre her ekonomi düşük enflasyon için yüksek işsizliğe, yüksek istihdam için ise yüksek enflasyona katlanması gerekiyordu. Phillips Eğrisi'nin şeklinden dolayı hiçbir ekonomi aynı anda hem düşük enflasyon hem de yüksek istihdam oranına ulaşamazdı. Benzer şekilde yüksek enflasyon ve yüksek işsizlik oranı da ulaşılamayacak derecede kötü bir senaryoydu.

1960'ların sonlarına doğru ortaya çıkan stagflasyon, Klasik Phillips Eğrisi'ne göre gerçekleşmesi imkansız olan bir durumu gerçeğe çevirdi. Bu, Klasik Phillips Eğrisinin ve Neoklasik Sentez'in çözülmesi anlamına gelmekteydi.

Milton Friedman, Phillips Eğrisi'ni uyarlanabilir beklentilerle genişletti. Uyarlanabilir Beklentilerle Genişletilmiş Phillips Eğrisi, uzun dönemde dikey eksene paraleldir. Genişletici para politikaları kısa dönemde tıpkı Klasik Phillips Eğrisi'nde olduğu gibi işsizlik oranını düşürebilir ancak uzun dönemde işsizlik oranı doğal işsizlik oranı seviyesine gelir ve uygulanan genişletici para politikası yalnızca enflasyonun artmasına yol açar.

Friedman'a göre ekonomideki doğal işsizlik oranı siyasetçiler ve iktisatçılar tarafından kabul edilmelidir. İşsizliği, doğal işsizlik oranının altına düşürmek için uygulanan her genişletici para politikası, uzun dönemde yalnızca enflasyonun yükselmesine sebep olur.

Böylece merkez bankaları, düşük enflasyonun uzun dönemde verimliliğin artmasına ve dolayısıyla yüksek istihdama katkıda bulunacağını kabul ettiler.<sup>16</sup>

#### **1.4.4.BEKLENTİLER MAKROEKONOMİDE ÖNEMLİ ROL OYNAR**

Phillips Eğrisi'nin Milton Friedman tarafından beklentilerle genişletilmesi, beklentilerin enflasyonla mücadelede büyük önem kazanmasına yol açtı. Önceki yıllarda görülen enflasyon oranının ortalaması kadar para arzının artırılması gerektiği görüşü de yine monetarist iktisatçılar tarafından önerilen kural politikadır.

Beklentilerin makroekonomide artan rolü 1970'lerde yeni klasik iktisatçılar tarafından bir adım daha ileriye taşındı. R. Lucas, Phillips Eğrisi'ni rasyonel beklentilerle genişletti. Bu, uygulanan para politikasının kısa dönemde de istihdamı ve milli geliri arttırmayacağı, sadece enflasyonda bir artışa sebep olacağı anlamına geliyordu. Ancak istisnai durumlarda (şok politikalar gibi) çok kısa süreli olmak üzere reel kesim bu durumdan etkilenebilir.

Rasyonel Beklentiler Teorisi'ne göre ekonomideki tüm bireyler optimize hareket etmektedir.<sup>17</sup> Bireyler sistematik hataya tabi tutulamazlar. Yani monetarist iktisatçıların söylediğinin aksine sürekli para arzı artırılarak istihdam oranının artırılması sağlanamaz. Çünkü ekonomide tam enformasyon kuralı geçerlidir. Bütün bireyler uygulanan para politikasının farkındadır.

---

<sup>16</sup> A.e., s. 6.

<sup>17</sup> A.e.

Rasyonel Beklentiler Teorisi'nde ikinci olarak ortalama enformasyon kuralı geçerlidir. Bu kurala göre bazı bireyler beklentileri doğru bir şekilde tahmin edemese de, toplum ortalama olarak gerekli enformasyona sahiptir. Dolayısıyla toplumun geneli beklentilerde yanılmaz.

Böylece beklentilerin yönetimi makroekonomide ve para politikası stratejisinde önemli bir yere sahip olmuştur. Küresel Kriz'den önce de çoğu merkez bankası para politikalarını uygularken beklentilerin önemini göz ardı etmemiştir.

### **1.4.5.TAYLOR KURALI FİYAT İSTİKRARI İÇİN GE-REKLİDİR**

Taylor Kuralı'nı daha önce şu şekilde ifade etmiştik:

$$(r-r^*)=\lambda_0((\Pi-\Pi^*)+\lambda_1(y-y^*))$$

Bu kural, eğer cari üretim düzeyi potansiyel üretim düzeyinden fazla ise veya gerçekleşen enflasyon hedeflenen enflasyondan büyük ise merkez bankasının nominal faizleri yükseltmesi gerektiğini ifade eder.

Bunu bir örnekle açıklamak gerekirse; gerçekleşen enflasyon, hedeflenen enflasyon oranından %4 yüksek ise reel faiz oranının %2 arttırılabilmesi için, politika faizi &6 arttırılmalıdır.

1970’li yıllarda FED dahi birçok merkez bankası Taylor Kuralı’nı ihlal etti ve bu durum enflasyon oranının artmasına yol açtı. ABD’de enflasyon artmasına rağmen reel faiz oranları düşürüldü.<sup>18</sup>

#### **1.4.6.ZAMAN BOYUTUNDA TUTARSIZLIK PROBLEMİ PARA POLİTİKASI İLE İLİŞKİLİDİR**

Rasyonel Beklentiler Devrimi’nden ortaya çıkan para politikası bilimindeki diğer bir önemli gelişme Kydland ile Prescott (1977), Calvo (1978) ve Barro ile Gordon (1983) tarafından yapılan çalışmalarda keşfedilen zaman boyutunda tutarsızlık problemidir.<sup>19</sup> Zaman boyutunda tutarlılık, kredibilite kavramıyla ilişkilidir. Kredibilite, merkez bankasının uygulayacağı politikanın güvenilirliğini temsil etmektedir.

Merkez bankasının fiyat istikrarını sağlamak amacıyla sıkı para politikası uygulayacağını kamuoyuna açıkça bildirdiği durumda; Merkez bankasının kredibilitesi yüksekse, birinci dönemde piyasa aktörleri gelecekte fiyat istikrarının sağlanacağını düşünürler ve davranışlarını bu yönde belirler. Ayrıca sendikalar fiyatlar genel düzeyinin düşeceği varsayımıyla düşük ücretteki sözleşmeleri kabul ederler. ‘‘Görüldüğü üzere merkez bankasının kredibilitesi yüksekse, ekonomi aktörlerini, ekonomik istikrarı kolaylaştıracak şekilde davranmaya sevk eder.’’<sup>20</sup>

İkinci dönemde merkez bankası ilk dönemde uyguladığı politikaya sadık kalırsa, yani uygulanan politikalar bu dönemde de fiyat istikrarını düşürmeye yönelik ise merkez bankası zaman boyutunda tutarlı davranmış olur ve kredibilitesinde bir azalma söz konusu olmaz. Hatta aksine merkez bankasının uyguladığı politikaların

---

<sup>18</sup> A.e., s. 7-8.

<sup>19</sup> A.e., s. 8.

<sup>20</sup> Merih Paya, **Para Teorisi ve Para Politikası**, İstanbul, Filiz Kitabevi, 2007, s. 364.

sürekli olarak zaman boyutunda tutarlılık göstermesi, zaman içerisinde kredibilitesinin artmasına yardımcı olabilir.

Kredibilitesi yüksek merkez bankaları, birinci dönemde sıkı para politikası uygulayarak fiyat istikrarını kısa zamanda sağlayabilir. İkinci dönemde büyümeyi hızlandırmak veya istihdamı arttırmak gibi farklı iktisadi hedeflere ulaşabilmek için sıkı para politikasından vazgeçip, genişletici para politikasına yönelebilir. Böylece sözleşmelere bağlı ücretlerin yükselmesi mümkün olmadığı için hem fiyat istikrarı hem de büyüme veya istihdamdaki hedeflenen artış gerçekleşmiş olur. Ancak bu durumda merkez bankası zaman boyutunda tutarsız davranmış olur ve kredibilitesi düşer.

Bir merkez bankasının zaman boyutunda tutarsız politikalar uygulaması ve dolayısıyla kredibilitesi düşük bir merkez bankası haline gelmesi, uzun dönemde kötü sonuçlara yol açabilir. Fiyat istikrarını sağlamak amacıyla ilan edilen ve uygulamaya konulan politikalar itibarsızlaşır. Ekonomik aktörler fiyat istikrarının sağlanmasını kolaylaştıracak şekilde hareket etmez. Hatta fiyat istikrarının sağlanmasını zorlaştıracak bir takım davranışlarda bulunabilirler. Ayrıca kredibilitesi düşük politikalarla sendikaları düşük ücret seviyelerinde anlaşmaya ikna etmez daha zor olacaktır.

Zaman boyutunda tutarsızlık kavramının iktisat politikalarını üzerinde böylesine olumsuz etkiye sahip olmasının anlaşılmasıyla birlikte, merkez bankaları bu konuya giderek daha fazla önem vermeye başlamıştır. Uyguladığı iktisat politikalarının zaman boyutunda tutarlı olmasına özen göstererek kredibilitesini yüksek tutmaya çalışmaktadır.

## 1.4.7.MERKEZ BANKASININ BAĞIMSIZLIĞI MAKRO-EKONOMİK PERFORMANSI ARTTIRIR

Merkez bankası bağımsızlığı kavramı kullanılacak para politikası araçlarına ilişkin kararların bağımsız bir şekilde alınması anlamına gelecek şekilde kullanılmakla birlikte ekonomi literatüründe merkez bankası bağımsızlığı kavramına ilişkin çeşitli sınıflandırmalarının yapılmış olduğu da gözlemlenmektedir ve bunları şu şekilde sıralayabiliriz:<sup>21</sup>

- Amaç bağımsızlığı: Merkez bankasının ekonomiye yönelik amaçlarının belirlenmesinde hükümetten ve piyasa aktörlerinden bağımsız bir şekilde hareket edebilmesinin yasalarla güvence altına alınmasını ifade eder.

- Araç Bağımsızlığı: Merkez bankasının belirli nihai amaçlara ulaşabilmek için istediği para politikasını uygulamakta özgür olduğu anlamına gelir. Merkez bankası amaçlarına ulaşmak için, hükümetin onayına ihtiyaç duymaksızın araç olarak politika faizini, rezerv opsiyon mekanizmasını, zorunlu karşılık oranını veya faiz koridorunu kullanabilir. Gerekli gördüğü takdirde birkaçını veya hepsini eş zamanlı olarak kullanabilir. Ayrıca uygulanan para politikalarının ne yönde olacağına da kendisi karar verir. Gerekli gördüğü takdirde sıkı para politikası veya genişletici para politikası uygulamakta özgürdür.

- Finansal Bağımsızlık: Merkez bankasının bağımsız bir şekilde faaliyetlerini sürdürerek hedeflerini yerine getirebilmesi için yeterli mali kaynağa ve kendi bütçesini belirleme yetkisine sahip olması gerekmektedir.<sup>22</sup> Aksi durumda merkez bankası hedeflerine ulaşmakta bir takım zorluklar yaşar ve bağımsızlığı sorgulanmaya başlanır.

- Kurumsal Bağımsızlık: Merkez Bankası Başkanı'nın ve üst düzey yöneticilerinin görev sürelerinin hükümetten bağımsız olmasını ifade eder. Merkez

<sup>21</sup> TCMB, Merkez Bankası Bağımsızlığı, 2012, (Çevrimiçi), <http://www.tcmb.gov.tr/yeni/evds/yayin/kitaplar/Bagimsizlik2013.pdf>, 22 Şubat 2014, s.2-3.

<sup>22</sup> A. e., s. 3.



bankasının kurumsal bağımsızlığa sahip olmaması durumunda hükümetten bağımsız bir şekilde iktisadi amaçları belirlemesi ve araçları uygulaması oldukça düşük bir ihtimaldir.

Merkez bankasının amaç, araç, finansal ve kurumsal bağımsızlığa sahip olması; onun bağımsız bir merkez bankası olduğunu gösterir ki bu durumda ekonomide fiyat istikrarının sağlanması daha kolay olmaktadır.

Bu dört bağımsızlık ilkesinden bir ya da birkaçı geçerli değilse, merkez bankası gerçek anlamda bağımsızlığa sahip olamaz. Böyle bir durumda Kısa Dönem Phillips Eğrisi'nde belirtilen enflasyon ve işsizlik arasındaki ilişki etkin bir şekilde kullanılamaz. Örneğin seçim yıllarında Hükümet makul düzeyde enflasyon artışını göze alıp, istihdamı kısa süreliğine de olsa arttırmayı isteyebilir. Böyle bir durumda merkez bankası gerçek anlamda bağımsız değilse fiyat istikrarını sağlaması çok mümkün görünmemektedir.

Daha bağımsız merkez bankalarının makroekonomik performansı arttırmasına, sanayileşmiş ülkelerdeki düşük enflasyon oranları kanıt olarak gösterilebilir.<sup>23</sup> Çünkü sanayileşmiş ülkelerde merkez bankasının bağımsızlığına dair dört temel ilke daha fazla geçerlidir.

#### **1.4.8.NOMİNAL ÇAPAYA BAĞLILIK FİYAT VE ÇIKTI İSTİKRARININ SAĞLANMASINA KATKIDA BULUNUR**

Nominal çapa, merkez bankasının hedefine ulaşabilmesi için açıkça veya örtük bir şekilde belirlenen nominal değere bağlıdır. Üç çeşit nominal çapanın varlığı

---

<sup>23</sup> Mishkin, "Monetary Policy Strategy: Lessons From the Crisis", s. 9.

ğından söz edebiliriz: para arzı, döviz kuru ve faiz için nominal çapa değişkeni. Günümüzde para arzının bir politika aracı olarak kullanılmaması sebebiyle para miktarına ilişkin nominal bir çapaya bağlılık söz konusu değildir. Faiz ise temel para politikası aracı olarak kullanıldığından belirli esnekliğe sahip olması gerekmektedir. Dolayısıyla faiz oranlarının sabitlenmesini zorunlu kılacak bir nominal değişkenin belirlenmesi tehlikeli olabilir.

Döviz kurunda nominal çapaya bağlılık ise bir çok avantajın yanında dezavantajı da içerisinde barındırır. Uluslararası ticareti yapılan mallardaki fiyat artışlarını kısıtlayarak enflasyonun kontrol altına alınmasına, para politikasının yürütülmesini otomatik bir kurala bağlayarak zaman boyutunda tutarsızlık probleminin aşılmasına ve hedefi basit ve açık olduğundan halk tarafından kolayca anlaşılmasına yardımcı olur.<sup>24</sup> Enflasyonun kontrol altına alınması, fiyat istikrarsızlığı sebebiyle ortaya çıkması muhtemel üretim dalgalanmalarını önler.

Ancak çapa ülkenin faiz oranlarındaki bir değişim, hedeflemeyi yapan ülkedeki faiz oranlarının da aynı şekilde değişmesine, para biriminin spekülatif ataklara açık hale gelmesine, özellikle gelişmekte olan ülkelerde para politikasını uygulayanların sorumluluklarının zayıflamasına neden olabilir.<sup>25</sup>

Nominal çapa uygulamasının birçok avantajının yanı sıra bir o kadar da dezavantajının olması, bu uygulamayı oldukça tartışmalı hale getirirse de, geçmişte birçok ülkede fiyat istikrarının sağlandığı gerçeği de göz ardı edilmemelidir. Örneğin; Fransa 1987 yılında %3 olan enflasyon oranını nominal çapa uygulaması ile\*\* 1992 yılında %2'ye ve Meksika da benzer şekilde 1988 yılında %100 olan enflasyon ora-

---

<sup>24</sup> Frederic S. Mishkin, **Para Teorisi-Politikası**, Çev.: Prof. Dr. İlyas Şıklar, Prof. Dr. Ahmet Çakmak, Yrd. Doç. Dr. Suat Yavuz, İstanbul, Bilim Teknik Yayınevi, 2000, s. 137.

<sup>25</sup> **A.e.**, s. 138-140.

nını 1994 yılında %10 oranına<sup>\*\*\*</sup> düşürmeyi başarmıştır.<sup>26</sup> Bu örneklerin yanı sıra geçmişte olumsuz sonuçlar da alındığı görülmüştür.

“1970’lerde Arjantin, Şili ve Uruguay’da uygulanan tek nominal çapalı programlar, kredibilite eksikliği ve geriye yönelik endekslemeden (backward indexation), dolayı enflasyonu düşürmede yetersiz kalmışlar, 1980’lerde Arjantin, Brezilya, İsrail ve Meksika’da ek nominal çapa uygulamaları, **fiyat ve ücret kontrolleri**, gündeme gelmiştir.”<sup>27</sup>

#### **1.4.9.FİNANSAL İSTİKRARSIZLIKLAR KONJONKTÜREL DALGALANMALAR ÜZERİNDE ÖNEMLİ ROL OYNAR**

Ekonomik istikrarın sağlanabilmesi için hem fiyat istikrarının hem de finansal istikrarın sağlanması gerekir. Irving Fisher’in Büyük Depresyon’u yeniden keşfettiği çalışma; finansal istikrarsızlığın ekonomik çöküşte ve finansal dalgalanmaların konjunktürel dalgalanmalar üzerinde büyük rol oynadığını ortaya çıkardı.<sup>28</sup>

Fiyat istikrarının sağlanması finansal istikrarın da sağlanacağı anlamına gelmemekte, finansal istikrarın sağlanması için merkez bankaları tarafından ayrıca önlemler alınması gerekmektedir.

Finans piyasalarında borç alanlar, borç verenlerden genellikle daha fazla bilgiye sahiptir. Finansal piyasalarda görülen bu asimetric enformasyonun azalması

---

\*\* Fransa sözkonusu yıllarda para birimini Alman Markı’na sabitlemiştir.

<sup>26</sup> **A.e.**, s. 137-138.

<sup>\*\*\*</sup> Meksika’da %10 enflasyon oranı, 1994 yılında gerçekleşen devalüasyondan öncesini göstermektedir.

<sup>27</sup> Almıla Karasoy, “Stabilizasyon, Nominal Çapa Olarak Alınabilecek Göstergeler ve Ülke Deneyimleri”, Türkiye Cumhuriyeti Merkez Bankası Araştırma Genel Müdürlüğü, 1996, s. 152.

<sup>28</sup> Mishkin, “Monetary Policy Strategy: Lessons From the Crisis”, s. 11.

yönünde bankaların ve diğer finansal aktörlerin tarihsel olarak büyük katkısı oldu. Çünkü bu finansal araçlar müşterilerle uzun soluklu bir ilişkiye girerler ve sürekli bilgi akışı sağlarlar. Ancak kriz dönemlerinde bu bilgi akışı sekteye uğrar.<sup>29</sup> Kriz dönemlerinde bu bilgi akışının bozulması, varlık fiyatlarının daha fazla belirsizleşmesine ve krizin daha fazla derinleşmesine yol açar.

Finansal piyasalardaki dalgalanmaların, konjoktürel dalgalanmalara sebep olmasını şu şekilde açıklayabiliriz: Finansal piyasalar çeşitli ürünlerle likidite yaratabilme yeteneğine sahiptir. Risk iştahının büyük olduğu dönemlerde bu piyasalara müdahale edilmezse, varlık fiyatlarında aşırı artışlar görülebilir. Bunun sonucu olarak reel piyasaya olan ilgi azalarak finansal piyasaya yönelebilir ve böylece yatırım kararları bu durumdan olumsuz etkilenecek üretim ve istihdamda azalışa sebep olabilir.

Sonuç olarak Yeni Neoklasik Sentez'in dokuzuncu prensibi bize gösteriyor ki: Finansal kesim ile reel kesim arasında dikotomik bir ilişki yoktur. Finansal kesimde ortaya çıkan bir aksaklık reel kesimi de etkilemektedir. Finansal piyasalardaki dalgalanmalar, konjoktürel dalgalanmalara sebep olmaktadır.

## **1.5.KÜRESEL KRİZ'DEN ÖNCE UYGULANAN PARA POLİTİKASI**

Optimal para politikası ekonomik istikrarın sağlanmasını amaçlamaktadır. Çünkü ekonomik istikrarın sağlanması, refah düzeyinin artmasını sağlar.

---

<sup>29</sup> Frederic S. Mishkin, Is Monetary Policy Effective During Financial Crises?, **National Bureau of Economic Research**, Cambridge, Vol.99, No:2, 2009, s. 3.

Ekonomik istikrarın sağlanması için fiyat istikrarının yanı sıra finansal istikrarın da sağlanması gerekir. Merkez Bankalarının Yeni Neoklasik Sentez'in temel prensiplerine bağlı olması ve bu dokuz prensibi para politikası stratejilerine dahil etmesi ekonomik istikrarın korunmasını sağlayabilirdi.

Krizden önce merkez bankaları para politikası teorisinin klasik amaç fonksiyonundan hareketle yalnızca iki hedefi yakalamaya çalıştı. Bu hedefler, fiyat istikrarının sağlanması ve üretim dalgalanmalarını minimize etmektir. Fiyat istikrarının sağlanması cari üretimle potansiyel üretim düzeyini birbirine eşitleyeceğinden, ilk hedefe ulaşılması ikinci hedefe de ulaşılacağı anlamına gelir mi?

Bu soruya doğru yanıtı verebilmek için önce başka bir soruyu yanıtlamak gerekir: Finansal istikrar ile fiyat istikrarı arasında dikotomik ilişki var mıdır?

## **1.6.FİNANSAL İSTİKRAR İLE FİYAT İSTİKRARI ARASINDA DİKOTOMİK İLİŞKİ VAR MIDIR?**

Bu soru Yeni Neoklasik Sentez'in dokuzuncu prensibiyle yakından ilişkilidir. Finansal istikrarsızlık konjonktürel dalgalanmalara sebep olur. Finans sektörünün aşırı genişlemesi, bu alanda karların artmasına ve reel kesime olan ilginin azalmasına yol açar. Dolayısıyla yatırım kararları olumsuz etkilenir ve üretimde azalma yaşanır. Ters durumda, yani finans sektörünün daralması, bu alanda karların azalmasına yol açar. Bu durumda da reel kesime olan ilgi artar ve üretimde artış gözlemlenir.

Bu açıklamalardan anlaşılacağı üzere finansal kesim reel kesimle yakından ilişkilidir. Dolayısıyla finansal istikrar ile fiyat istikrarı arasında dikotomik bir ilişki den söz etmek imkansızdır.

Küresel Kriz'den önce Yeni Neoklasik Sentez'in ilk sekiz prensibine bağlı olan merkez bankaları, dokuzuncu prensibi ihmal etti. Bu durum, krizden önce merkez bankalarının finansal istikrar ile fiyat istikrarı arasında dikotomik ilişki olduğunu kabul ettiği anlamına gelmez. Çoğu merkez bankası krizden önce de finansal istikrarın reel ekonomi üzerinde ne kadar etkili olduğunun bilincindeydi. Krizden önce merkez bankaları tarafından hazırlanan finansal istikrar raporları buna kanıt olarak gösterilebilir.<sup>30</sup>

Türkiye'de de 2005 yılından itibaren finansal istikrar raporları yayınlanmaya başlamıştır. Hatta Türkiye Cumhuriyeti Merkez Bankası (TCMB) tarafından hazırlanan ilk finansal istikrar raporunun önsözünde, o dönemin merkez bankası başkanı olan Süreyya Serdengeçti, fiyat istikrarı ile finansal istikrar hedeflerinin birbirinden ayrı düşünülmemeyeceği görüşünün giderek yaygınlaştığından söz etmektedir.<sup>31</sup>

---

<sup>30</sup> Mishkin, "Monetary Policy Strategy: Lessons From the Crisis", s. 46-47.

<sup>31</sup> TCMB, "Finansal İstikrar Raporu", Ağustos 2005.

## İKİNCİ BÖLÜM

### KÜRESEL KRİZ

Bu bölümde Küresel Kriz'in ortaya çıkış sebepleri ve gelişmiş ülkeler ile gelişmekte olan ülkelerin uyguladığı para politikaları incelenmektedir.

#### 2.1.KÜRESEL KRİZ'İN TEMEL SEBEPLERİ

Finansal kesimin kendiliğinden ve sürekli olarak istikrarlı kalacağı varsayımından hareket edersek; ekonomide fiyat istikrarının sağlanması cari üretim ile potansiyel üretim düzeyini eşitleyecek ve böylece klasik para politikasının amaçlarına ulaşılacaktır.

Ancak böyle bir varsayım gerçekçi olmaz. Küresel Kriz bir kez daha ortaya çıkardı ki; finansal istikrarsızlık ekonomik istikrarsızlığa sebep olmaktadır. Yeni Neoklasik Sentez'in ilk sekiz temel prensibine bağlı olan merkez bankaları, krizden önce dokuzuncu prensibin de geçerliliğinin farkındaydı. Ancak buna rağmen finansal istikrarsızlıkların konjonktürel dalgalanmalar üzerinde etkili olacağı görüşü, krizden önce uygulanan para politikalarında yer bulamadı.

Küresel Krizin çıkmasında en büyük neden; merkez bankalarının yalnızca fiyat istikrarına yönelerek, finansal istikrarı göz ardı etmeleridir. Merkez bankalarının finansal istikrarı göz ardı etme sebeplerini şu şekilde açıklayabiliriz:

Finansal piyasalar çeşitli ürünlerle likidite yaratabilme yeteneğine sahiptir. Finansal piyasalar zaman zaman aşırı likidite üretebilirler. Bu piyasalarda likiditenin yükselmesi finans balonları oluşmasına yol açar. Söz konusu finans balonları enflasyonu doğrudan tehdit edici bir unsur olarak görülmez ise merkez bankaları finansal piyasalara müdahale etmekten kaçınırlar.

John Maynard Keynes finans piyasaları için, ‘nasıl çalıştığını anlamadığımız hassas bir makinenin denetiminde büyük hatalar yaparak kendimizi devasa bir karmaşanın içine attık’<sup>32</sup> demişti. Gerçekten de finans piyasaları oldukça karmaşık bir yapıya sahiptir ve bu piyasalara yapılan müdahaleler zaman zaman durumun daha da kötüleşmesine sebep olabilmektedir.

Temel görevi fiyat istikrarı olan merkez bankasının, oluşan balonlara rağmen finansal piyasalara müdahale etmemesinin bir diğer sebebi, aşırı şişen finansal varlık fiyatlarının enflasyon oranının düşmesine katkıda bulunmasıdır. Şöyle ki; varlık fiyatlarının yükselmesiyle birlikte reel piyasadaki bu piyasalara doğru bir kaynak akışı başlayacak ve reel sektörde enflasyon frenlenebilecektir. Ayrıca finansal kesimde yükselen varlık fiyatları ülkeye yönelik sermaye hareketlerini güçlendirmekte, böylece ülkede döviz miktarı artmakta ve yerli para değer kazanarak fiyat istikrarına katkıda bulunmaktadır.<sup>33</sup>

ABD’de 1970’li yıllardan sonra neoliberal görüşe sahip yönetici ve iktisatçıların giderek güç kazanması, devletin ekonomide giderek daha az rol oynamasına sebep olmuştur. Yüksek gelir gruplarından alınan vergilerin düşürülmesi, gelir ve veraset vergisinin azaltılması ve sendikaların zayıflatılması sonucu ABD’de gelir eşitsizliği artmaya başlamıştır.

---

<sup>32</sup> Paul Krugman, **Bunalım Ekonomisinin Geri Dönüşü ve Küresel Kriz**, Çev.: Neşenur Domaniç, İstanbul, Literatür Yayınları, 2010, s. 174.

<sup>33</sup> Paya, **Küresel ortamda iktisat politikaları**, s. 243.



Paul Krugman'a göre ABD'de gelir eşitsizliğinin artması, Cumhuriyetçileri daha muhafazakar hale getirmektedir.<sup>34</sup> Cumhuriyetçilerin daha fazla muhafazakar hale gelmesi ise gelir eşitsizliğinin daha fazla artmasına sebep olmaktadır. Bu şekilde birbirini teşvik eden iki durum, Cumhuriyetçi Parti'nin daha fazla söz sahibi olmasıyla kısır döngü haline gelmiştir.

Gelir dağılımının bozulması zenginlerin daha zengin hale gelmesine ve kaynaklarının bir kısmını daha fazla finans piyasalarında kullanılmasına olanak vermiştir. Finans piyasalarındaki yöneticilerin yüksek risk barındıran aktivitelerde bulunması karşısında sesini yükseltebilen kamu çalışanı ve akademisyen sayısı fazla olmamıştır. Bu durum karşısında sessiz kalmayanlar ise neoliberal kesimler tarafından baskılanmıştır. Bu baskılayıcı ortamda piyasa ideolojisinin sorgulanmadığı, piyasa başarısızlıklarının önemsenmediği bir rejim oluşturmuştur.<sup>35</sup> Böylece finansal piyasalarda oluşan istikrarsızlara müdahale etmek söz konusu olmamıştır.

Finans piyasaların genişlemesi ve uluslararası sermaye hareketlerinin hızlanması, finans piyasalarının küreselleşmesine neden olmuştur. Küresel finans piyasalarının istikrarını koruyabilmesi için ülkeler arası faiz oranı farklılıklarının düşük olması gereklidir. Aksi takdirde büyük çaplı uluslararası sermaye ülkeler arasında hareket ederek finansal istikrarsızlığa sebep olur.

Bir ülkede faiz oranlarının yükselmesi, sermaye hareketlerinin bu ülkeye kaymasına sebep olur. Böylece söz konusu ülkenin piyasasında döviz miktarı artar ve yerel para değerlenir. Faiz oranının yüksek kaldığı diğer ülkelerde ise sermaye çıkışı başlar ve döviz kuru artar, yerel para değer kaybeder. Döviz kurlarındaki oynaklık ülkelerin ithalat ve ihracat düzeylerini etkiler. Fiyatlar genel düzeyindeki ani değişimler yatırım kararlarını, üretim ve istihdam düzeyini olumsuz etkileyebilir. Dolay-

---

<sup>34</sup> Paul Krugman, **Bir Liberalin Vicdanı**, Çev.: Neşenur Domaniç, İstanbul, Literatür Yayınları, 2009.

<sup>35</sup> Paya, **Küresel Ortamda İktisat Politikaları**, s. 279.

sıyla küresel finans sisteminde finansal istikrarın sağlanabilmesi için ülkelerin faiz oranları birbirine yakın hatta eşit olmalıdır.

Ancak Yeni Neoklasik Sentezci görüşe uygun bir şekilde hareket eden merkez bankaları, öncelikli olarak fiyat istikrarını sağlamak amacıyla, temel para politikası aracı olan faiz oranını kullanmaktadır. Her ülke kendi ekonomik yapısı gerektirdiği biçimde, iç dengeyi sağlamak amacıyla faiz oranını gerekli gördüğü taktirde düşürmekte veya yükseltmektedir. Böylece ülkeler fiyat istikrarını büyük ölçüde sağlamakta ancak uluslararası faiz farklılıkları nedeniyle küresel boyutta finansal istikrar sağlanamamaktadır.

“Enflasyon hedeflemesi çerçevesinde, para politikasının tamamen iç dengeleri kurmaya yönelik olarak kullanılması ile birlikte ekonominin dış dünyaya uyumu, tamamen kur uyumlarına bırakılmaktadır.”<sup>36</sup> Ancak hem fiyat istikrarının hem de ticaret dengesinin sağlanması amacıyla kurların sürekli olarak baskı altında tutulduğu bir gerçektir. Böyle bir ortamda ekonominin kur uyumlarına bırakılan dış dünyaya uyumunun gerçekleşmesi oldukça zorlaşmakta ve bu durum küresel finans piyasasında istikrarsızlığa sebep olmaktadır.

Son olarak gelişmiş ülkeler ile gelişmekte olan ülkelerin birbirine zıt para politikası uygulaması da krizi tetikleyen etkenlerden biri olabilir. Örneğin ABD’de faiz oranları birçok gelişmekte olan ülkeye göre tarihsel olarak daha düşük seviyelerdedir. Bunun üzerine ABD’nin genişletici para politikası çerçevesinde faiz oranlarını daha fazla düşürürken, gelişmekte olan ülkelerin fiyat istikrarını sağlamak için sıkı para politikası çerçevesinde faiz oranlarını arttırdığını düşünelim. Şüphesiz bu durumda ülkelerarası faiz oranları daha da farklılaşacaktır ve bu durum küresel finans sisteminin entegrasyonu için büyük sorun teşkil etmektedir.

---

<sup>36</sup> A.e., s. 239.

## 2.2.KÜRESEL KRİZ'İN ORTAYA ÇIKIŞI

Virginia Woolf, feminist hareketin en önemli kitaplarından biri olan ‘‘Kendine Ait Bir Oda’’ adlı eserinde Şu sözleri dile getirmiŐtir:

‘‘Hayali olarak kadın en yüksek öneme sahip; uygulamada ise tamamen nemsiz. Sayfa sayfa Őiir kitaplarını iŐgal etmiŐ ama tarihte hiÇ yeri yok. Kurmacada kralların ve fatihlerin yaŐamlarına hükmediyor ama gerçekte ise parmağına bir yüzük geçiren herhangi bir oğlanın kölesi oluyordu. Edebiyatta en çok ilham veren, en derin düŐüncelere daldıran kelimeler onun dudaklarından dökülüyor oysa gerçek hayatta zar zor okuyabiliyor, harfleri tanyordu ve kocasının malıydı.’’<sup>37</sup>

Küresel Kriz’den önce finansal istikrar kavramı da bu duruma benzer bir görüntü sergilemekteydi. Teorik anlamda Yeni Neoklasik Sentez’in temel prensiplerinden biri, ekonomik istikrar için olmazsa olmaz bir koşul, pratikte ise tamamıyla göz ardı edilen ve makroekonomik modellere asla dahil edilmeyen bir kavramdı.

1990’lı yıllarda teknolojinin hızlı bir gelişme göstermesiyle birlikte 1996 ile 2000 yılları arasında NASDAQ (Amerikan Borsası Teknoloji Endeksi) 600’den 5000 seviyesine ulaştı ve büyük bir balon ortaya çıktı.<sup>38</sup> 2000’lerin başında NASDAQ balonunun patlamasıyla birlikte \*\*\*\* açığa çıkan ekonomik krizi aşmak amacıyla ABD Merkez Bankası faiz oranlarını düşürerek genişletici para politikası uygulamaya başlamıştır.

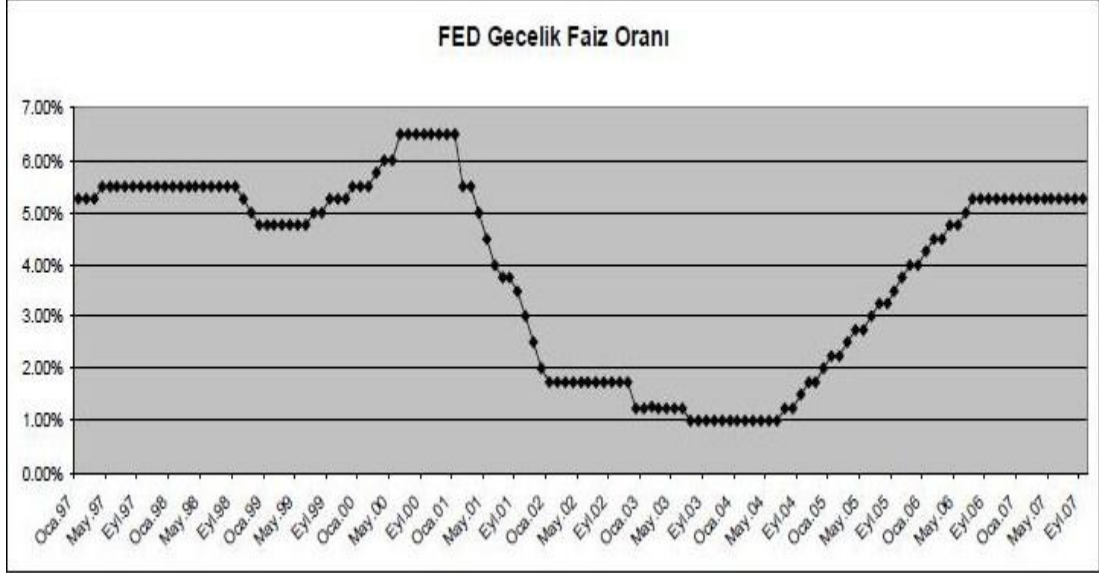
---

<sup>37</sup> Virginia Woolf, **Kendine Ait Bir Oda**, ev.: Derya ztrk, İstanbul, Tutku Yayınevi, 2014, s. 56.

<sup>38</sup> Murat Birdal, ‘‘Bir Krizin Anatomisi: ABD Mortgage Piyasasının Kurumsal Yapısı ve Krizin Dinamikleri’’, Paper presented at EconAnadolu 2009: **Anadolu International Conference in Economics**, 2009, s. 13.

\*\*\*\* NASDAQ balonunun patlamasıyla birlikte 2000 yılı içerisinde birkaç ayda endeks 5000 seviyesinden önce 2000’lere 2002 yılında ise 800 seviyesine kadar geriledi. (Murat Birdal, Bir Krizin Anatomisi: ABD Mortgage Piyasasının Kurumsal Yapısı ve Krizin Dinamikleri, Paper presented at EconAnadolu 2009: **Anadolu International Conference in Economics**, 2009, s. 13.).

Şekil 2.1: 1997:01-2007:07 Döneminde FED Gecelik Faiz Oranı



Kaynak: Birdal, M, "Bir Krizin Anatomisi: ABD Mortgage Piyasasının Kurumsal Yapısı ve Krizin Dinamikleri", Paper presented at EconAnadolu 2009: **Anadolu International Conference in Economics**, 2009, s. 18.

Yukarıdaki grafik 1997-2007 yılları arasında ABD Merkez Bankası FED'in uyguladığı gecelik faiz oranını göstermektedir. 2001 yılına kadar gecelik faiz oranının %4,5 - %6,5 aralığında değiştiği görülmektedir. NASDAQ Balonu'nun patlamasıyla birlikte FED gecelik faiz oranını indirmeye başlamıştır. 2001 yılının başında %6,5 olan faiz oranı aynı yılın sonlarına doğru %2 seviyesinin altına düştü. Faiz daha sonraki yıllarda da kademeli olarak düşürülmeye devam etti ve 2003 yılının sonlarına doğru %1'in altına indi. Yaklaşık dokuz ay boyunca gecelik faiz oranı %1'in altında kaldı.

2001 yılında %6,5 olan faiz oranı 2003 yılında %1 seviyesinin altına düşmüştür. 3 yıldan az bir zaman diliminde faiz oranının 5,5 puandan fazla düşüş gös-

termesi, FED'in uyguladığı genişletici para politikasının boyutunu gözler önüne sermektedir.

2004 yılının ikinci yarısında FED gecelik faiz oranını arttırmaya başladı. 2006 yılının ortalarında %5,25 seviyesine ulaştı ve 2007 yılının eylül ayına kadar yani bir yılı aşkın bir süre bu oranda kaldı. 2004 yılının ortalarından 2007 yılının sonlarına kadar 4,25 puan yükselen faizler değişken faizle borçlanan ev sahiplerini giderek büyüyen bir faiz yüküyle karşı karşıya bıraktı.<sup>39</sup>

Mishkin, finansal istikrarsızlığı anlamak için önemli olan iki tür riskten söz eder: Değerleme riski (valuation risk) ve makro ekonomik risk.<sup>40</sup>

Değerleme riski, kriz dönemlerinde varlık fiyatlarındaki belirsizlikle ilgilidir. Bu tür kargaşa dönemlerinde finansal araçlar ile müşterilerin ilişkilerinden doğan bilgi akışı sekteye uğrar. Bilgi akışının sekteye uğraması finans piyasalarında zaten mevcut olan asimetrik enformasyon problemini artırır ve varlık fiyatlarının belirlenmesi zorlaşır.

Makroekonomik risk finansal istikrarı anlamada merkezi bir konumdadır. Finansal piyasalarda artan bir sorun, reel ekonomide büyük bir sorun yaratabilir.<sup>41</sup> Makroekonomik risk, ekonominin genelinde olan riski ifade etmek için kullanılır.

Değerleme riski ile makroekonomik risk genellikle birbirini aynı yönde teşvik eder. Finansal araçlarla müşteriler arasında uzun dönemli ilişkiler sayesinde sağlanan bilgi akışı kesintiye uğramadıkça, finansal piyasalarda mevcut olan asimetrik

---

<sup>39</sup> A.e., s. 18.

<sup>40</sup> Mishkin, "Is Monetary Policy Effective During Financial Crises?", s. 3.

<sup>41</sup> A.e., s. 3-4.

enformasyon sorunu büyük ölçüde azalmış olacaktır. Böyle olumlu bir ortamda varlık fiyatlarında belirsizlik yoktur ve değerlendirme riski düşüktür. Değerleme riskinin düşük olması aynı zamanda makroekonomik riskin de düşük olmasına veya hiç olmazsa makroekonomik riskin artmasına katkıda bulunmaz. Benzer şekilde makroekonomik risk yüksek değilse değerlendirme riski de yükselmeyecektir.

Finansal piyasalarda ortaya çıkan bir sorun reel ekonomiye de yansıtacaktır ve üretim-istihdam üzerinde olumsuz etkiler yapacaktır. Böylece belirli piyasalarda mevcut olan sorun ekonominin geneline yayılarak makroekonomik riski artırır. Makroekonomik riskin artması varlık fiyatlarını daha da belirsizleştirerek değerlendirme riskinin artmasına yol açar. Bu duruma olumsuz geri besleme (adverse feedback loop) döngüsü denir. Bu şekilde artan finansal bozukluk ekonomik faaliyetlerin aksamasına ve varlık fiyatlarının daha fazla belirsizleşmesine sebep olur. Bu şekilde finansal bozuklukların ekonomik faaliyetleri olumsuz etkilemesi varlık fiyatlarının daha fazla belirsizleşmesine ve finansal piyasaların daha fazla bozulmasına neden olur. Bu da reel piyasaların daha fazla olumsuz etkilenmesi anlamına gelmektedir. Bu duruma finansal hızlandırıcı (financial accelerator) denir.<sup>42</sup>

Bernanke ve Gertler tarafından oluşturulan basit neoklasik modelde borçluların bilanço durumları önemli rol oynar.<sup>43</sup> Finansal piyasalarda genellikle borç alanlar borç verenlerden daha fazla bilgiye sahiptir ve bu asimetrik enformasyon sorunu, ahlaki tehlikeye yol açabilir. Borç alanlar bazı varlıklarını teminat olarak gösterebilir. Bu durumun sonucu olarak borçlular aşırı riske girmekten kaçınırlar. Dolayısıyla asimetrik enformasyon sorunu ile birlikte ahlaki tehlike sorunu da azalmış olur.

Ancak finansal piyasalarda sorunların ortaya çıkmasıyla birlikte reel piyasalarda da bazı sorunlar ortaya çıkar. Değerleme riski ve makroekonomik risk artar.

---

<sup>42</sup> A.e.

<sup>43</sup> Ben Bernanke, Mark Gertler, Agency Costs, Net Worth, and Business Fluctuations, **The American Economic Review**, Vol. 79, No. 1, 1989, s. 27.

Böyle bir ortamda varlık değerleri belirsizleşir ve asimetrik enformasyon sorunu ile ahlaki tehlike sorunu ortaya çıkar.

Değerleme riskinin ve makroekonomik riskin düşük olduğu iyi dönemlerde borç alanların bilançoları güçlüdür ve bu dönemlerde yatırımlar artmaktadır. Fakat değerlendirme riskinin ve makroekonomik riskin yüksek olduğu dönemlerde borç alanların bilançoları daha zayıf ve daha kırılgandır ve yatırım kararları bu dönemlerde azalır. Bunlar finansal hızlandırıcının yatırım kararları üzerindeki etkileridir.<sup>44</sup>

NASDAQ Balonu'nun patlamasından sonra ortaya çıkan durgunluk sonucu kar oranlarının azalması, atıl kalan fonların oluşmasına neden oldu. 2001-2004 yılları arasında durgunluğu aşmak için uygulanan genişletici para politikası çerçevesinde azalan faiz oranları kredibilitesi zayıf olan kişilere mortgage kredisi verilmesine ve kredi hacminin artmasına yol açtı. Geri dönüşü oldukça riskli olan bu krediler Yüksek riskli kredilerdir (subprime credit). Yüksek riskli krediler genellikle daha düşük gelirli kişilere verildiği için verilen kredinin geri ödenme ihtimali normal kredilere göre daha düşüktür. Bu şekilde ortaya çıkan riski bertaraf etmek amacıyla bu kredilere uygulanan faiz oranı daha yüksekti. "Bu durum piyasa faiz oranının üzerinde faiz gelirleri elde eden mortgage yatırımcılarına kısa vadede cazip kar olanakları ve yepyeni bir piyasa sunarken uzun vadede geri dönüşü riskli bir mali yapıyı da ortaya çıkardı."<sup>45</sup>

---

<sup>44</sup> A.e., s. 28.

<sup>45</sup> Murat Birdal, "Bir Krizin Anatomisi: ABD Mortgage Piyasasının Kurumsal Yapısı ve Krizin Dinamikleri", s. 15.

**Tablo 2.1: 2001 – 2006 Döneminde Mortgage Kredileri İçindeki Yüksek Riskli Krediler**

Yıl	Mortgage Kredileri (milyar dolar)	Menkulleştirme Oranı (%)	Yüksek Riskli Krediler (milyar dolar)	Yüksek Riskli Kredilerin Oranı (%)	Yüksek Riskli Kredilerin Menkul Kıymetleştirme Oranı (%)
2001	2215	60.7	160	7.2	60
2002	2885	63	200	6.9	61
2003	3945	67.5	310	7.9	65.5
2004	2920	62.6	530	18.2	79.8
2005	3120	67.7	625	20.0	81.3
2006	2980	67.6	600	20.1	80.5

Kaynak: Birdal, M. "Bir Krizin Anatomisi: ABD Mortgage Piyasasının Kurumsal Yapısı ve Krizin Dinamikleri", Paper presented at EconAnadolu 2009: **Anadolu International Conference in Economics**, 2009, s. 8.

Yukarıdaki tablo, mortgage kredileri içinde yüksek riskli kredilerin oranını göstermesi bakımından oldukça önemlidir. Yüksek riskli kredilerin mortgage kredileri içindeki payı 2002 yılı haricinde sürekli olarak artmıştır. 2001 yılında %7,2 olan bu oran %2006 yılında %20.1 seviyesine ulaşmıştır. Bu durum, verilen her beş krediden birinin geri ödenme ihtimalinin düşük olduğunu göstermektedir. Ancak kar oranları yüksek olduğu için kredi verenler bu riski göze aldı.

Yüksek riskli kredilerin menkul kıymetleştirme oranı da benzer bir şekilde 2005 yılında kadar sürekli olarak artmıştır. 2001 yılında %60 olan bu oran 2005 yılında %81,3'e yükselmiştir. 2006 yılında fazla bir düşüş göstermemiş %80,5 oranında kalmıştır. Bu durum, verilen her beş yüksek riskli krediden yaklaşık olarak dördü-



nün menkul kıymete çevrildiğini anlamına gelmektedir. Bu tablo, Küresel Kriz'den önce finansal istikrarın ne kadar büyük bir tehlike altında olduğunu gözler önüne sermektedir.

NASDAQ balonunun patlamasının olumsuz etkilerini azaltmak için FED'in faiz oranlarını %1'in altına düşürdüğünü belirtmiştik. Durgunluktan çıkış reçetesi olarak faiz oranlarının düşürülmesi kısa sürede yeni bir balonun ortaya çıkmasına yol açtı. Bu bir emlak balonuydu.

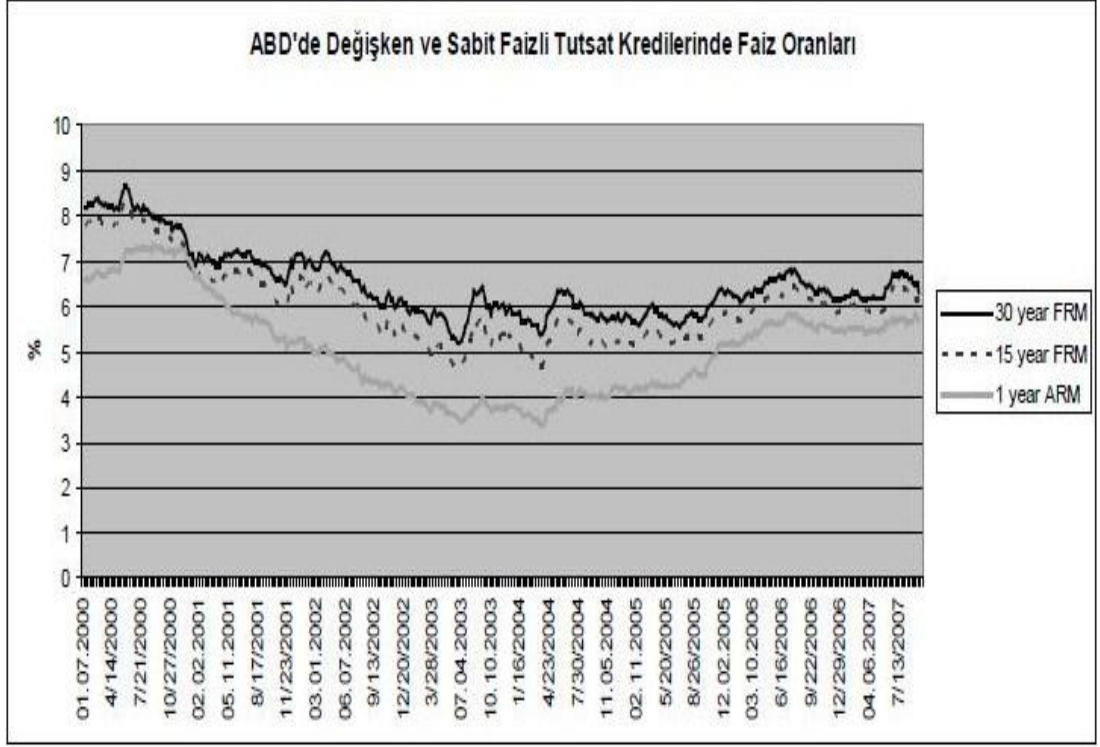
ABD mortgage piyasasında faiz yapısına göre iki farklı kredi sistemi uygulanmaktadır: Sabit faizli krediler ve değişken faizli krediler.<sup>46</sup> Sabit faizli krediler 15, 20, 25 ya da 30 yıllık krediler şeklinde olabilir. Bu tür krediler borç alanlar için düşük risk barındırır. Gelecekte faiz oranlarının artması borçlular için bir sorun teşkil etmez. Bu riski finansal kuruluşlar üstlenir. Borç alan için risksiz borç veren için riskli olduğundan dolayı sabit faizli krediler, piyasa faiz oranından daha yüksek bir faiz oranı karşılığında denk gelir.

Değişken faizli krediler ise borç alan kişi için bir takım riskleri bünyesinde barındırır. Gelecekte faiz oranlarının yükselmesiyle birlikte borçluların yükü daha da artar. Borç alan kişilerin böyle bir riske girmesinden dolayı değişken faizli kredilerin faiz oranı, sabit faizli kredilere göre daha düşüktür.

---

<sup>46</sup> A.e., s. 16.

**Şekil 2.2: 2000:01 – 2007:07 Döneminde ABD’de Değişken ve Sabit Faizli Tutsat Kredilerinde Faiz Oranları**



Kaynak: Birdal, M. "Bir Krizin Anatomisi: ABD Mortgage Piyasasının Kurumsal Yapısı ve Krizin Dinamikleri", Paper presented at EconAnadolu 2009: **Anadolu International Conference in Economics**, 2009, s. 19.

Yukarıdaki grafik, mortgage piyasasında 30 yıllık sabit faizli, 15 yıllık sabit faizli ve değişken faizli kredilerin 2000-2007 yılları arasında faiz oranlarının seyrini göstermektedir. 2000 yılının sonlarında ve 2001 yılının hemen başında değişken faizli kredilerin faiz oranı, sabit faizli kredilerininkine çok yakındır. 2000 yılının sonunda üç tür kredi oranının (30 yıllık sabit faizli, 15 yıllık sabit faizli ve değişken faizli krediler) faiz oranı da %7-8 arasında değişmektedir.

FED'in NASDAQ Balonu'nun patlaması yüzünden ortaya çıkan durgunluğu aşmak amacıyla faiz oranını düşürmek suretiyle uyguladığı genişletici para politikasının, sabit faizli ve değişken faizli kredilerin faiz oranları arasındaki farkın artmasında büyük payı vardır. 2003 yılında değişken faizli kredi faiz oranı %3,5'in altına inmiştir. Sabit faizli kredi faiz oranı ile değişken faizli kredi faiz oranı arasındaki farkın artması sonucu olarak Tablo.1'den hatırlayacağımız üzere 2004 yılında mortgage kredisi içindeki yüksek riskli kredilerin payı büyük bir artış göstermiştir (10,3 puan).

2004 yılının sonlarına doğru FED'in genişletici para politikası uygulamasına son vererek faiz oranını arttırması sonucu 2004 yılında %3,5 seviyesinin altına düşen değişken faizli kredi faiz oranı, 2007 yılında %6 seviyesine yaklaşmıştır. Değişken faizli kredi faiz oranının yaklaşık 2,5 puan yükselmesi, bu türde yüksek riskli kredi alan borçluların yükünü iyice arttırmıştır. 2003-2004 yıllarında FED faiz oranını tarihi seviye denebilecek düzeylere indirdi. "Faizlerin aynı düşük seviyeyi korumasının olanaksız olduğu ve bir süre sonra yükselişe geçeceğini şüphesiz herkes tahmin ediyordu."<sup>47</sup> O halde neden insanlar yüksek riskli kredileri almaya devam ediyordu?

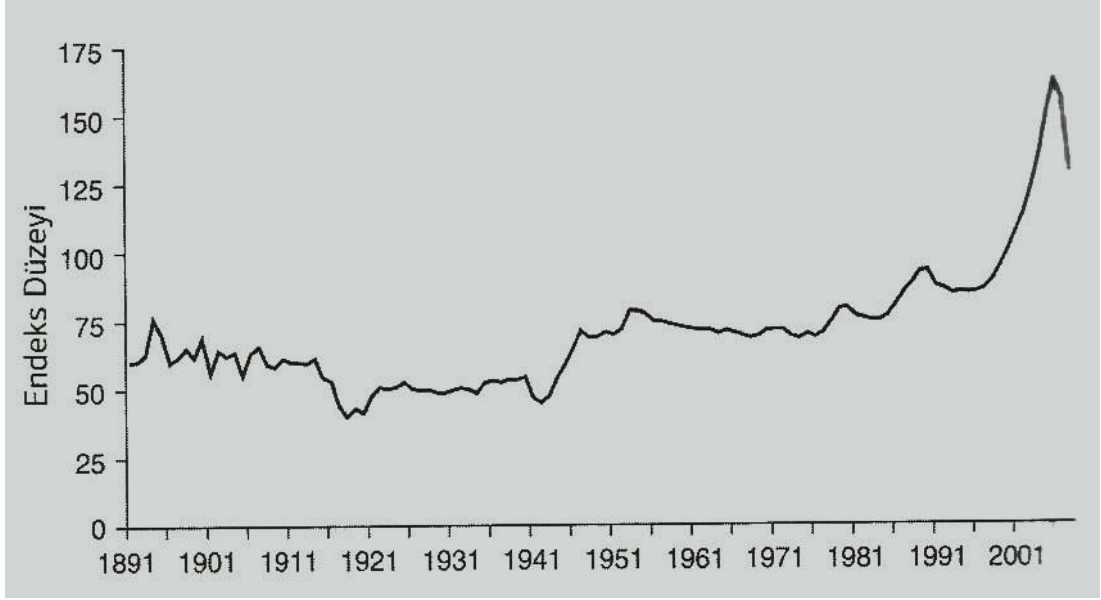
Carmen M. Reinhart ve Kenneth S. Rogoff'un, finansal tarihi ampirik olarak incelediği 'Bu Defa Farklı' adlı çalışmada; insanların sürü psikolojisiyle hareket ettikleri, eski krizlerden ders almadıkları ve sürekli olarak bu defa farklı yanılığısına düştükleri ve dolayısıyla tehlike ne kadar büyük olursa olsun, kriz ne kadar yaklaşırsa yaklaşsın riskli hareket etmeye devam ettikleri belirtilmektedir.<sup>48</sup>

---

<sup>47</sup> A.e.

<sup>48</sup> Carmen M. Reinhart ve Kenneth S. Rogoff, **Bu Defa Farklı: Finansal Çılgınlığın 800 Yıllık Tarihi**, Çev.: Levent Konyar, İstanbul, NTV Yayınları, 2010.

**Şekil 2.3: Tarihsel Olarak ABD’de Reel Konut Fiyatları**

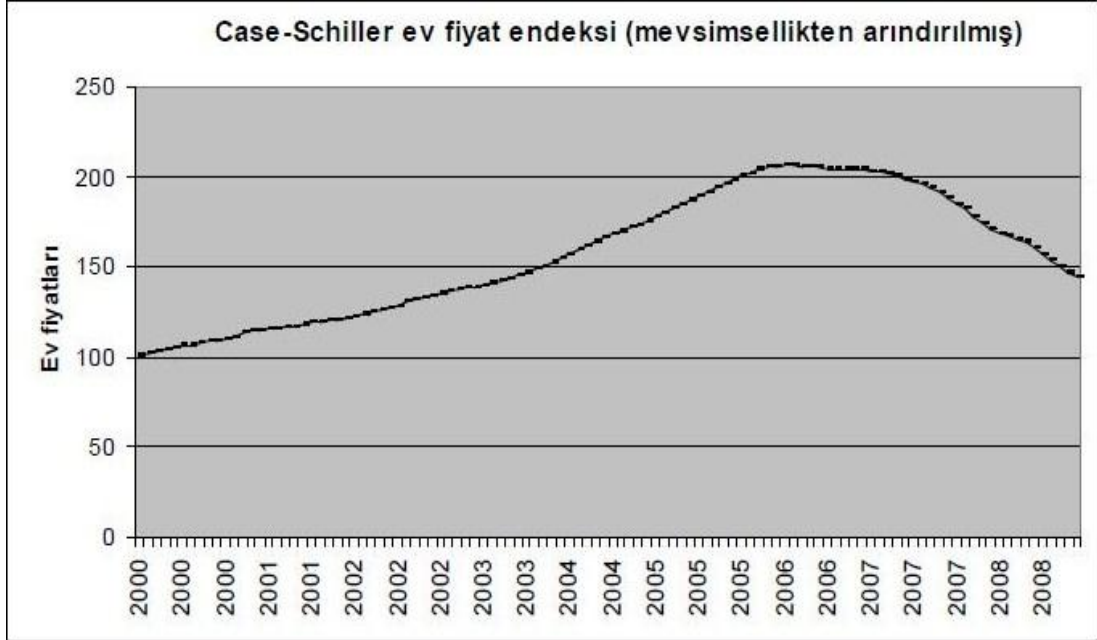


Kaynak: Reinhart, C. M., Rogoff, K. S., **Bu Defa Farklı: Finansal Çılgınlığın 800 yıllık tarihi**, Çev.: Levent Konyar, İstanbul, NTV Yayınları, 2010, s. 268.

Birçok insan bu defa farklı olduğuna inandı, çünkü onlara göre ABD özeldi.<sup>49</sup> ABD’de reel konut fiyatları tarihsel olarak en yüksek seviyeye ulaşmıştı ve bu yükselişin devam edeceğine inanılmaktaydı. Bu inancın kaynağı, kitlelerin neredeyse her finansal krizden önce olduğu gibi bu defa farklı sendromuna yakalanmalarıydı.

<sup>49</sup> A.e., s. 269.

Şekil 2.4: 2000 – 2009 Döneminde ABD’de Konut Fiyatları



Kaynak: Birdal M., "Bir Krizin Anatomisi: ABD Mortgage Piyasasının Kurumsal Yapısı ve Krizin Dinamikleri", Paper presented at EconAnadolu 2009: **Anadolu International Conference in Economics**, 2009, s. 14.

Konut fiyatlarındaki yükselişin süreceğine dair yaygın inanış gerçekleşmedi. Yukarıdaki şekilde görüldüğü gibi 2006 yılında konut fiyatlarındaki yükseliş son buldu. Bu dönemde evini satanlar oldukça yüksek düzeyde kar elde ettiler. Fakat insanların çoğu bu defa herşeyin farklı olduğunu düşünmekteydi ve bu düşünceye sahip olanlar ev fiyatlarının daha da yükseleceğini düşünüyorlardı. ABD’de yaşanan konut fiyatı düşüşü, Büyük Bunalım sırasında kaydedilen düşüşün iki katından daha fazlaydı.<sup>50</sup>

<sup>50</sup> A.e., s. 287.

Böylece mortgage piyasasında oluşan balon patladı ve 2007 yılının sonlarına doğru olumsuz etkiler hissedilmeye başlandı. Makroekonomik riskle birlikte değerlendirme riski de arttı. Finansal kurumların bilançolarının bozulması, artan asimetrik enformasyon ve varlık değerlerinin gerçek değerlerinin belirlenmesinde ortaya çıkan zorluklar krizin daha fazla büyümesine yol açtı. 15 Eylül 2008’de Lehman Brothers’in iflasıyla ve AIG’nin başarısızlığıyla birlikte kriz öldürücü safhaya geçti.<sup>51</sup>

Lehman Brothers’a hükümet tarafından iflastan kurtarmak için hiçbir yardımda bulunulmadı. Lehman Brothers’ın kurtarılması diğer finansal kurumların daha riskli hareket etmesine sebep olabilirdi. Ancak yüz elli yılı aşkın geçmişe sahip, iki dünya savaşını ve büyük buhranı atlatan bir finans devinin iflasını açıklaması, piyasaların moralini altüst etti. AIG’nin sonu ise Lehman Brothers gibi olmadı ve büyük bir kurtarma paketiyle iflası önlendi.

### **2.3.KÜRESEL KRİZ SIRASINDA FED’İN UYGULADIĞI PARA POLİTİKASI**

Lehman Brothers’ın iflas etmesinden sonra makroekonomik risk arttı. Artan belirsizlikten dolayı Makroekonomik riskteki artışı değerlendirme riskindeki artış kombine etti. ABD’de Temsilciler Meclisi Bush’a rağmen 700 milyon dolarlık Wall Street’i kurtarma paketini reddetti. Bu olaydan dört gün sonra, yani 3 Ekim 2008’de ‘Acil Ekonomik İstikrar Yasası’ onaylandı. Ancak Borsa çöküşü hızlanmıştı ve kredi marjı Amerikan tarihinin en yüksek seviyelerine ulaşmıştı.<sup>52</sup>

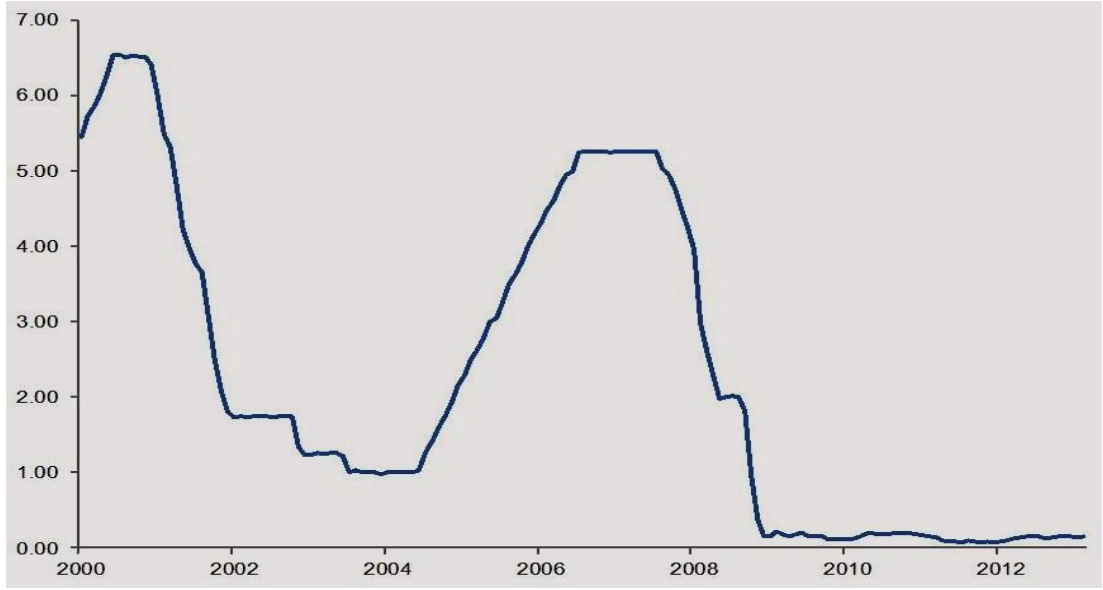
---

<sup>51</sup> Mishkin, “Is Monetary Policy Effective During Financial Crises?”, s. 6.

<sup>52</sup> A.e.

FED krizin daha fazla derinleşmesini önlemek için faiz oranlarını düşürdü. Bu, genişletici para politikası anlamına geliyordu.

**Şekil 2.5: 2000:01 – 2012:06 Döneminde Fed Gecelik Faiz Oranı Değişimi**



Kaynak: TCF, (Çevrimiçi), [http://tcf.org/assets/images/blog\\_images/20130322-effective-federal-funds-rate.png](http://tcf.org/assets/images/blog_images/20130322-effective-federal-funds-rate.png), 29 Nisan 2014.

Yukarıdaki grafik, Fed gecelik faiz oranının 2000 yılından 2012 yılı ortalarına kadar olan değişimi göstermektedir. NASDAQ Balonu'nun olumsuz etkilerini azlatmak amacıyla faiz oranının düşürüldüğünü ve 2006 yılına gelindiğinde faiz oranının %5 seviyesini aştığını daha önce belirtmiştik. Grafikte Küresel Kriz'in ortaya çıkmasıyla birlikte faiz oranının tekrar düştüğü açıkça görülmektedir. Lehman Brothers'in iflasıyla birlikte krizin iyice derinleşmesi sonucunda, faiz oranlarındaki düşüş süratle devam etmiştir.

Birinci parasal genişleme (first quantitative easing veya kısaca QE1) krizin olumsuz etkilerini ortadan kaldırmakta yetersiz kalınca FED Ağustos 2010'da ikinci parasal genişlemeye (QE2) başladı ve bu genişleme yaklaşık bir yıl boyunca devam etti. 13 Eylül 2012'de de FED üçüncü parasal genişleme (QE3) çerçevesinde piyasalara likidite sağlamaya devam edeceğini duyurdu.

Görüldüğü üzere Küresel Kriz'den sonra ABD'de genel olarak genişletici para politikası uygulanmıştır. Ekonomide likiditenin artmasıyla krizin kısa zamanda aşılması amaçlanmıştır. Sadece ABD'de değil, çoğu gelişmiş ülkede krizden çıkış reçetesi olarak genişletici para politikalar uygulanmıştır.

## **2.4.KUR SAVAŞLARI**

Birinci parasal genişlemenin (QE1) yetersiz kalması dolayısıyla FED, 2010 yılında İkinci parasal genişlemeyi (QE2) ilan etti. Bu parasal genişlemenin temel amacı yukarıda açıklananların yanı sıra ABD dolarının özellikle yuan ve euro'ya karşı değer kaybettirilmek istenmesiydi. Çoğu iktisatçı o zamana kadar ABD'nin büyük dış ticaret açığını sürdürülebilir olarak görmüştü. Ancak işsizliğin sürekli artması ve yapısal sorunların ortaya çıkması bu görüşü haksız çıkardı. FED ise doların değerini düşürerek dış ticaret açığını kapatmaya ve ülkedeki üretimin daha fazla dışarı kaymasını engellemeye çalıştı. Sonuç olarak yuan, dolar karşısında çok fazla değer kazanmaz iken, euro hem dolar hem de yuan karşısında değer kazandı. Böylece Euro Bölgesi'nde yer alan ve Almanya gibi dış ticaret fazlası veren ülkeler zor duruma düştü.

İkinci parasal genişleme reel ekonomide yeterli toparlanmayı sağlamadığı için FED 13 Eylül 2012'de üçüncü parasal genişlemeyi (QE3) ilan etti. Dolar-yuan kur rekabetinde kazanan ABD olsa dahi, yani başka bir deyişle yuan dolara karşı



değer kazansa bile bu, ABD'nin dış ticaret açığını kapatmaya ve ülkedeki üretimin daha fazla dışarı kaymasını engellemeye yetmedi. Çünkü ABD'deki ücretler ile Çin'deki ücretler arasında oldukça büyük farklılıklar söz konusudur.

## 2.5.GELİŞMİŞ ÜLKELERDE PARA POLİTİKASI STRATEJİSİ

Küresel Kriz'den önce birçok ülke örtük veya açık esnek ya da katı enflasyon hedeflemesi yapmaktaydı. FED enflasyon hedeflemesine dair sayısal bir hedef vermekten kaçınarak esnek enflasyon hedeflemesi yaparken, Avrupa Merkez Bankası ve İsveç Ulusal Bankası gibi merkez bankaları açıkça sayısal bir enflasyon hedefi belirlerler. Sonuçta ABD'de enflasyon oranları %0,5 ile %2 gibi dar bir koridorda kalmıştır.<sup>53</sup> Svensson'a göre katı enflasyon hedeflemesi altında hedef kural çok basit iken, esnek enflasyon hedeflemesi altında hedef kural çok fazla basit değildir ama oldukça sezgiseldir.<sup>54</sup> Dolayısıyla katı enflasyon hedeflemesi, merkez bankalarına yeterli esnekliği sağlamaz ve böylesine hassas bir nokta hedef belirlemek piyasalarda bazı tedirginliklere yol açabilir.

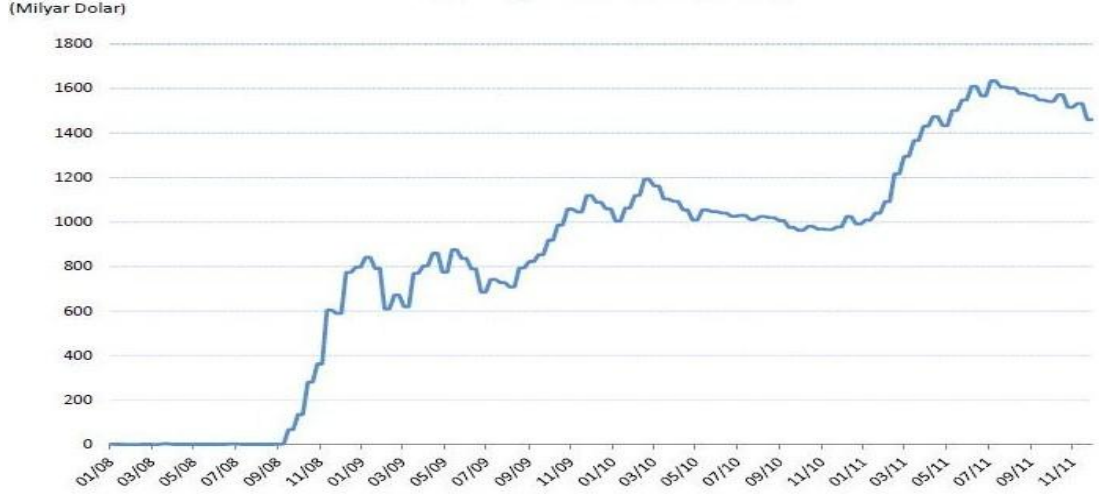
Küresel Kriz'den sonra ABD, Avrupa Birliği Ülkeleri, İngiltere ve Japonya gibi gelişmiş ülkeler krizden çıkış reçetesi olarak parasal genişleme stratejisini benimsediler. Parasal genişlemenin genel olarak üç kanal üzerinden yapıldığını söyleyebiliriz; Parasal genişlemenin genel olarak üç kanal üzerinden yapıldığını söyleyebiliriz. Birincisi faiz oranlarının düşürülmesiyle, ikincisi bankalara uzun vadeli borç vermeye ve son olarak tahvil alım programlarıyla gerçekleştirildi.

---

<sup>53</sup> Mishkin, "Monetary Policy Strategy: Lessons From the Crisis", s. 14.

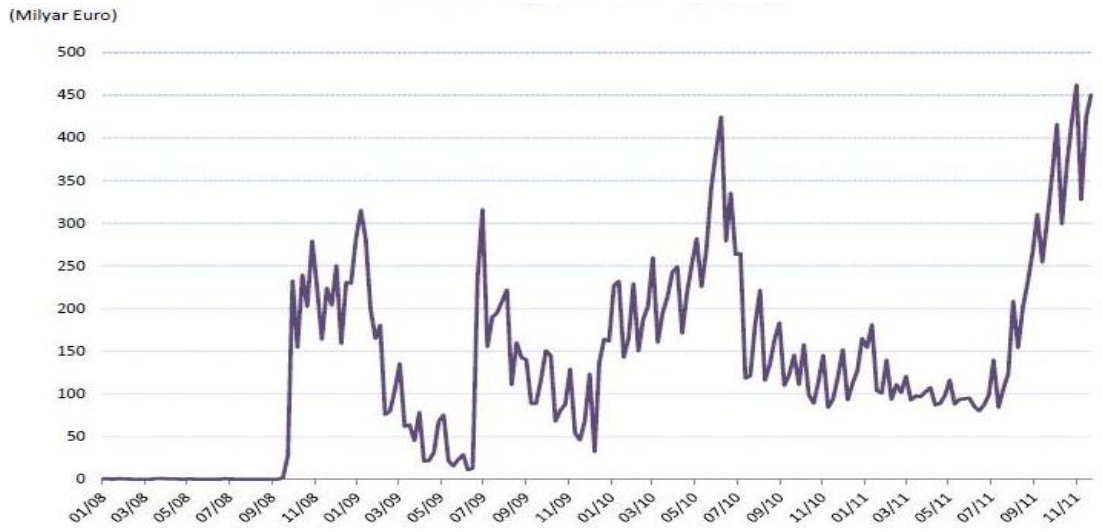
<sup>54</sup> Lars E. O. Svensson, "Inflation Targeting: Some Extensions", **Institute for International Economic Studies**, Stockholm University, 1998, s. 23.

**Şekil 2.6: 2008 – 2012 Döneminde ABD’de Parasal Taban**



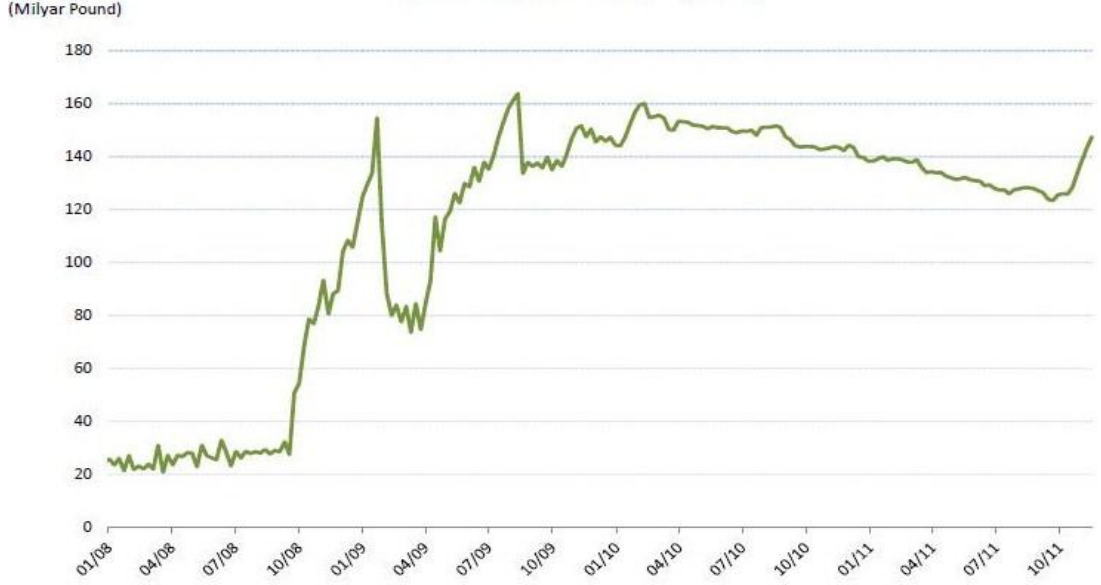
Kaynak: TCMB, Bakanlar Kurulu Sunumu, 2011, s. 15.

**Şekil 2.7: 2008 – 2012 Döneminde Euro Bölgesi’nde Parasal Taban**



Kaynak: TCMB, Bakanlar Kurulu Sunumu, 2011, s. 17.

**Şekil 2.8: 2008 – 2012 Döneminde İngiltere’de Parasal Taban**

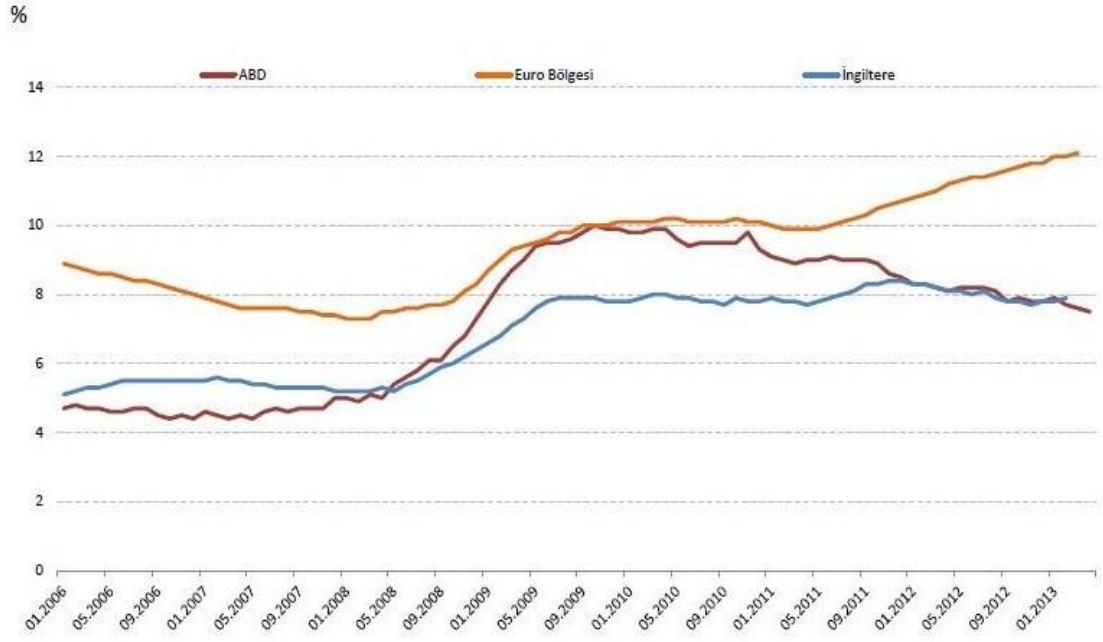


Kaynak: TCMB, Bakanlar Kurulu Sunumu, 2011, s. 16.

Yukarıdaki üç grafikte sırasıyla ABD’nin, Euro Bölgesi’nin ve İngiltere’nin fazla kaydi para cinsinden parasal taban grafiği gösterilmektedir. FED’in, Avrupa Merkez Bankası’nın (ECB) ve İngiltere Merkez Bankası’nın (BOE) Lehman Brothers’ın iflasından sonra genişletici para politikası çerçevesinde uyguladığı parasal genişlemenin boyutları açıkça görünmektedir.

2008’in son çeyreğinden 2011’in son çeyreğine kadar geçen üç yıllık zaman diliminde parasal tabanın ABD’de 1600 milyar doları, Euro Bölgesinde 450 milyar euroyu, İngiltere’de ise 140 milyar poundu aştığı görülmektedir.

**Şekil 2.9: 2006 – 2013 Döneminde ABD, Euro Bölgesi ve İngiltere’de İşsizlik Oranları**



Kaynak: TCMB, Bakanlar Kurulu Sunumu, 2013, s. 6.

Yukarıdaki şekil; ABD, Euro Bölgesi ve İngiltere’de 2006-2013 yılları arasındaki işsizlik oranlarının seyrini göstermektedir. ABD’de krizden önce %5’in altında olan işsizlik oranı krizle birlikte %10 seviyelerine ulaşmıştır. 2013 yılının hemen başında ise %8’in biraz altına inmiştir. Euro Bölgesi’nde krizden önce yaklaşık %9 olan işsizlik oranı 2013 yılının başında %12’yi aşmıştır. İngiltere’de ise krizden önce %4-6 aralığında seyreden işsizlik oranı 2013 yılının başında %8’e ulaşmıştır.

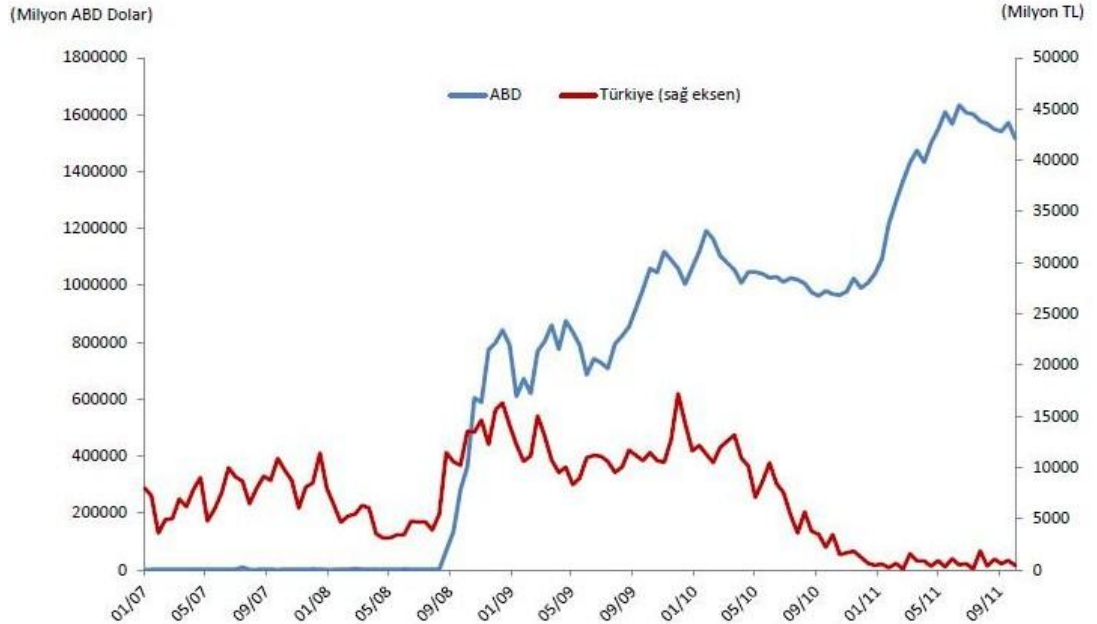
Krizin etkileri yüksek miktarda kamu borcu bulunan bazı Avrupa ülkelerinde sürse de özellikle ABD’nin finansal göstergelerinde belirgin bir düzelme olduğunu söyleyebiliriz. Örneğin; 2010 yılının son çeyreğinde ABD Dow Jones Endeksi Lehman Brothers’ın iflasından önceki seviyeye ulaştı. Ancak yukarıdaki grafikte de

görüldüğü gibi işsizlik oranları ne ABD’de ne Euro bölgesinde ne de İngiltere’de krizden önceki seviyeye ulaşmadı. Bu durum ekonomik durgunluğa tedavi olarak başvurulan parasal genişlemenin, yeni bir varlık balonuna yol açtığı anlamına gelebilir.

## 2.6.GELİŞMEKTE OLAN ÜLKELERDE PARA POLİTİKASI STRATEJİSİ

Küresel Kriz’in derinleşmesinden sonra gelişmiş ülkeler parasal genişlemeye giderken, gelişmekte olan ülkeler parasal sıkılaştırma uygulamıştır.

Şekil 2.10: 2007:01 – 2011:09 Döneminde ABD’de ve Türkiye’de Parasal Taban



Kaynak: TCMB, Bakanlar Kurulu Sunumu, 2011, s. 44.

Yukarıdaki şekil 2007'nin başından 2011'in son çeyreğine kadar geçen sürede ABD'de ve Türkiye'de parasal genişlemeyi göstermektedir. Türkiye'de krizin derinleştiği andan itibaren parasal sıkılaştırmaya gidilmemiş olsa bile, özellikle 2010 yılının ortalarından itibaren parasal tabanın sert bir biçimde daraltıldığını görüyoruz.

Küresel Kriz sırasında gelişmekte olan ülkeler, gelişmiş ülkelerin yaptığı gibi aşırı genişletici para politikası uygulamak yerine, parasal teşviklerin kontrol altında tutulmasına önem vermişlerdir. Gelişmiş ülkelerin piyasalara çok fazla likidite sağlaması sebebiyle kısa vadeli sermaye hareketlerinin yaratabileceği istikrarsızlıklara karşı bazı tedbirler alındı.

Yukarıda belirtilen amaçların öncelik sırasına göre gelişmekte olan ülkelerde iki farklı uygulama ortaya çıktı.<sup>55</sup>

**Birinci Tip Uygulama:** Parasal disiplini sağlamak amacıyla faiz oranları yüksek seviyelere çıkarılır. Kısa vadeli sermaye hareketlerinin ani bir şekilde ülkeye girip-çıkmasını önlemek amacıyla sermaye vergisi uygulanır (Brezilya, Güney Kore).

**İkinci Tip Uygulama:** Kısa vadeli faiz oranları gelişmiş ülkelerde uygulanan faiz oranlarına yakın tutulur. İç talebin ve yurtiçi kredilerin kontrolünün sağlanması için faiz dışı araçlar kullanılır (Türkiye).

---

<sup>55</sup> Erdem Başçı, "Bakanlar Kurulu Sunumu", TCMB, Nisan 2011, s. 17.

## ÜÇÜNCÜ BÖLÜM

### KÜRESEL KRİZ VE İKTİSAT POLİTİKASI

Çalışmanın bu bölümünde, ilk olarak iktisat politikaları ile onun alt politikaları olan para ve maliye politikaları ele alınmaktadır. Daha sonra Küresel Kriz'den sonra para politikası teorisinde ortaya çıkan değişiklikler ve son olarak da kriz sırasında Türkiye'de kullanılan para politikası araçları incelenmektedir

#### 3.1.İKTİSAT POLİTİKASI

“İktisat politikası, ekonomik araç ve hedefleri hiçbir kuşkuya yer bırakmayacak şekilde belirleyen kesin ve çelişkisiz olma ilkelerine bağlı kalarak eldeki tüm varsayımları o günkü sosyal ve ekonomik koşulları gözönünde bulundurarak tüm araç ve hedeflerin optimal bir biçimde gerçekleşmesini sağlayacak araçları kullanmaya çalışan politikadır.”<sup>56</sup>

Ekonomik araç ve hedeflerin kesin ve çelişkisiz olması bu noktada büyük önem taşımaktadır. Aksi halde uygulanan iktisat politikaları etkisiz kalabilmektedir. Eğer ekonomik araçlar arasında herhangi bir çelişki mevcut ise, bu durumda kullanılan araçlar karşılıklı olarak birbirlerinin etkinliğini azaltabilir. Benzer biçimde ekonomik hedefler arasında çelişki söz konusu ise, bu durumda da hedefler arasında ödünleşme ilişkisi ortaya çıkabilmektedir.

İktisat politikasının amaçları; fiyat istikrarı, tam istihdam, ödemeler dengesinin denkliliği ve ekonomik büyüme ve gelişmedir. Fiyat istikrarı ve tam istihdam,

---

<sup>56</sup> Zahide Ayyıldız Onaran, “Para Politikasına Yeni Bir Bakış: Merkez Bankası Bağımsızlığı”, Doktora Tezi, İstanbul, 1995, s. 4.

kısa dönemde iç dengeyi; ödemeler dengesinin denklığı, kısa dönemde dış dengeyi; diğer amaç ise uzun dönemde ekonomik büyüme ve gelişmeyi hedeflemektedir.<sup>57</sup>

İktisat politikasının bu amaçlarının yanı sıra finansal istikrar, gelir dağılımında adalet ve döviz piyasalarının istikrarı da eklenebilir. Ancak genel olarak iktisat politikası amaçları yukarıdaki gibidir. Ekonomide söz konusu amaçlara ulaşmak için iktisat politikasının alt politikaları olan para ve maliye politikaları kullanılır.

### 3.1.1.PARA POLİTİKASI

“Para politikası nominal milli gelir düzeyi ile ilişkili bir biçimde, para arzı ve faiz oranı arasındaki ilişkinin nasıl olması gerektiğini belirler.”<sup>58</sup> Başka bir tanımla paranın miktarını, maliyetini ve firmalar ile hane halklarının bekleyişlerini etkileyerek temel amaçlara ulaşmaya yönelik olarak oluşturulan stratejiler bütünü olarak tanımlanabilir.<sup>59</sup>

İktisat literatüründe Klasik görüşün hakim olduğu dönemde para politikasının reel ekonomi üzerinde etkisinin olmayacağı düşünülüyordu. Uygulanan para politikalarının miktar kuramı gereğince yalnızca fiyatlar genel düzeyinde yükselmeye sebep olacağı savunulmaktaydı. 1929 yılında ortaya çıkan Büyük Buhran’dan sonra iktisat politikalarına verilen önem arttı ve iktisat politikalarının makroekonomik performansı arttırabileceği görüşü ortaya çıktı. Ancak bu dönemde de para politikası, maliye politikasının gölgesinde kaldı ve etkisinin onun kadar olmadığı düşünülürdü.

---

<sup>57</sup> A.e., s. 6.

<sup>58</sup> Zahide Ayyıldız Onaran, Tülay Yazar Öztürk, “The Effects of Economic Policies and Export Promotion on Export Revenues in Developing Countries”, **Journal of Naval Science and Engineering**, Vol. 4, No.1, 2008, s. 63.

<sup>59</sup> Timur Önder, “Para Politikası: Araçları, Amaçları ve Türkiye Uygulaması”, Uzmanlık Yeterlilik Tezi, TCMB, Ankara, 2005, s. 4.



1960'ların sonlarına doğru stagflasyonun ortaya çıkmasıyla birlikte Neoklasik iktisadın bazı varsayımları (işsizlik ve enflasyon arasındaki ters yönlü ilişki gibi) geçersiz hale geldi. Milton Friedman'a göre Keynes'in hipotezi başarısız olmuştu.<sup>60</sup> Friedman, para politikasının maliye politikasına göre daha etkili olduğunu savundu ve böylece para politikasına verilen değer zamanla arttı.

### 3.1.1.1.PARA POLİTİKASININ AMAÇLARI

Para politikası gerek Yeni Neoklasik Sentez'deki yeri, gerekse Küresel Kriz sırasında merkezi bir konumda olması bakımından büyük önem taşımaktadır. ‘‘Para politikası, nihai politika hedeflerine ulaşmak için parasal araçlarının kullanımını içerir.’’<sup>61</sup> Para politikasının amaçlarını şu şekilde sıralayabiliriz:

- Fiyatlar genel düzeyinde istikrarın sağlanması (Fiyat istikrarı),
- Arzu edilen düzeyde ekonomik büyüme hızına ulaşılması (Ekonomik büyüme),
- Ödemeler dengesinde denkliğin sağlanması (Ödemeler dengesi denkliği),
- İşsizliğin arzu edilen düzeye düşürülmesi (Tam istihdam).<sup>62</sup>

Bunlar para politikasının nihai hedefleridir. Daha önce de belirtildiği gibi bu hedefler gerçekleştirildiğinde kısa dönemde iç ve dış denge sağlanmış olacak ve uzun dönemde de istenilen duruma ulaşılabilecektir.

---

<sup>60</sup> Milton Friedman, Anna J. Schwartz, “The Role of Money”, **National Bureau of Economic Research**, 1982, s. 621.

<sup>61</sup> Glenn Hoggarth, “Introduction to Monetary Policy”, **Centre for Central Banking Studies**, Bank of England, London, 1996, No.1, s. 24.

<sup>62</sup> Onaran ve Öztürk, “The Effects of Economic Policies and Export Promotion on Export Revenues in Developing Countries”, s. 64.

“Merkez Bankası bu amaçlara ulaşabilmek için hem yapısal makroekonomik modeller geliştirmeli hem de çeşitli kaynaklardan gerekli bilgileri toplamalıdır.”<sup>63</sup>

### 3.1.1.1.1.FİYAT İSTİKRARI

“Fiyat istikrarı, genel bir tanım çerçevesinde, insanların yatırım tüketim ve tasarrufa yönelik kararlarında dikkate almaya gerek duymadıkları ölçüde düşük bir enflasyon oranını ifade eder.”<sup>64</sup> Başka bir tanımla fiyat istikrarı, sabit bir fiyat düzeyini veya düşük seviyede enflasyon oranını ifade eder.<sup>65</sup>

Fiyatlar genel düzeyinin yıllık ortalama artış hızı bize enflasyon oranını verir ve enflasyon ekonomide belirsizlikler yarattığı için, gelişmekte olan ülkelerde %1-2 ve gelişmiş ülkelerde %5’e kadar fiyatlar genel düzeyi yükselmesi normal kabul edilebilir.<sup>66</sup> Bu oranlar ülkelerin gelişmişlik düzeylerine göre değişse de fiyatlar genel düzeyindeki artış yüksek, sürekli ve bireylerin yatırım, tasarruf ve tüketim kararlarını etkiliyorsa, o ülkede enflasyonun varlığından söz edilebilir.

Bir ülkede finansal istikrarın sağlanamaması, ülke ekonomisi açısından bazı olumsuz sonuçlara yol açabilir. Bunları şu şekilde sıralayabiliriz;

- Fiyatlar genel düzeyindeki istikrarsızlık her şeyden önce ekonominin geneli üzerinde belirsizlik ortamı yaratacaktır. Bu belirsizlik ortamı hem tüketicileri hem de üreticileri olumsuz yönde etkileyecektir.

<sup>63</sup> Ben S. Bernanke, Michael Woodford, “Inflation Forecasts and Monetary Policy” **National Bureau of Economic Research**, Cambridge, No.79, No.1, 1997, s. 49.

<sup>64</sup> Önder, “Para Politikası: Araçları, Amaçları ve Türkiye Uygulaması”, s. 6.

<sup>65</sup> Otmar Issing, “Monetary and Financial Stability: Is there a trade-off?” **Conference on Monetary Stability, Financial Stability and the Business Cycle**, 2003, s. 1.

<sup>66</sup> Onaran, “Para Politikasına Yeni Bir Bakış: Merkez Bankası Bağımsızlığı”, s. 17.

- Paradan kaçış olgusu tasarruflar üzerinde negatif etki yaratır.<sup>67</sup> Özellikle Türkiye gibi iç tasarrufları düşük olduğundan, büyümeyi dış tasarruflarla sürdüren gelişmekte olan ülkelerde fiyat istikrarının sağlanamaması durumunda zaten yetersiz düzeyde olan iç tasarruflar daha da azalır. Bu da cari açığın daha fazla artmasına sebebiyet verir.
- Yatırımların azalmasına yol açar.
- Ekonomide iç ve dış dengeler bozulur.<sup>68</sup>
- Toplumun genel refahının düşmesine ve gelir eşitsizliğinin artmasına neden olur. Çünkü enflasyon, sabit gelirli bireylerin gelirleri üzerinde doğal vergi etkisi yaratır.
- Yüksek enflasyon oranı nakit para üzerinde vergi etkisi yaratması nedeniyle ekonomide paranın rolünü azaltır. Ekonomide paranın rolünün azalması para politikası rolünün de azalmasına sebep olur ki bu durumda piyasalar daha fazla kırılgan hale gelir.

### 3.1.1.1.2.TAM İSTİHDAM

Tam istihdam, ülke içindeki bütün bireylerin iş hayatları boyunca verimli bir şekilde çalışması ve ekonomide hiç işsizliğin olmadığı anlamına gelmez.<sup>69</sup> Çünkü her ekonomide geçici işsizlik söz konusu olabilir. Bireyler belirli dönemlerde çalışma hayatına ara vermek isteyebilir veya daha iyi bir iş bulmak için mevcut işinden ayrılarak iş arayabilir. Bu tür işsizliğe geçici işsizlik adı verilir ve bu işsizlik türü tam istihdam kavramından söz edilirken göz önünde tutulmaz.

---

<sup>67</sup> A.e.

<sup>68</sup> A.e.

<sup>69</sup> William H. Beveridge, **Full Employment in A Free Society**, London, 1944, s. 18.

Tam istihdam, bireylerin işsiz kalma sürelerinin fazla olmaması ve eski işlerine dönme veya yeni bir iş bulma sürelerinin çok kısa olması anlamına gelir.<sup>70</sup> Dolayısıyla kısa dönemde geçici işsizliğin bulunması, ekonominin eksik istihdamın olduğu anlamına gelmemektedir.

“Tam istihdamın para politikasının bir hedefi olarak seçilmesi 1929 Dünya Ekonomik Krizine dayanmaktadır.”<sup>71</sup> 1929’dan önce ekonomide Miktar Kuramı’nın geçerli olduğu düşünüldüğünden, işsizliği azaltmak için uygulanacak para politikalarının sadece fiyatlar genel düzeyinde yükselişe sebep olacağı kabul edilmekteydi. Ancak Keynes’in yapmış olduğu katkılardan sonra ekonominin her zaman ve kendiliğinden tam istihdama ulaşılmasının güç olduğu genel kabul görmeye başladı. Hatta Monetarist görüşe göre bile kısa dönemde para politikalarının işsizlik oranlarını etkileyebileceği kabul edildi.

Tam istihdamın iki amacından söz edebiliriz.

- Konjonktürel işsizliğin önlenmesi,
- Yapısal, mevsimlik ve arazi işsizlik türlerinin giderilmesi ya da ortadan kaldırılmasıdır.<sup>72</sup>

### **3.1.1.1.3.EKONOMİK BÜYÜME**

Ekonomik büyüme belirli bir dönemde (genellikle bir yıl) Milli Gelirde meydana gelen artış hızı olarak ifade edilebilir. Ancak hangi büyüme hızının uygun

---

<sup>70</sup> A.e.

<sup>71</sup> Onaran, “Para Politikasına Yeni Bir Bakış: Merkez Bankası Bağımsızlığı”, s. 15.

<sup>72</sup> A.e., s. 15.

olduğu sorusuna kesin bir cevap verilememiştir. Dolayısıyla ekonomik büyümenin genel anlamıyla reel milli gelirdeki artış olduğunu söyleyebiliriz.<sup>73</sup>

“1980’lerin ikinci yarısında ortaya çıkan içsel büyüme teorilerine (endogenous growth theories) kadar büyüme literatürüne Solow (1956) tarafından geliştirilen neo klasik anlayış hakim olmuştur.”<sup>74</sup> Solow’un modeline göre, büyüme nüfus artış hızına ve teknolojik gelişmeye bağlıdır.<sup>75</sup> Dolayısıyla bu modele göre bir ülkede ekonomik büyümenin gerçekleşebilmesi için nüfus artışının olması ve teknolojinin gelişmesi gereklidir.

İçsel büyüme teorileri ise teknolojik gelişmeyi içsel bir değişken olarak görmektedir. Ayrıca eski büyüme modelleri sermayenin azalan getirisini kabul ederken; yeni büyüme modelleri beşeri sermayeyi de kapsadığı için sermayenin artan getirisinin olabileceğini ve dolayısıyla uzun dönemde büyümenin sürdürülebileceğini kabul etmektedirler.<sup>76</sup>

Ekonomik büyümenin gerçekleşmesinde tasarruf oranları önemli yer tutmaktadır. İç tasarrufların yeterli olmadığı ülkelerde dış tasarruflar ülkeye çekilerek büyüme gerçekleştirilebilir. Ancak bu durum cari açığın oluşmasına veya böyle bir sorun varsa bunun daha da artmasına sebep olabilir.

### 3.1.1.1.4.ÖDEMELER DENGESİ DENKLİĞİ

---

<sup>73</sup> A.e., s. 18.

<sup>74</sup> Muhsin Kar, Sami Taban, “Kamu Harcama Çeşitlerinin Ekonomik Büyüme Üzerine Etkileri” **Ankara Üniversitesi SBF Dergisi**, t.y., s. 147.

<sup>75</sup> N. Gregory Mankiw, David Romer, David N. Weil, “A Contribution to the Empirics of Economic Growth”, **National Bureau of Economic Research**, Cambridge, No. 3541, 1990, s. 4.

<sup>76</sup> Kar ve Taban, “Kamu Harcama Çeşitlerinin Ekonomik Büyüme Üzerine Etkileri”, s. 149.

“Ödemeler dengesi, geniş anlamıyla, bir ekonomide yerleşik kişilerin (Genel Hükümet, Parasal Otorite, Bankalar, Diğer Sektörler), diğer ekonomilerde yerleşik kişiler (yurtdışında yerleşikler) ile belli bir dönem içinde yapmış oldukları ekonomik işlemlerin sistematik kayıtlarını elde etmek üzere hazırlanan istatistiki bir rapordur.”<sup>77</sup>

Ödemeler bilançosu başlıca iki bölümden oluşur, cari denge ve sermaye hesabı.<sup>78</sup>

### 1- Cari İşlemler Hesabı;

- ✓ Mal ve hizmetler,
- ✓ Gelirler,
- ✓ Cari transferlerden (Karşılıksız transferler).<sup>79</sup>

### 2- Sermaye ve Finans Hesapları

#### a- Sermaye Hesabı

#### b- Finans Hesapları

- ✓ Doğrudan yatırımlar,
- ✓ Portföy yatırımları,
- ✓ Finansal türevler,
- ✓ Diğer yatırımlar,
- ✓ Rezerv varlıklar.<sup>80</sup>

### 3- Net Hata ve Noksan

<sup>77</sup> TCMB, Ödemeler Dengesi İstatistiklerine İlişkin Yöntemsel Açıklama, t.y., (Çevrimiçi), <http://www.tcmb.gov.tr/odemedenge/odemet.pdf>, 20 Nisan 2014, s. 4.

<sup>78</sup> Murat Çak, **Türkiye’de Cari Açık**, İstanbul, Beşir Kitabevi, 2013, s. 18.

<sup>79</sup> A.e., s. 6.

<sup>80</sup> Çak, **Türkiye’de Cari Açık**, s. 21-23.

Çift taraflı muhasebe sisteminden dolayı cari işlemler hesabı her zaman sermaye ve finans hesabı ile eşit olmak durumundadır.

“Ancak, verilerin değişik kaynaklardan elde edilmesi, değerlendirme, ölçme, ve kayıt zamanı farklılıkları yaratmakta: sonuç itibarıyla oluşan farklar Net Hata ve Noksan (NHN) kalemine kalıntı şeklinde yansımaktadır.”<sup>81</sup>

Cari açık Türkiye'nin en önemli sorunlarından biridir. Tasarruf oranlarının düşük olması ve ihracatın ithalata bağımlılığı, Türkiye'de cari açığın temel sebepleridir ve bu durum ülke ekonomisini kırılgan ve zayıf hale getirmektedir. Türkiye'de cari açık sorunu, ilerleyen bölümlerde daha ayrıntılı bir biçimde ele alınacaktır.

### **3.1.1.2.PARA POLİTİKASI STRATEJİSİ**

İki çeşit para politikası stratejisinden bahsedilebilir: Tek aşama stratejisi ve iki aşama stratejisi.<sup>82</sup>

Tek aşama stratejisinde merkez bankası para politikası amacına ulaşmak için ara hedef belirlemez. Bunun yerine para politikası araçları kullanılarak doğrudan amaçlara ulaşılmaya çalışılır.

İki aşama stratejisinde de para politikası araçları kullanılarak nihai hedefe ulaşılmaya çalışılır. Ancak doğrudan değil, ara hedefler kullanılarak nihai hedef gerçekleştirilir.

---

<sup>81</sup> A.e., s. 24.

<sup>82</sup> Onaran, “Para Politikasına Yeni Bir Bakış: Merkez Bankası Bağımsızlığı”, s. 24.

Para politikası stratejisi sürecinin aşamaları şunlardır:

- Para politikasının nihai hedefinin belirlenmesi,
- Nihai hedefi yönlendirecek ara hedefin belirlenmesi,
- Ara hedefi yönlendirecek operasyonel hedefin belirlenmesi,
- Göstergelerin belirlenmesi,
- Kullanılacak para politikası araçlarının seçimi.<sup>83</sup>

Operasyonel hedef, merkez bankasının günlük işlemleri ile etkileyebileceği endojen büyüklüktür ve bu hedef piyasa aktörleri tarafından da etkilenmektedir.<sup>84</sup> Operasyonel hedef, ara hedefe ulaşmak için kullanılan araç niteliğindedir. Kısa vadeli faizleri ve rezerv parayı operasyonel hedefe örnek olarak verebiliriz.

Ara hedef, operasyonel hedefin amacıdır. Diğer bir deyişle ara hedefe ulaşmak için operasyonel hedef kullanılır. Monetaristlere göre para arzı, Keynesyenlere göre faiz oranı, Yeni Keynesyenlere göre ise döviz kuru ara hedef olarak gösterilebilir.<sup>85</sup>

Nihai hedef ise ara hedefin amacıdır. Yukarıda belirtilen ara hedefler kullanılarak ekonomik büyüme, fiyat istikrarı, tam istihdam gibi nihai amaçlara ulaşılmaya çalışılır.

---

<sup>83</sup> Paya, **Para Teorisi ve Para Politikası**, s. 161-162

<sup>84</sup> **A.e.**, s. 163.

<sup>85</sup> David Gowland, **Money, Inflation and Unemployment: The Role of Money in the Economy**, 1991, s. 8.



**Tablo 3.1: Ekonomi Politikalarının Aşamaları**

Politika Kararları	Enstrümanlar	Operasyonel Hedefler	Ara Hedefler	Nihai Hedefler	Öncü Göstergeleri
<b>Para Politikaları</b>	- Açık Piyasa İşlemleri - Reeskont Penceresi - Zorunlu Karşılıklar - Likidite İhtiyaçları	- Kısa Vadeli Faizler - Parasal Kogul Göstergesi (MCI) - Net İç Varlıklar - Rezerv Para - Mevduat Bankalarının Serbest Tedfiatları	- Parasal Büyüklükler - Nominal Döviz Kurları - Nominal GDP Büyümesi - Enflasyon Tahmini	- Dezenflasyon ve Fiyat İstikrarı - İstihdam - Büyüme - Uluslararası Rezervlerdeki Artış	- Beklenen Enflasyon Oranı - Parasal Büyüklükler - Getiri Eğrisinin Eğimi - Hammaddelerin Fiyatı - Nominal Döviz Kurları
<b>Bankacılık Sistemi</b>	- Basiretli Düzenlemeler - Düzenli Denetimler		- Ödeme Gücünü Geliştirmek - Risk Dağılımını Geliştirmek - Riskli Kredilere Yeterli Karşılık Ayırmak	- Finansal Sistemin Etkinliğini ve Denetliğini Geliştirmek - Olumsuz Şoklarla Başa Çıkabilmek İçin Finansal Sistemi Güçlendirmek	- CAMEL Göstergeleri - Operasyonel Etkinliği, Aktif Kalitesini ve Karlılığı Ölçen Diğer Göstergeler
<b>Maliye Politikaları</b>	- Vergi Sistemi - Harcamaların Seviyesi ve Kompozisyonu - Kamu Borç Yönetimi - Özelleştirmeler	- Faiz Dışı Mali Dengesi	- Konsolide Mali Denge - Operasyonel Mali Denge	- Kamu Açığının Sürdürülebilirliğinin Sağlanması - Reel Faiz Oranlarının Azaltılması - Yerel Paranın Sürekli Bir Biçimde Reel Değer Kaybına Neden Olmaması	- Vergi Toplama - İhtiyari ve İhtiyari Olmayan Harcamalar
<b>Ödemeler Dengesi</b>	- (Dış) Ticaret Politikası - Dış Borç Yönetimi - Finansal Politikalar (Sermaye Hesabının Dışına Açıklığına Bağlı Olarak)			- Dış Borcun Sürdürülebilirliğinin Sağlanması - Kaynak Dağılımını Geliştirmek	- İhracatın ve İthalatın Seviyesi ve Kompozisyonu - Özel Sektör Dış Borcunun Belirli - Kısa Vadeli Sermaye Hareketlerinin Gelişimi - Faiz Dışı ve Cari İşlemler Dengesinin GDP'ye Oranı
<b>Yapısal Reformlar</b>	- Liberalizasyonlar - Özelleştirmeler - Adalat Sisteminin Geliştirilmesi - Vergi ve Harcama Reformları - Kamu Yönetiminin Geliştirilmesi		- Emek Piyasası Esnekliği - Yerli ve Yabancı Yatırımların Büyütülmesi - Bürokratik İşlemlerin Azaltılması	- Potansiyel GDP'yi Arttırmak - Olumsuz Şoklarla Başa Çıkarak İçin Ekonomiyi Daha İyi Bir Hale Getirmek	

Kaynak: Önder, T., "Para Politikası: Araçları, Amaçları ve Türkiye Uygulaması", Uzmanlık Yeterlilik Tezi, TCMB, Ankara, 2005, s. 5.

Para politikası problemlerini ise şu şekilde sıralayabiliriz:

- En iyi ara hedefin seçilmesi,
- Ara hedefe ulaşılması,
- Ara hedefin nihai hedefle bağlantısı,

- Gecikme sorunu.<sup>86</sup>

### 3.1.2.MALİYE POLİTİKASI

“Maliye politikası; hükümet harcamalarının toplamını, zamanlamasını, düzeyini ve/veya vergi ödemelerinin düzeyini zamanlamasını ve yapısını değiştiren önlemlerin tümüne denir.”<sup>87</sup>

Başka bir şekilde; kamu kesiminin, maliye politikası araçlarını kullanarak ekonomik hedefleri istenilen yönde etkileme çabaları olarak tanımlanabilir.

#### 3.1.2.1.MALİYE POLİTİKASININ AMAÇLARI

Maliye politikasının amaçlarını şu şekilde sıralayabiliriz:

- Ekonomik istikrarın sağlanması (hem deflasyonist hem de enflasyonist eğilimlere karşı),
- Tam istihdama ulaşılması,
- Ekonomik büyüme ve gelişmenin gerçekleştirilmesi,
- Ekonomide yaşam standartlarının yanı sıra servet ve gelir dağılımının iyileştirilmesi.<sup>88</sup>

---

<sup>86</sup> Onaran, “Para Politikasına Yeni Bir Bakış: Merkez Bankası Bağımsızlığı”, s. 24.

<sup>87</sup> A.e., s. 31.

<sup>88</sup> Onaran ve Öztürk, “The Effects of Economic Policies and Export Promotion on Export Revenues in Developing Countries”, s. 63.

### 3.1.2.1.1.EKONOMİK İSTİKRARIN SAĞLANMASI

Ekonomik istikrarın sağlanması için fiyat istikrarının ve tam istihdamın sağlanması gereklidir. Ekonomide toplam arzın toplam talepten daha düşük seviyede olması enflasyonist baskıya yol açar.

Enflasyonist baskılara karşı koymanın iki yolu vardır.

- Bütçe giderleri azaltılıp, gelirlerin arttırılmasıyla bütçe fazlası meydana getirilir ve böylece toplam talep toplam arz düzeyine indirilebilir.<sup>89</sup> Toplam talebin toplam arz düzeyine indirildikçe, enflasyonist etkiler azalmaya başlayacaktır.
- Kamu harcamalarının ve vergilerin selektif olarak kullanılarak, toplam arzın toplam talep düzeyine çıkarılmasıdır.<sup>90</sup>

Ekonomide toplam arzın toplam talepten daha yüksek seviyede olması ise deflasyonist baskıya yol açar. Böyle bir durumda da yine maliye politikası araçları para politikası araçlarıyla uyumlu bir şekilde kullanılarak, toplam arzın düşürülmesi ya da toplam talebin arttırılması gerekir.

### 3.1.2.1.2.TAM İSTİHDAMA ULAŞILMASI

“Enflasyon ve deflasyon ile mücadele ederek başarıya ulaşmak tam istihdamın sağlanmasını gerçekleştirmiş olacaktır.”<sup>91</sup> Dolayısıyla toplam talep ve toplam

---

<sup>89</sup> Onaran, “Para Politikasına Yeni Bir Bakış: Merkez Bankası Bağımsızlığı”, s. 33.

<sup>90</sup> A.e.

<sup>91</sup> A.e., s. 35.

arızı eşitlemek amacıyla uygulanan maliye politikaları, hem ekonomik istikrarın sağlanması hem de tam istihdama ulaşılması açısından önem taşımaktadır.

Kamu harcamalarındaki artış, yatırımlardan daha çok özel tüketim üzerinde arttırıcı etki yapar.<sup>92</sup> Eksik istihdamın söz konusu olduğu bir ekonomide kamu harcamalarının ve onun etkisiyle tüketimin arttırılması toplam talepte ve ekonominin genelinde bir büyümeye yol açabilir. Üreticiler toplam talebe karşılık verebilmek amacıyla üretim kapasitelerini genişletebilirler ve böylece maliye politikası tam istihdam hedefi üzerinde etkili olabilir. Bunun dışında toplam talebin artması sonucu fiyatlar genel düzeyinin artması, reel ücretlerde bir düşüşe yol açar. Durum da yine istihdamın artmasına yardımcı olur.

### **3.1.2.1.3.EKONOMİK BÜYÜME VE GELİŞMENİN GERÇEKLEŞTİRİLMESİ**

Kamu kesimi maliye politikası araçlarını kullanarak ekonomik büyüme ve gelişme hedefini gerçekleştirebilir. Burada dikkat edilmesi gereken nokta para ve maliye politikalarının birbirleriyle uyumlu olması gerektiğidir.

Maliye politikası araçları kullanarak genişletici veya daraltıcı politikalar uygulanabilir (ekonominin bulunduğu şartlara göre değişebilir). Böylece tüketim yatırım gibi büyüme üzerinde etkili olan etmenler etkilenecek ekonomik büyüme sağlanabilir.

---

<sup>92</sup> Antonio Fatas, Ilian Mihov, "The Effects of Fiscal Policy on Consumption and Employment: Theory and Evidence", **Tilburg University, ECARES, University of Toulouse and the European Summer Symposium on International Macroeconomics**, 1998, s. 19.

### 3.1.2.1.4.YAŞAM DÜZEYİNİN VE GELİR DAĞILIMININ İYİLEŞTİRİLMESİ

Ekonomik büyümenin gerçekleşmesi genel itibariyle toplumun yaşam düzeyini artırır. Ancak toplumun genel refahının artması, elde edilen büyümeden farklı gelir düzeyindeki grupların ne ölçüde faydalandıkları ile ilişkilidir.

Özellikle gelişmiş ülkelerde, gelir dağılımını yeniden düzenlemeye yönelik politikaların aktif olarak uygulanması, ekonomik büyüme ile gelir dağılımı arasında ödünleşme ilişkisi ortaya çıkarabilir.<sup>93</sup> Şöyle ki, düşük gelirli bireylerin geliri arttığında tüketime daha fazla yönelmektedirler. Ancak yüksek gelirli bireylerin geliri arttığında tasarruflar daha fazla artmaktadır (Bu marjinal tasarruf eğilimiyle ilgilidir ve burada düşük gelirli bireylerin marjinal tasarruf eğiliminin daha yüksek olduğu varsayılmaktadır). Dolayısıyla artan tasarruflar yatırıma dönüşeceğinden gelir eşitliğinin sağlanması ile büyüme arasında bir ödünleşme ilişkisinin varlığından söz edilebilir.

Maliye politikalarının gelir eşitliğini sağlaması için;

- Veraset ve intikal vergisini dik artan oranlı hale getirilebilir,
- Harcama vergileri derecelendirilebilir,
- Artan oranlı vergi politikaları uygulanabilir.<sup>94</sup>

---

<sup>93</sup> Robert J. Barro, 'Inequality, Growth, and Investment', **National Bureau of Economic Research**, Cambridge, No:7038, 1999, s. 32.

<sup>94</sup> Onaran, "Para Politikasına Yeni Bir Bakış: Merkez Bankası Bağımsızlığı", s. 36.

### **3.1.2.2.MALİYE POLİTİKASININ ARAÇLARI**

Maliye politikasının araçlarını şu şekilde sıralayabiliriz:

- Kamu harcamaları,
- Kamu gelirleri,
- Borçlanma.<sup>95</sup>

Ayrıca bütçe politikası da maliye politikası aracı olarak değerlendirilebilir.

#### **3.1.2.2.1.KAMU HARCAMALARI**

Kamu harcamaları özellikle ekonomideki toplam talebi etkilemek için kullanılır. Kamu harcamalarının arttırılması genişletici maliye politikası anlamına gelir ki bu durumda toplam talepte bir artış görülür. Kamu harcamalarının azaltılması ise toplam talebi düşürücü etki yaratır. Yani böyle bir politika daraltıcı maliye politikası anlamına gelir.

Eğer ekonomide deflasyonist baskı söz konusu ise, yani toplam talep toplam arzdan daha düşük ise; bu durumda kamu harcamaları arttırılarak toplam ile talep toplam arz arasındaki fark kapatılmaya çalışılır. 1929 yılında ortaya çıkan Büyük Buhran sırasında bu tarz maliye politikaları sıkça uygulanmıştır.

Ekonomik konjonktürün böyle olduğu dönemlerde kamu harcamalarındaki uygun artış durumun daha da kötü hale gelmesini pratik olarak önler.<sup>96</sup> Eğer ekono-

---

<sup>95</sup> A.e., s. 38.

mide toplam talep, toplam arzdan daha fazla ise, yani ekonomide enflasyonist baskı söz konusuysa bu durumda kamu harcamaları kısılarak toplam talebin düşmesi ve toplam arz seviyesine gelmesi sağlanabilir.

### 3.1.2.2.2.KAMU GELİRLERİ

En önemli kamu geliri vergilerdir. ‘‘Kamu harcamalarının aksine vergi oranları çabuk değiştirilebilmekte ve bu yüzden kısa dönem istikrar – maliye politikasının temel aracı olarak kabul edilmiştir.’’<sup>97</sup> Dolayısıyla uzun vadeli hedefleri gerçekleştirmek için kamu harcamalarına, daha kısa vadeli hedefleri gerçekleştirmek için ise vergilere başvurulabilir.

Genel olarak iki tür vergiden söz edebiliriz: Dolaysız vergiler ve dolaylı vergiler. Vergi sisteminin iyi işlemesi için her iki vergi türünde de etkinlik sağlanmalıdır. Gelişmiş ülkelerde vergi sistemi daha iyi işlemektedir. Çünkü gelişmiş ülke ekonomilerinde kayıt dışı istihdam genel olarak düşük seviyelerdedir.

Kayıt dışı istihdamın belirlenmesinde her ne kadar bazı zorluklar bulunsa da, bulgular gelişmekte olan ülkelerde kayıt dışı istihdamın daha yaygın olduğunu göstermektedir.<sup>98</sup> Türkiye’de de kayıt dışı istihdamın azaltılması için caydırıcı önlemlerin alınması, denetimlerin artırılması ve böylece kamu gelirlerinin artması sağlanmalıdır.

---

<sup>96</sup> Antonio Spilimbergo, v.d., **Fiscal Policy fort he Crisis**, International Monetary Fund, 2008, s. 5.

<sup>97</sup> Onaran, ‘‘Para Politikasına Yeni Bir Bakış: Merkez Bankası Bağımsızlığı’’, s. 40

<sup>98</sup> Hakan Erkuş, Kadir Karagöz, ‘‘Türkiye’de Kayıt Dışı Ekonomi ve Vergi Kaybının Tahmini’’ **SGB Maliye Dergisi**, Sayı 156, 2009, s. 139.

### 3.1.2.2.3.BORÇLANMA

İki tür borçlanmadan söz edilebilir: Dış borçlanma ve iç borçlanma.

İç borçlanma, piyasadaki para miktarını azalttığından ekonomide daraltıcı etki yapar. Dolayısıyla iç borçlanmayı daraltıcı para politikası olarak nitelendirebiliriz. Devlet Dış borçlanma ise ekonomide genişletici etki yapar. Türkiye'nin IMF'den aldığı borçları buna örnek olarak gösterebiliriz.

“Maliye politikası, kamu harcama politikasını veya vergi oranlarını değiştirerek borç seviyesine tepki verebilir.”<sup>99</sup> Dış borçların Milli Gelire oranı büyük önem taşımaktadır. Çünkü bu oranın artması ekonomik riski artırır. Özellikle 2011 Avrupa Borç Krizi'nden sonra mali sıkıntı içinde olan avrupa ülkeleri, dış borçları azaltmak için daraltıcı maliye politikası kapsamında kamu harcamalarını kısmayı ve vergi oranlarını arttırmayı denediler.

### 3.1.2.2.4.BÜTÇE

Kamu harcamalarının kamu gelirlerine eşit olması durumu bütçe denkliliğini ifade eder. Bir ekonomide toplam talep toplam arzdan fazlaysa enflasyonist baskı görülür. Böyle bir ortamda kamu harcamaları azaltılır ve/veya vergi oranları yükseltilir. Böylece bütçe fazlası verilir. Ekonomide deflasyon olduğu durumda ise bütçe açığı politikası uygulanmalıdır.

---

<sup>99</sup> Francesco Giavazzi, Marco Pagano, “Non-Keynesian Effects of Fiscal Policy Changes: International Evidence and the Swedish Experience”, **National Bureau of Economic Research**, Cambridge, 1995, s. 1.



### 3.2.FAİZ DIŞI ARAÇLARIN KULLANIMI

İktisadi hedefler arasında genellikle ödünleşme ilişkisi bulunmaktadır. Örneğin birçok iktisatçı büyüme ile gelir dağılımı arasında ters yönlü ilişki olduğunu kabul eder. Dolayısıyla büyüme amacına yönelik kullanılan iktisat politikası aracı, gelir dağılımında adaletsizliğe sebep olabilir. Tek bir iktisat politikası aracıyla hem büyüme hem de gelir dağılımında adalet sağlanamaz. Hem büyümeyi hem de gelir dağılımında adaleti sağlamak için birden fazla araca ihtiyaç duyulur.

Jan Tinbergen'e göre, iktisat politikasında araçlar ile amaçlar arasında niceliksel eşitlik olmalıdır. Bağımlı değişken (iktisadi amaç) sayısı bağımsız değişken(iktisadi araç) sayısına eşit olduğu takdirde, bağımlı değişkenler arasında ödünleşme ortaya çıkmaz ve birden fazla iktisadi amaca ulaşılabilir. "Ancak bu koşul karşılanmadığında, araçlar amaçlardan daha az olduğunda, amaçlar arasında rekabet ilişkisi ve dolayısıyla **ödünleşme ilişkisi** (trade-off) ortaya çıkmaktadır."<sup>100</sup>

Küresel Kriz'in ortaya çıkmasındaki en büyük neden, merkez bankalarının sadece fiyat istikrarını önemsemesi ve finansal istikrarın pratikte oldukça önemsiz kalmasıydı. Krizle birlikte ülkeler fiyat istikrarının yanı sıra finansal istikrarın da sağlanması gerektiğinin farkına vardılar.

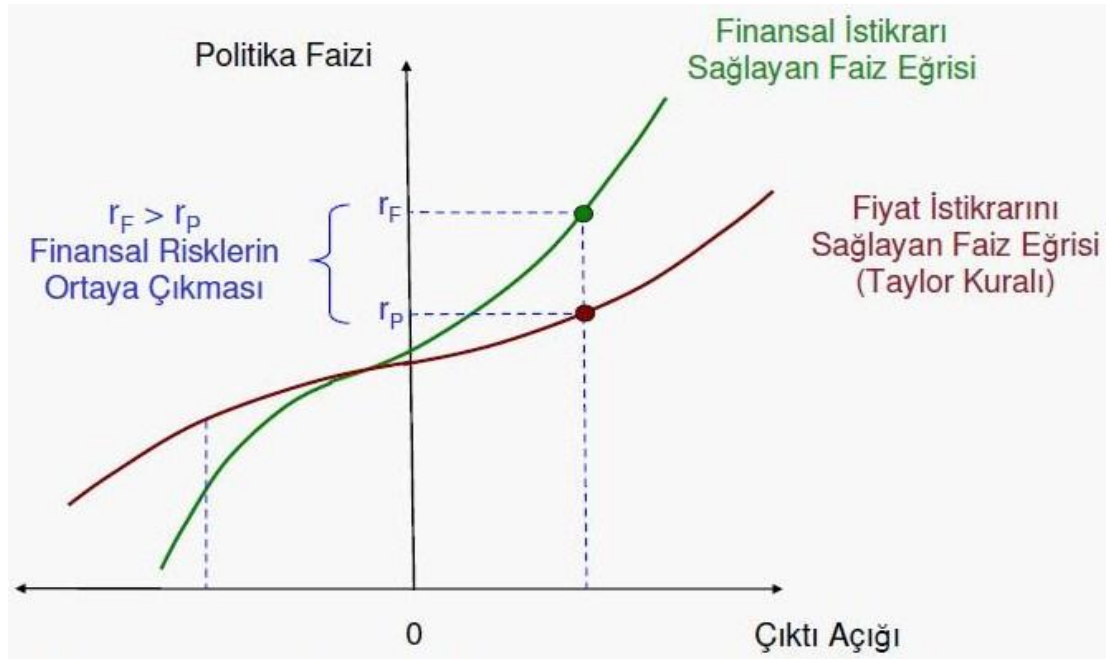
Fiyat istikrarı hedefi ile finansal istikrar hedefi arasında ödünleşme ilişkisi söz konusu olabilmektedir. Çünkü bu iki amaca ulaşabilmek için gerekli olan faiz seviyesi birbirinden farklı olabilir. Ayrıca finansal istikrarsızlığa sebep olabilecek bazı durumlar fiyat istikrarının sağlanmasına katkı sağlayabilmektedir.

---

<sup>100</sup> Paya, **Küresel ortamda iktisat politikaları**, s. 57.

Finansal istikrarın da fiyat istikrarı gibi pratikte önem kazanmasıyla birlikte iktisadi amaç sayısında artış meydana gelmiştir. Dolayısıyla Jan Tinbergen'in de belirttiği gibi fiyat istikrarı amacı ile finansal istikrar amacı arasında ödünleşme ilişkisinin ortadan kalkması için kullanılan iktisadi araç sayısında da artış gerçekleşmiştir.

**Şekil 3.1: Faiz Dışı Araçların Kullanılmadığı Durum**

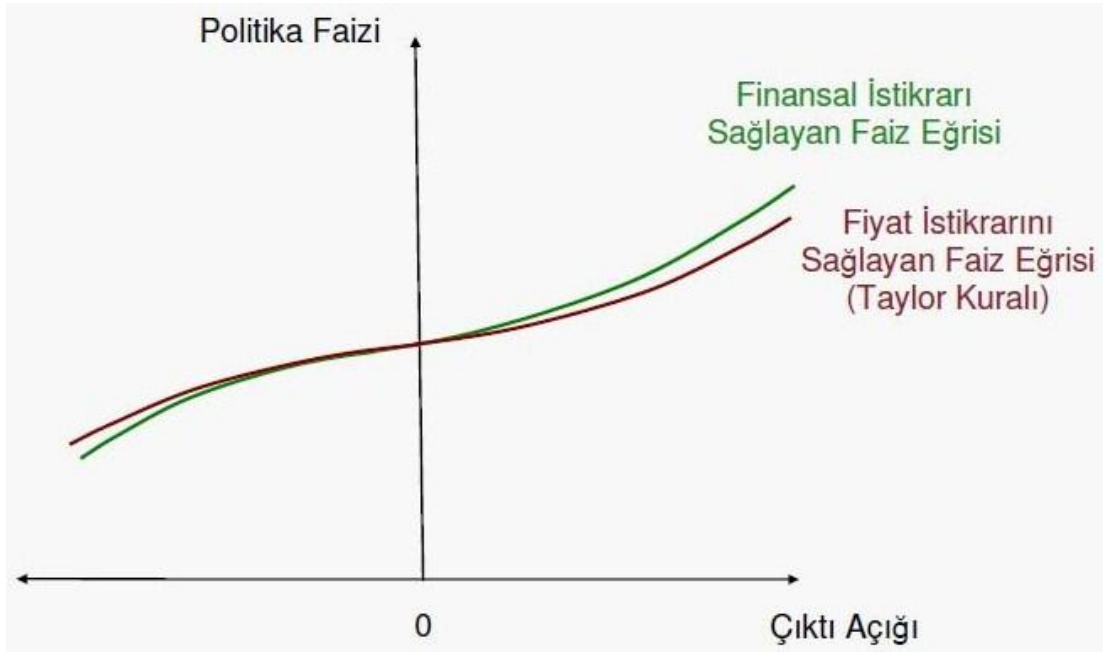


Kaynak: TCMB, Bakanlar Kurulu Sunumu, 2010, s. 17.

Yukarıdaki şekilde faiz dışı araçların kullanılmadığı durumda finansal istikrarı sağlayan faiz eğrisi ve fiyat istikrarını sağlayan faiz eğrisi gösterilmektedir. Para politikası aracı olarak sadece faiz oranının kullanılması durumunda finansal istikrarı sağlanam için daha yüksek faiz oranına ihtiyaç duyulurken, fiyat istikrarı için daha düşük faiz oranı gereklidir. Bu durumda merkez bankasının iki hedeften birini seçmesi ve faiz oranını buna göre belirlemesi gerekmektedir. Çünkü iki amaç arasında

ödünleşme ilişkisi söz konusudur. Küresel Kriz'den önce hemen hemen her merkez bankası fiyat istikrarını finansal istikrara tercih etti.

**Şekil 3.2: Faiz Dışı Araçların Kullanıldığı Durum**



Kaynak: TCMB, Bakanlar Kurulu Sunumu, 2010, s. 20.

Yukarıdaki şekilde faiz aracı ile birlikte faiz dışı araçların da kullanıldığı durumda finansal istikrarı sağlayan faiz eğrisi ile fiyat istikrarını sağlayan faiz eğrisi görülmektedir. Bir önceki şekille karşılaştığımızda eğrilerin birbirine yakınsadıkları açıkça görülmektedir. Çünkü fiyat istikrarı ile finansal istikrar arasındaki ödünleşme ilişkisi ortadan kalkmıştır. Ödünleşme ilişkisinin ortadan kalkmasının sebebi ise birden fazla para politikası aracının kullanımıyla ilgilidir.

Faiz aracının yanı sıra faiz dışı araçların da kullanılmasıyla birlikte finansal istikrarı sağlayan faiz oranı ile fiyat istikrarını sağlayan faiz oranı arasındaki fark kapanmıştır. Böylece hem fiyat istikrarının hem de finansal istikrarın sağlanabilmesi için büyük bir engel aşılmıştır. Hatta finansal istikrarın sağlanması uzun vadede fiyat istikrarının sağlanmasına katkıda bulunabilir görüşü krizden sonra hakim olmaya başlamıştır.

### **3.3.PARA POLİTİKASI ARAÇLARI**

Ekonomik istikrarın sağlanması için, finansal istikrarın da en az fiyat istikrarı kadar önemli olduğu, Küresel Kriz'den sonra açık bir şekilde ortaya çıkmıştır. Para politikası ile ulaşılması gereken hedef sayısı arttığından, bu hedeflere ulaşmak için kullanılması gereken para politikası araçlarının da sayısı artmıştır. Dolayısıyla Türkiye'de Küresel Kriz sırasında birden fazla para politikası aracı aynı anda kullanılmıştır. Bu kısımda söz konusu para politikası araçları ele alınmıştır.

#### **3.3.1.POLİTİKA FAİZİ**

2008 yılının son çeyreğinde küresel krizin derinleşmesiyle birlikte MB temel politika aracı olan politika faizini etkin bir şekilde kullanmıştır. Politika faiz oranının yükseltilmesi enflasyonist baskıları azaltırken, üretim ve istihdam üzerinde olumsuz etki yapabilir. Dolayısıyla böyle bir hamle daraltıcı para politikası niteliği taşımaktadır. Politika faiz oranının düşürülmesi ise istihdam ve üretim düzeyine olumlu katkı yaptığından genişletici para politikası olarak adlandırılır.

“Merkez bankaları kısa vadeli faiz oranlarını değiştirerek bankalar arası para piyasalarında geçerli olan faiz oranını etkilemekte ve boyece uzun vadeli faiz oranlarının seviyesini belirlemektedir.”<sup>101</sup>

Politika faizi niteliği taşıyan kısa vadeli faiz oranlarındaki değişimin kısa vadeli etkilerinin yanı sıra yukarıda belirtildiği gibi uzun vadede de etkili olması, bu para politikası aracına, temel para politikası olma niteliği kazandırmıştır.

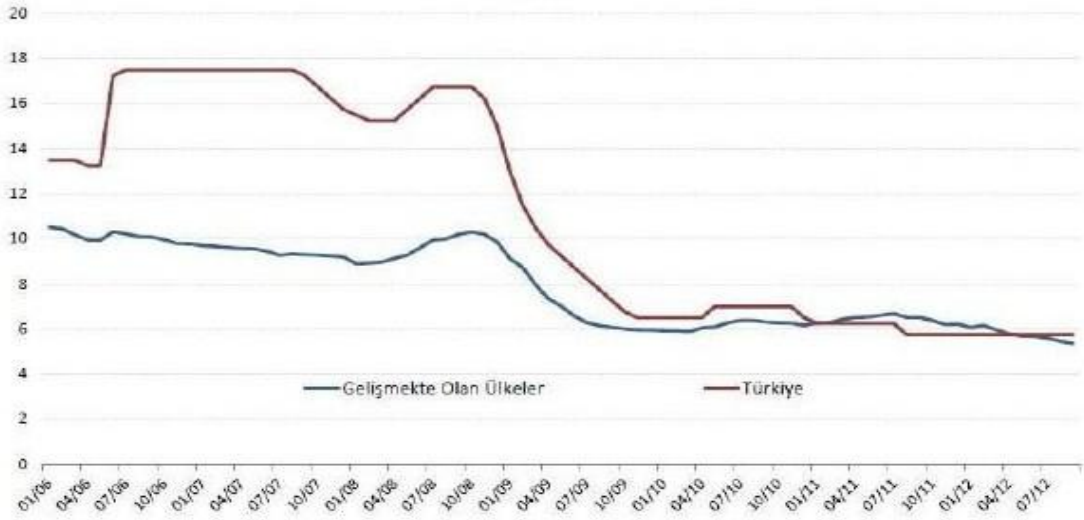
Türkiye’de faiz oranları tarihsel olarak yüksek seviyelerde seyretmiştir. Sadece gelişmiş ülkelerdeki düşük faiz oranlarıyla değil, aynı zamanda birçok gelişmekte olan ülkeyle de kıyaslandığında, Türkiye’de faiz oranları oldukça yüksek seviyelerdeydi.

NASDAQ Balonu’nun patlamasından sonra FED’in genişletici para politikası uyguladığını ve 2004 yılından itibaren de normalleşme sürecine girmek için faiz oranlarını yükselttiğini daha önceki bölümde belirtmiştik. FED’in genişletici para politikasına son vermesi 2006 yılında gelişmekte olan ülkelere sermaye akışının yavaşlamasına sebep oldu. Bu da Türkiye gibi gelişmekte olan ülkelerde enflasyonist baskıların ortaya çıkmasına sebep oldu.

---

<sup>101</sup> Umut Vural, “Geleneksel Olmayan Para Politikalarının Yükselişi”, Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası Uzmanlık Yeterlilik Tezi, Ankara, 2013, s. 56.

**Şekil 3.3: 2006:01 – 2012:10 Döneminde Türkiye ve Bazı Gelişmekte Olan Ülkelerde Politika Faiz Oranları**



Kaynak: TCMB, Plan ve Bütçe Sunumu, 2012, s. 58.

Yukarıdaki şekil 2006 yılından 2012 yılının son çeyreğine kadar Türkiye ve gelişmekte olan ülkelerden bazılarının (Brezilya, Meksika, Polonya, Endonezya, güney Afrika, Tayland, Çek Cumhuriyeti, Kolombiya, Macaristan, Romanya Filipinler) politika faiz oranının seyrini göstermektedir. 2006 yılının başında Türkiye'deki faiz oranının gelişmekte olan ülkelerdeki faiz oranlarından daha yüksek seviyede olduğu görülmektedir. FED'in genişletici para politikasına son vermesi sebebiyle 2006 yılında enflasyonist tehlikelere karşı Türkiye'de faiz oranının %18'e yaklaştığını görmekteyiz. Böylece Türkiye ile gelişmekte olan ülkeler arasındaki faiz oranı farkı daha da artmıştır.

Enflasyonist baskıların azalmasıyla 2007 yılının son çeyreğinden itibaren Türkiye'de faiz oranları tekrar azalmaya başlamıştır. Küresel Kriz'in derinleştiği 2008'in son çeyreğinde küresel anlamda riskten kaçınma eğilimi azaldı ve gelişmek-

te olan ülkelere sermaye akışı yavaşladı. 2006 yılında sermaye hareketlerinin yavaşlaması sonucu politika faiz oranını yükselten merkez bankası, 2008 yılının son çeyreğinde sermaye hareketlerinin yavaşlaması karşısında politika faiz oranını büyük ölçüde indirmiştir.

“Bu iki tepkinin zıt yönde olmasının temel nedeni: 2006 yılında hem iç talep hem de dış talep güçlü konumda olduğundan, sermaye çıkışlarının yol açtığı döviz kuru hareketleri, enflasyon ve enflasyon beklentilerini hızla bozma potansiyeli taşımaktayken; 2008 yılına gelindiğinde küresel resesyon ve zayıf iç talep koşullarının enflasyonu düşürücü yöndeki etkisinin daha baskın olduğu gözlenmesidir.”<sup>102</sup>

Küresel Kriz derinleşmesinden 2014’ün başına kadar TCMB genel olarak politika faizlerini düşürmeye devam etti. 2011 yılında Türkiye’deki politika faiz oranını birçok gelişmekte olan ülkenin faiz oranından daha düşük seviyelere ulaştı. Gelişmiş ülkelerdeki faiz oranlarına ise oldukça yaklaştı.

### **3.3.2.AÇIK PİYASA İŞLEMLERİ**

Açık Piyasa İşlemleri, piyasadaki likidite miktarı üzerinde oldukça fazla etkiye sahip bir para politikası aracıdır. Küresel Kriz sırasında çokça kullanılmıştır.

Piyasada likidite fazlası varsa; merkez bankası söz konusu fazla likiditeyi çekmek için açık piyasa portföylerindeki kıymetleri finansal kurumlara satarlar. Karşılığında ise finansal kurumların likiditesini alırlar. Böylece piyasadaki likidite azalmış olur. Benzer şekilde ters repo ile piyasadaki likidite miktarı azaltılabilir.

---

<sup>102</sup> TCMB, “2009 Yılında Para ve Kur Politikası”, Ankara, 2008, s. 7.

Eğer piyasada likidite eksikliği söz konusu ise; bu durumda merkez bankası finansal kurumlardan kıymet alır, karşılığında finansal kurumlara likidite sağlar. Böylece piyasaya gerekli olan likidite sağlanmış olur.

Yukarıda bahsedilen repo ve ters repo işlemlerinin, doğrudan kıymet satışı ve alışından farkı, bu işlemlerin likidite miktarında geçici artış veya azalış sağlamasıdır.<sup>103</sup> Dolayısıyla piyasadaki likidite açığının geçici olduğu düşünülüyorsa repo yoluyla geçici likidite sağlanır. Piyasadaki likidite fazlasının geçici olduğu düşünülüyorsa da ters repo kullanılarak likidite miktarı geçici olarak azaltılır.

### **3.3.3.FAİZ KORİDORU**

Faiz koridoru, merkez bankasının gecelik borç alma ve gecelik borç verme faizleri arasında kalan aralıktır. Merkez bankasının gecelik borç verme faiz oranı koridorun üst sınırını, gecelik borç alma faiz oranı ise koridorun alt sınırını ifade etmektedir.

Bankalar gün sonunda likidite bakımından açık veya fazla verebilirler. Eğer banka gün sonunda açık vermişse merkez bankasından gecelik borç alabilir. Merkez bankası faiz koridorunun üst sınırını daraltırsa, bu durum bankalar için daha düşük maliyetle borçlanabilme olanağı sağlar ki bu durumda piyasadaki likidite miktarı artar. Tam tersi durumda, yani koridorun üst sınırı genişletilirse, bu durumda bankalar daha yüksek faiz karşılığı borçlanmak zorunda kalırlar. Yani bankalar için borçlanma maliyeti artacağından daha az borçlanılır ve bu durumda piyasadaki likidite miktarı azalır.

---

<sup>103</sup> TCMB, Bülten, 2012, (Çevrimiçi), <http://www.tcmb.gov.tr/yeni/iletisimgm/Bulten26.pdf>, 16 Nisan 2014, s. 2-3.



Benzer biçimde bankalar gün sonunda nakit fazlası verebilirler ve bu durumda bankalar bu nakit fazlasını değerlendirmek isteyebilirler. Eğer merkez bankası koridorun alt sınırını yükseltirse, ticari bankalar merkez bankasından daha yüksek bir faiz getirisi elde edecekleri için fazla nakitlerini merkez bankasına borç olarak verirler. Böylece piyasadaki likidite miktarı azalmış olur. Tam tersi durumda, yani koridorun alt sınırı genişletilirse, bankalar merkez bankasına verdikleri borç karşılığında daha düşük bir faiz getirisi elde edecekleri için daha az borç verirler ve dolayısıyla faiz koridorunun alt sınırının gevşetilmesi genişletici para politikası etkisi yapar.

Faiz koridorunun parasal taban üzerindeki etkisinin yanı sıra döviz kuru üzerinde de etkisi vardır. Faiz koridorunun üst sınırının daraltılması veya alt sınırının genişletilmesi sonucu piyasadaki TL miktarı artar, TL değeri azalır ve dolayısıyla döviz kuru artar. Faiz koridorunun üst sınırını genişletilmesi veya alt sınırının daraltılması sonucu ise piyasadaki TL miktarı azalacağından dolayı TL değeri artar ve döviz kuru azalır.

TCMB çıkış stratejisi çerçevesinde 2010 yılının son çeyreğine doğru faiz koridoru uygulamasına geçmiştir.

### **3.3.4.DÖVİZ PİYASASINA YÖNELİK MÜDAHALELER**

Türkiye’de 2002 yılından itibaren dalgalı döviz kuru rejimi uygulanmaktadır. TCMB’nin döviz kuruna yönelik hiçbir hedefi yoktur. Aynı zamanda döviz kuru bir politika aracı olarak kullanılmamaktadır.

Ancak merkez bankası piyasaların ihtiyacı dahilinde döviz alım ihalesi ve döviz satım ihalesi yapmaktadır. Piyasalarda döviz miktarının azaldığı dönemlerde merkez bankası döviz satım ihalesi yaparak piyasalara gerekli olan döviz sağlamak-

ta, böylece döviz kurunun aşır yükselişi önlenmekte ve enflasyonist baskının önüne geçilmektedir.

Piyasalarda döviz miktarının gereğinden fazla olduğu dönemlerde ise kur değeri kaybeder ve yerel para değeri kazanır. Böyle bir durumdan ithalat olumlu etkilenirken ihracat olumsuz etkilenecektir. Dolayısıyla merkez bankası döviz alım ihaleleri yoluyla piyasadaki döviz fazlalığını çeker. Bunun yerine piyasaya yerel para sürer. Böylece hem dış ticaretin olumsuz etkilenmesi önlenir, hem de merkez bankasının döviz rezervlerinin artması sağlanır.

Ayrıca merkez bankası döviz depo piyasasında aracılık faaliyetlerinde bulunarak döviz piyasasına müdahale edebilmektedir.

### **3.3.5.ZORUNLU KARŞILIK ORANLARI**

Bankalar topladıkları mevduatın ve diğer kaynakların, merkez bankası tarafından belirlenen oranda belirli bir miktarını merkez bankasına yatırmak zorundadırlar. Buna zorunlu karşılık, bunun miktarını belirlemeye yarayan orana ise zorunlu karşılık oranı denir.

Zorunlu karşılık oranlarının temel fonksiyonlarını şu şekilde sıralayabiliriz:

- Bankacılık sisteminin riskinin azaltılması,
- Para arzını ayarlamak,
- Kısa vadeli faiz oranlarının istikrarına yardımcı olmak,
- Likidite yönetimini kolaylaştırmak,

- Senyoraj geliri elde etmektir.<sup>104</sup>

Zorunlu karşılık oranının arttırılması bankaların kredi açma maliyetini arttırır ve dolayısıyla bankaların kredi açabilme yeteneğini sınırlandırır. Zorunlu karşılık oranının azaltılması ise bankaların kredi maliyetini azaltarak kredi miktarını arttırır. TCMB bu politika aracını daha etkili bir şekilde kullanmak amacıyla 23 Eylül 2010 tarihinde zorunlu karşılıklara faiz ödemesini kaldırmıştır.

Zorunlu karşılık oranlarının hem kredi miktarı hem de likidite üzerindeki etkilerinden dolayı oldukça önemli bir araçtır. Merkez bankası özellikle cari açığın tehlikeli boyutlara ulaştığı dönemlerde bu aracı etkili bir şekilde kullanmaktadır.

Özellikle Türkiye gibi cari açık sorunu yaşayan gelişmekte olan ülkeler için; ekonominin fazla ısınması durumunda, örneğin yüksek büyüme oranlarına ulaşılması gibi durumlarda, cari açık hızlı bir şekilde artma eğilimine girebilir. Böyle bir ortamda merkez bankası zorunlu karşılık oranlarını arttırarak ekonomiyi soğutabilir, büyüme hızını düşürebilir ve cari açığın daha fazla artmasını önleyebilir. Ekonominin durgunluğa girdiği dönemlerde ise merkez bankası zorunlu karşılık oranlarını azaltmak suretiyle ekonomiyi canlandırabilir.

Zorunlu karşılık oranları Türk Lirası için uygulanabildiği gibi veya Dolar ve Euro gibi yabancı paralar için de uygulanabilmektedir. Yabancı paralar için zorunlu karşılık oranlarının arttırılması sonucu piyasadaki döviz miktarı azalır ve döviz kuru artar. Yabancı paralar için zorunlu karşılık oranlarının azaltılması durumunda ise piyasadaki döviz miktarı artar. Böylece döviz kuru azalırken yerli para değer kazanır.

---

<sup>104</sup> Önder, "Para Politikası: Araçları, Amaçları ve Türkiye Uygulaması", s. 87.

Merkez bankası uzun vadeli mevduatları teşvik etmek amacıyla mevduat sürelerine göre farklı zorunlu karşılık oranları uygulayabilir. Örneğin vadesiz mevduatlar için oldukça yüksek zorunlu karşılık oranları belirlenirken, bir aya kadar vadeli mevduata biraz daha düşük zorunlu karşılık oranları verilebilir. Bir yıllık vadeli mevduatlara ise oldukça düşük zorunlu karşılık oranı belirlenir. Bu şekilde uzun vadeli mevduatlar teşvik edilir.

### **3.3.6.REZERV OPSİYON MEKANİZMASI**

“Rezerv Opsiyonu Mekanizması (ROM), bankaların Türk lirası (TL) zorunlu karşılıklarının belirli bir yüzdesini yabancı para (YP) ve altın cinsinden tesis edebilmelerine imkân tanıyan bir uygulamadır.”<sup>105</sup> Zorunlu karşılıkların yüzde kaçının yabancı para veya altın cinsinden verilmesini gösteren orana ise rezerv opsiyon oranı denir.

Bir örnekle açıklamak gerekirse; herhangi bir bankanın zorunlu karşılık olarak merkez bankasına 10.000 TL zorunlu karşılık ayırması gerektiğini varsayalım. Böyle bir durumda rezerv opsiyon oranı %50 ise, söz konusu banka zorunlu karşılık oranı olarak 5.000 TL ve geri kalan 5.000 TL için o değerinde döviz yatırma opsiyonuna sahiptir (Şu an için Rezerv Opsiyon Katsayısının 1 olduğunu kabul edebilim). Banka 5.000 dolarlık opsiyon hakkını dolar ile ödemek isterse ve 1 dolar 2 TL'ye eşitse; zorunlu karşılık olarak 5.000 TL ve 2.500 dolar karşılık ayırabilir. Ancak bankalar opsiyon hakkını sonuna kadar kullanmayabilir. Örneğin 8.000 TL ve 2.000 TL değerinde dolar (1.000 dolar) zorunlu karşılık ayırabilirler.

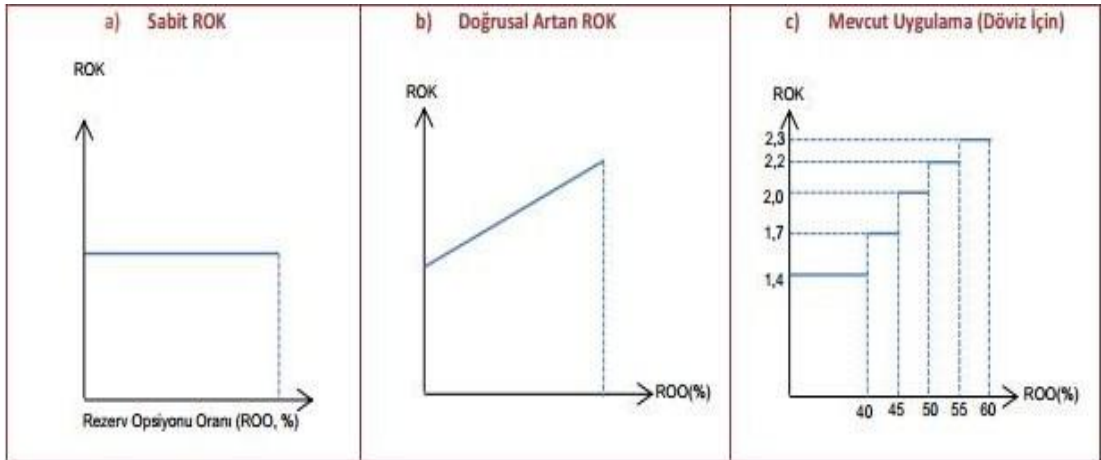
---

<sup>105</sup> Koray Alper, Hakan Kara, Mehmet Yörükoğlu, “Rezerv Opsiyonu Mekanizması”, Türkiye Cumhuriyeti Merkez Bankası, Sayı: 2012-28, s. 2.

Rezerv opsiyon katsayısı ise birim TL zorunlu karşılık başına tesis edilebilecek YP veya altın karşılığını belirleyen katsayıyı ifade etmektedir.<sup>106</sup> Rezerv opsiyon katsayısı ne kadar artarsa, bankanın zorunlu karşılıklar için kullandığı opsiyonun yükü o kadar ağırlaşacaktır.

Yukarıdaki örnekten devam edelim. Banka 10.000 TL'lik zorunlu karşılığın 5.000 TL'lik kısmını dolar olarak ödemek isterse ve rezerv opsiyon katsayısı 1'den 2'ye yükseltirse; 5.000 TL ve 10.000 TL değerinde dolar zorunlu karşılık ayırmak durumundadır.

**Şekil 3.4: Rezerv Opsiyon Mekanizması Aracının Farklı Kullanımları**



Kaynak: Alper, K., Kara, H., Yörükoğlu, M., "Rezerv Opsiyonu Mekanizması", TCMB, 2012, s. 2.

Yukarıdaki şekilde rezerv opsiyon mekanizmasının kullanımına dair üç uygulama gösterilmiştir. Dikey eksenler rezerv opsiyon katsayısını, yatay eksenler ise

<sup>106</sup> A.e.

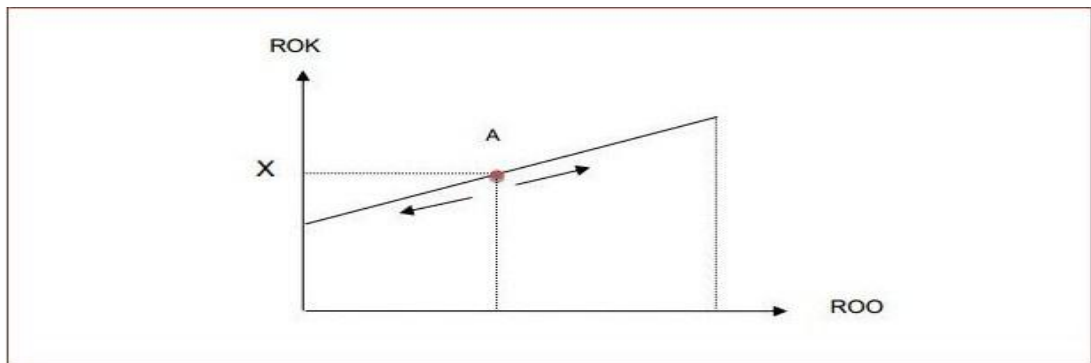
rezerv opsiyon oranını göstermektedir. a grafiğinde rezerv opsiyon katsayısını gösteren eden doğru yatay eksene paraleldir. Yani rezerv opsiyon oranı ne kadar artarsa artsın rezerv opsiyon katsayısı sabit kalmaktadır. Dolayısıyla buna sabit rezerv opsiyon katsayısı denilmektedir.

b grafiğinde doğrusal artan rezerv opsiyon katsayısı gösterilmektedir. Doğrunun pozitif eğimli olması, rezerv opsiyon oranının arttıkça, rezerv opsiyon katsayısının da arttığını ifade eder. Rezerv opsiyon katsayısı arttıkça bankaların ayırması gereken zorunlu karşılıklar içinde döviz opsiyonunun kullanma maliyeti artmaktadır.

c grafiğinde ise b grafiğindeki gibi rezerv opsiyonunun kullanımına bağlı olarak, rezerv opsiyon katsayısı artmakta, ancak kullanımda kolaylık olması amacıyla yüzde beşlik dilimlere ayrılmaktadır. TCMB'nin günümüzde uyguladığı rezerv opsiyon mekanizması bu şekildedir.

Rezerv opsiyon mekanizmasının en önemli özelliği, kısa vadeli sermaye hareketlerindeki istikrarsızlıklardan kaynaklanan olumsuz etkileri otomatik olarak gidermesidir.

**Şekil 3.5: Otomatik Dengeleyici Olarak Rezerv Opsiyon Mekanizması**



Kaynak: Alper, K., Kara, H., Yörükoğlu, M., "Rezerv Opsiyonu Mekanizması", TCMB, 2012, s. 4.

Yukarıdaki şekilde yer alan pozitif eğimli doğru, doğrusal artan rezerv opsiyon katsayısını ifade etmektedir. Belirli yabancı sermaye girişiyle ve veri döviz kuru düzeyinde bankalar A noktasında dengeye gelecek biçimde rezerv opsiyonlarını kullanmaktadırlar.

Herhangi bir sebeple sermaye girişlerinin azaldığı durumda piyasada döviz miktarı azalacak, döviz kuru yükselecek ve yerli para değer kaybedecektir. Böyle bir ortamda kar maksimizasyonu gerçekleştirmeye çalışan bankalar, rezerv opsiyonlarını daha az kullanacaklardır. Çünkü zorunlu karşılıkları döviz cinsinden tesis etmenin maliyeti artmıştır. Böylece denge A noktasının sol tarafında bir yerde gerçekleşecektir. Rezerv opsiyon katsayısını temsil eden doğru pozitif eğimli olduğun için; rezerv opsiyon oranı azaldıkça, rezerv opsiyon katsayısı da azalmaktadır. Dolayısıyla normal koşullara göre zorunlu karşılık olarak daha az döviz, daha fazla yerli para tesis edilecek ve piyasadaki döviz miktarının artmasını, yerli para miktarının azalmasını sağlayacaktır. Sonuç olarak artmakta olan döviz kuru ve değer kaybetmekte olan yerli para otomatik olarak dengelenir.

Herhangi bir sebeple sermaye girişlerinin arttığı durumda piyasada döviz miktarı artacak, döviz kuru düşecek ve yerli para değer kazanacaktır. Böyle bir ortamda yine kar maksimizasyonunu sağlamaya çalışan bankalar, rezerv opsiyonlarını bu sefer daha fazla kullanacaklardır. Çünkü zorunlu karşılıkları döviz cinsinden tesis etmenin maliyeti azalmıştır. Böylece denge, A noktasının sağ tarafında bir yerde gerçekleşecektir. Rezerv opsiyon katsayısını temsil eden doğru pozitif eğimli olduğun için; rezerv opsiyon oranı arttıkça, rezerv opsiyon katsayısı da artmaktadır. Dolayısıyla normal koşullara göre zorunlu karşılık olarak daha fazla döviz, daha az yerli para tesis edilecek ve piyasadaki döviz miktarının azalmasını, yerli para miktarının

artmasını sağlayacaktır. Sonuç olarak azalmakta olan döviz kuru ve değer kazanmakta olan yerli para otomatik olarak dengelenir.

Bu noktada rezerv opsiyon mekanizmasının hem aktif olarak; rezerv opsiyon oranının veya katsayısının değiştirilmesiyle, hem de pasif olarak; otomatik dengeleyici özelliğiyle etkili bir para politikası aracı olduğunu söyleyebiliriz.

Rezerv opsiyon mekanizması ile faiz koridoru ikame araçlar mıdır, yoksa tamamlayıcı araçlar mıdır?

“Rezerv opsiyon mekanizması bankacılık sisteminin döviz likiditesi şoklarına karşı dayanıklılığını artırmak, döviz kurunun oynaklığını bir ölçüde sınırlamak amacıyla uygulamaya konulmuştur ve döviz kurundaki oynaklığın azaltılması açısından geniş bir faiz koridoruna olan ihtiyacı azaltmakta, ancak tamamen ortadan kaldırmamaktadır.”<sup>107</sup>

Dolayısıyla bu iki para politikası aracı tam bir ikame ilişkisi göstermemektedir. Hatta bu iki araçtan birisinin kullanımı diğerinin etkinliğini arttırabilir. Şöyle ki; sermaye girişlerinin istikrarsız görüntü sergilediği dönemlerde rezerv opsiyon mekanizması otomatik dengeleyici özelliğiyle piyasaların olumsuz etkilenmesini önlerken, faiz oranlarını değiştirmek suretiyle sermaye girişleri arttırılıp azaltılabilir. Böylece bu iki para politikası aracı birbirini tamamlayabilir ve hem fiyat istikrarının hem de finansal istikrarın sağlanmasında önemli rol oynayabilir.

---

<sup>107</sup> A.e., s. 11-12.



## **DÖRDÜNCÜ BÖLÜM**

### **KÜRESEL KRİZ VE TÜRKİYE**

Çalışmanın son bölümü olan bu bölümde, Küresel Kriz sırasında Türkiye’de uygulanan para politikaları, bu politikaların temel ekonomik hedefler üzerindeki etkileri ve para politikası bağlamında TCMB’nin tercihleri incelenmektedir.

#### **4.1.KÜRESEL KRİZ SIRASINDA TÜRKİYE’DE UYGULANAN PARA POLİTİKALARI**

Küresel Kriz sırasında Türkiye’de uygulanan para politikalarının daha iyi anlaşılması için, Eylül 2008 – Aralık 2013 dönemini üç ayrı devreye bölerek ele almak oldukça faydalı olacaktır. Birinci devre; Küresel Kriz’in derinleştiği Lehman Brothers’ın iflası ile başlayıp, TCMB’nin çıkış stratejisini açıklamasıyla sona ermektedir (Eylül 2008 – Nisan 2010). İkinci devre; TCMB’nin çıkış stratejisini açıklamasıyla başlayıp, Avrupa’da kamu borcu sorununun ortaya çıkmasıyla sonlanmaktadır (Nisan 2010 – Ağustos 2011). Üçüncü devre ise; Avrupa’da kamu borcu sorununun ortaya çıkmasıyla başlayıp, 2013 yılının sonuna kadar sürmektedir (Ağustos 2011 – Aralık 2013).

##### **4.1.1.EYLÜL 2008 - NİSAN 2010**

15 Eylül 2008’de Lehman Brothers’ın iflasıyla birlikte Küresel Kriz iyice derinleşti. ABD’de başlayan kriz kısa sürede bütün dünyaya yayıldı. Böyle bir or-

tamda doğal olarak küresel risk iştahı azaldı ve gelişmekte olan ülkelere sermaye akış hızı azaldı.

TCMB kısa süre sonra faizleri düşürdü. 2006 yılındaki durgunlukta genişletici para politikası uygularken, 2008 yılında, benzer koşullarda sıkı para politikası uygulamasının nedenini önceki bölümlerde açıklamıştık.

NASDAQ Balonu'nun patlamasının olumsuz etkilerinin azaltılması amacıyla FED'in uyguladığı genişletici para politikası sayesinde, Türkiye gibi birçok gelişmekte olan ülke döviz sıkıntısı yaşamadı. Sermaye akışının yüksek olduğu dönemlerde TCMB döviz rezervlerini arttırmak amacıyla günlük döviz alım ihaleleri ile döviz alımı gerçekleştirmiştir.

Küresel Kriz'in derinleşmesinden yaklaşık bir ay sonra Merkez Bankası döviz alım ihalelerini durdurmuştur. 24 Ekim-30 Ekim tarihleri arasında ise döviz satım ihalelerine başlamıştır.<sup>108</sup> Krizle birlikte sermaye akışındaki yavaşlama nedeniyle ortaya çıkan döviz kıtlığı azaltmaya yönelik bu politikaların yanı sıra başka önlemler de alınmıştır.

TCMB 9 Ekim 2008'de Döviz Depo Piyasasındaki aracılık faaliyetlerine yeniden başladı, daha sonra bankaların bu piyasalarda işlem yapma limitleri iki katına çıkarıldı, döviz depolarının vadesi arttırıldı ve bu piyasadaki borç verme faiz oranları hem dolar hem de Euro için düşürüldü.<sup>109</sup> Merkez bankası, kriz dolayısıyla azalan risk iştahının sebep olduğu sermaye hareket akışının yavaşlaması sonucu ortaya çıkan döviz likiditesi eksikliğini azaltmak amacıyla bu şekilde bir dizi önlem almıştır. "Ayrıca Aralık 2008'de yabancı para zorunlu karşılık oranı %11'den %9 düzeyi-

---

<sup>108</sup> TCMB, "2009 Yılında Para ve Kur Politikası", Ankara, 2008, s. 11-12.

<sup>109</sup> A.e., s. 13.

ni indirerek bankacılık sistemine yaklaşık 2,5 milyar dolar ek döviz likiditesi sağlamıştır.<sup>110</sup>

TCMB'nin yukarıda belirtilen önlemlerine rağmen 2008'in Ekim ayının aylık TÜFE (Tüketici fiyat endeksi) değişimi 2,60 seviyesinde olmuştur. Bu rakam Ekim 2002 ile Ekim 2011 tarihleri arasında görülen en yüksek aylık TÜFE değişimini ifade etmektedir (Ekim 2002 TÜFE; 3,29, Ekim 2011 TÜFE; 3,27). Merkez bankası eğer döviz satım ihalelerine daha erken başlasaydı Ekim 2008'deki aylık TÜFE değişimi bu kadar yüksek olmayabilirdi. Ancak merkez bankasının sadece yıllık enflasyon hedefi olduğu için, bu durum büyük bir sorun teşkil etmemektedir.

2009 yılında Küresel Kriz'in olumsuz etkilerinin devam etmesi nedeniyle TCMB politika faiz oranını düşürmeye devam etmiştir. Bu dönemde hem iç talebin hem de dış talebin oldukça düşük kalması, faiz indirimlerinin enflasyonist baskı oluşturmadığı gözlemlenmiştir. Ayrıca gelişmiş ülkelerin benzeri görülmemiş boyutlarda parasal genişleme uygulaması, fiyat istikrarını sağlamayı daha da kolaylaştırmış ve finansal istikrara daha fazla önem verilmesine olanak sağlamıştır.

“10 Mart 2009 tarihi ile 2 Nisan 2009 tarihi arasında gerçekleştirilen 18 döviz satım ihalesinde toplam 900 milyon dolar satılmıştır.”<sup>111</sup> Bunun sebebi krizden doğan endişe ortamı nedeniyle 2009 yılının ilk yarısında da döviz likiditesinde yaşanan sıkıntıların devam etmesiydi. Ayrıca 20 şubat 2009 tarihinde de Döviz Depo Piyasası'nda vadeler uzatılmıştı.

2009 yılının ikinci yarısından itibaren küresel risk iştahı tekrar artmaya başladı. Küresel risk iştahının artması ise sermaye akışının hızlanmasına sebep oldu. Böylece piyasalarda yaşanan döviz likidite sıkıntısı yavaş yavaş ortadan kalkmaya

---

<sup>110</sup> A.e.

<sup>111</sup> TCMB, “2010 Yılında Para ve Kur Politikası”, Ankara, 2009, s. 16.

başladı. Döviz rezervlerinin arttırılması için gerekli ortamın oluştuğunu gören TCMB, 4 Ağustos 2009 tarihinden itibaren 30 milyon dolar ihale ve 30 milyon dolar opsiyon hakkı olmak üzere en fazla 60 milyon dolarlık döviz alım ihalelerine başlamıştır.<sup>112</sup>

“Merkez Bankası, aracılık maliyetlerini azaltmak ve kredi piyasasının etkin çalışmasını desteklemek amacıyla 16 Ekim 2009 tarihinden itibaren TL zorunlu karşılık oranını yüzde 6’dan yüzde 5 düzeyine indirerek bankacılık sistemine 3,3 milyar TL’lik kalıcı likidite sağlamıştır.”<sup>113</sup>

Döviz piyasasına yönelik değişen para politikası, likidite yönetimi için değişmemiştir. Merkez bankası 2008 yılının son çeyreğinde olduğu gibi 2009 yılında da genel olarak piyasalara likidite sağlamaya devam etmiştir. Merkez bankası piyasalarda oluşan likidite açığını kapatmak için vadeli repo işlemlerini kullanmıştır. Gün sonunda oluşan fazla likiditeyi ise gecelik işlemler aracılığıyla çekmiştir.

#### **4.1.2.NİSAN 2010 - AĞUSTOS 2011**

14 Nisan 2014 tarihinde TCMB çıkış stratejisini açıklamıştır. Çıkış stratejisi uygulamaya konulmasıyla birçok para politikası aracı ters yönlü olarak kullanılmıştır. Daha önce düşürülen zorunlu karşılıklar tekrar arttırıldı, piyasalara sürülen fazla likiditeler kademeli olarak azaltıldı. Ancak döviz rezervlerini arttırmak amacıyla döviz satımı yerine döviz alımı yapılması 2009 yılında, yani çıkış stratejisinden önce başlamıştır.

---

<sup>112</sup> A.e., s. 15.

<sup>113</sup> A.e., s. 23.

Gelişmekte olan ülkeler, Küresel Kriz karşında uyguladıkları para politikası bakımından ikiye ayrılmıştır. İkinci tip uygulamayı benimseyen Türkiye, çıkış stratejisinin uygulamaya geçmesinden sonra da faizleri düşürmeye devam etmiştir. Öyle ki 2010 yılının sonunda gecelik borç alma faiz oranı 1,50 seviyesine kadar düşmüştür.

TCMB 2010 yılında da döviz rezervlerini güçlendirmek amacıyla döviz alım ihalelerine devam etmiştir. 3 Ağustos 2010 tarihinden itibaren ihalelerde alımı yapılacak tutar, günlük 40 milyon dolar ihale ve 40 milyon dolar opsiyon hakkı olmaz üzere en fazla 80 milyon dolara yükseltilmiştir.<sup>114</sup> Merkez bankasının döviz alımlarını bu şekilde sürdürmesi artan küresel risk iştahıyla yakından ilgilidir. 2010 yılında TCMB döviz alım ihaleleri yoluyla yaklaşık 14,1 milyar dolar döviz alımı yapmıştır.<sup>115</sup>

Çıkış stratejisi çerçevesinde yabancı para zorunlu karşılık oranları 2010 yılı içinde kademeli olarak %9'dan %11'e yükseltildi ve 15 Ekim 2010 tarihinden itibaren Merkez Bankası, Döviz Depo Piyasası'ndaki aracılık işlemlerine son verdi.<sup>116</sup> Böylece krizin etkilerinin ağır bir şekilde hissedildiği dönemlerde yapılan uygulamalar geri alınmış oldu. Merkez Bankası, önceki bir kaç yıla kıyasla 2010'da çok daha fazla döviz alımı gerçekleştirdi ve döviz rezervlerini güçlendirdi.

“18 Mayıs 2010 tarihinden itibaren bir hafta vadeli repo ihale faiz oranı sabitlendi ve para politikası açısından politika faizi niteliği kazandı.”<sup>117</sup> Bilindiği üzere 2001 yılından itibaren Merkez Bankası'nın gecelik borçlanma faizi oranı, politika faizi niteliği taşımaktaydı. Politika faizinin bu şekilde değiştirilmesinin sebebi, kriz sebebiyle yapılan aşırı fonlamanın, bir hafta vadeli repo ihale faiz oranı üzerinde yukarıya doğru baskı oluşturmasıdır.

---

<sup>114</sup> TCMB, “2011 Yılında Para ve Kur Politikası”, Ankara, 2010, s. 12.

<sup>115</sup> A.e., s. 13.

<sup>116</sup> A.e., s. 17.

<sup>117</sup> TCMB, Para Politikası Kurulu Kararı, Sayı: 2010-24.

Küresel Kriz'in derinleştiği dönemlerde Merkez Bankası tarafından piyasalara oldukça fazla likidite sağlanmıştır. Çıkış stratejisi çerçevesinde, bu fazla likiditenin geri alınması için 2010 yılının son çeyreğinde Türk Lirası zorunlu karşılık oranları kademeli olarak arttırılarak %5'ten %6'ya yükseltilmiştir. Yine bu dönemlerde zorunlu karşılık aracının daha etkili bir şekilde kullanımını sağlamak amacıyla zorunlu karşılıklara ödenen faizler kaldırılmıştır. Böylece bir taraftan zorunlu karşılıkların arttırılmasıyla, diğer taraftan da zorunlu karşılıklara faiz ödemesi yapılmasıyla piyasadaki likidite miktarı oldukça azalmıştır.

“2010 yılının sonlarından itibaren uygulanan para politikasında faiz koridoru aracı önemli bir rol üstlenmiştir.”<sup>118</sup> Bu para politikasının üstlendiği rol 2011 yılında daha da artmıştır. 2011 yılının ortalarına kadar faiz koridoru genel olarak aşağıya doğru genişletilmiştir. Çünkü bu dönemde sermaye akışı hızlı olduğu için Merkez Bankası için pek fazla sorun ortaya çıkmamıştır ve çıkış stratejisinin uygulanması için elverişli bir ortam söz konusu olmuştur. Faiz koridoru aracı hem kullanımdaki pratikliği, hem de etkili sonuçları bakımından göze çarpmaktadır. Piyasadaki likidite miktarını ayarlamasının yan sıra, dış şoklara karşı da oldukça etkili bir araçtır.

Merkez Bankası'nın gecelik borçlanma faiz oranını %1,50'ye kadar düşürdüğünü daha önce belirtmiştik. Avrupa borç krizinin derinleştiği Ağustos 2011'e kadar gecelik borçlanma faizi değişmemiştir. Bu süre boyunca gecelik borç verme faiz oranı %9,00 seviyesinde kalmıştır.

2011 yılının Ağustos ayına kadar küresel risk iştahı yüksek ve sermaye akışı hızlı olduğundan piyasalar döviz likiditesinde sıkıntı yaşamamışlardır. Ancak fazla döviz girişi kurlar üzerinde aşağı yönlü bir baskı oluşturmuş, Türk Lirası'nın aşırı değerlenmesi cari açığı olumsuz etkilemeye başlamıştır. Dolayısıyla Merkez Bankası hem bu sorunu azaltmak, hem de döviz rezervlerini güçlendirmek için döviz alım

---

<sup>118</sup> A. Hakan Kara, “Küresel Kriz Sonrası Para Politikası”, TCMB, Çalışma Tebliği No: 17, 2012, s. 9.

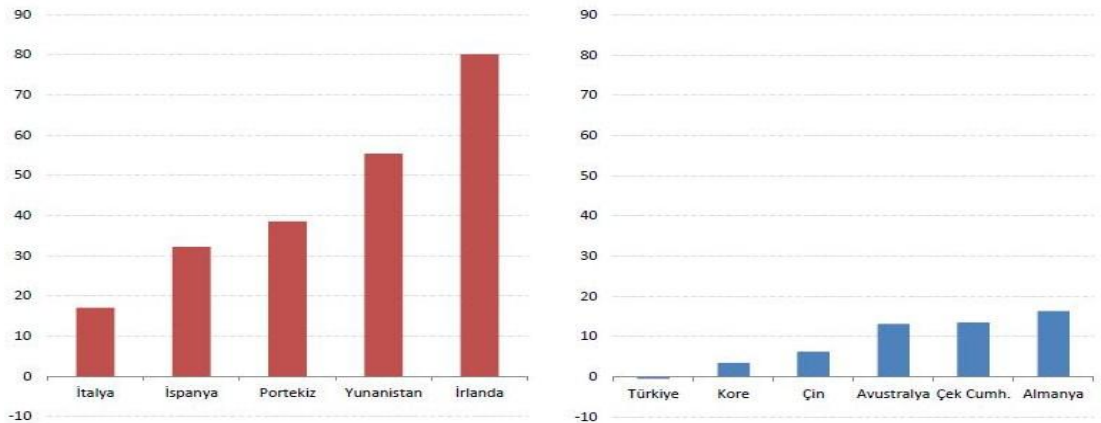
ihalelerine devam etmiştir. Ayrıca söz konusu dönemde politika faizi niteliği taşıyan bir hafta vadeli repo ihale oranı % 6,25 seviyesinde kalmıştır.

### 4.1.3.AĞUSTOS 2011 - ARALIK 2013

Küresel Kriz'i büyük bir depreme benzetebiliriz. Her büyük depremden sonra onlarca artçı deprem meydana gelir ve bu depremler genellikle ana depreme göre oldukça küçük boyuttadır. Ancak ana depremin yol açtığı bazı artçı depremler o kadar şiddetli olabilirler ki yarattığı yıkım, ana depremin yol açtığı kadar büyük olabilir.

2011 yılının Ağustos ayında ortaya çıkan Avrupa kamu borcu sorunu yukarıda anlatılanlara güzel bir örnektir. Bazı Avrupa ülkeleri krizin olumsuz etkilerini azaltmak için büyük miktarda kamu harcaması yaptılar. Yapılan kamu harcamaları öylesine büyüktü ki Küresel Kriz'in derinleşmesinden yaklaşık olarak üç yıl sonra Yunanistan, İrlanda, İtalya, İspanya ve Portekiz gibi Avrupa ülkelerinde borç krizi patlak verdi.

**Şekil 4.1: 2007 – 2011 Döneminde Kamu Harcamalarının GSYİH İçindeki Payı**



Kaynak: TCMB, Bakanlar Kurulu Sunumu, 2012, s. 5.

Yukarıdaki şekilde 2007-2011 yılları arasında kamu borcundaki değişim, kamu borcunun GSYİH'ye oranı cinsinden gösterilmektedir. Sol tarafta borç krizi yaşayan ülkeler bulunmaktadır. Söz konusu oranın İrlanda'da %80'e ulaştığı, Yunanistan'da %50'yi geçtiği, İspanya ve Portekiz'de ise %20-30 arasında olduğu görülmektedir. Bu ülkeler Küresel Kriz'le mücadelede mali disiplinden uzaklaşarak yeni bir krize yol açtılar.

Sağ tarafta ise Küresel Kriz'le mücadele ederken mali disiplini koruyan ülkelerin durumu görülmektedir. Bu ülkeler arasında kamu borcunun GSYİH'ye oranındaki artışta %20'yi bulan yoktur. Türkiye'de ise bu oranın artması bir yana, düşük bir miktarda azalması dikkat çekicidir.

Bazı Avrupa ülkelerinde görülen bu sorunlar nedeniyle küresel risk iştahında ani bir gerileme oldu. Sermaye akışının yavaşlaması karşısında Türkiye'deki döviz miktarı hızla azalmaya, döviz kuru yükselmeye ve Türk Lirası değer kaybetmeye başladı. Merkez Bankası 5 Ağustos 2011 tarihinde %6,25 olan politika faiz oranını %5,75 seviyesine çekti. Ayrıca %1,5 olan gecelik borçlanma faizini de %5 seviyesine yükselterek faiz koridorunu daralttı. Böylece merkez bankası daha fazla borçlanarak piyasadaki TL miktarı azalttı ve ondaki değer kaybını azaltmaya yönelik bir politika uyguladı. Diğer taraftan hem küresel çapta hem de yurtiçindeki durgunluk dolayısıyla politika faiz oranını düşürdü.

21 Ekim 2011 tarihinde Merkez Bankası, %9 olan gecelik borç verme faiz oranını %12,5 seviyesine yükselterek, faiz koridorunu yukarıya doğru genişletilmiştir. Faiz koridorunda yapılan bu değişikliklerin likidite sıkıntısı ortaya çıkarabileceği



endişesiyle TCMB zorunlu karşılık oranlarında bir miktar indirim gitmiştir.<sup>119</sup> Farklı para politikası araçlarının eş zamanlı olarak birbirine zıt yönlü kullanılması, para politikasının etkinliğini azaltmamaktadır. Daha önce de belirtildiği gibi para politikasının araçları ile amaçları arasında sayısal eşitlik olmalıdır. Merkez Bankası birden fazla para politikası aracını eş zamanlı olarak kullanmış, 2011 Avrupa Borç Krizi'nin derinleşmesinden sonra da fiyat istikrarı için; faiz koridoru aracı kullanılarak sıkılaştırıcı para politikası uygulanırken, finansal istikrar için politika faizi ve zorunlu karşılık oranları ile genişletici para politikası uygulamıştır.

2011 Avrupa Borç Krizi'nin derinleşmesiyle birlikte küresel risk iştahının ve sermaye akışı hızının azalması, Türkiye'de enflasyonist baskının oluşmasına sebep olmuştur. Faiz koridoru aracı ile uygulanan sıkı para politikasına rağmen Ekim 2011'de aylık TEFE değişim oranı %3,27 seviyesini bulmuştur. Bu oran, 2002 yılının Ekim ayında görülen %3,29 oranından sonraki en büyük aylık TEFE artış oranıdır.

2011 yılında başında küresel risk iştahı güçlü, sermaye akışı hızlı olduğu için piyasalar döviz bolluğu içinde olmuştur. Dolayısıyla TCMB bu dönemlerde döviz rezervlerini güçlendirmek için yüksek miktarda döviz alımları gerçekleştirmiştir.

Bazı Avrupa ülkelerinde görülen yüksek boyuttaki kamu borcu artışı, küresel risk iştahını ve sermaye akışını olumsuz etkilemiş, böylece piyasalardaki kur miktarı yavaş yavaş azalmaya başlamıştır.

“Bunun üzerine TCMB 50 milyon dolar olan günlük döviz ihalelerinde alımı yapılacak tutarı 2011 yılının mayıs ayında 40 milyon dolara düşürmüştü, daha sonra söz konusu problemlerin artmasıyla birlikte haziran ayında günlük döviz ihale-

---

<sup>119</sup> TCMB, “2012 Yılında Para ve Kur Politikası”, Ankara, 2011, s. 6.

lerinde alımı yapılacak tutarı 30 milyon dolara düşürmüştü ve en nihayetinde 25 Temmuz 2011 tarihinde döviz alım ihaleleri durdurulmuştur.<sup>120</sup>

2011 yılının Ağustos ayında Avrupa Kamu Borcu Krizi'nin derinleşmesiyle birlikte TCMB piyasadaki döviz miktarını arttırmak için bir takım önlemler almıştır.

“TCMB 5 Ağustos 2011 tarihi itibarıyla döviz satım ihalelerine başlamış, daha sonra döviz depo piyasasında taraflı işlemlerde borç verme faiz oranı hem dolar hem de euro için düşürülmüş, 10 Kasım tarihinde de döviz depo piyasasındaki aracılık faaliyetlerine yeniden başlamış, ve 2012 yılının başında bankaların döviz depo piyasasında kendilerine tanınan borçlanma limitleri çerçevesinde Merkez Bankası'ndan alabilecekleri döviz depolarının vadesi yükseltilmiştir.”<sup>121</sup>

Bu tür önlemlerle döviz likiditesinde yaşanan sıkıntının azaltılması amaçlanmıştır. Bunların yanı sıra TCMB, Türk Lirası zorunlu karşılık oranlarını da arttırmıştır.

“Ayrıca 2011 yılının sonlarına doğru rezerv opsiyon mekanizmasını devreye sokarak eylül ayında en fazla %10 olan rezerv opsiyon oranını ekim ayında %20'ye ve kasım ayında %40'a yükselterek bankacılık sistemine kalıcı likidite sağlamıştır.”<sup>122</sup>

Merkez Bankası'nın zorunlu karşılıklar ve rezerv opsiyon mekanizması aracını kullanarak genişletici para politikası uygulamıştır. Bunun sebebi ise enflasyonist

---

<sup>120</sup> A.e., s. 12.

<sup>121</sup> A.e., s. 13-14.

<sup>122</sup> A.e., s. 22.

baskılar sebebiyle faiz koridoru aracı kullanılarak uygulanan daraltıcı para politikalarının piyasada oluşturabileceği likidite sıkıntısını önlemektir.

TCMB 2012 yılında faiz koridorunun alt sınırını değiştirmemiş, gecelik borçlanma oranını %5 seviyesinde tutmuştur. Faiz koridorunun üst sınırını oluşturan gecelik borç verme oranı ise kademeli olarak düşürülmüştür. Avrupa Kamu Borcu Krizi'nin olumsuz etkileri 2012 yılının başında oldukça azalmıştır. TCMB %12,50 olan gecelik borç verme oranını 2012 yılının şubat ayında %11,50'ye düşürmüştür. ‘‘Ayrıca 5 Ağustos 2011 tarihinde başlanan düzenli döviz satım ihaleleri 25 Ocak 2012 tarihinde sonlandırılmıştır.’’<sup>123</sup> Avrupa Kamu Borcu Krizi'nin olumsuz etkilerinin azalması sonucu tekrar artış eğilimine giren küresel risk iştahı ve bununla beraber görülen sermaye akışının hızlanması, Merkez Bankası'nın 2012 yılının ikinci yarısından itibaren aldığı önlemleri geri alma olanağı oluşturmuştur. Ancak faiz koridorunda 2012 yılının sonlarına kadar daraltıcı para politikası çerçevesinde bir uygulama görülmemiştir. Bu, durağanlıktan yeni çıkan bir ekonominin likidite eksikliği sebebiyle yeni bir durağanlık dönemine girmemesi için alınmış bir karardır.

Politika faizi niteliğindeki bir hafta vadeli repo ihale faiz oranı, 2012 yılının sonunda %5,50, Nisan 2013'te %5 ve Mayıs 2013'te ise %4,5 seviyesine düşürülmüştür. Benzer şekilde faiz koridorunun alt ve üst sınırını oluşturan gecelik borçlanma ve gecelik borç verme faiz oranları da düşürülmüştür. 2012 yılının sonunda %5 olan gecelik borçlanma faiz oranı 2013 yılının mayıs ayına kadar kademeli olarak düşürülerek %3,50 seviyesine kadar düşürülmüştür. 2012 yılının sonunda %9 olan gecelik borç verme faiz oranı da 2013 yılının mayıs ayına kadar kademeli olarak düşürülerek %6,50 seviyesine getirilmiştir. Ancak 2013 yılının ikinci yarısında sınırlı düzeyde artışa gidilmiştir.

---

<sup>123</sup> TCMB, ‘‘2013 Yılında Para ve Kur Politikası’’, Ankara, 2012, s. 15.

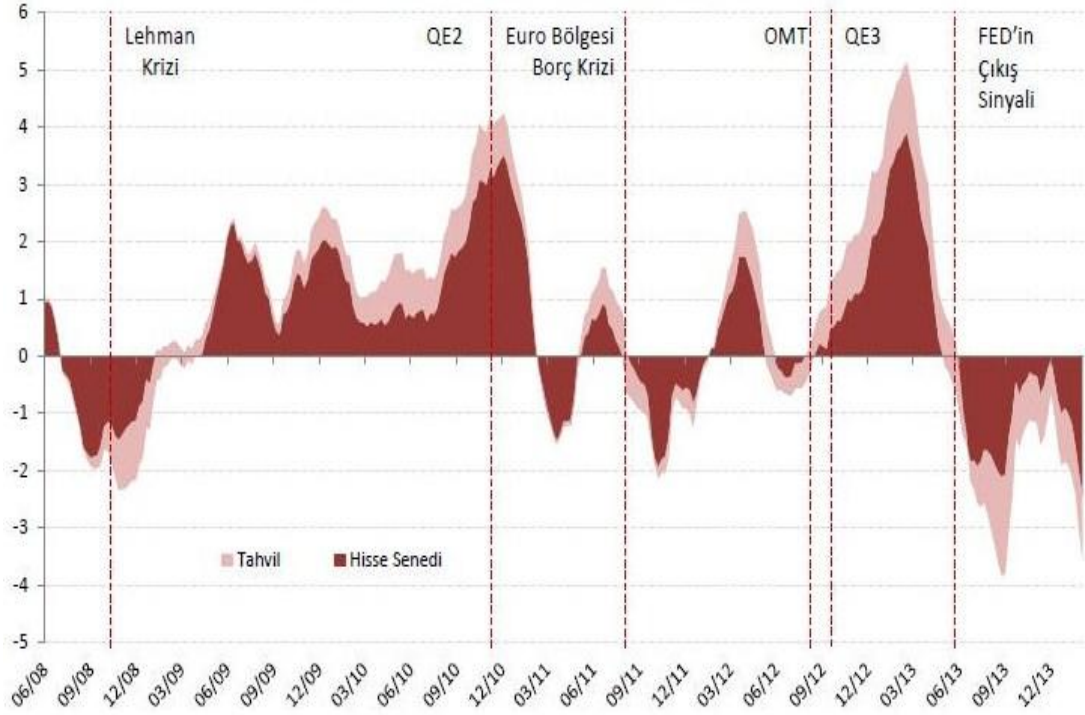
## **4.2.KÜRESEL KRİZ SIRASINDA TÜRKİYE’DE UYGULANAN PARA POLİTİKALARINA GENEL BAKIŞ**

Krizler, ülkeleri farklı yönden sıkıntıya sokabilir. Krizlerle birlikte ortaya çıkan karmaşa, ekonomileri en zayıf olduğu noktadan yakalayabilir. Dolayısıyla aynı krize yakalansalar bile ülke ekonomilerinde sıkıntıya neden olan kaynak farklılık gösterebilir.

Tarihte ülkelerarası barış dönemleri, savaş dönemlerine hazırlık olarak görülebildiği gibi, ekonomilerin normal dönemleri de kriz dönemlerine hazırlık olarak görülebilir. Bu açıdan bakıldığında, kriz meydana gelmeden önce ekonomilerin zayıf yönleri tespit edilmeli ve bu zayıf yönlerin ortadan kaldırılması için gerekli önlemler alınmalıdır. Aksi takdirde krizle birlikte mevcut sorunlar daha da büyüebilmektedir. Örneğin Küresel Kriz meydana geldiğinde Türkiye’de enflasyon sorunu olsaydı, uygulanan para politikalarıyla finansal istikrar bu kadar gözetilemezdi. Benzer şekilde 2011 yılında kamu borcu fazla olsaydı veya döviz rezervleri yetersiz düzeyde olsaydı, Türkiye bu sürecin olumsuz etkilerini daha ağır hissedebilirdi.

TCMB Küresel Kriz sırasında ve sonrasında uygulanacak para politikalarını belirlerken temel olarak sermaye hareketliliğini dikkate almıştır.

**Şekil 4.2: Gelişmekte Olan Ünelere Sermaye Akımları**



Kaynak: TCMB, Plan ve Bütçe Komisyonu Sunumu, 2014, s. 12.

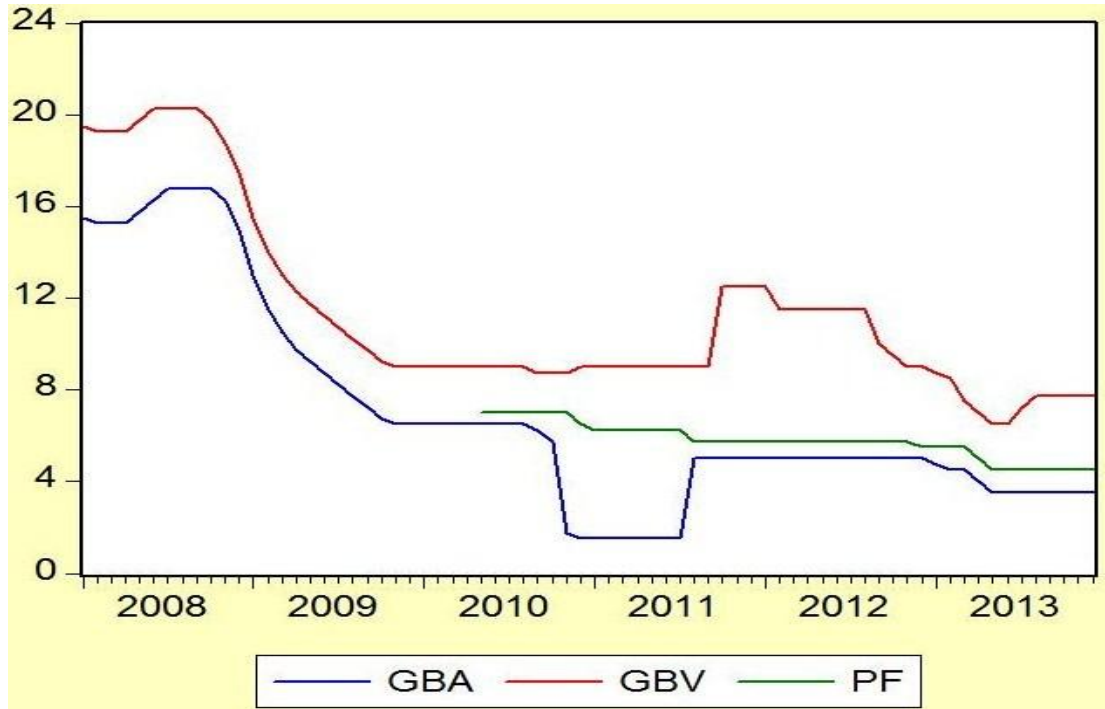
Yukarıdaki şekilde 2008 yılının ikinci yarısından 2013 yılının sonuna kadar Gelişmekte olan ülkelere sermaye akımları gösterilmektedir. Lehman Brothers'ın iflasıyla birlikte sermaye akışında yavaşlama meydana geldi. FED'in Birinci Parasal Genişlemeyi (QE1) gerçekleştirmesiyle 2009 yılında gelişmekte olan ülkelere sermaye akışı tekrar artmıştır. 2010 yılının son çeyreğinde İkinci Parasal Genişlemeyle (QE2) sermaye akış hızı daha da artmıştır.

Bazı Avrupa ülkelerinde kamu borcu sorununun görülmesi sebebiyle 2011 yılında sermaye, gelişmekte olan ülkelere tekrar çıkmaya başlamıştır. Ancak zamanla küresel risk iştahı tekrar artmış ve FED'in Üçüncü Parasal Genişleme (QE3)

uygulamasıyla birlikte sermaye akış hızı artmıştır. Son olarak FED'in parasal genişlemeye son vermeyi ima ettikten sonra sermaye çıkışları tekrar başlamıştır.

Sermaye çıkışlarının olduğu dönemlerde TCMB genel olarak piyasaya döviz satımı yaparak, döviz kurunun yükselmesini önlemeye çalışmıştır. Sermaye giriş hızının normal veya yüksek olduğu dönemlerde ise döviz alımları yapmıştır. Böylece hem döviz kurunun düşmesini ve Türk Lirasının aşırı değerlenmesini önlemiş, hem de deviz rezervlerinin artmasını sağlamıştır.

**Şekil 4.3: 2008:01 – 2013:12 Döneminde Türkiye’de Faiz Koridoru ve Politika Faiz Oranı**



Kaynak: TCMB'den alınan veriler, Eviews 5.0 Ekonometrik Paket Programı kullanılarak tarafimca oluşturulmuştur.

Yukarıdaki şekilde,

GBA; Merkez Bankası Gecelik Borç Alma,

GBV; Merkez Bankası Gecelik Borç Verme,

PF; Mayıs 2010'dan itibaren politika faiz oranı niteliğindeki bir hafta vadeli repo ihale faiz oranını göstermek üzere;

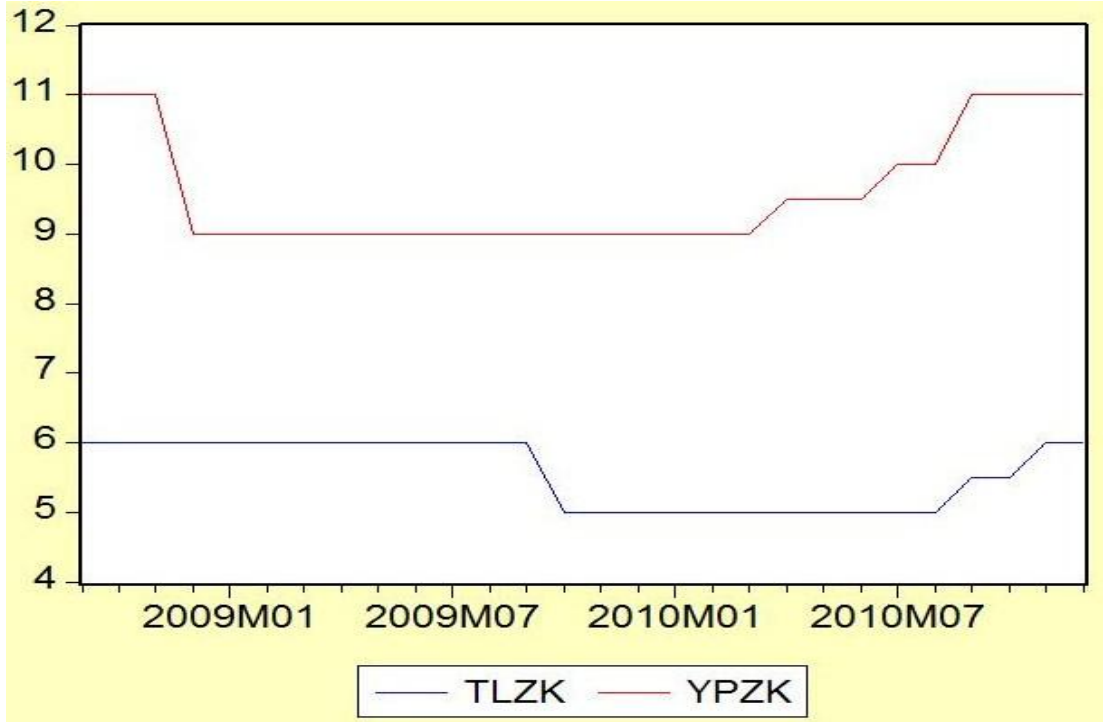
Merkez Bankası Gecelik Borç Alma ve Gecelik Borç Verme faiz oranları aralığı faiz koridorunu ifade etmektedir. Küresel Kriz'in derinleşmesiyle birlikte faiz koridorunun hem alt hem de üst sınırının düşürüldüğü görülmektedir.

2010 yılının son çeyreğinden itibaren faiz koridoru diğer para politikası araçlarına göre daha fazla ön plana çıkmaya başlamıştır. Bu dönemde küresel risk iştahı güçlü, sermaye giriş hızı ise fazla olduğundan dolayı faiz koridorunun alt sınırını oluşturan gecelik borç alma faiz oranı oldukça düşük seviyelere ulaşmıştır.

2011 yılının ikinci yarısında bazı Avrupa ülkelerinde görülen kamu borcu sorunları nedeniyle küresel risk iştahı ve gelişmekte olan ülkelere sermaye akış hızı yavaşlamıştır. Konjonktürün tersine dönmesiyle TCMB'nin faiz koridoru uygulaması da tersine dönmüştür. Yukarıdaki şekilde de görüldüğü gibi 2011 Avrupa Kamu Borcu Sorunu'nun ortaya çıkmasıyla faiz koridorunun hem alt sınırı hem de üst sınırı yükseltilmiştir. Zaman içerisinde sermaye akış hızı arttıkça, faiz koridorunun da hem alt hem de üst sınırı kademeli olarak düşürülmüştür.

TCMB'nin geleneksek olmayan para politikalarını kullanması, politika faiz oranını kademeli olarak düşürebilmesine imkan vermiştir. Şekilde de görüldüğü gibi politika faizi niteliğindeki bir hafta vadeli repo ihale faiz oranı 2010:05 – 2013:12 döneminde kademeli olarak düşürülmüştür. Böylece piyasalara gerekli olan likiditenin sağlanmasında katkısı olmuştur.

**Şekil 4.4: 2008:09 – 2010:12 Döneminde Zorunlu Karşılık Oranları**



Kaynak: TCMB'den alınan veriler, Eviews 5.0 Ekonometrik Paket Programı kullanılarak tarafımca oluşturulmuştur.

Yukarıdaki şekilde;

TLZK; Türk Lirası için zorunlu karşılıkları,

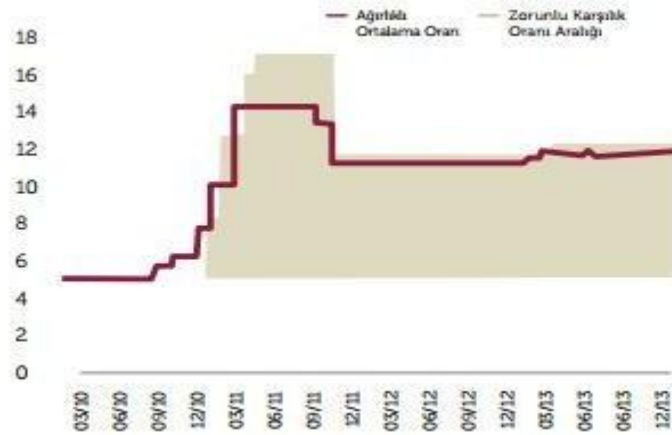


YPZK; Yabancı para için zorunlu karşılıkları ifade etmektedir.

Küresel Kriz'in derinleşmesinden kısa süre sonra TCMB yabancı para için zorunlu karşılık oranını düşürmüştür. Böylece sermaye çıkışı nedeniyle piyasadaki azalan döviz miktarını arttırmaya ve yükselen döviz kurunu durdurmaya çalışmıştır. Ayrıca 2009 yılının son çeyreğinde Türk Lirası için zorunlu karşılık oranı düşürülerek piyasalara ihtiyacı olan likidite sağlanmıştır. 2010 yılında piyasalardan gelen olumlu sinyaller üzerine gerek Türk Lirası için, gerekse yabancı para için zorunlu karşılık oranları kademeli bir şekilde arttırılarak, söz konusu oranlar kriz öncesi döneme getirilmiştir.

TCMB zaman içerisinde zorunlu karşılık oranlarını daha etkili bir biçimde kullanmıştır. Bunu sağlamak için zorunlu karşılıklara ödenen faiz kaldırılmış ve uzun vadeli sermayeyi teşvik etmek amacıyla zorunlu karşılık oranları vadelere göre farklılaştırılmıştır.

**Şekil 4.5: 2010 – 2013 Döneminde Türk Lirası İçin Zorunlu Karşılık Oranları**

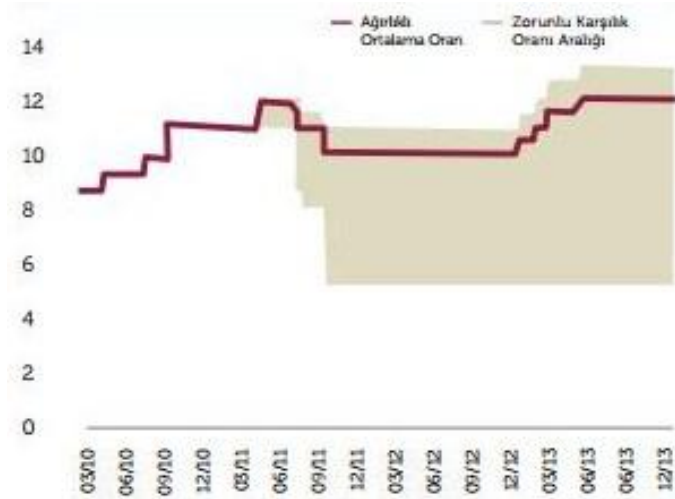


Kaynak: TCMB, Yıllık Rapor, 2013, s. 38.

Yukarıdaki şekilde 2011 yılında Türk Lirası için zorunlu karşılık oranlarının oldukça yüksek seviyelerde olduğu görülmektedir. Bu, cari açığın daha fazla artmasını önlemek amacıyla atılmış bir adımdır. Zorunlu karşılık oranlarının artması, bankaların kredi verme kapasitelerini sınırladığından, ekonominin aşırı ısındığı dönemlerde zorunlu karşılık oranlarını arttırmak suretiyle para politikasını sıkılaştırmak olağan bir durumdur.

Avrupa Kamu Borcu Sorunu nedeniyle Türkiye’de enflasyon tehlikesi ortaya çıkmıştır. TCMB bu tehlikeyi bertaraf etmek için faiz koridoru aracını kullanarak sıkı para politikası uygulamıştır. Ayrıca piyasalara döviz satımı yapılmıştır. Böyle bir ortamda piyasaların likidite yönünden sıkıntıya girmemesi için politika faiziyle birlikte zorunlu karşılık oranlarını da düşürmüştür. Yukarıdaki şekilde 2011 yılının sonlarına doğru zorunlu karşılık oranının düştüğünü görmekteyiz.

**Şekil 4.6: 2010 – 2013 Döneminde Yabancı Para İçin Zorunlu Karşılık Oranları**



Kaynak: TCMB, Yıllık Rapor, 2013, s. 38.

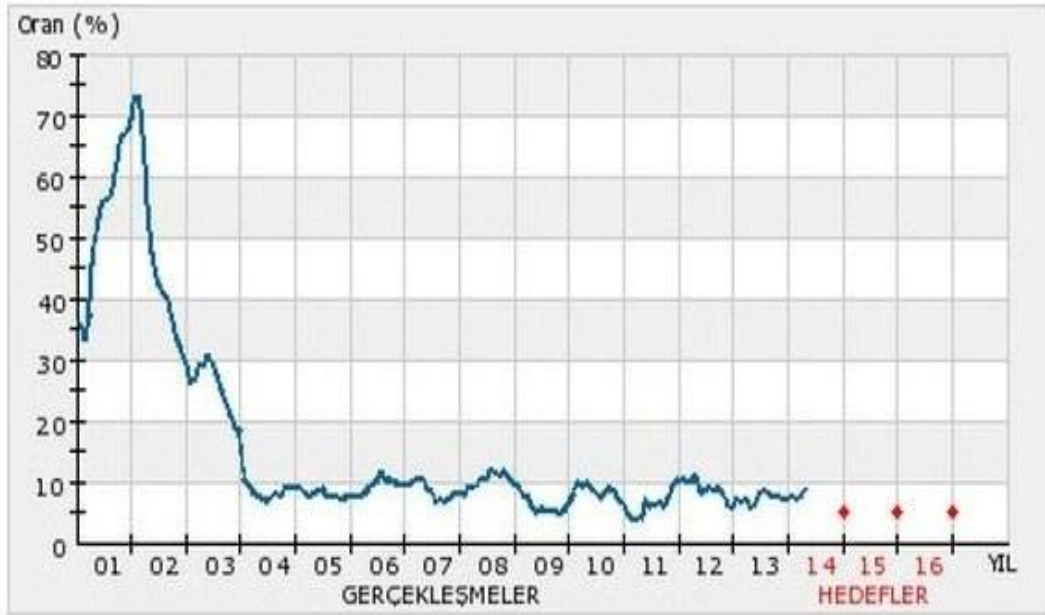
Yukarıdaki şekilde görüldüğü gibi Avrupa Kamu Borç Sorunu'nun ortaya çıkmasından sonra Türk Lirası için zorunlu karşılıklara benzer biçimde yabancı para için zorunlu karşılık oranı da arttırılmıştır. 2013 yılında ise söz konusu oran kademeli olarak arttırılmıştır.

### **4.3.TÜRKİYE'DE ENFLASYON**

Türkiye uzun yıllar boyunca yüksek enflasyon sıkıntısı çekmiştir. Yakın dönemde 1994 ve 2001 krizleri sırasında zaten yüksek olan enflasyon oranı daha da yükselmiştir.

NASDAQ Balonu'nun patlaması sonucu ortaya çıkan olumsuz etkileri silmek amacıyla FED'in faiz oranlarını düşürerek genişletici para politikası uyguladığını daha önce belirtmiştik. ABD'de görülen genişletici para politikası, Türkiye gibi gelişmekte olan ülkelerde döviz miktarının artmasına, döviz kurunun düşmesine ve yerli paranın değerlenmesine yol açtı.

**Şekil 4.7: 2000 Yılından İtibaren Türkiye’de TÜFE Değişim Oranları ve Enflasyon Hedefleri**



	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
Hedef	35	20	12	8	5	4	4	7,5	6,5	5,5	5	5	5	5	5
Gerçekleşme	29,7	18,4	9,3	7,7	9,7	8,4	10,1	6,5	6,4	10,4	6,2	7,4	-	-	-

Kaynak: TCMB, (Çevrimiçi), <http://www.tcmb.gov.tr>, 27 Mayıs 2014.

Yukarıdaki şekilde 2001 yılından sonra enflasyon oranının hızlı bir şekilde düştüğü dikkat çekmektedir. TCMB, 2002-2005 döneminde kısa vadeli faiz oranlarının temel politika aracı olarak kullanıldığı örtük enflasyon hedeflemesi rejimini uygulamıştır.<sup>124</sup> Örtük enflasyon hedeflemesi, açık enflasyon hedeflemesine geçiş için bir basamak olarak görülebilir. TCMB 2006 yılından itibaren açık enflasyon hedeflemesi yapmaya başlamıştır.

<sup>124</sup> TCMB, “2009 Yılında Para ve Kur Politikası”, s. 2.

Örtük enflasyon hedeflemesi yapılan yıllarda gerçekleşen enflasyon oranı, hedeflenen enflasyon oranından düşük çıkmıştır. Ancak 2006, 2007 ve 2008 yılında gerçekleşen enflasyon oranının hedeflenen enflasyon oranından yüksek çıktığı görülmektedir. Bunun temel sebebi, FED'in genişletici para politikasına son vermesinden kaynaklanan gelişmekte olan ülkelere sermaye akış hızının yavaşlamasıdır. Daha önce de belirtildiği üzere söz konusu dönemde TCMB enflasyon oranını düşürmek amacıyla daraltıcı para politikası uygulamıştır.

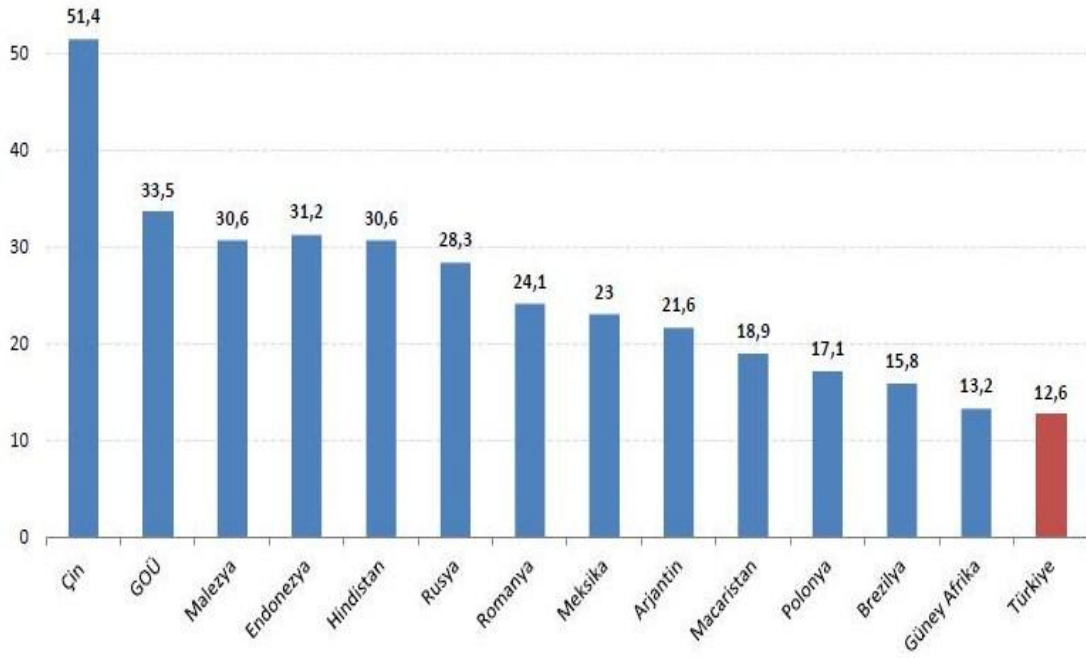
Küresel Kriz'den sonra gelişmiş ülkelerde genişletici para politikaların uygulanması, gelişmekte olan ülkelerde enflasyon oranının düşmesine katkıda bulunmuştur. Türkiye'de kriz döneminde iç talebin düşük olması sayesinde faiz oranları düşürülebilmiş ve buna rağmen enflasyonda belirgin bir artış yaşanmamıştır. Yukarıda da görüldüğü gibi 2009 ve 2010 yıllarında gerçekleşen enflasyon oranı hedeflenen enflasyon oranından düşük çıkmıştır.

2011 yılında Avrupa'da görülen kamu borcu sorunları nedeniyle küresel risk iştahı azalmış ve gelişmekte olan ülkelere sermaye çıkışları başlamıştır. Bu dönemde Türkiye'de döviz miktarının azalması, döviz kurunu yükseltmiş ve Türk Lirası'nın değerini düşürmüştür. TCMB'nin uyguladığı daraltıcı para politikalarına ve yapılan döviz satımlarına rağmen gerçekleşen enflasyon %10,4 olmuştur (2011 yılında hedeflenen enflasyon oranı %5,5 idi). 2012 ve 2013 yıllarında da gerçekleşen enflasyon oranı, hedeflenen enflasyon oranının üstünde seyretmiştir.

#### **4.4.TÜRKİYE'DE CARİ AÇIK VE BÜYÜME**

Türkiye'de kronik olarak cari açık sorunu görülmektedir. Bu sorunun temel sebebi Türkiye'de tasarruf oranının düşük olmasıdır.

**Şekil 4.8: 2013 Yılında Türkiye’de ve Bazı Gelişmekte Olan Ülkelerde Tasarrufların GSYİH’ye Oranı**



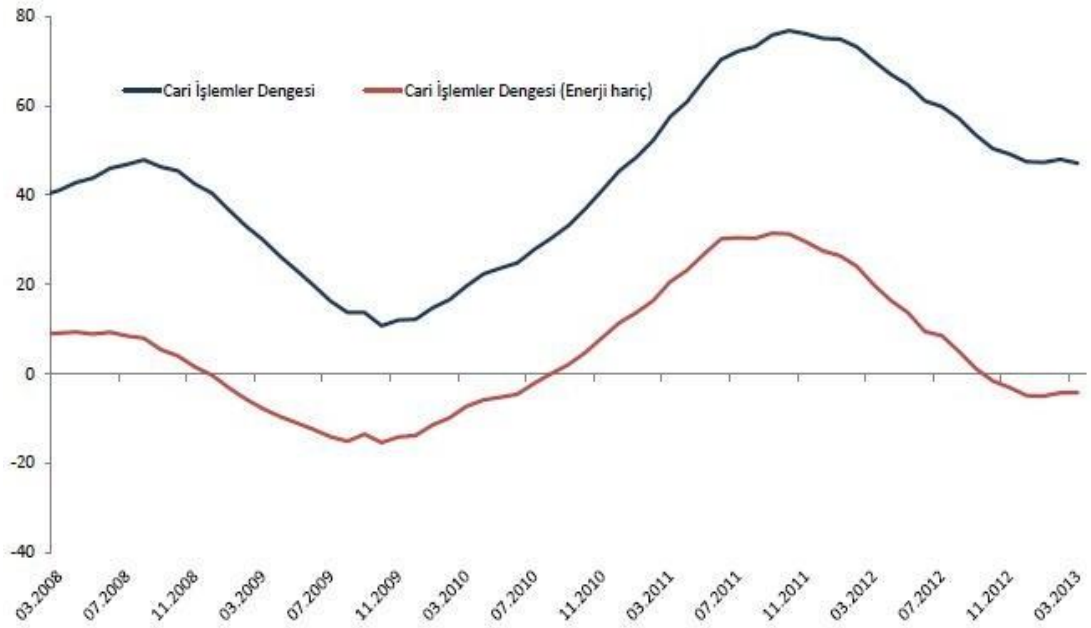
Kaynak: TCMB, Plan ve Bütçe Komisyonu Sunumu, 2014, s. 31.

Yukarıdaki şekilde bazı gelişmekte olan ülkelerin ve Türkiye'nin 2013 yılı için tasarrufların GSYİH'ye oranı gösterilmektedir. Görüldüğü üzere Türkiye'de tasarruf oranları diğer gelişmekte olan ülkelere kıyasla oldukça düşük seviyededir. Özellikle Çin'de tasarruf oranlarının çok yüksek olduğunu söyleyebiliriz.

Türkiye'de tasarruf oranının düşük olması, yabancı sermayeye olan ihtiyacı arttırmakta, bu da cari açığın artmasına katkıda bulunmaktadır.

Türkiye’de cari açık; hem büyümeden kaynaklanan talep artışından etkilenmekte, hem de sıcak para özelliğine sahip kısa vadeli sermaye hareketlerinin belirlediği döviz kurundan etkilenmektedir.<sup>125</sup> Türkiye yüksek büyüme oranlarına ulaştığında daha fazla yabancı sermayeye ihtiyaç duymaktadır. Ayrıca üretimin artması enerji talebini de arttırmaktadır. Ne yazık ki Türkiye enerji kaynakları bakımından zengin bir ülke konumunda değildir. Dolayısıyla üretimin artmasıyla birlikte ithal enerjiye olan talep de artmakta ve bu durum cari açığın artmasına neden olmaktadır.

**Şekil 4.9: 2008:03 – 2013:03 Döneminde Cari İşlemler Dengesi**



Kaynak: TCMB, Bakanlar Kurulu Sunumu, 2013, s. 31.

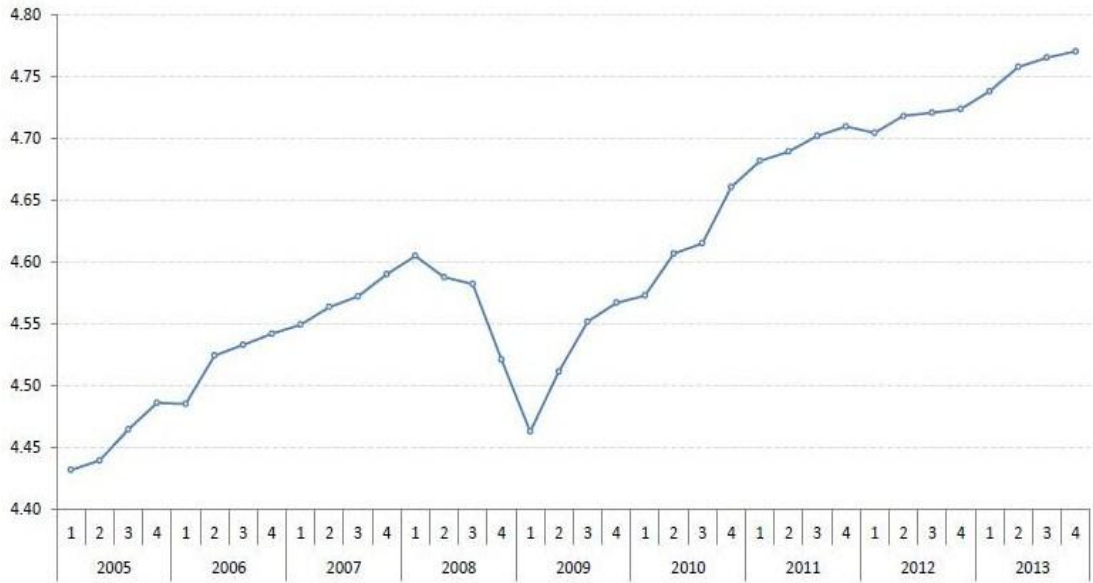
Yukarıdaki şekilde enerji kalemi hariç tutulduğunda Türkiye’de cari açık probleminin aslında o kadar da büyük olmadığı görülmektedir. Enerji hariç tutuldu-

<sup>125</sup> Erman Erbaykal, “Türkiye’de Ekonomik Büyüme ve Döviz Kuru Cari Açık Üzerinde Etkili midir?: Bir Nedensellik Analizi”, **ZKÜ Sosyal Bilimler Dergisi**, Cilt 3, Sayı 6, 2007, s. 87.

ğunda cari işlemler dengesinde 2009 yılında açık değil hatta fazla verdiğimiz bile görülmektedir. Benzer şekilde 2013 yılına doğru enerji faktörü göz ardı edildiğinde Türkiye cari fazla vermektedir.

Küresel risk iştahı ve gelişmekte olan ülkelere sermaye akışları yüksek olduğu dönemlerde, Türkiye yüksek büyüme oranlarına ulaşmıştır. Ancak bununla birlikte tasarrufların düşük olması nedeniyle yabancı sermayeye olan bağımlılık, artan enerji ihtiyacıyla birlikte ve yeterli enerji kaynağına sahip olmamasından dolayı ithal edilen enerji miktarı artmaktadır. Ayrıca yabancı sermaye akışı yüksek olduğundan, döviz kuru düşmekte, Türk Lirası değer kazanmakta ve bunun sonucunda da cari açık tehlikeli boyutlara ulaşmaktadır.

**Şekil 4.10: 2005 – 2013 döneminde Türkiye’de GSYİH Büyümesi**



Kaynak: TCMB, Bakanlar Kurulu Sunumu, 2014, s. 7.



Yukarıdaki şekil ile cari açık arasında bağlantı kurmak gerekirse;

Küresel Kriz'e kadar Türkiye GSYİH'deki büyümeyi sürdürmüş ve cari açık artmıştır. Küresel Kriz'le birlikte gelişmekte olan ülkelerden sermaye çıkışları başladığından üretim ve büyüme büyük ölçüde azalmıştır. Ayrıca bu dönemde iç talep de oldukça düşük seviyelerde olduğundan 2009 yılının başlarında hem büyüme hem de cari açık oldukça düşük seviyelere ulaşmıştır.

2009 yılının başlarında Küresel Kriz'in olumsuz etkileri azalmış ve gelişmekte olan ülkeler yüksek büyüme oranlarına ulaşmıştır. Türkiye 2009 yılının başından 2011 Avrupa Kamu Borcu Krizi'ne kadar oldukça yüksek büyüme oranlarına ulaşmıştır. Bu dönemde gelişmiş ülkelerde uygulanan genişletici para politikalarının büyük etkileri olmuştur. Ancak Türkiye'nin GSYİH'deki bu artış yukarıda açıklanan sebeplerden dolayı cari açığa da artışa sebep olmuştur. Ayrıca bu dönemde iç talebin yüksek olması dolayısıyla TCMB zorunlu karşılık oranlarını arttırarak bunu azaltmaya çalışmıştır. Özellikle 2011 yılının ikinci yarısında cari açık oldukça tehlikeli boyutlara ulaşmıştır.

2011 Avrupa Kamu Borcu Krizi nedeniyle küresel risk iştahı azalmış ve gelişmekte olan ülkelere sermaye akışı yavaşlamıştır. Sermaye akışının yavaşlaması Türkiye'de enflasyonist baskı oluşturmuş ve TCMB bu baskıyı ortadan kaldırmak amacıyla daraltıcı para politikası uygulamıştır. Döviz kurunun yükselmesi, Türk Lirası'nın değer kaybetmeye başlaması ve uygulanan daraltıcı para politikaları GSYİH'deki aşırı büyüme hızını azaltmış ve zamanla cari açığın daha fazla artması önlenmiştir.

Cari açık, Türk Ekonomisi için en önemli sorunlardan biri olmaya devam etmektedir. Bu sorunun en temel kaynağı Türkiye'de tasarruf oranının düşük olmasıdır ve tasarruf oranı arttırılmadan bu sorun tamamıyla ortadan kaldırılamaz. Tasarruf-

ların arttırılmasının ancak uzun dönemde gerçekleştirilebileceğini göz önünde bulundurursak; Türkiye'nin cari açık sorunuyla mücadele edebilmesi için yüksek ve istikrarsız ekonomik büyüme yerine sürdürülebilir ve istikrarlı bir ekonomik büyüme ivmesi kazanmasının yanında Türk Lirası'nın aşırı değerlenmesine sebep olan sıcak para akımlarını kontrol edici politikalar uygulaması gerekmektedir.<sup>126</sup>

#### 4.5.TÜRKİYE'DE İŞSİZLİK

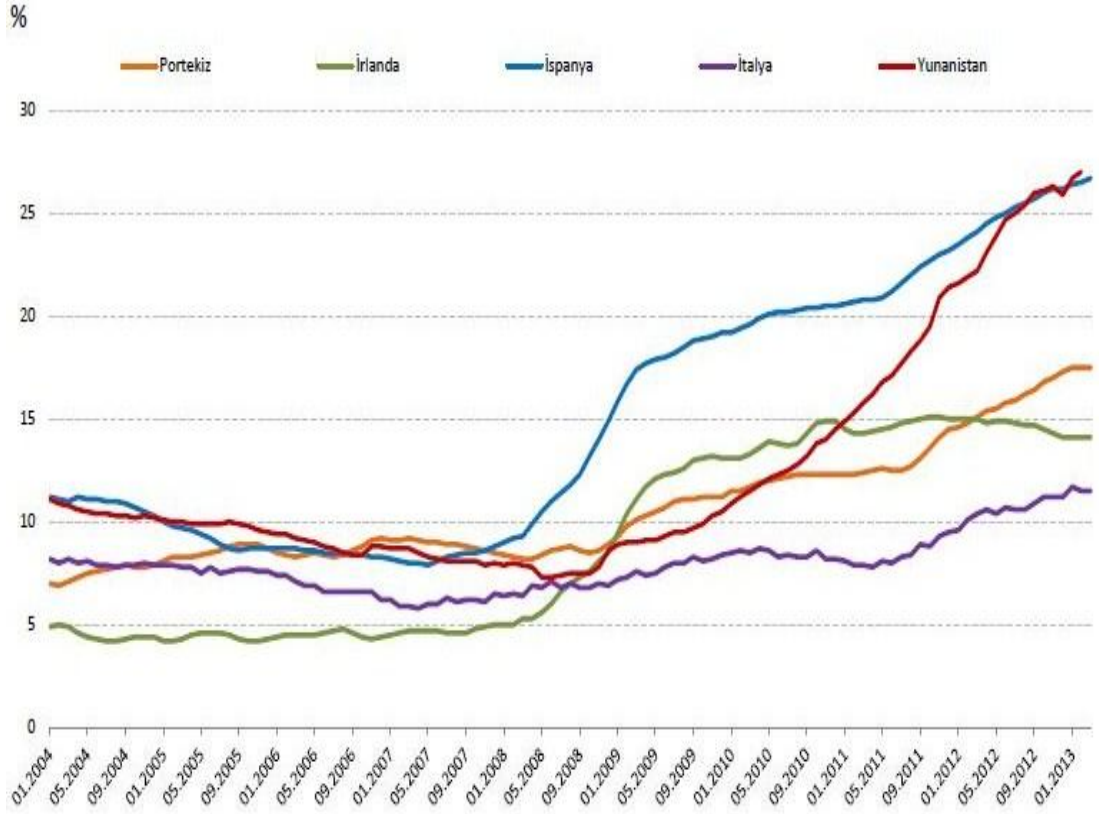
Küresel Kriz'in ortaya çıkardığı durgunluk, küresel anlamda işsizlik oranlarının artmasına neden oldu. Gelişmiş ülkelerde uygulanan genişletici para politikaları, bu ülkelerde finansal göstergelerin düzelmesini sağlamış, ancak reel göstergelerde kriz öncesi rakamlara ulaşamamıştır (ABD, Euro Bölgesi ve İngiltere'de işsizlik oranları için; Bkz.: Sekil 9).

Yunanistan, İrlanda, İspanya, İtalya ve Portekiz gibi borç sorununa sahip ülkelerde ise Küresel Kriz'in artçısı olarak nitelendirdiğimiz 2011 Avrupa Kamu Borcu Krizi'yle birlikte daha da fazla artmıştır.

---

<sup>126</sup> A.e.

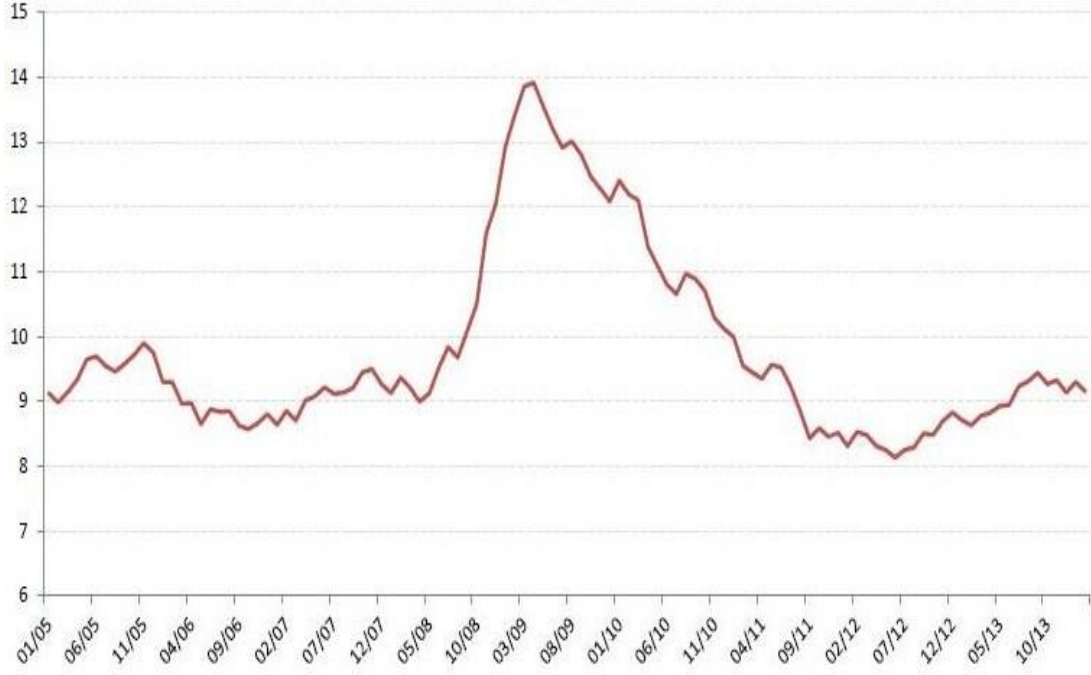
**Şekil 4.11: Kamu Borcu Sorunu Yaşayan Avrupa Ülkelerinde 2004 – 2013 Dönemi İşsizlik Oranları**



Kaynak: TCMB, Bakanlar Kurulu Sunumu, 2013, s. 7.

Yukarıdaki şekilde görüldüğü üzere söz konusu ülkelerde hem Küresel Kriz, hem de 2011 Avrupa Borç Krizi'nden sonra işsizlik oranları genel olarak artmıştır. Özellikle Yunanistan ve İspanya'da işsizlik oranının %25 seviyesini geçmesi dikkat çekmektedir. Diğer ülkelere kıyasla İtalya'da işsizlik oranı daha düşük seviyede kalmıştır. Ancak bu ülkelerdeki işsizlik oranları da Küresel Kriz öncesi rakamlara ulaşamamıştır.

**Şekil 4.12: 2005 – 2013 Döneminde Türkiye’de İşsizlik Oranı**



Kaynak: TCMB, Bakanlar Kurulu Sunumu, 2014, s. 14.

Yukarıdaki şekilde 2005-2013 yılları arasında Türkiye’deki işsizlik oranının seyri gösterilmektedir. Küresel Kriz’in derinleşmesiyle birlikte %9 civarında olan işsizlik oranı %14 seviyesine yaklaşmıştır. Daha sonra 2011 yılının son çeyreğine kadar azalan bir trend içerisinde olmuştur. Türkiye’de işsizlik oranı 2013 yılının son çeyreğinde %9-10 aralığında seyretmiştir. Yani Küresel Kriz’den önceki işsizlik oranlarına ulaşıldığını söyleyebiliriz.

## 4.6.TÜRKİYE’NİN DÖVİZ VE ALTIN REZERVLERİ

NASDAQ Balonu’nun patlamasından sonra FED’in genişletici para politikası uygulaması, Türkiye, Brezilya ve Arjantin gibi birçok gelişmekte olan ülkede döviz bolluğu yaşanmasına sebep olmuştur. Gelişmekte olan ülkelerde döviz miktarının artması; Döviz kurunun düşmesi ve yerli paranın değerlenmesi yönünde bir baskı oluşturmuştur. Dolayısıyla Türkiye gibi gelişmekte olan ülkeler, hem döviz rezervlerini güçlendirmek, hem de döviz kurunun düşmesinden ve yerli paranın aşırı değerlenmesinden kaynaklanabilecek ithalat artışı ve ihracat azalışını önlemek amacıyla piyasalardan döviz satın almıştır.

**Tablo 4.1: 2003 – 2013 Döneminde TCMB’nin Döviz Alım ve Satımları**

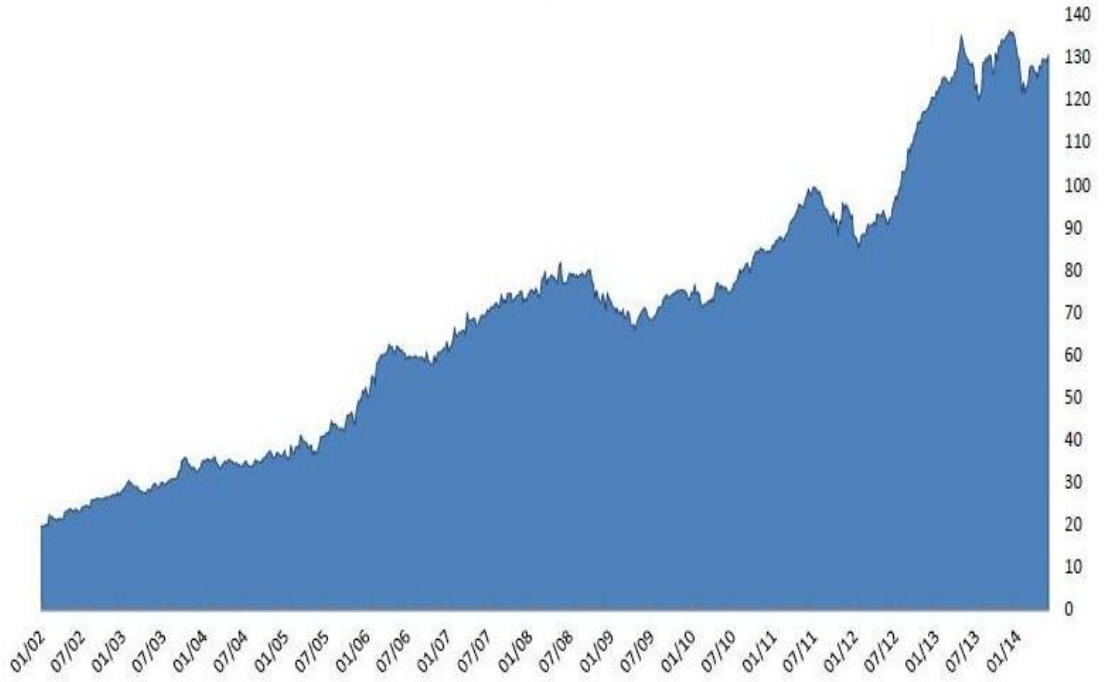
Yıl	İhaleler		Müdahaleler**		İhracat Reeskont Kredileri	Toplam Net Döviz Alımları
	ALIM	SATIM	ALIM	SATIM	NET	
2002	795	0	16	12	25	824
2003	5,652	0	4,229	0	34	9,915
2004	4,104	0	1,283	9	27	5,405
2005	7,442	0	14,565	0	25	22,032
2006	4,296	1,000	5,441	2,105	4	6,636
2007	9,906	0	0	0	2	9,908
2008	7,584	100	0	0	5	7,489
2009	4,314	900	0	0	1,040	4,454
2010	14,865	0	0	0	1,104	15,969
2011	6,450	11,210	0	2,390	1,920	-5,230
2012	0	1,450	0	1,006	8,295	5,839
2013	0	14,360	0	0	12,664	-1,696
<b>Toplam</b>	<b>65,408</b>	<b>29,020</b>	<b>25,534</b>	<b>5,522</b>	<b>25,145</b>	<b>81,545</b>

Kaynak: TCMB, 2014 Yılı Para ve Kur Politikası, 2013, s. 10.

Yukarıdaki tabloda görüldüğü gibi 2011 ve 2013 yılı hariç, Merkez Bankası'nın toplam net döviz alımları pozitifdir. 2011 yılında döviz satımının döviz alımından daha fazla olmasının sebebi, o yılın ikinci yarısında ortaya çıkan Avrupa Kamu Borcu Krizi'dir.

FED'in genişletici para politikasına son vereceği yönündeki sinyallerin alınmasından sonra birçok gelişmekte olan ülkede döviz kuru yükselmeye başladı. 2013 yılında toplam net döviz alımlarının negatif olmasının sebebi de budur.

#### Şekil 4.13: 2002 Yılından İtibaren Türkiye'nin Döviz Rezervlerindeki Değişim



Kaynak: TCMB, Bakanlar Kurulu Sunumu, 2014, s. 51.

Yukarıdaki şekilde 2002-2014 yılları arasında Türkiye'nin döviz rezervlerindeki artış açıkça görünmektedir. Döviz rezervleri özellikle Küresel Kriz'e kadar büyük bir artış göstermiştir. Ancak önce Küresel Kriz, daha sonra da Avrupa Kamu Borcu Krizi nedeniyle döviz rezervlerinin artış hızı azalmıştır. 2012 yılından itibaren küresel risk iştahı ve sermaye akışları arttığından, döviz rezervleri yeniden hızlı bir şekilde artmaya başlamıştır. Ancak FED'in genişletici para politikasına son vereceği yönündeki sinyallerden sonra döviz kuru iyice yükselmiş ve döviz rezervlerindeki artış 2013 yılında durmuştur.

**Şekil 4.14: 2008:05 – 2013:05 Döneminde Türkiye'nin Altın Rezervlerindeki Değişim**



Kaynak: TCMB, Bakanlar Kurulu Sunumu, 2013, s. 34.

Yukarıdaki şekilde 2011 yılının sonundan itibaren Türkiye'nin altın rezervlerinde büyük bir yükselme göze çarpmaktadır. Bunun sebeplerine girmeden önce FED'in de Küresel Kriz'den sonra altın rezervlerinde büyük bir artış olduğunu belir-

telim. 1929'daki Büyük Buhran'dan sonra da ABD'nin altın rezervlerinin arttığını bilmekteyiz. 1929 ve 2008 yılında ortaya çıkan iki büyük krizin ABD'nin altın rezervleri üzerindeki etkisi dikkat çekicidir.

Türkiye'nin altın rezervlerinin 2011 yılının sonundan itibaren büyük bir artış göstermesinde ise rezerv opsiyon mekanizmasının etkisi büyüktür. Ayrıca gelişmiş ülkelerin uyguladığı genişletici para politikaları sonucu altının değer kazanmasının bunda payı olabilir.

#### **4.7.PARA POLİTİKASI AMAÇLARI ARASINDAKİ ÇATIŞMALAR VE TCMB'NİN KÜRESEL KRİZ SIRASINDAKİ TERCİHLERİ**

Para politikasının bazı amaçları arasında çatışma mevcuttur. Yani bir para politikası amacı tercih edilirken bir bakıma diğer amaçtan fedakarlık edilir. Dolayısıyla merkez bankaları bu tercihi yaparken, para politikası amacının alternatif maliyetini ve konjonktürel şartları göz önünde bulundururlar.

Para politikasının amaçları birbiriyle uyumlu olmadığı sürece bunların hepsine birden ulaşmak imkansızdır.<sup>127</sup> Dolayısıyla politika yapıcıların, birbiriyle çatışan para politikası amaçları arasında iyi bir denge kurması önem kazanmaktadır.<sup>128</sup>

Eylül 2008'de Küresel Kriz'in derinleşmesinden sonra gelişmekte olan ülkelerden hızlı bir şekilde sermaye çıkışının başladığını daha önce ifade etmiştik.

<sup>127</sup> Brian L. Scarfe, "Optimal Monetary Policy with a Trade-Off Function", **Oxford Economic Papers**, New Series, Vol. 31, No. 1, 1979, s. 34.

<sup>128</sup> Jeffrey C. Fuhrer, George R. Moore, "Association Monetary Policy Trade-offs and the Correlation between Nominal Interest Rates and Real Output", **The American Economic Review**, Vol. 85, No. 1, 1995, s. 238.



Böyle bir ortamda TCMB, faiz oranlarını ve zorunlu karşılık oranlarını düşürerek genişletici para politikası uygulamıştır.

Küresel Kriz sırasında ülke ekonomileri genel olarak daraldığı için işsizlik oranları yükselmiştir. Bunu daha önce ‘‘Türkiye’de İşsizlik’’ adlı kısımda şekil yardımı ile açıklamıştık. Friedman ve Phelp’e göre parasal ücret değişimleri kısa dönemde işsizlik oranını değiştirir.<sup>129</sup> Yani uygulanan genişletici para politikası, para miktarını arttıracığından ve reel ücretleri düşüreceğinden kısa dönemde işsizlik oranının azalmasına yardım edebilir.

Ancak tam istihdam ve fiyat istikrarı amaçları arasında birçok açıdan çatışma olabilir.<sup>130</sup> Kısa dönemde işsizliği azaltmak amacıyla uygulanan para politikası, uzun dönemde enflasyon yaratabilir. TCMB Küresel Kriz’in ilk dönemlerinde genişletici para politikası uygulayarak istihdamı yükseltme amacını, fiyat istikrarı amacına tercih etmiştir ve işsizlik oranını düşürmek için belirli seviyede enflasyonu göze almıştır.

Fakat söz konusu dönemde gerek iç talebin gerekse dış talebin düşük olması enflasyonist baskının ortaya çıkmasını önlemiştir. Hatırlayacağımız üzere 2006 yılında ani sermaye çıkışı karşısında Türkiye’de daraltıcı para politikası uygulanmış, fiyat istikrarı amacı istihdamı artırma amacına tercih edilmiştir. Bu dönemde genişletici para politikasının uygulanması, iç ve dış talebin yüksek olması nedeniyle enflasyon oranının büyük bir oranda yükselmesini sebep olabilirdi (Buna rağmen 2006 yılında gerçekleşen enflasyon oranı, hedeflenen enflasyon oranının üzerinde kalmıştır).

---

<sup>129</sup> Onaran, ‘‘Para Politikasına Yeni Bir Bakış: Merkez Bankası Bağımsızlığı’’, s. 22.

<sup>130</sup> A.e., s. 21.

Düşük oranlı bir enflasyon oranı, ekonomik büyümeye katkıda bulunabilir.<sup>131</sup> Türkiye’de 2008’in son çeyreğinde uygulanmaya başlanan genişletici para politikası, büyüme hedefinin fiyat istikrarı hedefine tercih edildiğini göstermektedir.

Bernanke ve Blinder’e göre faiz oranları ile reel üretim arasında sıkı bir ilişki vardır.<sup>132</sup> Küresel Kriz sırasında Türkiye’de politika faiz oranlarının sürekli düşürülmesi; tüketimin artmasına, reel üretimin artmasına, işsizliğin azalmasına ve yüksek büyüme oranlarına ulaşılmasına katkıda bulunmuştur.

Türkiye’nin oldukça yüksek büyüme rakamlarına ulaştığı 2010 – 2011 yıllarında cari açık da tehlikeli seviyelere yükselmiştir. Çünkü istihdam ve üretim arttıkça fiyatlar genel düzeyi yükselmekte ve cari açık büyümektedir.<sup>133</sup> Türkiye’de ihracatın ithalata bağımlılığını göz önünde bulundurursak<sup>134</sup> büyümeyle birlikte cari açığın da artmasını olağan kabul edebiliriz.

Türkiye’de 2011 – 2012 yıllarında yüksek büyüme oranlarına ulaşmak için katlanılan maliyet olan cari açık (ihracatın ithalata bağımlı olmasından dolayı) çok yüksek boyutlara ulaşmıştır. Aynı zamanda Ağustos 2011’de Avrupa Borç Krizi nedeniyle sermaye ülke dışına çıkmaya başlamıştır. Böyle bir ortamda TCMB faiz koridorunun hem alt hem de üst sınırını yükselterek daraltıcı para politikası uygulamıştır. Ayrıca zorunlu karşılık oranlarını arttırarak kredi miktarını ve tüketim düzeyini düşürmüştür.

---

<sup>131</sup> A.e., s. 23.

<sup>132</sup> Jeffrey C. Fuhrer, George R. Moore, “Association Monetary Policy Trade-offs and the Correlation between Nominal Interest Rates and Real Output”, s. 220.

<sup>133</sup> Onaran, “Para Politikasına Yeni Bir Bakış: Merkez Bankası Bağımsızlığı”, s. 23.

<sup>134</sup> Murat Çak, Türkiye’de Cari Açık, İstanbul, Beşir Kitabevi, 2013.

Uygulanan daraltıcı para politikasının sonucu olarak cari açık düşürülmüş, ancak cari açığı düşürebilmenin maliyetine katlanılmıştır. Bu maliyet Türkiye ekonomisinin yüksek büyüme hızından vazgeçmesi olmuştur.

## SONUÇ

Küresel Kriz'in bize verdiği en büyük ders, finansal istikrarın önemi hakkında olmuştur. Kriz, ekonomik istikrarın sağlanması için finansal istikrarın da en az fiyat istikrarı kadar gerekli olduğunu bir kez daha hatırlattı. Böylece krizden sonra optimal para politikası teorisine finansal istikrar da dahil edildi.

Küresel Kriz'den sonra gelişmiş ülkeler genişletici para politikası uygulayarak krizin olumsuz etkilerini azaltmaya çalışmıştır. Bu uygulamanın sonucu olarak gelişmiş ülkelerde finansal göstergeler hızla iyileşse de, reel göstergelerin hala kriz öncesi seviyelere dönmediği dikkat çekmektedir. Bu, küresel anlamda yeni varlık balonlarının oluştuğunu göstermektedir ki bundan da yeni bir krizin kapıda olduğu anlamı çıkarılabilir.

Gelişmekte olan ülkeler, krize karşı gelişmiş ülkelere tamamen farklı bir para politikası izlemiş ve parasal sıkılaştırmaya gitmiştir. Gelişmekte olan ülkelerin böyle bir para politikası stratejisi uygulamasının temel amacı; sermaye hareketlerini kontrol altında tutabilmek idi. Bunu sağlayabilmek için çok sayıda para politikası aracını aynı anda kullanarak fiyat istikrarının yanında finansal istikrarı da korumaya çalışmıştır.

Türkiye Cumhuriyeti Merkez Bankası krizden sonra geleneksel para politikası aracı olan politika faizinin yanı sıra faiz koridoru, zorunlu karşılıklar ve rezerv opsiyon mekanizması gibi araçları da aktif bir şekilde kullanarak hem fiyat istikrarını hem de finansal istikrarı korumaya çalışmıştır. Son yıllarda gelişmiş ülkelerin uyguladığı genişletici para politikaları, Türkiye'de enflasyonist yönde baskı oluşmasını önlemiş, bu sayede Merkez Bankası finansal istikrara odaklanabilmiştir.

TCMB, küresel risk iştahının ve sermaye akış hızının azaldığı dönemlerde döviz kurunun ve enflasyonun yükselmesini önlemek için döviz satım ihaleleri düzenlenmiş, küresel risk iştahının ve sermaye akış hızının arttığı dönemlerde ise döviz alım ihaleleri yoluyla hem döviz kurunun düşmesini önlemiş hem de döviz rezervlerini güçlendirmiştir.

Türkiye'nin bankacılık sisteminin sağlam olması ve iyi denetlenmesi, mali disiplinin sağlanmış olması, güçlü döviz rezervlerine sahip olması ve enflasyonu kontrol altında tutabilmesi sayesinde, Küresel Kriz'i birçok ülkeye kıyasla daha az sancılı geçirmiştir. İşsizlik oranı ise krizden önceki seviyelere ulaşmıştır. Ancak özellikle sermaye akış hızının yüksek olduğu dönemlerde hızlı büyüme kaydederken, cari açığın da tehlikeli bir şekilde arttığı görülmüştür. Bu tehlike karşısında Merkez Bankası zorunlu karşılık oranlarını etkili bir şekilde kullanmıştır. Türkiye'nin cari açık sorunuyla mücadele edebilmesi için yüksek ve istikrarsız ekonomik büyüme yerine sürdürülebilir ve istikrarlı bir ekonomik büyümede kalması gerekmektedir. Ayrıca faiz koridoru ve rezerv opsiyon mekanizması gibi para politikası araçlarını kullanarak sermaye hareketliliğindeki ani değişimlerin olumsuz etkilerini azaltmaya çalışmalıdır. Ancak bu tedbirler cari açık sorununu sadece geçici olarak çözer. Türkiye'de cari açık sorununun kalıcı bir şekilde ortadan kaldırılabilmesi için tasarruf oranlarının arttırılması ya da yeni enerji kaynaklarına ulaşılması gereklidir. Aksi durum, Türkiye Ekonomisi'nin yüksek hızda büyüme potansiyelini kullanamamak anlamına gelir.

Küresel Kriz, para politikasının önemini daha da arttırmıştır. Aslında finansal krizler sırasında, finans piyasaları şokta olduğundan, para politikasının etkinliği azalabilir. Ancak böyle durumlarda para politikasına olan ihtiyaç normalde olandan daha fazladır. FED, finansal krizler sırasında para politikasının etkisiz olduğu varsayımına dayanarak, faiz oranlarını düşürmek suretiyle genişletici para politikası uygulamasaydı, zaten yüksek olan değerlendirme riski daha da yükselirdi. Böylece varlık fiyatlarının belirlenmesi daha da zorlaşır ve makroekonomik riskteki artış da daha bü-

yük olurdu. Benzer şekilde Türkiye’de Küresel risk iştahına ve sermaye akış hızına bağlı olarak genişletici veya daraltıcı para politikaları uygulanmasaydı, enflasyondaki ve döviz kurlarındaki dalgalanmalar daha fazla olurdu ve bu durum, krizden çıkışı hem daha uzun, hem de daha zorlu bir hale getirirdi. Dolayısıyla Küresel Kriz’den çıkış sürecinde, para politikasının merkezi bir konumda olduğunu söyleyebiliriz.

Son olarak, gelişmekte olan ülkeler krizden sonra benzer şekilde parasal sıkılaştırmaya gitse de uygulamada ortaya çıkan iki farklı yaklaşımdan (Brezilya modeli ve Türkiye modeli) hangisinin daha doğru olduğunu zaman gösterecektir.

## KAYNAKÇA

- Alper, K., Kara, H., Yörükoğlu, M.: ‘‘Rezerv Opsiyonu Mekanizması’’, Türkiye Cumhuriyeti Merkez Bankası, Sayı:28, 2012.
- Barro, R. J.: ‘‘Inequality, Growth, and Investment’’, **National Bureau of Economic Research**, Cambridge, No: 7038 1999, s. 2-52.
- Başçı, E.: Bakanlar Kurulu Sunumu, TCMB, Nisan 2011.
- Bernanke, B., Gertler, M.: ‘‘Agency Costs, Net Worth, and Business Fluctuations’’, **The American Economic Review**, Vol. 79, No. 1, 1989, s. 14-31.
- Bernanke, B., Woodford, M.: ‘‘Inflation Forecasts and Monetary Policy’’, **National Bureau of Economic Research**, Cambridge, No: 7038, 1997, s. 1-60.
- Beveridge, W. H.: **Full Employment in A Free Society**, London, 1944.
- Birdal, M.: ‘‘Bir Krizin Anatomisi: ABD Mortgage Piyasasının Kurumsal Yapısı ve Krizin Dinamikleri’’ **Anadolu International Conference in Economics**, 2009.

- Çak, M.: **Türkiye’de Cari Açık**, İstanbul, Beşir Kitabevi, 2013.
- Erbaykal, E.: “Türkiye’de Ekonomik Büyüme ve Döviz Kuru Cari Açık Üzerinde Etkili midir?: Bir Nedensellik Analizi”, **ZKÜ Sosyal Bilimler Dergisi**, Cilt 3, Sayı 6, 2007, s. 81-88.
- Erkuş, H., Karagöz, K.: “Türkiye’de Kayıt Dışı Ekonomi ve Vergi Kaybının Tahmini” **SGB Maliye Dergisi**, Sayı 156, 2009, s. 126-140.
- Fatas, A., Mihov, I.: “The Effects of Fiscal Policy on Consumption and Employment: Theory and Evidence”, **Tilburg University, ECARES, University of Toulouse and the European Summer Symposium on International Macroeconomics** 1998, s. 2-19.
- Friedman, M., Schwartz, A. J.: “The Role of Money”, **National Bureau of Economic Research**, 1982, s. 621-632.
- Fuhrer, J. F., Moore, G. R.: “Monetary Policy Trade-offs and the Correlation between Nominal Interest Rates and Real Output”, **The American Economic Review**, Vol.85, No.1, 1995, s. 213-239.
- Giavazzi, F., Pagano, M.: “Non-Keynesian Effects of Fiscal Policy Changes: International Evidence and the Swedish Experience”, **National Bureau of Economic Research**, Cambridge, No:5332, 1995, s. 1-48.



- Goodfriend, M., King, R. G.: “The New Neoclassical Synthesis and the Role of Monetary Policy”, **NBER Macroeconomics Annual**, Volume 12, 1997, 231-296.
- Gowland, D.: **Money, Inflation and Unemployment: The Role of Money in the Economy**, 1991.
- Hoggarth, G.: “Introduction to Monetary Policy”, **Centre for Central Banking Studies**, Bank of England, London, No.1., 1996, s. 1-30.
- Issing, O.: “Monetary and Financial Stability: Is there a trade-off?” **Conference on Monetary Stability, Financial Stability and the Business Cycle**, 2003.
- Kar, M., Taban, S.: “Kamu Harcama Çeşitlerinin Ekonomik Büyüme Üzerine Etkileri” **Ankara Üniversitesi SBF Dergisi**, t.y., s. 145-169.
- Kara, A. H.: “Küresel Kriz Sonrası Para Politikası”, TCMB, Çalışma Tebliği No: 12/17, 2012.
- Karasoy, A.: “Stabilizasyon, Nominal Çapa Olarak Alınabilecek Göstergeler ve Ülke Deneyimleri”, **Türkiye Cumhuriyeti Merkez Bankası Araştırma Genel Müdürlüğü**, 1996.
- Krugman, P.: **Bunalım Ekonomisinin Geri Dönüşü ve**

- Küresel Kriz**, Çev. Neşenur Domaniç, İstanbul, Literatür Yayınları, 2010.
- Krugman, P.: **Bir Liberalin Vicdanı**, Çev. Neşenur Domaniç, İstanbul, Literatür Yayınları, 2009.
- Mankiw, N. G., Romer, D., Weil, D. W.: “A Contribution to the Empirics of Economic Growth”, **National Bureau of Economic Research**, Cambridge, No. 3541, 1990, s. 1-46.
- Mishkin, F. S.: “Is Monetary Policy Effective During Financial Crises?”, **National Bureau of Economic Research**, Cambridge, Vol.99, No:2, 2009, 573-577.
- Mishkin, F. S.: “Monetary Policy Strategy: Lessons From the Crisis”, **National Bureau of Economic Research**, Cambridge, No:16755 2011, s. 2-62.
- Mishkin, F. S.: **Para Teorisi-Politikası**, Çev. Prof. Dr. İlyas Şıklar, Prof. Dr. Ahmet Çakmak, Yrd. Doç. Dr. Suat Yavuz, İstanbul, Bilim Teknik Yayınevi, 2000.
- Onaran, Z. A.: “Para Politikasına Yeni Bir Bakış: Merkez Bankası Bağımsızlığı”, Doktora Tezi, İstanbul, 1995.

- Onaran, Z. A.: 'The Effects of Economic Policies and Export Promotion on Export Revenues in Developing Countries', **Journal of Naval Science and Engineering**, Vol. 4, No.1, 2008, s. 60-75.
- Önder, T.: 'Para Politikası: Araçları, Amaçları ve Türkiye Uygulaması'', Uzmanlık Yeterlilik Tezi, TCMB, Ankara, 2005.
- Özdemir, M.: 'Wicksell'in Dirilişi Monetarizmin Sonu Mu?', **Anadolu International Conference in Economics**, 2009.
- Paya, M.: **Küresel ortamda iktisat politikaları**, İstanbul, Türkmen Kitabevi, 2013.
- Paya, M.: **Makro İktisat**, İstanbul, Filiz Kitabevi, 2007.
- Paya, M.: **Para Teorisi ve Para Politikası**, İstanbul, Filiz Kitabevi, 2007.
- Reinhart C. M., Rogoff, K. S.: **Bu Defa Farklı: Finansal Çılgınlığın 800 Yıllık Tarihi**, Çev. Levent Konyar, İstanbul, NTV Yayınları, 2010.
- Scarfe, B. L.: 'Optimal Monetary Policy with a Trade-Off Function'', **Oxford Economic Papers**, New Series, Vol.31, No.1, 1979, s. 20-35.

- Spilimbergo, A., v.d.: **Fiscal Policy fort he Crisis**, International Monetary Fund, 2008.
- Svensson, L. E. O.: “Inflation Targeting: Some Extensions”, **Institute for International Economic Studies**, Stockholm University, 1998, 1-43.
- Tunalı, Ç. B.: “Yeni Neoklasik Sentez, Para Politikası ve Türkiye”, t.y.
- Vural, U.: “Geleneksel Olmayan Para Politikalarının Yükselişi”, Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası Uzmanlık Yeterlilik Tezi, Ankara, 2013.
- Woolf, V.: **Kendine Ait Bir Oda**, Çev. Derya Öztürk, İstanbul, Tutku Yayınevi, 2014.

## **RAPORLAR**

- TCMB: “Finansal İstikrar Raporu”, Ağustos 2005.
- TCMB: “Para Politikası Kurulu Kararı”, Sayı: 2010-24.
- TCMB: “2009 Yılında Para ve Kur Politikası”, Ankara, 2008.

- TCMB: ‘‘2010 Yılında Para ve Kur Politikası’’, Ankara, 2009.
- TCMB: ‘‘2011 Yılında Para ve Kur Politikası’’, Ankara, 2010.
- TCMB: ‘‘2012 Yılında Para ve Kur Politikası’’, Ankara, 2011.
- TCMB: ‘‘2013 Yılında Para ve Kur Politikası’’, Ankara, 2012.

## ELEKTRONİK KAYNAKLAR

- TCMB: Bülten, 2012, (Çevrimiçi),  
<http://www.tcmb.gov.tr/yeni/iletisimgm/Bulten26.pdf>, 16 Nisan 2014.
- TCMB: Merkez Bankası Bağımsızlığı, 2012, (Çevrimiçi),  
<http://www.tcmb.gov.tr/yeni/evds/yayin/kitaplar/Bagimsizlik2013.pdf>, 22 Şubat 2014.
- TCMB: Ödemeler Dengesi İstatistikleri’ne İlişkin Yöntemsel Açıklama, t.y., (Çevrimiçi),  
<http://www.tcmb.gov.tr/odemedenge/odemet>.

[pdf](#), 20 Nisan 2014.