

**T.C.
MUĞLA SITKI KOÇMAN ÜNİVERSİTESİ**

SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ

İKTİSAT ANABİLİM DALI

**KRİZ KOŞULLARINDA PARA POLİTİKASI UYGULAMALARININ
TÜRKİYE'DE 2001 VE 2008 DENEYİMLERİ AÇISINDAN
KARŞILAŞTIRMALI ANALİZİ**

DOKTORA TEZİ

Özgür BALMUMCU

**DANIŞMAN
Doç. Dr. Bora SÜSLÜ**

**MART, 2013
MUĞLA**

T.C.
MUĞLA SITKI KOÇMAN ÜNİVERSİTESİ
SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ

İKTİSAT ANABİLİM DALI

KRİZ KOŞULLARINDA PARA POLİTİKASI UYGULAMALARININ
TÜRKİYE’DE 2001 VE 2008 DENEYİMLERİ AÇISINDAN
KARŞILAŞTIRMALI ANALİZİ

HAZIRLAYAN
Özgür BALMUMCU

Sosyal Bilimler Enstitüsünce
“Doktora”
Diploması Verilmesi İçin Kabul Edilen Tezdir.

Tezin Enstitüye Verildiği Tarih : 12 Nisan 2013

Tezin Sözlü Savunma Tarihi : 14 Mart 2013

Tez Danışmanı : Doç. Dr. Bora SÜSLÜ

Jüri Üyesi : Prof. Dr. Ozan BAHAR

Jüri Üyesi : Doç. Dr. Cem DİŞBUDAK

Jüri Üyesi : Doç. Dr. Ercan BALDEMİR

Jüri Üyesi : Doç. Dr. Özcan UZUN

Enstitü Müdürü : Prof. Dr. Namık Kemal ÖZTÜRK

MART, 2013

MUĞLA

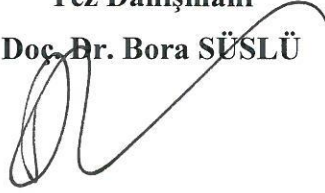
TUTANAK

Muğla Sıtkı Koçman Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü'nün **31./08/2012** tarih ve **564/2** sayılı toplantısında oluşturulan jüri, Lisansüstü Eğitim-Öğretim Yönetmeliği'nin **38/6** maddesine göre, İktisat Anabilim Dalı Doktora öğrencisi Özgür BALMUMCU'nun "Kriz Koşullarında Para Politikası Uygulamalarının Türkiye'de 2001 ve 2008 Deneyimleri Açısından Karşılaştırmalı Analizi" adlı tezini incelemiş ve aday 14/03/2013 tarihinde saat 14:00'da jüri önünde tez savunmasına alınmıştır.

Adayın kişisel çalışmaya dayanan tezini savunmasından sonra **90**. dakikalık süre içinde gerek tez konusu, gerekse tezin dayanağı olan anabilim dallarından sorulan sorulara verdiği cevaplar değerlendirilerek tezin **kabul** edildiğine **oybirliği** ile karar verildi.

Tez Danışmanı

Doç. Dr. Bora SÜSLÜ



Jüri Üyesi : Prof. Dr. Ozan BAHAR



Jüri Üyesi : Doç. Dr. Cem DİŞBUDAK



Jüri Üyesi : Doç. Dr. Ercan BALDEMİR



Jüri Üyesi : Doç. Dr. Özcan UZUN



YEMİN

Doktora tezi olarak sunduğum “Kriz Koşullarında Para Politikası Uygulamalarının Türkiye’de 2001 ve 2008 Deneyimleri Açısından Karşılaştırmalı Analizi” adlı çalışmanın, tarafımdan bilimsel ahlak ve geleneklere aykırı düşecek bir yardıma başvurulmaksızın yazıldığını ve yararlandığım eserlerin Kaynakça’da gösterilenlerden oluştuğunu, bunlara atıf yapılarak yararlanmış olduğumu belirtir ve bunu onurumla doğrularım.

12/04/2013

Özgür BALMUMCU

YÜKSEKÖĞRETİM KURULU DOKÜMANTASYON MERKEZİ
TEZ VERİ GİRİŞ FORMU

YAZARIN

MERKEZİMİZCE DOLDURULACAKTIR.

Soyadı : BALMUMCU

Adı : Özgür

Kayıt No:

TEZİN ADI

Türkçe : Kriz Koşullarında Para Politikası Uygulamalarının Türkiye’de 2001 ve 2008 Deneyimleri Açısından Karşılaştırmalı Analizi

Y. Dil : Comparative Analysis of Monetary Policy Implementations under the Crisis of 2001 and 2008 Experiences in Turkey

TEZİN TÜRÜ: Yüksek Lisans

Doktora

Sanatta Yeterlilik

O

●

O

TEZİN KABUL EDİLDİĞİ

Üniversite : Muğla Sıtkı Koçman Üniversitesi

Fakülte : İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi

Enstitü : Sosyal Bilimler Enstitüsü

Diğer Kuruluşlar :

Tarih :

TEZ YAYINLANMIŞSA

Yayınlayan :

Basım Yeri :

Basım Tarihi :

ISBN :

TEZ YÖNETİCİSİNİN

Soyadı, Adı : SÜSLÜ, Bora

Ünvanı : Doç. Dr.

TEZİN YAZILDIĞI DİL : Türkçe

TEZİN SAYFA SAYISI: 345

TEZİN KONUSU (KONULARI) :

1. Para politikasının dönüşümü.
2. Kriz dönemlerinde merkez bankacılığı ve para politikalarının etkinliği.
3. Türkiye’de para politikası araçlarının fiyat ve çıktıyı yönlendirme etkinliğinin analizi.

TÜRKÇE ANAHTAR KELİMELER :

1. Kriz
2. Merkez Bankası
3. Para Politikaları
4. Türkiye Ekonomisi

İNGİLİZCE ANAHTAR KELİMELER:

1. Crisis
2. Central Bank
3. Monetary Policy
4. Turkish Economy

- 1- Tezimden fotokopi yapılmasına izin vermiyorum
- 2- Tezimden dipnot gösterilmek şartıyla bir bölümünün fotokopisi alınabilir
- 3- Kaynak gösterilmek şartıyla tezimin tamamının fotokopisi alınabilir

Yazarın İmzası :



Tarih : 12/04/2013

ÖZET

Dünya ekonomisinde son yirmi yılda yaşanan hızlı finansallaşma, giderek sıklaşan ve yaygınlaşan ekonomik krizleri beraberinde getirmiştir. Küresel ekonominin yaşadığı temel sorun, krizlerden ziyade bu krizlerin yol açtığı reel ekonomik daralmadır. Krizlerin uzun sürmesi, çok sayıda ülkeyi etkilemesi ve uygulanan para politikalarının kriz sürecinde beklenen etkileri yaratmaması, merkez bankalarına ve para politikalarına yönelik eleştirilerin çoğalmasına neden olmuştur. Enflasyon, üretim ve finans üçgeninde para politikalarının yürütülmesi giderek güçleşmektedir.

Türkiye’de 2000’li yıllarda döviz kuru ve enflasyon hedeflemesi gibi birbirinden farklı iki para politikası stratejisi uygulanmıştır. Bu politikaların uygulanabilirliği ve etkinliği tartışılırken 2001 ve 2008 yıllarında iki önemli ekonomik kriz yaşanmıştır. Bu bağlamda tezin amacı, söz konusu dönemde Türkiye’de uygulanan döviz kuru hedeflemesi ve enflasyon hedeflemesi gibi iki farklı para politikası stratejisinin iç ve dış şoklar karşısında fiyat ve çıktıyı yönlendirmekten nasıl uzaklaştığını ortaya koymaktır. Türkiye gibi dışa açık küçük ülkelerde giderek sıklaşan şoklar, bu ekonomilerin karakteristik özelliği olan dışa bağımlılık ve yabancı sermaye girişleri, uygulanan para politikalarını etkinlikten uzaklaştırmaktadır. Türkiye’de para politikası araçları ile enflasyon arasında istikrarlı ve öngörülebilir bir ilişkinin olmadığı düşünülmektedir.

Bu doğrultuda yapılan ampirik analizden elde edilen bulgular, Türkiye’de para politikasının kriz dönemlerinde aktif bir rol üstlenemediğini göstermektedir. TCMB, Türkiye ekonomisinde ortaya çıkan dalgalanmaları ve krizleri yönlendirmek konusunda etkinlikten uzaktır. Politik, iktisadi ve küresel dalgalanmalar para politikasının arzulanan etkinlik düzeyine ulaşmasına engel olmaktadır. Politika uygulayıcıların dış şokları ülkeye taşıyan aktarım mekanizmalarına yönelik tedbirler almaktan kaçınmaları, bu tür krizlerin orta vadede tekrarlanabileceğini ve para politikalarının çözümsüz kalacağını düşündürmektedir.

ABSTRACT

The rapid financialization of the world economy for the last twenty years led to frequent and widespread economic crisis, and protracted recessions. The main problem experienced by the global economy and the specific countries is not the crisis itself but the prolonged economic recession which is caused by the economic crisis. The criticism toward central banks and monetary policies surged because of the perpetuation of crisis, its impact on many countries and the ineffectiveness of the monetary policies implemented during the crisis. Therefore, it has been more and more difficult to implement proper monetary policies in the dilemmas of inflation, production and finance.

In Turkey, two different monetary policy strategies such as the exchange rate and inflation targeting were implemented during the 2000s. While the sustainability and effectiveness of these policies were controversial and debated among the economists and policymakers, two major economic crisis experienced during this period: 2001 and 2008. In this context, the aim of the thesis is to prove that both monetary strategies, such as the exchange rate targeting and inflation targeting, are unsuccessful and they lead to price and output fluctuations in the face of internal and external shocks in Turkey during the 2000s. Frequent shocks in a small open economy that the main characteristics are the dependency on foreign source and capital inflows, such as Turkey, cause inefficiency in the monetary policies implemented during crisis and recession. As a result, it is concluded that there is no stable and predictable relationship between monetary policy instruments and inflation in Turkey.

The results obtained by empirical analysis of the thesis show that monetary policies implemented during the crisis have not been effective. CBRT seems to be ineffective managing the fluctuations and the crisis. Therefore, it can be argued that Turkish economy might experience crisis in the future because policymakers are reluctant to take necessary measures. Based on the result of the thesis, we can contend that monetary policies will again be incompetent during the would-be crisis.

ÖNSÖZ

2000’li yıllarda finansal piyasalarda yaşanan hızlı yenilenme süreci, yaygınlaşan sermaye hareketleri ve sıklaşan ekonomik krizler, çağdaş merkez bankacılığı açısından cevaplanması gereken yeni soruları gündeme taşımıştır. Çünkü geleneksel para politikası ne 2008 küresel finans krizinin gelmekte olduğunu öngörebilmiş ne de geldikten sonra nasıl düzeltilebileceğini gösterebilmiştir. Böylelikle, kriz dönemlerinde para politikalarının etkinliği üzerine yürütülen tartışmalar, çalışmanın temel motivasyonunu oluşturmuştur. Bu bağlamda, kriz dönemlerinde izlenen ve izlenmesi gereken para politikaları Türkiye özelinde 2001 ve 2008 kriz deneyimlerinden yola çıkarak incelenmiştir. Ortaya konulan literatür ve yapılan ampirik çalışma sonucunda, para politikası aracı olarak politika faizinin Türkiye’de kriz öncesinde, sırasında ve sonrasında fiyat ve çıktıyı yönlendirmek konusunda etkin olmadığı bulgusuna ulaşılmıştır.

Kimi zaman hiç bitmeyecekmiş gibi hissettiğim bu zorlu tez sürecinde bana esnek bir çalışma ortamı sunan ve sabrını esirgemeyen danışman hocam Doç. Dr. Bora SÜSLÜ’ye; yardımını hiç unutmayacağım Doç. Dr. Cem DİŞBUDAK’a; isimlerini tebessümle andığım, tanımaktan mutluluk duyduğum tüm dostlarıma; bugünlere gelmemde büyük pay sahibi olan annem Berâtiye BALMUMCU’ya, babam M. Yavuz BALMUMCU’ya ve kardeşim Burcu BALMUMCU’ya teşekkürlerimi sunarım. Bana hiçbir iktisadi modelle açıklayamadığım bir sevgiyle bağlı olan, bir doktora tezinin verebileceği sıkıntıları benimle birlikte omuzlarında taşıyan ve beni ben yapan sevgili eşim Ayça BALMUMCU ve geride kalan beş yılda hayatıma farklı bir anlam katan, yanında huzur bulduğum sevgili kızım Asya BALMUMCU, teşekkürün yeterli gelmediği iki insan, iyi ki varsınız...

İÇİNDEKİLER.....	I
TABLOLAR LİSTESİ.....	VI
ŞEKİLLER VE GRAFİKLER LİSTESİ.....	IX
EKLER LİSTESİ.....	X
KISALTMALAR LİSTESİ.....	XI
GİRİŞ.....	1

BİRİNCİ BÖLÜM

PARA POLİTİKASININ KAVRAMSAL ÇERÇEVESİ

1.1. Para Politikasının Genel Çerçevesi.....	6
1.1.1. Para Politikasının Tanımı.....	7
1.1.2. Para Politikasının Amaçları ve Araçları.....	8
1.1.2.1. Para Politikasının Amaçları.....	11
1.1.2.1.1. Nihai Amaç Olarak Ekonomik Büyüme ve Tam İstihdam...	15
1.1.2.1.2. Nihai Amaç Olarak Fiyat İstikrarı.....	17
1.1.2.1.3. Nihai Amaç Olarak Finansal İstikrar.....	21
1.1.2.2. Para Politikasının Araçları.....	24
1.1.2.2.1. Dolaylı Para Politikası Araçları.....	25
1.1.2.2.2. Dolaysız Para Politikası Araçları.....	27
1.1.3. Alternatif Para Politikası Stratejileri.....	30
1.1.3.1. Ara Hedefleme Stratejileri.....	32
1.1.3.1.1. Parasal Hedefleme.....	32
1.1.3.1.2. Döviz Kuru Hedeflemesi.....	34
1.1.3.2. Amaç Değişkenler Üzerine Hedefleme Stratejileri.....	37
1.1.3.2.1. Enflasyon Hedeflemesi.....	37
1.1.3.2.1.1. Enflasyon Hedeflemesinin Temel Koşulları.....	39
1.1.3.2.1.2. Enflasyon Hedeflemesinin Türleri.....	41

1.1.3.2.2. Nominal GSYH Hedeflemesi.....	42
1.1.3.3. Para Politikası Stratejileri İçin Araç Kurallar.....	44
1.1.3.3.1. Friedman Kuralı.....	44
1.1.3.3.2. Taylor Kuralı.....	45
1.1.3.3.3. McCallum Kuralı.....	49
1.2. Para Politikasının Aktarım Kanalları.....	50
1.2.1. Para Politikası Aktarım Kanallarının Teorik Dayanakları.....	51
1.2.2. Parasal Aktarım Mekanizmaları.....	52
1.2.2.1. Faiz Oranı Kanalı.....	53
1.2.2.2. Döviz Kuru Kanalı.....	54
1.2.2.3. Varlık Fiyatları Kanalı.....	56
1.2.2.4. Kredi Kanalı.....	57
1.2.2.5. Beklentiler Kanalı.....	59
1.3. Genel Değerlendirme.....	60

İKİNCİ BÖLÜM

PARA POLİTİKASININ ETKİNLİĞİNE YÖNELİK YAKLAŞIMLAR

VE

KRİZ DÖNEMLERİNDE PARA POLİTİKASI

2.1. Para Politikasının Etkinliğine Yönelik İktisadi Yaklaşımlar.....	65
2.1.1. Tarihsel Temeller: Wicksell, Keynes ve Friedman.....	66
2.1.2. Yeni Klasik İktisat ve Para Politikası.....	70
2.1.2.1. Yeni Klasik Para Politikası Yaklaşımı.....	70
2.1.2.2. Yeni Klasik Para Politikası Yaklaşımının Etkinliği.....	72
2.1.3. Yeni Keynesyen İktisat ve Para Politikası.....	74
2.1.3.1. Yeni Keynesyen Para Politikası Yaklaşımı.....	75
2.1.3.2. Yeni Keynesyen Yaklaşımın Dönüşümü: Yeni Uzlaşma.....	77
2.1.3.3. Yeni Keynesyen Para Politikası Yaklaşımının Etkinliği.....	81

2.1.4. Post Keynesyen İktisat ve Para Politikası.....	85
2.1.4.1. Post-Keynesyen Para Politikası Yaklaşımı.....	86
2.1.4.2. Post-Keynesyen Para Politikası Yaklaşımının Etkinliği.....	91
2.2. Kriz Dönemlerinde Para Politikasının Etkinliği.....	93
2.2.1. Şok Sonrası Konjunktur Dalgaları Ekseninde Para Politikası.....	96
2.2.2. Şok Sonrası Ekonominin Uzun Dönem Dengesine Ulaşması.....	99
2.2.3. Deflasyon Riskinin Para Politikasına Yansımaları.....	105
2.2.3.1. Kredi ve Likidite Riski.....	108
2.2.3.2. Sıfır Enflasyon-Pozitif Enflasyon Hedefi Tartışması.....	110
2.2.4. Son Uluslararası Finansal Krizin Para Politikasına Yansımaları.....	113
2.2.4.1. Kriz Döneminde Enflasyon Hedeflemesine Yönelik Eleştiriler...	114
2.2.4.2. Varlık Fiyatlarındaki Gelişmelerin Para Politikasına Yansımaları.....	116
2.2.4.3. Varlık Fiyatlarındaki Dalgalanmalara Karşı Para Politikası.....	119
2.2.4.4. Küresel Kriz Sonrası Yeni Para Politikası Önerileri.....	123
2.2.4.4.1. Esnek Enflasyon Hedeflemesi.....	123
2.2.4.4.2. Makro İhtiyat Politikası.....	126
2.3. Genel Değerlendirme.....	129

ÜÇÜNCÜ BÖLÜM

TÜRKİYE’DE 2001 VE 2008 DENEYİMLERİ AÇISINDAN KRİZ KOŞULLARINDA PARA POLİTİKASININ ETKİNLİĞİ

3.1. Türkiye’de Çağdaş Para Politikasına Giden Yol.....	136
3.1.1. Piyasa Ekonomisinin Yükselişi ve Monetarist Politikalar.....	136
3.1.2. Uygulamada Gelen Yenilikler ve Para Politikasının Yeni Karakteri...	137
3.1.3. Kurala Göre Para Politikası Çerçevesinde İlk Denemeler.....	139
3.2. Türkiye’de Kasım 2000-Şubat 2001 Krizi Sürecinde Para Politikası.....	141
3.2.1. Kriz Öncesi Para Politikası Uygulamaları.....	141

3.2.2. Krize Giden Süreç.....	145
3.2.3. Krize Yönelik Para Politikası Tepkisi.....	151
3.2.4. Kriz Döneminde Uluslararası Konjunktur.....	154
3.2.5. Kriz Sonrasında Türkiye’de Para Politikasının Yapısal Dönüşümü....	159
3.3. Türkiye’de Çağdaş Merkez Bankacılığına Geçiş.....	162
3.3.1. Örtük Enflasyon Hedeflemesi Dönemi: 2002-2005.....	163
3.3.1.1. Yeni Dönemde Para Politikasının Değişen Yüzü.....	165
3.3.1.2. Örtük Enflasyon Hedeflemesi Döneminin Sonuçları.....	167
3.3.2. Açık Enflasyon Hedeflemesi Stratejisine Geçiş: 2006-2008.....	172
3.3.2.1. Yeni Stratejide Para Politikasının Genel Çerçevesi.....	172
3.3.2.2. Yeni Stratejinin 2006-2008 Döneminde Karşılaştığı Sorunlar ve Elde Ettiği Sonuçlar.....	175
3.4. 2008 Küresel Finans Krizi Sürecinde Para Politikası.....	178
3.4.1. Türkiye’de Kriz Öncesi Dönemde Para Politikası Uygulamaları.....	180
3.4.2. Küresel Finans Krizinin Türkiye Ekonomisine Yansımaları.....	182
3.4.3. Türkiye’de Küresel Krize Yönelik Para Politikası Tepkisi.....	190
3.4.4. Dünya Ekonomisinde Küresel Krize Karşı Para Politikası Tepkisi.....	193
3.4.4.1. Bazı Ülkelerde Krize Yönelik Para Politikası Tepkisi.....	195
3.4.4.2. Dünya Ekonomisi İçin Krizden Çıkarılan Politika Sonuçları.....	199
3.4.5. Türkiye’de Küresel Kriz Sonrası Para Politikasının Görünümü.....	203
3.5. Türkiye’de 2001 ve 2008 Kriz Deneyimlerinin Para Politikası Açısından Karşılaştırılması.....	211
3.6. Genel Değerlendirme.....	221

DÖRDÜNCÜ BÖLÜM

TÜRKİYE’DE 2001 VE 2008 KRİZ DÖNEMLERİNİN PARA POLİTİKASI AÇISINDAN KARŞILAŞTIRMALI ANALİZİ

4.1. 2000’li Yıllarda Para Politikasının Etkinliğine Yönelik Literatür.....	231
-----------------------------------------------------------------------------	-----

4.1.1. Türkiye’de Şoklar ve Ekonomik Dalgalanmalar Karşısında Para Politikasının Etkinliği.....	232
4.1.2. Türkiye’de Para Politikası Aktarım Kanallarının Etkinliği.....	236
4.1.3. Para Politikasının Etkinliğine Yönelik Temel Çalışmalar.....	240
4.2. Ekonometrik Metodoloji.....	244
4.2.1. Birim Kök Testleri.....	244
4.2.1.1. Genişletilmiş Dickey-Fuller Kırılmasız Birim Kök Testi.....	246
4.2.1.2. Philips-Perron Kırılmasız Birim Kök Testi.....	248
4.2.1.3. Zivot-Andrews Yapısal Kırılmalı Birim Kök Testi.....	249
4.2.2. Bai-Perron Çoklu Yapısal Kırılma Testi.....	253
4.2.3. ARDL Sınır Testi Yaklaşımı.....	255
4.3. Çalışmada Kullanılan Yöntem.....	257
4.3.1. Veri Seti ve Tahmin Modeli.....	258
4.3.1.1. Değişkenlerin ADF ve PP Kırılmasız Birim Kök Testi Sonuçları.....	260
4.3.1.2. Değişkenlerin Zivot-Andrews Kırılmalı Birim Kök Testi Sonuçları.....	261
4.3.1.3. Bai-Perron Çoklu Yapısal Kırılma Testi Sonuçları.....	264
4.3.1.4. ARDL Sınır Testi Yaklaşımı ve Eşbütünleşme Analizi.....	271
4.3.1.4.1. Birinci Dönem (1999-2005).....	273
4.3.1.4.2. İkinci Dönem (2006-2011).....	277
4.3.2. Sonuçların Değerlendirilmesi.....	280
SONUÇ.....	285
KAYNAKÇA.....	294
EKLER.....	332

TABLolar LİSTESİ

Tablo 1.1: Para Politikası Geçiş Sürecinin Aşamaları.....	8
Tablo 2.1: İktisadi Yaklaşımlar Çerçevesinde Para Politikasının Etkinliği.....	93
Tablo 2.2: İktisadi Yaklaşımlar Açışından şokların Kaynağı ve Kural-Takdir Tartışması	104
Tablo 2.3: Merkez Bankasının Fiyat İstikrarı ile Finansal İstikrar Doğrultusunda Kullanabileceği Araçlar.....	116
Tablo 2.4: Bir Finansal şok Karşısında Politika Stratejilerinin Etkinliği.....	129
Tablo 3.1: 2000 Yılı Parasal Program Hedefleri ve Gerçekleşmeler.....	144
Tablo 3.2: Bazı Makroekonomik Göstergelerin 2000-2001 Krizindeki Görünümü.....	146
Tablo 3.3: Bazı Finansal Göstergelerin 2000-2001 Krizindeki Görünümü.....	149
Tablo 3.4: 2001 Yılı Parasal Program Hedefleri ve Gerçekleşmeler.....	161
Tablo 3.5: 2002 Yılı Parasal Program Hedefleri ve Gerçekleşmeler.....	166
Tablo 3.6: Örtük Enflasyon Hedeflemesi Dönemi Enflasyon ve Büyüme Göstergeleri (%)......	169
Tablo 3.7: Türkiye’de Mali Baskınlık, Finansal Derinlik ve Faiz Oranları (%)......	170
Tablo 3.8: Açık Enflasyon Hedeflemesi Döneminin İlk Yıllarında Enflasyon ve Büyüme Göstergeleri (%)......	176
Tablo 3.9: Türkiye’de Mali Baskınlık, Finansal Derinlik ve Faiz Oranları (%)......	178
Tablo 3.10: Bazı Makroekonomik Göstergelerin 2008-2009 Krizindeki Görünümü.....	185

Tablo 3.11: Bazı Finansal Göstergelerin 2008-2009 Krizindeki Görünümü.....	187
Tablo 3.12: Kriz Sonrası Dönemde Kısa Vadeli Faiz Oranları (%)......	207
Tablo 3.13: Türkiye’de Küresel Kriz Sonrası Yeni Para Politikasının Hedefleri	209
Tablo 3.14: Küresel Kriz ve Sonrasında Türkiye’de Açık Enflasyon Hedeflemesi Dönemi Enflasyon ve Büyüme Göstergeleri (%)......	210
Tablo 3.15: Türkiye’de 2000 Yılı Sonrası Uygulanan Para Politikası Stratejileri.....	224
Tablo 4.1: Temel Para Politikası Araçlarının Etkinliğine Yönelik Literatür.....	241
Tablo 4.2: Tahmin Modelinde Kullanılan Değişkenler ve Kısaltmaları.....	259
Tablo 4.3: ADF ve PP Kırılmasız Birim Kök Testi Sonuçları.....	261
Tablo 4.4: Zivot-Andrews Tek Kırılmalı Birim Kök Testi Sonuçları.....	262
Tablo 4.5: TÜFE (P) İçin Bai-Perron Çoklu Kırılma Testi.....	265
Tablo 4.6: Sanayi Üretim Endeksi İçin Bai-Perron Çoklu Kırılma Testi.....	266
Tablo 4.7: O/N Faiz Oranı (ONI) İçin Bai-Perron Çoklu Kırılma Testi.....	267
Tablo 4.8: Döviz Kuru (E) İçin Bai-Perron Çoklu Kırılma Testi.....	268
Tablo 4.9: Net Yabancı Sermaye Girişi (FCI) İçin Bai-Perron Çoklu Kırılma Testi.....	269
Tablo 4.10: Para Arzı (M2) İçin Bai-Perron Çoklu Kırılma Testi.....	270
Tablo 4.11: İMKB 100 Endeksi İçin Bai-Perron Çoklu Kırılma Testi.....	270
Tablo 4.12: Toplam Krediler (DC) İçin Bai-Perron Çoklu Kırılma Testi.....	270
Tablo 4.13: Birinci Dönem (1999-2005) Eşbütünleşme Sonuçları.....	274

Tablo 4.14: Birinci Dönem (1999-2005) ARDL(2,0,0,1,0,1) Hata Düzeltme Modeli Sonuçları (Bağımlı Değişken: $\ln P$).....	275
Tablo 4.15: Birinci Dönem (1999-2005) ARDL(2,0,0,1,0,1) Uzun Dönem Sonuçları (Bağımlı Değişken: $\ln P$).....	276
Tablo 4.16: İkinci Dönem (2006-2011) Eşbütünleşme Sonuçları.....	278
Tablo 4.17: İkinci Dönem (2006-2011) ARDL(1,0,0,0,0,0) Hata Düzeltme Modeli Sonuçları (Bağımlı Değişken: $\ln P$).....	279
Tablo 4.18: İkinci Dönem (2006-2011) ARDL(1,0,0,0,0,0) Uzun Dönem Sonuçları (Bağımlı Değişken: $\ln P$).....	280

ŞEKİLLER VE GRAFİKLER LİSTESİ

Şekil 2.1: Esnek Enflasyon Hedeflemesi.....	125
Grafik 1.1: Türkiye’de 2000-2002 Döneminde Faiz Oranlarının Görünümü (%).....	147
Grafik 1.2: Türkiye’de 2003-2005 Döneminde Faiz Oranlarının Görünümü (%).....	171
Grafik 1.3: 2008 Yılı Bankalararası Para Piyasası Faiz Oranı (%).....	182
Grafik 1.4: Türkiye’de 2008-20010 Döneminde Faiz Oranlarının Görünümü (%).....	188
Grafik 1.5: Türkiye’de 2001 ve 2008 Kriz Dönemlerinde GSYH Büyüme Hızları (%).....	212
Grafik 1.6: Türkiye’de 2001 ve 2008 Kriz Dönemlerinde Cari İşlemler Dengesi (Milyon Dolar).....	213
Grafik 1.7: Türkiye’de 2001 ve 2008 Kriz Dönemlerinde Net Yabancı Sermaye Girişi (NYSG) (Milyon Dolar).....	214
Grafik 1.8: Türkiye’de 2001 ve 2008 Kriz Dönemlerinde Reel Faiz Oranları (%).....	215
Grafik 1.9: Türkiye’de 2001 ve 2008 Kriz Dönemlerinde TCMB Reel Kur Endeksi.....	216
Grafik 1.10: Türkiye’de 2001 ve 2008 Kriz Dönemlerinde TÜFE Oranları (%).....	217
Grafik 1.11: Türkiye’de 2001 ve 2008 Kriz Dönemlerinde Kısa Vadeli Dış Borçların TCMB Rezervlerine Oranı.....	217
Grafik 1.12: Türkiye’de 2001 ve 2008 Kriz Dönemlerinde Para Arzında Yaşanan Gelişmeler (%).....	218
Grafik 1.13: Türkiye’de 2001 ve 2008 Kriz Dönemlerinde Özel Sektöre Açılan Kredilerin GSYH Oranı (%).....	219

EKLER LİSTESİ

Ek 1: Birinci Dönem (1999-2005) ADF ve PP Birim Kök Testi Sonuçları.....	332
Ek 2: İkinci Dönem (2006-2011) ADF ve PP Birim Kök Testi Sonuçları.....	332
Ek 3: Birinci Dönem (1999-2005) Zivot-Andrews Tek Kırılmalı Birim Kök Testi Sonuçları.....	333
Ek 4: İkinci Dönem (2006-2011) Zivot-Andrews Tek Kırılmalı Birim Kök Testi Sonuçları.....	333
Ek 5: Birinci Dönem (1999-2005) CUSUM-CUSUMQ Test İstatistik Sonuçları ve Tahmin Modelinin İstikrarlılığı.....	334
Ek 6: İkinci Dönem (2006-2011) CUSUM-CUSUMQ Test İstatistik Sonuçları ve Tahmin Modelinin İstikrarlılığı.....	334

KISALTMALAR LİSTESİ

AB	Avrupa Birliği
ABD	Amerika Birleşik Devletleri
API	Açık Piyasa İşlemleri
ARDL	Gecikmesi Dağıtılmış Otoregresif Model
BDDK	Bankacılık Düzenleme ve Denetleme Kurumu
bkz.	bakınız
BTV	Bankaların Toplam Varlıkları
Çev	Çeviren
D	2001 ve 2008 Krizleri İçin Gölge Değişken
DC	Bankacılık Sektörü Toplam Yurtiçi Krediler
DİBS	Devlet İç Borçlanma Senetleri
DPT	Devlet Planlama Teşkilatı
E	TCMB Dolar Alış Kuru (ortalama)
ECB	Avrupa Merkez Bankası
ECM	Hata Düzeltme Modeli
Ed	Editör
FCI	Net Yabancı Sermaye Girişi (milyon Dolar)
FED	ABD Merkez Bankası
GSYH	Gayrisafi Yurtiçi Hasıla
IMF	Uluslar arası Para Fonu
İMKB	Kapanış Fiyatlarına Göre İMKB 100 Endeksi
iç.	içinde
İMKB	İstanbul Menkul Kıymetler Borsası
KVDB	Kısa Vadeli Dış Borç
M2	Para Arzı (bin TL)
MURI	Enflasyon İçin Minimum İşsizlik Oranı
NAIRU	Enflasyon Yaratmayan İşsizlik Oranı
NİV	Net İç Varlıklar
NUR	Net Uluslar arası Rezervler
NYSG	Net Yabancı Sermaye Girişi
O/N	Gecelik
ONI	Bankalararası Gecelik Ortalama Basit Faiz Oranı (%)
ÖSK	Bankalar Tarafından Özel Sektöre Açılan Krediler
P	Tüketici Fiyatları Endeksi (1994=100)*
s.s.	sayfa sayısı
TCMB	Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası
TEFE	Toptan Eşya Fiyat Endeksi
TMSF	Tasarruf Mevduatı Sigorta Fonu
TL	Türk Lirası
TÜFE	Tüketici Fiyat Endeksi
ÜFE	Üretici Fiyat Endeksi
vd.	ve diğerleri
YP	Yabancı Para

GİRİŞ

Dünya ekonomisinde son yirmi yılda yaşanan hızlı finansallaşma, giderek sıklaşan ve yaygınlaşan ekonomik krizleri beraberinde getirmiştir. Bu krizler çoğunlukla finansal piyasalardan kaynaklanmış, akabinde reel ekonomide küçülme ve durgunluk ortaya çıkmıştır. Küresel ekonominin yaşadığı temel sorun, finansal istikrarsızlıktan ziyade bu istikrarsızlığın yol açtığı reel ekonomik daralmadır. Yaşanan ekonomik krizlere verilen tepkiler ise ilk etapta para politikası kanalıyla gerçekleşmiştir. Ancak, krizlerin uzun sürmesi, çok sayıda ülkeyi etkilemesi ve uygulanan para politikalarının kriz sürecinde beklenen etkileri yaratmaması, merkez bankacılığına ve para politikalarına yönelik eleştirilerin çoğalmasına neden olmuştur.

Dolayısıyla yaşanan krizler ile birlikte merkez bankaları tarafından uygulanan para politikaları teorik dönüşümler geçirmiştir. Çok sayıda iktisadi ekolün para politikaları hakkında modeller geliştirdiği bu süreçte Yeni Klasik, Yeni Keynesyen ve Post-Keynesyen İktisat ön plana çıkmıştır. Politika uygulama aşamasında bu ekollerin geliştirdiği modeller uygulanmış ve geçerli modelin mevcut problemleri çözemediği durumlarda yeni modeller devreye girmiştir. Para politikası ve merkez bankacılığı alanında çok hızlı dönüşümlerin yaşanması, finansal piyasaların çok hızlı gelişmesinden ve ulusal boyuttaki pek çok iktisadi faaliyetin uluslararası nitelik kazanmasından kaynaklanmaktadır. Enflasyon, üretim ve finans üçgeninde para politikalarının yürütülmesi giderek güçleşmektedir.

Bir dönem, para politikası çerçevesini oluştururken sadece fiyat istikrarını dikkate alan merkez bankaları, finansal piyasaları gözeterek re-aktif para politikaları uygulamışlardır. 2008 yılında yaşanan küresel finans krizi ise merkez bankalarının bu görüşü terk etmesine yol açmış, politika aracı olarak kullandıkları gösterge faiz oranlarına ek olarak bir takım politika araçları geliştirmelerini zorunlu kılmıştır. Bu dönemde merkez bankaları sadece fiyat istikrarını değil aynı zamanda finansal piyasaların ve reel ekonominin de istikrarını sağlayacak şekilde pro-aktif politikalar benimsemişlerdir. Küresel kriz sonrası yeni dönemde merkez bankaları, politika aracı olarak faiz oranlarının tek başına yeterli olmadığını gördükleri için, daha esnek para politikalarını uygulamaya koymuşlardır.

Ayrıca, kriz sırasında ve sonrasında merkez bankalarının piyasalara bol miktarda likidite sürerek krizi önleme çabaları, ana akım merkez bankacılığı literatüründeki birçok tartışmanın ne kadar konjonktür yanlı olduğunu ve uygulanan para politikası modelinin taşıdığı eksiklikleri göstermiştir. Literatürde yer alan ve dışına çıkılması durumunda krizlerle karşılaşılacağına inanılan kurallar, kriz ortamında tamamen geçersiz kılınmıştır. Merkez bankalarının krizi önlemede herhangi bir güce sahip olmadıkları da anlaşılmıştır. Dolayısıyla merkez bankalarının temel işlevi, herhangi bir kurala bağlı olmaksızın, krizin ya da yayılmasının önüne geçilmesine dönüşmüştür. Çünkü bu koşullar altında tek başına fiyat istikrarı, reel ekonomiyi ve finansal istikrarı güvence altına alamamış, makroekonomik istikrarı koruyamamıştır.

2008 küresel finans krizi, faiz oranlarının etkin bir şekilde kullanıldığı bir dönemde gerçekleşmiş, kriz süresince faiz aracı kendisinden beklenen etkiyi göstermemiştir. Yeni Keynesyen temelli para politikalarının kriz döneminde başarılı olamaması ve krizden çıkış için alternatif para politikası araçlarıyla birlikte maliye politikalarına başvurulması, ana akım merkez bankacılığının gözden geçirilmesini gerektirmiştir. Eleştirilerin bir kısmı ana akım para politikasının sunduğu modelin teorik yönüyle ilgilenmiş, diğer kısmı ise teorinin öngördüğü politika araçları ile finansal ve reel piyasalar arasındaki uyumsuzluklara dikkat çekmiştir. Teoride, enflasyonun kontrol altına alınması noktasında politika faizi aracının etkin olup olmadığı tartışılmaktadır. Pratikte ise, finansal piyasaların gelişmesiyle birlikte parasal aktarım kanallarının etkin bir şekilde işleyip işlemediği incelenmektedir.

Bu bağlamda, 2000'li yıllarda Türkiye'de yaşanan iki büyük ekonomik kriz, teorisyenlerin ve politika uygulayıcıların makro ekonomi politikası görüşlerini genel olarak, para politikası görüşlerini ise daha ayrıntılı şekilde yeniden düşünmelerine yol açmıştır. Daha çok iç şoklardan kaynaklanan 2001 krizi ile dış şoklardan kaynaklanan 2008 krizi sonrasında Türkiye'de para politikası stratejisinin yeniden dizayn edildiği görülmektedir. Söz konusu krizlere 2003 yılında ABD'nin Irak işgali, 2004 ve 2006 yıllarında küresel risk iştahında yaşanan azalma nedeniyle Türkiye'de yaşanan döviz çıkışı, 2007 Cumhurbaşkanlığı seçimi ve son olarak 2009 yılında Avrupa'da yaşanan borç krizi eklenmiştir. Bu nedenle, Türkiye Cumhuriyet Merkez

Bankası (TCMB) fiyat istikrarının yanında 2001 ve 2008 krizlerinin öncesinde, sırasında ve sonrasında gerçekleşen iç ve dış şokların olumsuz etkileriyle de mücadele etmek zorunda kalmıştır. Bu zorlu ekonomik ve siyasi ortamda TCMB bir yandan beklentileri yönlendirerek enflasyonu düşürmeye çalışmış, diğer yandan da döviz piyasasında yaşanan çalkantıları minimize etmek için piyasaya müdahalelerde bulunmuştur.

Türkiye'nin 2001 yılında yaşadığı iç kaynaklı ekonomik kriz, Merkez Bankası'nın döviz kuru hedeflemesi ve sabit döviz kuru uygulamasını terk etmesine yol açmıştır. O dönemde uluslararası ekonomide yaygın olan ve Yeni Keynesyen temellere dayanan enflasyon hedeflemesi stratejisine geçiş hazırlıkları başlamış, ilk etapta esnek döviz kuru uygulamasına geçilmiş ve örtük enflasyon hedeflemesi ile bir ara dönem oluşturularak gerekli makroekonomik koşulların sağlanması amaçlanmıştır. Böylece parasal ve mali disiplin ile yapısal reformlar açısından önemli adımlar atılmıştır. Geçiş döneminde hem makroekonomik göstergelerde hem de merkez bankacılığına yönelik yapısal düzenlemelerde yaşanan olumlu gelişmeler, 2006 yılında açık enflasyon hedeflemesine geçilmesini sağlamıştır.

Ancak, küresel boyutta yaşanan 2008 finans krizinin Türkiye ekonomisine reel kriz olarak yansması, enflasyon hedeflemesinin ve fiyat istikrarının makroekonomik istikrar için yeterli olmadığını göstermiştir. Dış kaynaklı bu ikinci kriz, 2010 yılında Merkez Bankası'nın para politikasında yine önemli bir değişikliğe gitmesine neden olmuş ve makro ihtiyat politikası mevcut para politikası çerçevesine dâhil edilmiştir. 2000'li yıllarda yaşanan iki önemli ekonomik kriz, Türkiye'de önemli düzeyde ekonomik küçülme yaşanmasına neden olmuş ve buna karşılık para politikası tepkisi etkinlikten uzak kalmıştır. Üstelik iki kriz de döviz kuru hedeflemesi ve enflasyon hedeflemesi gibi iki farklı stratejinin benimsendiği farklı koşullarda gerçekleşmiştir. Krizleri takiben para politikasında ortaya çıkan yeni düzenlemeler, Türkiye'de merkez bankacılığı anlayışının krizden krize değiştiğini ve ana akım merkez bankacılığı literatürünü takip ettiğini göstermektedir.

Tezin içeriğini yukarıda genel olarak özetlenen bu konular oluşturmaktadır. Tezin temel amacı, 2000'li yıllarda Türkiye'de uygulanan döviz kuru hedeflemesi ve enflasyon hedeflemesi gibi iki farklı para politikası stratejisinin iç ve dış şoklar

karşısında etkinlikten nasıl uzaklaştığını ortaya koymak ve biçimlendirilmiş gerçekleri yeniden dizayn etmektir. Türkiye gibi dışa açık küçük ülkelerde giderek sıklaşan şoklar, bu ekonomilerin karakteristik özelliği olan dışa bağımlılık ve yabancı sermaye girişleri, uygulanan para politikalarını zorlaştırmakta ve bağımsızlıktan uzaklaştırmaktadır. Türkiye’de, bu teze konu olan 2000’li yıllarda, para politikası araçları ile enflasyon arasında istikrarlı ve öngörülebilir bir ilişkinin olmadığı düşünülmektedir. Merkez Bankası ortaya çıkan dalgalanmaları ve krizleri yönlendirmek konusunda etkinlikten uzaktır. Çünkü para politikasının etkinliğini artırabilmek için, bir taraftan enflasyon ile döviz kuru ve para arzı arasındaki ilişkilerin zayıflatılması, diğer taraftan da faiz oranı ile güçlendirilmesi gerekirken, Türkiye’de bu koşullar sağlanamamıştır.

Bu noktadan yola çıkan tez, Türkiye’de merkez bankacılığı ve para politikası uygulamalarının geçirdiği dönüşümü, 2000’li yıllarda yaşanan iki önemli ekonomik kriz bağlamında incelemeye çalışmaktadır. Bunun için, birinci bölümde çalışmanın kavramlar seti, varsayımları, beklentileri ve kullandığı teorilerden oluşan çerçevesi ortaya konulmaktadır. Kavramsal çerçeve, araştırmanın ana hatlarını ortaya koyan anahtar unsurları, değişkenleri ve bunlar arasındaki ilişkileri sunmaktadır. Ekonomi hakkında düşünebilmek, politikaları anlamlı kılabilme, yorumlamak ve öngörüle bulunabilmek için kavramlara gereksinim bulunmaktadır. Böylece çalışmanın patikası belirlenirken, aynı zamanda araştırmanın kendisi de sınırlandırılmış olmaktadır.

Para politikası uygulamalarının faiz oranları, döviz kurları ve para arzındaki değişmelere etki ederek aktarım kanalları ile ekonominin istikrarlı büyümesine katkıda bulunmaları beklenmektedir. Merkez bankaları dolaylı ve dolaysız para politikası araçları ile bilançolarının aktiflerini değiştirmek suretiyle parasal yükümlülüklerin niteliğini değiştirmekte, ekonomideki likidite düzeyini etkilemekte ve böylece ekonomiyi yönlendirmektedir. Bu doğrultuda birinci bölümde para politikasının etki kanalları, araçları ve amaçları ortaya konulmaktadır.

Artık, merkez bankacılığı alanındaki birçok tartışmanın merkezinde, 2000’li yıllarda sıklaşan finansal krizler ile birlikte ortaya çıkan durgunluk ve para politikasının bu süreçteki etkinliği yer almaktadır. Washington Mutabakatı ile

birlikte kabul gören temel varsayım, fiyat istikrarının finansal istikrarı garanti edeceği, bu paralel ilişkinin de reel ekonomiye istikrar kazandıracağı yönündedir. Bu varsayımdan hareketle ikinci bölümde reel ekonomi, finansal piyasalar ve fiyatlar genel düzeyinde meydana gelen dalgalanmaların para politikası tarafından önlenmesi ve yönlendirilmesi, farklı iktisat ekolleri arasındaki çatışma veya yakınlaşma ekseninde sunulmaktadır. Bölümün amacı, söz konusu tartışmaları para politikasının etkinliği açısından incelemek ve yaşanan son uluslararası finansal kriz ile birlikte para politikasının nasıl bir değişim geçirdiğini ifade etmektir.

Üçüncü bölümde 2001 ve 2008 kriz deneyimleri, gerek bu krizlerin Türkiye açısından taşıdığı farklı özellikler gerekse Merkez Bankası'nın söz konusu kriz dönemlerinde verdiği para politikası tepkileri açısından tartışılmaktadır. Çünkü bu kriz dönemlerinin ardından Türkiye'de merkez bankacılığı önemli değişimler geçirmiş, uygulanan para politikaları ile araçları da farklılaşmıştır. Merkez Bankası 2001 krizi sonrası sabit kur rejimi ve parasal hedefleme ile sabit faiz uygulamasını terk etmiş, 2002 sonrası dalgalı kur rejimiyle birlikte örtük enflasyon hedeflemesi, 2006 sonrası ise açık enflasyon hedeflemesi uygulamış ve son olarak 2010 sonunda makro ihtiyat politikasını para politikası setine dâhil etmiştir. Bu bağlamda bölümün amacı, söz konusu kriz dönemlerinde Merkez Bankası'nın para politikası etkinliğini incelemek ve Türkiye'de döviz kuru hedeflemesi ve enflasyon hedeflemesi stratejilerinin yaşanan krizler karşısında neden başarısız olduğunu ortaya koymaktır.

Dördüncü bölümde ise, Merkez Bankası'nın Türkiye'de söz konusu dönemde kullandığı alternatif para politikası araçları ile enflasyon arasındaki ilişkilerin niteliği, 2001 ve 2008 kriz dönemleri bağlamında karşılaştırmalı olarak analiz edilmektedir. Bu amaçla oluşturulan tahmin modeli çerçevesinde ARDL sınır testi yöntemi kullanılarak para politikası değişkenlerinin ve kontrol değişkenlerinin fiyat üzerindeki etkisi araştırılırken, bir taraftan da Bai-Perron çoklu yapısal kırılma testi ile politika değişkenleri, fiyat ve çıktıda meydana gelen kırılmalar incelenmektedir. Böylelikle, üçüncü bölümde Türkiye açısından iki kriz dönemi ekseninde irdelenen para politikası uygulamalarının, krizleri öngörmek ve yönlendirmek konusunda etkinlikten ne kadar uzak olduğu ortaya konulmaktadır.

BİRİNCİ BÖLÜM

PARA POLİTİKASININ KAVRAMSAL ÇERÇEVESİ

Bir çalışmanın kavramlar seti, varsayımları, beklentileri ve kullandığı teorilerden oluşan çerçevesi, tasarlanan çalışmanın en önemli kısmıdır. Kavramsal çerçeve, araştırmanın ana hatlarını ortaya koyan grafiksel veya anlatımsal olarak sunulan anahtar unsurlar, kavramlar ve değişkenleri ve bunlar arasındaki ilişkileri belirleyen harita olarak tanımlanabilir. Bir kavram, dışsal Dünyada var olan bir nesnenin mantıksal tasarımı olarak değerlendirilebilir. Bu nedenle, ekonomi hakkında düşünebilmek, politikaları anlamlı kılabilme, yorumlamak ve onunla ilişkili olarak öngöründe bulunabilmek için kavramlara ihtiyaç duyulur. Kavramlar sistematik bir biçimde ilişkilendirilerek kavramsal harita elde edilir. Böylece bu ilişki harita ile çalışmanın patikası belirlenirken, aynı zamanda araştırmanın kendisi de sınırlandırılmış olur. Bu nedenle, öncelikle çalışmanın kavramsal çerçevesinin çizilmesi gerekmektedir.

1.1. Para Politikasının Genel Çerçevesi

Para politikası, genel iktisadi faaliyetlerin yönünü ve gelişimini belirleyen temel bir iktisat politikası aracıdır. Genel iktisadi faaliyetler sadece toplam üretim ve istihdam düzeyindeki gelişmeleri değil, fiyatlar genel düzeyindeki hareketleri de içermektedir. Genel ekonomik faaliyetlerin yönlendirilmesi açısından, Keynesyen politikaların itibar kaybetmesi ile birlikte 1970'li yıllardan itibaren, maliye politikasına göre kısa dönemde para politikasının daha iyi sonuçlar vereceği geniş ölçüde kabul görmüştür.¹ Özellikle 1990'lı yıllardan itibaren, finansal piyasaların artan uluslararası niteliğine bağlı olarak para politikasının finansal piyasalarla etkileşiminin yoğunlaşması, para politikasının önemini daha da artırmıştır. Bununla birlikte, parasal ve reel istikrarın uygun bir bileşiminin nasıl sağlanabileceği tartışmalı konumunu hâlâ korumaktadır.

¹ Sinai (1971), Kretzmer (1992), Cerda vd. (2006) ve Weeks (2009) çalışmalarında para politikasının daha etkin olduğunu göstermişlerdir. Detaylı bilgi için bu çalışmalara bakılabilir.

1.1.1. Para Politikasının Tanımı

Para politikası kavramı; ekonomik büyüme, istihdam artışı ve fiyat istikrarı gibi amaçlara ulaşabilmek için paranın elde edilebilirliğini ve maliyetini etkilemeye yönelik olarak alınan kararları ve merkez bankaları tarafından uygulanan politikaların tümünü ifade etmektedir. Para politikası ekonomi politikasının bir parçasıdır ve belirli ekonomik amaçları gerçekleştirmek için merkez bankaları tarafından para ve kredi koşullarının kontrol edilmesiyle bilerek ve isteyerek yönlendirilmesidir (Serin, 1998: 1). Para politikası, para arzı ve faiz oranı gibi değişkenlerin politika amaçları doğrultusunda merkez bankaları tarafından yönlendirilmesi olarak da tanımlanabilir. Genel olarak para politikası, para politikası araçları ve özellikle de açık piyasa işlemleri (APİ) kullanılarak para arzının genişletilmesi ve daraltılması yoluyla uygulanır.

Para politikasının nihai amacı, bireylerin refahını artırmak ve refahın sürdürülebilirliğini temin etmektir. Ekonomik birimlerin refahını sağlayan etkin kaynak kullanımı, tam istihdam, yüksek ekonomik büyüme, fiyat istikrarı ve gelirin eşit dağılımı gibi amaçlar, para politikası kanalıyla sınırlı düzeyde etkilenebilmektedir. Dolayısıyla para politikası, ekonominin o günkü durumuna göre uygun araç ve amaçlar seçilerek uygulamaya konmalıdır. Ancak, piyasa ekonomilerinde genel ekonomik faaliyetlerin yönünü ve gelişimini etkilemek için kullanılan para politikası ile gerçekleştirilmeye çalışılan amaçlar ülkelere göre önemli değişiklikler göstermektedir.

Temelde para politikası, APİ ve zorunlu karşılık oranları gibi araçlar vasıtasıyla piyasanın nakit ihtiyacının ayarlanması amacıyla kullanılır. Para politikasının işlevi, merkez bankasının para politikası araçları ile piyasaya nakit sağlaması ya da geri çekmesi kapsamında ele alınır. Başka bir ifade ile para politikası, merkez bankası aracılığıyla belirlenmiş olan ekonomik amaçları gerçekleştirmek üzere para arzını ve kredi koşullarını düzenleme çabasını ifade eder. Para politikası, ekonominin likidite düzeyini artırmak ya da azaltmak girişimidir. Ekonomide likidite düzeyinin artışı ya da azalışı doğrudan doğruya para hacminin değiştirilmesiyle gerçekleştirilebileceği gibi sadece paranın dolaşım hızının

değiştirilmesi yoluyla da aynı sonuç elde edilebilir. Bu süreçte faiz oranı etkin bir para politikası aracıdır.

1.1.2. Para Politikasının Amaçları ve Araçları

Para politikasının temel sorunu, merkez bankalarının ekonomiye müdahalesinin mahiyeti ve boyutudur. Bu doğrultuda parasal otorite tarafından çok çeşitli alternatif parasal stratejiler izlenebilmektedir. Dolayısıyla para politikasının amaç ve araçları ile aralarındaki ilişkiler önem kazanmaktadır. Merkez bankası, amaçlarına ulaşmak için para politikası araçlarını kullanırken ikisi arasındaki ilişkinin doğrudan ve yakın olmadığını bilmektedir. Bu süreçte para politikası araçlarından işlem hedeflerine, işlem hedeflerinden ara amaçlara ve ara amaçlardan nihai amaçlara bir etkileşim sırası söz konusudur. Bugün birçok merkez bankasının üzerinde uzlaştığı bu etkileşim kanalının temel amacı, toplumun sosyal refahının maksimize edilmesidir. Para politikasının geçiş süreci ve aşamaları Tablo 1.1’de sunulmaktadır.

Tablo 1.1: Para Politikası Geçiş Sürecinin Aşamaları

Para Politikası Araçları	İşlem Hedefleri	Ara Amaçlar
<ul style="list-style-type: none"> • Açık Piyasa İşlemleri • Reeskont Oranları • Zorunlu Rezervler • Kısa Vadeli Faiz Oranı ve Koridor (Kanal) Sistemi • Kredi Tavanı • Selektif Kredi Denetimi 	<ul style="list-style-type: none"> • Bankalararası Faiz Oranı • Kısa Vadeli Faiz Oranları • Rezerv Büyüklükleri • Parasal Taban 	<ul style="list-style-type: none"> • Uzun Vadeli Faiz Oranları • Parasal Büyüklükler • Kredi Büyüklükleri • Döviz Kurları • Enflasyon Beklentileri
Nihai Amaçlar		
<ul style="list-style-type: none"> • Fiyat İstikrarı • Finansal İstikrar • Ekonomik Büyüme ve Yüksek İstihdam • Döviz Kuru İstikrarı • Faiz Oranı İstikrarı • Gelir Dağılımı Adaletinin Sağlanması • Ödemeler Dengesi Açığının Kapatılması • Kriz Dönemlerinde Kredi Piyasasını Çalışır Tutmak • Mali Varlıkların Fiyatlarında Oluşan Balonları Önlemek 		
Temel Amaç		
<ul style="list-style-type: none"> • Refah Kaybının Minimizasyonu (Kayıp Fonksiyonu) 		

Not: Tablo, para politikasının araç ve amaçları arasındaki kavramsal ilişkilerden yola çıkılarak hazırlanmıştır.

Merkez bankaları nihai amaçlara ulaşabilmek için yol gösterici olarak ara amaçları kullanmaktadır. Bu bağlamda ara amaçlar, işlem hedeflerine göre daha soyut ve zordur. Merkez bankası, işlem hedefleri ve nihai amaçlar arasında köprü vazifesi gören bir ara amaç belirlemektedir. Böylece, ara amaç işlem hedefi tarafından dolaylı olarak etkilenirken nihai amaçlarla yakından ilişkili olmaktadır. Para politikası stratejisi, merkez bankasının ara amacına bağlı olmaktadır. Ara amaç seçimi ise ülkenin dışa açık küçük ekonomi veya dışa açık büyük ekonomi olmasından etkilenebilmektedir (Weinberger, 2012: 20).

Temel amaç, merkez bankasının stratejisi içerisinde en önemli hedefdir. Bu doğrultuda oluşturulan bir kayıp fonksiyonu, temel olarak politika amacının başarılması üzerine odaklanır ve politika uygulamalarının daha esnek yürütülmesine imkân tanır. Svensson (1997a) bu süreci, amaç değişkenleri içeren eşitlik veya eşitlikler sistemiyle ilişkili olarak ele almıştır. Bu kural, amaç değişkenlerin hedeflenen düzeylerinden saptıkları noktada kayıp fonksiyonunu minimize eden bir politika olarak tanımlanmaktadır. Svensson'a (1997a) göre, refah kayıplarını en aza indirecek "kayıp fonksiyonu" beklenen çıktı ve enflasyondaki sapmalardan meydana gelmektedir (Bofinger, 2001: 128);

$$L_t = \frac{1}{2} \left[\pi_t - \pi^* \right]^2 + \lambda \left(\frac{Y_t - Y^*}{Y^*} \right)^2 \quad (1.1)$$

Merkez bankasının kayıp fonksiyonu olarak tanımlanan (1.1) numaralı denklemde L_t , t zamanındaki kaybı; π_t , t zamanındaki gerçekleşen enflasyonu; π^* hedeflenen enflasyonu; Y_t , t zamanındaki gerçekleşen çıktıyı; Y^* potansiyel çıktıyı ve λ çıktı açığı istikrarına verilecek nispi ağırlığı göstermektedir. Svensson'un (1997a) kayıp fonksiyonunda, merkez bankası refah kaybını en aza indirmek için $\lambda=0$, $\lambda=1$ veya $0<\lambda<1$ olacak şekilde üç farklı çıktı ve enflasyon kombinasyonu belirleyebilir. Ara amaçlar, seçilen λ kombinasyonuna uygun olacak şekilde kullanılmaktadır.

Para politikası açısından temel amaç dışında başka amaçlar da vardır. Bu amaçlar, para politikası araçları ile temel amaç arasında bağlantı kurmaya hizmet

etmektedir. Tablo 1.1’de görüldüğü gibi, merkez bankası belirlenen işlem hedeflerine ulaşmak için para politikası araçlarını kullanır. Para politikasını yürütenler için uygun araç seçimi, sadece bir tercih meselesi değildir. Araç seçiminin ekonominin içinde bulunduğu koşullara göre yapılması gerekmektedir. İşlem hedefleri ile nihai amaçlar arasında bir köprü vazifesi gören ara amaçlar ise, merkez bankasının nihai amaçlarına ulaşmasını sağlayacak nitelikte ve yerine getirilebilir olmalıdır. Bu etkileşim kanalı etkin ise, para politikası temel amaç olan sosyal refah maksimizasyonuna ulaşmış olacaktır.

Bu bağlamda, para politikasını yürütürken merkez bankasının araç değişken olarak faiz oranlarını mı, yoksa para stokunu mu kullanması gerektiği tartışması üç önemli unsur öne çıkarmaktadır. Birinci unsur, para politikası yürütülürken para stokunun belirli bir düzeyde tutulup faiz oranlarının dalgalanmaya bırakılması gerektiği düşüncesidir. Bu görüş, para arzında sabit oranda artışlarla ya da ekonominin genişleme döneminde daha yavaş, durgunluk döneminde ise daha hızlı artışlarla para politikasının yürütülebileceğini belirtmektedir. İkinci unsur, para arzının dalgalanmaya bırakılması; dolayısıyla para politikası yürütülürken faiz oranlarının durgunluk döneminde düşürülmesi ve genişleme döneminde yükseltilmesi görüşüdür. Burada para piyasası koşulunu en iyi temsil eden değişkenin kısa dönem faiz oranı olduğu ortaya konulmaktadır. Üçüncü unsur ise, para otoritelerinin hem para stokunu hem de faiz oranını araç olarak kullanması gerektiği yönündeki düşüncedir. Bu noktada, doğal olarak para stoku ve faiz oranı araçlarının birbirinden bağımsız olarak belirlenmediği, iki aracın ilişkili olduğu kabul edilmektedir (Kaytancı, 2005: 27-28).

Bu bakımdan, merkez bankasının faiz oranı veya para arzı hedeflerinden hangisini seçmesi gerektiği sorusunun karşılığı, ekonomideki istikrarsızlığın kaynağına bakılarak seçim yapılması olmalıdır. Reel sektörde bir istikrarsızlık söz konusu olduğunda para arzı hedefi seçilirse, faiz oranı hedefine kıyasla, çıktı düzeyinde daha küçük dalgalanmalar meydana gelmektedir. Bu nedenle para arzı hedefi seçilmelidir. Diğer taraftan, ekonomideki istikrarsızlığın kaynağı parasal sektörsel ise, faiz oranı hedefi para arzı hedefine tercih edilmelidir. Eğer parasal ve reel

sektörün her ikisi de istikrarlı ise, faiz oranı veya para arzının hedef olarak belirlenmesi arasında bir fark olmayacaktır (Şıklar, 1999: 105).

Kombinasyon politikası olarak da adlandırılan faiz oranı ve para arzı hedefinin birlikte kullanılması durumunda mal ve para piyasalarıyla ilgili tam bilginin varlığı tercih edilir. Tam bilgi mevcut değilse kombinasyon politikasının yürütülmesi sorunlu olabilir. Çünkü para otoriteleri kombinasyon politikasını yürütürken, faiz oranı ya da para arzını belirli bir düzeyde tutmak yerine, her iki değişkeni de IS ve LM fonksiyonlarında kaymalar olması durumunda harekete geçirmektedirler. Ancak, para otoritelerinin tam bilgiye sahip olduklarını varsaymak gerçekçi değildir. Telatar'a (2002: 191) göre özel kesimin anlayabildiği, gelişmelerini takip edebildiği ve beklentilerini oluştururken dikkate aldığı bir değişken hedeflenmelidir. Ara ve nihai amaçlar arasındaki bağlantıların zayıf olabilmesi ve ekonomiyi etkileyen şokların yarattığı belirsizlikler, ara amaçlar aracılığıyla nihai amaçlara ulaşılmasını zorlaştırabilmektedir. Bernanke'ye (2003: 7) göre bu tartışma kurula göre ve duruma göre politikalar çelişkisinden kaynaklanmakta ve enflasyon eğiliminin sürekli hale gelmesi üzerine odaklanmaktadır.

1.1.2.1. Para Politikasının Amaçları

Para politikası araçları kullanılarak ulaşılmak istenen nihai amaçlar, politika amaçları olarak ifade edilmektedir. Bu bağlamda politika amaçları, istikrar açısından ekonominin performansını ölçen temel göstergelerin arzulanan düzeyleri şeklinde tanımlanabilir. Merkez bankasının amaçlarının niteliğinde zaman içinde büyük değişimler olmakla birlikte, toplam talebi azaltan veya artıran bir ekonomi politikası aracı olarak para politikasının beş temel amacı vardır. Blinder'a (1998: 3) göre bu amaçlar; yüksek istihdam ve ekonomik büyüme, fiyat istikrarı, faiz oranlarında istikrar, finansal piyasalarda istikrar ve döviz kurlarında istikrar şeklinde sıralanabilir.

Ancak, Dünya ekonomisinde görülen hızlı değişim nedeniyle Blanchard ve diğerleri (2010), Giavazzi ve Giovannini (2010), Fujita ve diğerleri (2010) çalışmalarında Tablo 1.1'de görülen bazı unsurları para politikasının amaçları arasına

dâhil etmişlerdir. Bunlardan bazıları; kriz dönemlerinde kredi piyasasının çalışır tutulması, mali varlıkların fiyatlarında oluşan balonları önlemek ve ödemeler dengesi açığının kapatılmasıdır. Aslında bugünün ekonomisinde sıkça gündeme gelen bu yeni amaçları, para politikasının beş temel nihai amacıyla dolaylı olarak ilişkilendirmek de mümkündür.

2007 yılı sonunda başlayan ve 2008 yılında hızla bütün Dünyaya yayılan ABD kaynaklı finansal kriz, mali varlık fiyatlarında oluşan balonları önlemenin ve kriz sırasında kredi piyasasını ayakta tutmanın ne kadar önemli olduğunu göstermiştir. Merkez bankaları bankalara kredi açarken, teminat olarak kredi notu yüksek kurumlar tarafından ihraç edilen mali varlıkları istemektedirler. Küresel finans krizi sırasında bazı gelişmiş ülkelerin merkez bankalarının teminat kalitesini düşürdükleri görülmüştür. Kriz dönemlerinde, “son kredi merci” olarak merkez bankaları kredi piyasasının sağlıklı işlemlerini sağlamalıdır. Merkez bankaları, finansal krizin derinleşmemesi adına, böyle dönemlerde geleneksel likidite desteğini² ön plana çıkarmaktadırlar. Ancak, kriz dönemlerinde ortaya çıkan güven bunalımı, geleneksel likidite desteği ile bankalara aktarılan fonları etkisiz kılmaktadır. Yani söz konusu fonlar krediye dönüşmemektedir. Dolayısıyla, kriz dönemlerinde geleneksel olmayan likidite desteği kanallarına³ başvurmak gerekmektedir (Özatay, 2011b: 291-292).

Mali varlıkların fiyatlarının iktisadi temeller tarafından belirlenmesi gerekirken, zamanla büyümeleri ve bu düzeyin üzerine çıkmaları balon oluşumuna neden olmaktadır. Borçlanma maliyetlerinin hızla düşmesi bu süreci beslemektedir. İktisadi temellerden kopuk mali varlık fiyatları er geç patlayacak ve ekonomide büyük bir şok oluşmasına neden olacaktır. İktisadi temelleri belirlemenin zorluğundan yola çıkarak balonları doğru bir şekilde tespit etmenin mümkün

² En yaygın geleneksel likidite desteği, faiz oranlarının ekonominin durumuna göre kullanılmasıdır.

³ Geleneksel olmayan likidite desteği kanalları, miktar genişletmesi, kredi genişletmesi, kredi yardım programı ve varlık alım programı olarak bilinmektedir. Bu geleneksel olmayan yöntemlerle, özellikle kriz dönemlerinde güvensizlik nedeniyle derinleşen para ve kredi piyasalarındaki problemlerin çözülmesi ve para arzındaki istikrarsızlıkların önüne geçilmesi hedeflenmektedir. Bunlar, faiz oranlarının etkinliğini kaybettiği dönemlerde gündeme gelen politika araçlarıdır. Daha detaylı bilgi için bkz., Özdemir, K. A. (2009), “Para Politikası, Parasal Büyüklükler ve Küresel Mali Kriz Sonrası Gelişmeler”, *Central Bank Review*, TCMB Araştırma ve Para Politikası Genel Müdürlüğü, s.s. 29-34.

olmadığı sıkça tartışılrsa da⁴, bugün ağırlık kazanan görüş para politikasının bu sürece müdahale etmesi gerektiğidir. Çünkü merkez bankalarının finans dışı şirketlerin finansal manipülasyon yapmalarına fırsat verecek şekilde kredi olanaklarını kolaylaştıran tutumunu devam ettirmesi, ekonomide balon oluşumuna zemin hazırlamaktadır. Bu gelişmelerin sonunda, ekonomiler hızla daralmakta ve durgunluk kısılcasına girmektedir (Brenner, 2007: 173-175).

Dolayısıyla, hızla daralan ekonomi ve durgunluk nedeniyle yoksulluk kronikleşmektedir. Sosyal devlet anlayışından giderek uzaklaşılması, adil bir bölüşüm ilişkisinin gelişimini engellemektedir. Bu bağlamda, gelir farklılıklarının yeniden dağıtım ile azaltılması veya gelir yönünden zayıf grupların görece olarak iyileştirilmesi gerekmektedir. Ekonomik büyüme ve tam istihdam öncelikli amaç olarak kabul edilmekle birlikte, gelir dağılımının göz ardı edilemeyecek dolaylı etkileri⁵, bir nihai amaç olarak algılanmasına neden olmaktadır. Örneğin, düşük gelir gruplarının lehine bir yeniden dağılım, ulusal sanayinin gelişmesine ve istihdam artışına olumlu katkı sağlamaktadır. Çünkü düşük gelir gruplarının talebi büyük ölçüde yerli üretime yöneliktir. Gelir dağılımı ile tüketim ve yatırımlar arasında doğrudan bir ilişki bulunmaktadır. Üstelik gelirin adil paylaşımı, toplumun refahını belirleyen en önemli faktördür (Öztürk, 2011: 148-149).

Giderek uluslararası ticarete ve sermaye akımlarına açık hale gelen ekonomilerde karşılaşılan diğer bir önemli sorun, ödemeler dengesinin açık vermesi olmaktadır. Bu açıkları ortadan kaldırmak için izlenebilecek en iyi politika, açıkların ortaya çıkmasını önleyecek şekilde ekonomideki yapısal bozuklukları tedavi etmektir. Bu politikalar, ihracatın ve döviz gelirlerinin artırılmasına dönük olmalıdır. Ödemeler dengesi açık veren ülkeler için genellikle daraltıcı para politikası önerilmektedir. Bu tür bir politika, harcamaların ve dolayısıyla ithalatın kısılması nedeniyle cari işlemler dengesinin iyileşmesine neden olmaktadır. Ayrıca daraltıcı

⁴ Daha fazla bilgi için bkz., Brenner, R. (2007), *Ekonomide Hızlı Büyüme ve Balon: Dünya Ekonomisinde ABD'nin Yeri*, Çev: B. Akalın, İstanbul: İletişim Yayınları.

⁵ Düşük gelir gruplarının talebi büyük ölçüde yerli üretime yönelik olduğu için, bu kesim aleyhine oluşan gelir dağılımındaki adaletsizlik ulusal sanayi ve istihdamı, dolayısıyla da ekonomik istikrarı olumsuz etkilemektedir. Üst gelir grupları lehine oluşabilecek bir gelir dağılımı adaletsizliği de ithalat talebi üzerinden ekonomiyi olumsuz etkilemektedir. Toplumun tüketim tercihleri gelir dağılımına, gelir dağılımı da mevcut tüketim yapısına göre şekillenen faktör dağılımına bağlıdır.

para politikası sonucunda reel faiz oranlarının yükselmesi, yabancı sermaye girişinin artmasını da sağlamaktadır (Keyder, 2000: 392).

Ödemeler dengesi, kur, faiz ve fiyat istikrarı çerçevesinde para politikası ilişkileri bugünün ekonomisinde oldukça karmaşık bir hâl almıştır. Nihai amaç olarak fiyat istikrarını belirleyen bir merkez bankası ulusal faiz oranlarını yükselttiğinde, ulusal paranın aşırı değerlenmesine neden olmaktadır. Ancak, düşen kur ithal malı fiyatlarını azaltarak ithalat talebini artırmakta ve enflasyonun bu şekilde kontrol edilmesi ise dış ticaret hadlerinin ülke aleyhine bozulmasına, rekabet gücünün azalmasına, ödemeler dengesi açığının büyümesine ve borç yükünün artmasına neden olmaktadır. Bu bakımdan, tutarlı bir para politikası için dış dengenin de gözetilmesi gerekmektedir (Paya, 2007: 158-159).

Ekonomide döviz kurundan kaynaklanan istikrarsızlıklara bağlı olarak dış dengesizlik ihtimali belirebilmektedir. Örneğin, fiyat istikrarı hedefi doğrultusunda enflasyonist baskıları azaltmak için uygulanacak bir parasal daralma, bazı durumlarda reel ve nominal döviz kurlarının değerlenmesine neden olmaktadır. Böylece cari denge bozulmakta ve gelecekte döviz kuru kaynaklı bir kriz yaşanma ihtimali artmaktadır. Döviz kurunun değerlenmesi yönündeki baskıya karşı artan direnç, enflasyonun yükselmesine yol açmakta ve ulusal para reel olarak değer kazanmaktadır. Bu tür enflasyonist eğilimlerle karşılaşıldığında, para politikası sıkılaştırılmalı ve nominal döviz kurunun yükselmesine izin verilmelidir (White, 2006: 7).

Çağdaş para politikası çerçevesinde, politika uygulamaları kısa vadede olumlu etkileri olduğu kabul edilen faiz oranına bağlı olarak kurgulandığı için, merkez bankalarının faiz oranındaki aşırı iniş ve çıkışlara duyarlılığı 1970'li yıllara oranla bir miktar azalmıştır. Buna rağmen, faiz oranının istikrardan yoksun olması, borçlu-alacaklı ilişkilerini bozduğu, ileriye dönük verimlilik hesaplarının yapılmasını zorlaştırdığı ve beklenen enflasyon ile gerçekleşen enflasyon arasındaki farkın çok büyük çıkması durumunda mali araçların kârlarını istikrarsızlaştırdığı için, merkez bankaları açısından önemini korumaktadır. Bugün çağdaş para politikasının geldiği nokta tartışılacaksa, öncelikle deregülasyon süreci ve teknolojik gelişmeler nedeniyle

küresel ekonomide ve finansal sistemde önemli değişikliklerin⁶ meydana geldiği kabul edilmelidir.

Ekonominin serbestleşmesi ve uluslararası finansal sistemin yaşadığı değişim, ekonomik süreçleri ve politika uygulamalarını önemli oranda değiştirmiştir. Diğer taraftan, büyük ülkelerin Dünya ekonomisine hâkim olmaları ve reel ekonominin küreselleşmesi, para politikası aktarım mekanizmasını ve enflasyon sürecini etkilemiştir. Reel ekonomideki yapısal değişikliklerin enflasyon sürecini etkilemesi nedeniyle döviz kuru değişiklikleri, yerel fiyatlara ilişkin maliyetler ve yurtiçi çıktı açıklarının enflasyon üzerindeki etkisi azalmıştır (White, 2006: 9). Bu nedenle, son zamanlarda para politikasının nihai amaçları açısından esas tartışma ekonomik büyüme, fiyat istikrarı ve finansal istikrar üçgenine odaklanmaktadır.

1.1.2.1.1. Nihai Amaç Olarak Ekonomik Büyüme ve Tam İstihdam

Ekonomik büyüme ancak etkin bir iktisadi işleyiş ile sağlanabilmektedir ve bu bağlamda para politikasına önemli görevler düşmektedir. Özellikle Keynesyen iktisatçılara göre, para politikası tam istihdamın sağlanması konusunda da önemli bir rol oynayabilmektedir. Ancak para politikasıyla bir ülkenin potansiyel üretim düzeyini değiştirmek mümkün değildir. Para politikasının potansiyel üretim düzeyini yükseltmek suretiyle ekonomik büyümeyi ve tam istihdamı gerçekleştirmesi, makroekonomik ve finansal istikrarı gözeterek belirsizlikleri azaltması ve planlama ufkunu genişletmesi ile mümkün olmaktadır. Bununla birlikte Monetarist iktisatçılara göre, üretimi artırmak ve işsizliği azaltmak amacıyla uygulanan para politikalarının, işsizlik oranında azalmalara ve üretim artışlarına yol açmayacağı, aksine daha yüksek bir enflasyona neden olacağı ortaya çıkmaktadır. Bu uzlaşımın nedenleri, para politikasının uzun ve değişken gecikmelere sahip olması, enflasyon ve işsizlik arasındaki ödünleşmenin geçerliliğini yitirmesi, zaman tutarsızlığı ve enflasyonun ekonomik maliyetlerine dayanmaktadır (Mishkin ve Posen, 1997: 12).

İşsizliğin azaltılması ve üretimin teşvik edilmesi amacıyla uygulanan para politikasının sorgulanmasına yol açan ilk gerekçe, para politikasının etkilerinin uzun

⁶ Bu değişiklikler; piyasa mekanizmasının ağırlık kazanması, ekonominin küreselleşmesi ve kurumsal konsolidasyon olarak sıralanabilir. Konsolidasyon ise bir borcun borçlusu tarafından ödenmeyip zorunlu veya gönüllü olarak vade, faiz, tür ve benzeri yönlerden yeniden yapılandırılmasını ifade eder.

ve değişken gecikmelere sahip olduğunun ileri sürülmesidir. Para politikasının etkilerinin büyüklüğü ve zamanlaması ile ilgili belirsizlik, üretimdeki dalgalanmaların istikrara kavuşturulması yönündeki çalışmalarını sekteye uğratabilmektedir. Para politikasının özellikle kamu kesimi ve politika uygulayıcıları için şeffaf olmadığı dönemlerde, ekonomi dengeden uzaklaşabilmektedir. Arz yönlü şoklarla karşılaşıldığında, fiyat istikrarı ve çıktı büyümesi arasında önemli bir çelişkinin ortaya çıktığı görülmektedir. Örneğin, uygulanan petrol ambargosu fiyatları artırmakta ve toplam arzı daraltmaktadır. Türkiye gibi net petrol ithalatçısı ülkelerde ise bu durum vergi artışı anlamına geldiğinden, toplam talep de düşmektedir. Dolayısıyla, önceden kontrol altında olan fiyat istikrarı hedefi fazla veya eksik talep tehdidi altına girmektedir (White, 2006: 6).

Ancak, enflasyon ve işsizlik arasında var olduğu iddia edilen uzun dönem ödünleşmesinin (trade-off) bugün mevcut olmadığı genel kabul görmektedir. Dolayısıyla bugünün ekonomilerinde düşük enflasyon düzeyine ulaşılmasının maliyeti, 1960'lı ve 1970'li yıllardaki düzeyinden daha düşüktür. O dönemlerde enflasyon ve istihdam arasında uzun dönemli bir ödünleşme olduğu, düşük enflasyonun yüksek işsizlik anlamına geldiğı savunulmaktaydı. Friedman ve Phelps'in adaptif beklentiler hipotezi denilen bu analizinde, bireyler ve firmalar, nominal ücretleri ve nominal kârları yükseldiğı için geçici olarak daha iyi durumda olduklarını ve ekonomideki talebin artacağını düşünmekte ve bu nedenle daha fazla harcama ve üretim yapmaktaydılar. Ancak, ekonomideki mevcut kapasite sınırı nedeniyle uzun dönemde üretimdeki yükseliş veya işsizlikteki azalış sürekli olmamaktadır. Reel sektörün sadece para çoğaltanı ile etkilenmesi durumunda reel sonuç giderek pasifleşmekte ve geriye sadece fiyat artışı kalmaktadır. Sonuçta, fiyat artışı yönündeki beklentiler nedeniyle enflasyon süreklilik kazanabilmektedir (Onur, 2008: 125).

Para politikası bağlamında ekonomik büyüme ve tam istihdam aleyhine uygulamalardan biri olan zaman tutarsızlığı sorunu, ücret-fiyat belirleme davranışının gelecekteki para politikası uygulamalarına yönelik beklentilerden etkileneceğı görüşünden kaynaklanmaktadır. Fiyat istikrarından çok üretime odaklanan politika uygulayıcıları, beklentilerin sabit olduğunu düşündüklerinden

genişletici para politikası vasıtasıyla üretimi artırabileceklerine inanmaktadırlar. Ancak, işçiler ve firmalar politika beklentilerine bağlı olarak kararlarını verdikleri için, uygulanan genişletici para politikasının farkına varmaktadırlar ve bu nedenle enflasyon beklentileri artmaktadır. Böylece ücretler ve fiyatlar yükselmektedir. Ortaya çıkan bu zaman tutarsızlığı, ekonomik büyümeyi hedefleyen bir merkez bankasının üretim artışını sağlayamadan yüksek bir enflasyon düzeyine yol açabileceğini göstermektedir (Demirhan, 2002: 4-5).

Yüksek enflasyonun neden olduğu maliyetler değerlendirildiğinde, mikro açıdan, yaşanan büyük fiyat hareketlerinin görece fiyatlarda belirgin olmayan hareketlere neden olduğu görülmektedir. Makro açıdan ise, fiyat hareketleriyle ilgili belirsizliğin artması ve sonunda ortaya çıkan resesyon (durgunluk) süreci, finansman maliyetlerine bir risk primi eklemektedir. Böylece finansal piyasalarda istikrarsızlık yaşanması olasılığı artmaktadır. Sonuçta enflasyon, yüksek oranlarda sürdürülebilir büyümenin ve finansal istikrarın önünde önemli bir engel olarak görülmektedir. Ayrıca, fiyat istikrarının sağlanmasının hayat standardını yükselttiği kabul edilmektedir (White, 2006: 3-4).

Bu bakımdan çağdaş para politikaları incelendiğinde, merkez bankalarının istihdama ilişkin bir taahhüde pek girmedikleri görülmektedir. Bunun yerine, fiyat istikrarının uzun dönem için istihdam açısından da en iyi politika olduğu vurgulanmaktadır. Ancak, enflasyonist gelişmelerin öngörülüp yönlendirilmesi bağlamında merkez bankalarının istihdam hareketlerini çok önemsedikleri ve para politikalarını etkileyen bir parametre gibi ele aldıkları da bilinmektedir (Paya, 2007: 157). Kısım 1.1.3.3.2.'de ele alınacak olan Taylor Kuralı, istihdam düzeyindeki sapmaların para politikaları üzerindeki etkilerini çok iyi yansıtmaktadır.

1.1.2.1.2. Nihai Amaç Olarak Fiyat İstikrarı

Fiyat istikrarı, genellikle tek haneli ve düşük yıllık enflasyon oranları olarak yorumlanır ve enflasyon riskinin ihmal edilebilir düzeyde olması anlamına gelir. Greenspan'e (2001) göre fiyat istikrarı ekonomik aktörlerin tüketim, yatırım ve tasarruf gibi kararlarını alırken genel fiyat seviyesindeki olası değişiklikleri dikkate almaya gerek duymamaları durumunu açıklamaktadır (Kara ve Orak, 2009: 81).

Fiyat istikrarı, ekonomik karar birimlerinin üretim, tasarruf ve yatırım ile ilgili kararlarını verme sürecini bozmayacak ve dolayısıyla önlerini görebilmelerini sağlayacak kadar düşük bir enflasyon oranının sağlanmasını ve sürdürülmesini ifade etmektedir (Güney, 2006: 27). Bugün gelişmiş ülkelerde fiyat istikrarının ifade ettiği enflasyon oranı %1-3 arasında bir orandır. Dolayısıyla fiyat istikrarı sadece kısa bir dönem için düşük enflasyon oranını sağlamak değil, aynı zamanda bu oranı istikrarlı bir şekilde sürdürmek demektir. Bu bağlamda fiyat istikrarı, iktisadi birimlerin karar alma süreçlerini olumsuz etkilemeyen ve geleceği görebilmelerini sağlayan bir enflasyon oranına karşılık gelmektedir. Sonuçta, fiyat istikrarı ile örtük olarak paranın değerinin korunmasından bahsedilmektedir. Merkez bankasının aslî görevi de paranın değerini korumaktır.

Fiyat istikrarına odaklanmış güvenilir bir para politikası, takdire dayalı politikaya karşı kurula dayalı politika tercihi ve maliye politikasının disipline edilmesi gibi bileşenlerden oluşmaktadır. Fiyat istikrarına ulaşmak bakımından para politikasının maliye politikası tarafından desteklenmesi büyük önem taşımaktadır. Maliye politikasının disipline edilmesinden öncelikle ekonomide mali baskınlığın⁷ olmamasını anlamak gerekir (Çolakoğlu, 2003: 66-67). Mali baskınlığın varlığı durumunda, uzun dönemde fiyat düzeyini ve enflasyonu belirleyen para miktarı değil mali açıklar ve bu açıkların getirdiği kamu borç stoku olmaktadır. Böyle bir ortamda enflasyonu kontrol etmek için para politikası yeterli değildir. Mali dengenin, enflasyonun kontrol edilmesinde faiz politikası bakımdan bir ön koşul olduğu kabul edilir. Çünkü sürekli mali baskınlığın olduğu bir ekonomide para politikası bu koşulların baskısı altında kalır ve uzun dönemde para politikasının fiyat istikrarı hedefine katkısı olmaz (Uygur, 2001a: 16).

Bir miktar enflasyona karşılık reel çıktıyı artırmaya yönelik politikaların uzun dönemde reel çıktıyı artırmadığının görülmesi ve bu politikaların ardında sadece enflasyon bırakması, yeni politika arayışlarını tetiklemiştir. Bu çerçevede ortaya çıkan teorik gelişmeler, Keynesyen eksenli aktif politika anlayışının pasif ve güvenilir politika anlayışı ile ikame edilmesi sonucunu doğurmuştur. Dolayısıyla

⁷ Mali baskınlık, bütçe açıklarının sürekli ve sürdürülemez olduğu bir ekonomide para politikasının maliye politikasının güdümünde olmasını ifade etmektedir.

para politikasının nihai amacının istihdamı genişletmek ve çıktıyı artırmaktan çok fiyat istikrarını sağlamak olması gerektiği yönündeki anlayış, özellikle Monetarist iktisatçıların etkisiyle yerleşmiş ve kural halini almıştır.

Para politikasının öncelikli amacının fiyat istikrarı olması merkez bankalarını para politikası konusunda oldukça güçlendirirken, oluşan kısa dönemli şoklara müdahale edilmesinin ekonomideki dengeleri bozduğu vurgulanmıştır. Nihai amaç haline gelen fiyat istikrarı ile çelişmemek koşuluyla merkez bankası üretim ve büyümeyi de destekleyebilmektedir. Çünkü gelişmekte olan ülkelerde üretimin dar bir alanda gerçekleşmesi ve finansal piyasaların gelişiminin çok sınırlı olması ülkeleri ithalata bağımlı hale getirmektedir. Böylece ekonomi istikrar bozucu şoklara daha açık hale gelmekte ve para politikası uygulamaları çeşitli güçlüklerle karşılaşmaktadır.

Diğer bir ifadeyle, ücretler ve fiyatlar ileriye dönük enflasyon beklentilerine göre şekillenmektedir. Büyümeyi hedefleyen bir para politikası, ekonomik birimlerin beklentilerinin değişmeyeceğini varsayarak zaman tutarsızlığı sorununu göz ardı etmektedir. Hâlbuki akılcı davranan ekonomik birimler üretim artışını hedef alan merkez bankasının gelecekteki politikasının genişlemeci olacağını öngörmektedirler. Bu da enflasyon beklentisine neden olmaktadır. Eğer böyle bir durum ortaya çıkarsa, üretim artışı sağlanmadan yüksek bir enflasyon düzeyinde denge sağlanmış olur. Fiyat istikrarının öncelik kazanması durumunda ise, piyasa ekonomisinin beklentilerini olumsuz etkileyen enflasyon belirsizliği azalmakta ve sistem daha etkin çalışmaktadır (Karasoy vd., 1998: 1-3).

Fiyat istikrarının birincil ya da öncelikli amaç haline gelmesi, aynı zamanda piyasa ekonomisinin etkin kaynak dağılımını sağlayabilmesi ve uzun vadeli nominal ücret-fiyat anlaşmaları ile finansal sözleşmelerin yapılabilmesi için istikrarlı bir makroekonomik ortama ihtiyaç duyulmasından kaynaklanmaktadır. Fiyatlar genel düzeyinde meydana gelen sürekli değişimler, ekonomik faaliyetler üzerinde olumsuz etkilerde bulunarak ekonomik gelişmeyi engellediği gibi, gelir dağılımının bozulmasına yol açarak toplumsal sorunların da doğmasına neden olabilmektedir. Enflasyonun kaynağı genellikle para stokundaki değişimler olduğu için, fiyat istikrarının sağlanmasında para politikasına büyük görev düşmektedir.

Fischer'e (1996b: 3-4) göre, para politikası aracılığıyla yapısal işsizlik ile etkin mücadele mümkün olmamasına karşın, konjonktürel işsizlik ile etkin mücadele mümkündür. Bu yüzden para politikası kararlarının konjonktürel hareketleri dikkate almayıp, sadece fiyat istikrarı üzerine odaklanması gerektiği tezi savunulamaz. Ekonomi talep şoklarına maruz kaldığında, fiyat istikrarını hedefleyen bir para politikası, üretim seviyesinin istikrara kavuşturulması için de yerinde bir politika tercihi olacaktır. Ekonominin canlanma dönemlerinde, sıkı para politikası hem enflasyonu hem de üretimi aşırı artıştan koruyacaktır. Ekonomi durgunluk içindeyken, enflasyon oranını yükseltmeksizin genişletici para politikası uygulanabilmektedir. Bu çatışmalar, ekonomi bir arz şokuyla sarsıldığı zaman daha belirgin olmaktadır. Merkez bankaları üretimdeki düşüşü azaltmak için, enflasyonda geçici bir yükselişe göz yumarak olumsuz arz şoklarını dengeleme eğilimindedir. Bu konuda Avrupa Merkez Bankası'nın (ECB) benimsediği yaklaşım, fiyat istikrarı amacıyla çatışmayacak düzeyde bir istihdam ve ekonomik büyüme politikasıyla birlikte temel amaç olarak fiyat istikrarına odaklanmaktadır.

Doğrudan fiyat istikrarını amaçlayan ülkelerde dolaylı olarak başka amaçlara ulaşıldığı görülmüş olmasına karşın, bu durum daha çok fiyat istikrarı amacının kredibilitesi ile ilişkilendirilmektedir. Diğer taraftan, merkez bankalarının bir başka amacının da finansal istikrar olduğu ve bu amacın fiyat istikrarı ile uyumlu olması gerekmediği düşünüldüğünde, krizde olan bankacılık sektöründen gelebilecek deflasyon baskılarının uzun dönemde enflasyon hedefinden sapmalara yol açabileceği vurgulanmaktadır. Öyle ki, merkez bankası kısa dönemde fiyat istikrarının gerçekleştirilmesi için sıkı para politikası uygulamasına devam ettiği takdirde bazı mali kurumları risk altına sokabilmektedir (Öztürk ve Biner, 2008: 24).

Bugünün ekonomi konjonktüründe, para programlarında ilan edilen para artışı ile bunun ima ettiği enflasyon arasındaki ilişkinin düşünüldüğü kadar güçlü olmadığı açıkça ifade edilmektedir (Uygur, 2001a: 9). Para talebinin istikrarsızlığı nedeniyle parasal büyüklüklerin izlenmesinin zorlaştığı ve parasal büyüklükler ile enflasyon arasındaki ilişkinin zayıfladığı tespit edilmiş, enflasyon hedeflemesi önemli bir politika reçetesi haline gelmiştir. Büyüme açısından para politikası sadece üretimdeki kısa vadeli dalgalanmaları ayarlama doğrultusunda kullanılmalıdır. Zaten para

politikasının fiyat istikrarına yönelik kullanılması uzun vadede ekonomik büyüme üzerinde pozitif etki sağlayabilecektir (Cengiz, 2007: 6).

Ancak yaşanan son küresel finans krizi, fiyat istikrarının sağlanmış olmasının önemli makroekonomik dalgalanmaları bertaraf edemeyeceğini göstermektedir. Kriz sırasında ve sonrasında ciddi istihdam ve çıktı kayıplarının yaşandığı, borçların biriktiği, deflasyonun ve finansal zorlukların ön plana çıktığı görülmüştür. Bu süreçte finansal kurumların önemli bir kısmı iflas etmiştir. Ayrıca, 2000 yılında küresel hisse senedi piyasalarının çökmesinin reel ve finansal sistemde büyük bir gerilime yol açtığı da unutulmamalıdır. Bütün bunlar, fiyat istikrarı hedefinin yüksek ve sürdürülebilir bir büyümeyi sağlamak için yeterli olmadığı anlamına gelmektedir. Bütün bu gelişmeler dikkatlerin finansal istikrara çevrilmesine neden olmuştur.

1.1.2.1.3. Nihai Amaç Olarak Finansal İstikrar

Finansal istikrar, finansal piyasalarda, bu piyasalarda faaliyet gösteren kurumlarda ve ödeme sistemlerinde olması gereken istikrarı ve bu unsurların şoklara karşı dayanıklılığını ifade etmektedir. Bu alanlardaki istikrar, genelde finansal sistemin sağlıklı ve istikrarlı işlemlerini, dolayısıyla ekonomideki kaynakların üretken bir şekilde tahsisini ve risklerin uygun bir şekilde yönetim ve dağılımını beraberinde getirmektedir (TCMB, 2005a). Yaşanan finansal krizlerin gerek ulusal gerekse uluslararası ekonomilerde yarattığı yüksek maliyetler nedeniyle, finansal istikrar para politikasının en önemli amaçları arasında yer almaktadır. Çünkü finansal istikrar sağlanmadan ekonomik istikrar sağlanamamaktadır.

Diğer taraftan, uluslararası ticaretin gelişmesi ve sermaye akımlarının serbestleşmesi ile birlikte, bankaların uluslararası faaliyetleri de artmakta ve bankalar tarafından gerçekleştirilen parasal işlemler giderek çeşitlilik kazanmaktadır. Bu nedenle, merkez bankalarının küresel gelişmelerin yarattığı çeşitliliği dikkate almaksızın etkin bir para politikası izlemeleri mümkün görünmemektedir. Dolayısıyla finansal sistemin makro düzeyde değerlendirilmesi, finansal istikrarı bozabilecek unsurların tespiti ve gereken önlemlerin alınması, merkez bankalarının görevleri arasında yer almaktadır. Çünkü etkin işleyen güçlü bir finansal sistem aynı zamanda dışsal şokların atlatılması için gerekli esnekliği de sağlamaktadır. Ayrıca,

bankacılık ve finans kesiminin para politikası aktarım mekanizmasının bir parçası olması ve finansal istikrarsızlığın sürdürülebilir büyüme ve fiyat istikrarı üzerinde tehdit oluşturması, finansal istikrarın önemini artırmaktadır (Öztürk, 2011: 140-141).

Likidite sıkışıklığı çeken finansal kurumların likidite bolluğu içinde olan finansal kurumlardan borç temin edemediği kriz dönemlerinde, merkez bankalarının devreye girerek söz konusu kurumlara borç likidite temin etmesi gerekmektedir. Bu yükümlülük, merkez bankasının “son kredi mercii” olmasından ileri gelmektedir. Bu noktada politika uygulayıcılarının görevi, finansal sistemin çöküş sürecini hızlandıran risklerin oluşmasını engellemektir. Bu müdahalenin gerekçelerini de, finansal kurumlarda oluşan açık döviz pozisyonu, sorunlu krediler, vade uyumsuzluğu ve yetersiz sermaye ile yüksek kaldıraç oranı gibi bilanço bozuklukları ve likidite yetmezliği sorununun aramak gerekmektedir.

Finansal kurumların karşı karşıya kalabileceği dört tür bilanço bozukluğundan söz edilebilir. Risk oluşturan bilanço bozukluklarından birincisi, “açık döviz pozisyonu” olarak adlandırılan ve finansal kurumların döviz cinsinden borçları ile varlıkları arasındaki farkı ifade eden durumdur. Böyle bir durumda, finansal kurumların döviz kurundaki artışlara karşı duyarlılığı yükselmektedir. İkincisi, bankalar tarafından açılan kredilerin geri ödenmesinde yaşanan sorunların giderek artmasıdır. Çünkü “sorunlu krediler” ya da kalitesiz mali varlıkların çoğalması, o kredileri açan finansal kurumun bilançosunun zayıflamasına neden olmaktadır. Bir finansal kurumun borçları kısa vadeliyken alacaklarının uzun vadeli olması ve aradaki vade farkının giderek açılması durumunda “vade uyumsuzluğu” ortaya çıkmaktadır. Bu üçüncü bozukluk, bir finansal kurumun bilançosunun şoklara karşı duyarlılığını artırmaktadır. Dördüncüsü ise sermayesinin çok üstünde varlık birikimine giden bir finansal kurumun bu şekilde yüksek kaldıraç oranı ile çalışıyor olmasıdır. Ekonominin durgunluk içine girdiği dönemlerde bu durum büyük risk taşımaktadır. Üstelik bu riskli sürece bir de varlık fiyatlarında oluşan balonların eklenmesi durumunda, yüksek kaldıraç oranına sahip finansal kurumların kriz dönemlerinde iflas etmesi kaçınılmaz olmaktadır. Diğer taraftan, bilanço yapısı ne kadar sağlam olursa olsun bir finansal kurum geçici likidite sorunları da yaşayabilmektedir. Likidite ihtiyacının giderilemediği bir belirsizlik ya da güven

bunalımı döneminde, “likidite yetmezliği” bir sermaye sorununa dönüşebilmektedir (Özatay, 2011b: 14).

Bu bağlamda, 2008 yılında yaşanan küresel kriz, fiyat istikrarı odaklı enflasyon hedeflemesi stratejisini zayıflatarak merkez bankalarına olan güvenin azalmasına neden olmuş ve merkez bankasının “son kredi mercii” olma işlevi yeniden önem kazanmıştır. Finansal kriz nedeniyle finans piyasalarında yaşanan belirsizlik ve tedirginlik sonucu bazı finansal araçların alım-satımı azalmış veya tamamen kesilmiş, kriz derinleşerek kendi kendini besleyen bir hale gelmiştir. Son yirmi yılda sıklaşan finansal krizler, merkez bankalarının finansal istikrarı dikkate almaları ya da finansal istikrarı hedeflemeleri konusunda artan bir görüş birliğinin oluşmasına neden olmuştur. Dolayısıyla finansal istikrarı korumakla yükümlü bir merkez bankası, finansal piyasalarla ilgili verileri takip etmeli ve bu piyasalardaki gelişmelere göre gerekirse tepki vermelidir. Çünkü söz konusu verilerdeki küçük bir değişim bile finansal krizleri tetikleyebilmekte ya da bir bütün olarak finansal sistemi riske atabilmektedir.

Merkez bankalarının finansal piyasalarla ilgili verilere tepki vermeleri, politikaların ihtiyari para politikalarına dönüşmesi demektir. Anlık piyasa verilerini takip etmeyen ve uzun vadeli bir kısım kurallara bağlı kalan merkez bankası tercihi, oldukça karmaşıklaşan ekonomik yapı nedeniyle rasyonel bir tercih olmayacaktır. Ancak, piyasa verilerini takip ederek anlık tepkiler verebilen bir merkez bankasını, uyguladığı para politikasının sonucunu belirli bir gecikmeyle öğrendiği için çeşitli riskler beklemektedir. Verilerin sürekli değiştiği bir finansal ortamda merkez bankasının sık tepkiler vermesi, politika uygulayıcılarında “yakını görememe” (miyop) ya da “yan tarafını görememe” (tunnel vision) gibi sorunlara yol açabilmektedir. Bu nedenle merkez bankaları olması gerekenden daha fazla ya da daha az tepki verebilmektedir (Oktar vd., 2012: 19-20).

Özetle, merkez bankalarının finansal piyasaları dikkate alması ya da finansal istikrar hedefini gözetmesi, sadece finansal piyasalardan kaynaklanan bir kısım dalgalanmalara tepki vermelerinden ibaret değildir. Merkez bankalarının belirli amaçları gözeterek uygulayacakları para politikaları, finansal piyasaları ve bu kanalla da reel ekonomiyi etkileme kabiliyetine sahiptir. Bu bağlamda, para politikalarında

yapılan bir değişiklik varlık fiyatlarını da etkilemektedir. Dolayısıyla bilançolarında söz konusu varlıkları bulunduran mali kuruluşların bilanço yapıları değişmektedir. Mali kuruluşların bu gelişmelere verecekleri tepkiler ise varlık fiyatlarını tekrar dalgalandırmaktadır. Bütün bu süreç yeni yatırımların finansman maliyetlerini değiştirdiği için, reel ekonomide dalgalanmalar oluşmaktadır (Illing, 2007: 2-3).

1.1.2.2. Para Politikasının Araçları

Merkez bankası, belirlediği amaca ulaşma doğrultusunda kullanabileceği araçları ve bunları uygulama yollarını da belirlemek durumundadır. Çünkü merkez bankası para politikası araçlarını kullanarak belirlediği nihai amaçla yakın bir ilişki içerisinde olan para ve kredi hacmini etkilemeye çalışır. Ancak, uygulanacak politikanın başarısı açısından merkez bankasının bağımsız olması büyük önem taşımaktadır (Akçay, 2009: 143-144). Para politikası uygulaması, para arz ve talebini etkilemek amacıyla dolaysız ve dolaylı para politikası araçlarının kullanılmasını kapsamaktadır. Likidite yönetiminin temel amacı, piyasada oluşan kısa vadeli faiz oranının politika faizine uyum göstermesini sağlamaktır ve APİ, reeskont oranı ve zorunlu rezerv oranı gibi üç standart politika aracını kullanmaktadır. Bunlar dolaylı para politikası araçları olarak adlandırılmaktadır. Gerek küresel ekonominin finansal istikrar açısından geldiği nokta gerekse çağdaş para politikasının getirdiği yenilikler nedeniyle dolaysız para politikası araçları da önemini artırmaktadır. Bu araçların en yaygın türleri kısa vadeli faiz oranı ve koridor sistemi, banka bazında kredi tavanı ve yönlendirilmiş kredi denetimi olarak sıralanmaktadır.

Dolaysız araçlar ticari bankaların bilançolarını hedef almakta ve faiz oranı gibi bir fiyata ya da mevduat ve kredi gibi bir miktara müdahale ederek sınırlamalar getirmektedir. Dolaylı araçlar ise piyasadaki arz ve talep koşullarını etkileyecek şekilde kullanılmaktadır. Dolaylı araçların çoğu merkez bankası bilançosunu hedef almakta ve genellikle bankaların rezerv arzını etkilediğinden, piyasa bazlı araçlar olarak adlandırılmaktadır. Böylece merkez bankası, para politikası çerçevesinde doğrudan düzenleyici gücünü kullanmak ya da dolaylı olarak para piyasası koşullarını etkilemek amacıyla merkez bankası parasını ihraç eden kurum sıfatıyla hareket edebilmektedir (Koçyiğit, 2009: 6-7).

1.1.2.2.1. Dolaylı Para Politikası Araçları

Çağdaş merkez bankaları likidite yönetiminde temel olarak APİ kanalını kullanmaktadırlar.⁸ APİ, merkez bankalarının politika amaçlarına ulaşabilmek için kullandığı en önemli para politikası aracı niteliğindedir. Devlet tahvil ve hazine bonolarının alım ve satımı aracılığıyla hem faiz oranları hem de para ve kredi arzı üzerinde etkili olunabilmektedir. Diğer şartlar sabitken, merkez bankası kamu menkul kıymetlerini satın aldığı anda emisyon yaratır, tersi durumda ise emisyon azalmaktadır. Ayrıca, merkez bankasının APİ kanalıyla para ve kredi hacmini etkilemesinin, borçlanılmamış rezervler ve borçlanılmış rezervler olmak üzere iki yolu bulunmaktadır. APİ aracılığıyla borçlanılmamış rezerv miktarında değişiklik yaratılarak, toplam rezerv hacmi ve bu yolla para ve kredi hacmi artırılabilen ya da azaltılabilmektedir. Borçlanılmış rezervler yoluyla ise mevduat kuruluşlarına doğrudan kredi verilerek söz konusu büyüklükler etkilenebilmektedir (Parasız, 2005: 349).

Merkez bankası, para arzını ve ekonominin likiditesini etkin bir şekilde düzenlemek amacıyla, ulusal para cinsinden menkul kıymet kesin alım-satımı yapabildiği gibi geri satım vaadiyle alım (repo) ve geri alım vaadiyle satım (ters repo) işlemleri de gerçekleştirebilmektedir. Merkez bankası, piyasada geçici bir likidite sıkışıklığı veya fazlalığı olduğunda repo veya ters repo işlemlerini kullanmaktadır. Aksine, sistemdeki likidite sıkışıklığının veya fazlalığının kalıcı olduğu düşünülürse bankalardan doğrudan tahvil alınmakta veya satılmaktadır. Sonuçta, APİ sadece para politikası amaçları doğrultusunda yürütülmekte ve Hazine ile herhangi bir kurum ya da kuruluşa kredi sağlamak amacıyla kullanılamamaktadır (Gray ve Talbot, 2006: 38).

Kriz dönemlerinde finansal riskleri azaltmak adına, doğrudan alım ile APİ sonucunda piyasaya uzun vadeli fon arz edilmekte ve piyasa katılımcılarının ellerindeki kısa vadeli kıymetler APİ portföyüne katılmaktadır. Böylece finansal istikrar açısından riskli kaynaklar, riski görece daha az olan kaynaklar ile yer değiştirmektedir. Bu bağlamda, istenilen sıklıkta ve miktarda APİ ile piyasanın

⁸ Açık piyasa işlemlerinin yapıldığı özel piyasalar bulunmaktadır; Türkiye’de bu tür işlemler TCMB bünyesindeki “Bankalararası Para Piyasası” ve “İMKB Repo-Ters Repo Pazarı”nda yapılmaktadır.

fonlanması ya da piyasadan fon çekilmesi mümkün olduğundan; likiditenin, vadelerin ve kısa vadeli faiz oranlarının yönetilmesi açısından son derece etkin bir araçtır. Kısa ve uzun vadeler arasında yapılan takas işlemi ile finansal istikrarın korunmasına katkıda bulunmaktadır (Koçyiğit, 2009: 22-23).

Ayrıca merkez bankaları, “son kredi mercii” olarak bankaların geçici likidite ihtiyaçlarını karşılamak amacıyla reeskont kredisi verebilmektedir. Reeskont kredisinin bankalar açısından maliyeti ise merkez bankası tarafından belirlenen reeskont faizi olmaktadır. Ayrıca merkez bankaları açtıkları reeskont kredisi için bankalardan teminat istemektedirler. Reeskont faiz oranlarının değiştirilmesi suretiyle para arzı ve piyasa faiz oranı etkilenebilmektedir. Örneğin, daraltıcı bir para politikası uygulanırken merkez bankası reeskont faiz oranını yükseltmektedir. Bu durum, hem bankaların reeskont kredi maliyetlerini yükselttiği için para arzını daraltmakta hem de artan maliyetler nedeniyle banka kredi faizleri yükseldiği için piyasa faiz oranlarını artırmaktadır. Genişletici bir para politikası söz konusu olduğunda ise ters yönde gelişmeler ortaya çıkmaktadır (Öztürk, 2011: 155-156).

Bununla birlikte, bankalar sahip oldukları mevduat hesaplarının belirli bir oranını ya kendi kasalarında ya da merkez bankası kasalarında tutmakla yükümlüdürler. Her tür mevduat, katılım fonu ve bankalar tarafından temin edilip yurtdışı şubeleri nezdinde izlenen kredi tutarları, bankaların zorunlu karşılığa tabi Türk Lirası (TL) ve yabancı para (YP) yükümlülüklerini oluşturmaktadır. Zorunlu karşılık oranları belirlenirken hedeflenen parasal büyüklükler, piyasanın likidite durumu, merkez bankasının rezerv durumu ve tasarruf sahiplerinin TL ve YP mevduat tercihleri etkili olmaktadır. Dolayısıyla merkez bankaları “zorunlu karşılık oranları” üzerinde değişiklik yaparak bankaların kaydî para yaratma olanaklarını ekonominin koşullarına göre değiştirebilmektedir. Daraltıcı para politikası söz konusu olduğunda zorunlu karşılık oranları yükseltilmekte, tersi durumda ise düşürülmektedir. Böylece ilk durumda bankalar tarafından yaratılan kaydî para miktarı azaltılırken, ikinci durumda bankaların elinde daha fazla fon kalmakta, fon maliyeti düştüğü için de daha fazla kaydî para yaratılmaktadır (Akçay, 1997: 19).

Zorunlu karşılıklar temelde kredi arzını etkilemek amacıyla kullanılmaktadır. Sermaye girişlerinin arttığı dönemlerde, arz koşullarındaki gevşeme ve faiz

oranlarındaki düşüş nedeniyle kredi büyümesi hızlanmakta ve bu süreç makro finansal riskleri besleyebilmektedir. Bu durumda zorunlu karşılık oranlarının artırılması, kredi arzını sınırlayabilmektedir. Sermaye girişlerinin aniden azaldığı veya risk algılamasının arttığı dönemlerde ise zorunlu karşılık oranlarının düşürülmesi, kredilerde ani duruş riskini azaltabilmektedir. Bu bağlamda zorunlu karşılık oranlarındaki değişimler bankaların kredi maliyetini doğrudan maliyet kanalı ve likidite kanalı ile etkilemektedir. Zorunlu karşılık oranlarının yüksek seviyede tutulması, faiz koridoru aracının etkinliğini artırmaktadır (Kara, 2012: 12).

Bu temel araçlardan en çok kullanılanı olan APİ, esnek ve kolayca tersine çevrilebilir bir araçtır ve etkin olması için gelişmiş sermaye piyasalarına gereksinim vardır. Reeskont oranları ise bireysel karar alıcılar üzerinde psikolojik etkiler yaratarak beklentileri değiştirebilmektedir. Çünkü merkez bankasının reeskont oranını değiştirmesi, piyasaya müdahale edildiği ve ekonomik koşulların değişeceği şeklinde yorumlanmaktadır. Bu politikanın etkinliği büyük ölçüde ticari bankaların finansman ihtiyacına bağlı bulunmaktadır. Kredi talep esnekliğinin düşük olduğu durumlarda bu politika işlememektedir. En önemlisi de bankaların uluslararası alanda fon sağlayabilmesi ve bunu kredi piyasalarına sürebilmesi, reeskont oranları vasıtasıyla para politikasının uygulanabilme alanını daraltmaktadır. Zorunlu karşılık oranları ise tüm bankacılık sektörünü etkileyebilmektedir. Oldukça etkin olan bu araç ile ekonomide küçük etkiler yaratmak mümkün olmadığından, gerekli olmadıkça kullanılmamalıdır.

1.1.2.2.2. Dolaysız Para Politikası Araçları

Bugünün yeniden şekillenen ekonomik koşulları içerisinde, genellikle gecelik ya da haftalık vadede yapılan işlemlerde geçerli olan “kısa vadeli faiz oranı” merkez bankalarının en önemli dolaysız para politikası aracı haline gelmiştir. Politika faizi olarak da adlandırılan kısa vadeli faiz oranı, merkez bankasının “duruşunu” yansıtması açısından önem arz etmektedir. Duruştan kasıt, politika uygulayıcılarının amaçlarına uygun biçimde politika faizini yönlendirmesidir. Örneğin, enflasyon hedeflemesi uygulayan bir merkez bankasının politika faizini yükseltmesi, enflasyonun yükselme eğilimine girdiği ve merkez bankasının bunu tersine çevirmek için politika duruşunu sıkılaştırdığı anlamına gelmektedir.

Enflasyon hedeflemesi stratejisini uygulayan merkez bankalarına özgü bir sistem olarak bilinen “koridor sistemi”, borç verme faiz oranının borç alma faiz oranından büyük olduğu bir kanalı ifade etmektedir. Borç verme faiz oranı, geçici likidite sıkışıklığına düşen bir bankanın merkez bankasından kısa vadeli borçlanmak için ödemeyi kabul ettiği faiz oranı olmaktadır. Borç alma faiz oranı ise, geçici likidite fazlası olan bir bankanın bu fonu merkez bankasına mevduat şeklinde yatırması halinde almayı kabul ettiği faiz oranını ifade etmektedir.

Bankalar kısa vadeli fon piyasasında kendi aralarında ya da merkez bankası ile işlem yapmaktadırlar. Bu işlemler sonucunda ortaya çıkan kısa vadeli faiz oranı, borç alma ve borç verme faiz oranı ile belirlenen koridorun içinde kalmak zorundadır. Bunu sağlayan olgu ise, merkez bankasının üst sınırdan borç vermek ve alt sınırdan borç almak için hazırda bekliyor olmasıdır. Böylece koridor sistemi ile ekonomideki belirsizlikler bertaraf edilebilmektedir.

Finansal sistemde önemli miktarda likidite fazlası olması durumunda, denge faiz oranı borç alma faiz oranına yakın bir düzeyde gerçekleşmektedir. Finansal sistemde bir likidite açığı olması durumunda ise denge faiz oranı borç verme faiz oranına yaklaşmaktadır. Ancak, bazı durumlarda denge faiz oranı koridor içinde dalgalanabilmektedir. Bu dalgalanmayı azaltmak için kullanılan yöntem ise “gösterge politika faizi” olarak adlandırılmaktadır.⁹ Koridor içinde dalgalanmakta olan denge faiz oranını bu hedef faiz oranına yakın tutmak için repo ihaleleri düzenlenmektedir (Özatay, 2011b: 425-427).

Bu yeni yapıda geleneksel çerçeveden farklı olarak, kısa vadeli faiz oranları ayda bir kez değil günlük frekanslarda ayarlanmaktadır. Kurgulanan sistemde faiz koridorunun geniş bırakılması, merkez bankasının likidite operasyonlarıyla gecelik piyasada oluşan faiz oranlarını kısa süre içinde önemli miktarlarda değiştirebilmesine olanak tanımaktadır. Böylece gerekli görüldüğünde sermaye hareketlerinin ve döviz kuru oynaklığının yumuşatılması söz konusu olabilmektedir. Faiz koridorunun bu şekilde kullanılması, mevcut küresel belirsizlikler altında para politikasına ihtiyacı olan esnekliği sağlamaktadır. Merkez bankası piyasaya likidite sağlarken hem sürekli

⁹ TCMB, 2010 yılından itibaren bu yöntemi kullanmaya başlamıştır.

değişen koşullar altında şekillenen algılamalardaki farklılığa hızlı bir şekilde tepki verebilmekte hem de uygulayacağı faiz oranı bağlamında esnek davranabilmektedir.

Faiz koridoru çerçevesinde merkez bankası fonlama faizine dair belirsizliği de bir politika aracı gibi kullanabilmektedir. Belirsizliğin derecesi faiz koridorunun genişliğine ve kısa vadeli faiz oranının tahmin edilebilirliğine bağlı olmaktadır. Örneğin, kredilerde arzu edilenin ötesinde bir hızlanma gözleendiğinde merkez bankası fonlama miktarı ve maliyeti konusundaki belirsizliği artırarak, özellikle likidite açığı olan kurumlar için kredi arzında bir sıkışmaya yol açabilmektedir. Özellikle, faiz koridorunun yukarı yönlü genişletilmesi suretiyle likidite operasyonları ile ek sıkılaştırma yapılması, krediler üzerinde oldukça etkili olabilmektedir. Çünkü böyle dönemlerde bankalar faiz riskini fiyatlarken genelde faiz koridorunun üst sınırını dikkate almaktadır. Mevcut sistemde, sermaye akımlarının güçlü olduğu dönemlerde faiz koridoru aşağı yönlü genişletilerek faiz oynaklığı ciddi anlamda artırılmakta, sermaye akımlarının zayıf olduğu dönemlerde ise koridor yukarı yönlü genişletilerek döviz kuru oynaklığı azaltılabilmektedir (Kara, 2012: 9-12).

Banka kredilerinin belirli bir tavanla sınırlandırılması ve bu tavanın sınırlarının değiştirilmesi de para arzı kontrolünde etkin bir araç olarak kullanılmaktadır. “Banka bazında kredi tavanı” uygulaması aracılığıyla bankalar tarafından açılacak maksimum kredi miktarı belirlenmektedir. Bu uygulama belirli kredi türleri için kısmen uygulanabildiği gibi tüm banka kredileri için de uygulanabilmektedir. Ekonomide daraltıcı para politikası uygulanmak istendiğinde, bu araç ile özellikle bankalar tarafından verilen tüketici kredilerine sınırlama getirilebilmektedir. Böylece piyasadaki likidite ve talep hacminin daraltılması mümkün olmaktadır. Bu uygulama ile hem kredi hacmi hem de yaratılan kaydı para miktarı sınırlandırılmaktadır. Bu tür önlemlerle politika uygulayıcıları, ticari banka fonlarının bazı spekülatif faaliyet ve alanlara kaymasını da engellemeyi amaçlamaktadır (Koçyiğit, 2009: 12).

Merkez bankaları ayrıca ticari banka kredilerini miktar, vade ve faiz oranları üzerinden denetleyebilmekte ve çeşitli sektörler için farklılaştırmaya gidebilmektedir. “Yönlendirilmiş (selektif) kredi denetimi” olarak adlandırılan bu

uygulama, özellikle gelişmekte olan ÷lkelerde teşvik edilen sektörler için kullanılan bir para politikası aracıdır. Bununla birlikte, talep hacmini ve enflasyonu kontrol altına alarak fiyat istikrarını sağlamak isteyen merkez bankaları, tüketici kredilerini kontrol edebilmektedirler. Böylece talep artışı sınırlandırılabilenkte, durgunluk dönemlerinde ise bankaların uygun koşullarda tüketici kredileri vermeleri sağlanarak belli sektörler özendirilebilmektedir (Öztürk, 2011: 158-159).

Kredi tavanlarının piyasa tarafından belirlenmemesi nedeniyle banka kaynaklarının dağılımındaki etkinlik azalmaktadır. Ayrıca bankacılık sistemi dışındaki faaliyetlerin özendirilmesine yol açtığı için de etkinlik kaybına yol açabilmektedir. Bu aracın etkin bir biçimde kullanılması, mevduatlar büyürken kredilere konulan tavanlar nedeniyle likidite fazlalığına ve mali aracılık hizmetlerinin bozulmasına yol açabilmektedir. Diğer taraftan, kredi denetimi kısa vadede etkin olmakla birlikte, uzun süre uygulandığında dayanıklı tüketim malları üreten sektörlerle zarar verebilmektedir.

Süslü ve Dişbudak (2012: 71) tarafından vurgulandığı gibi, son zamanlarda para politikası araçları ile ilgili literatür¹⁰ finansal piyasalar üzerine odaklanmaktadır. Taylor (2001), Walsh (2003) ve Woodford (2003) gibi iktisatçılar tarafından ortaya konan çalışmalarda kısa vadeli faiz oranının para politikasının temel aracı olması konusunda fikir birliği bulunmaktadır. Ancak, 2000'li yıllarda finansal piyasalarda yaşanan hızlı gelişmeler ve finansal varlıkların çeşitlenmesi, para politikası aracı olarak kısa vadeli faiz oranının etkinliğini tartışmaya açmıştır. Tartışmanın bir tarafı¹¹ kısa vadeli faiz oranının fiyat istikrarına ek olarak finansal istikrarı da sağlayacağını savunurken, diğer taraf¹² bu süreçte ikincil bir para politikası aracının kullanılması gerektiğini ileri sürmüştür.

1.1.3. Alternatif Para Politikası Stratejileri

Buraya kadar para politikasının uygulanış biçimi açısından amaçlar ve araçların niteliği, ilişkileri ve etkinlikleri ortaya konmaya çalışıldı. Politika

¹⁰ Detaylı bilgi için Goodhart ve diğerleri (2009), De Grauwe ve Gross (2009), Svensson (2010) ve Poon (2010) tarafından yapılan çalışmalara bakılabilir.

¹¹ Goodhart ve Hofmann (2002), Cecchetti ve diğerleri (2000), Goodhart ve diğerleri (2009).

¹² Bernanke ve Gertler (2001), De Grauwe ve Gross (2009), Svensson (2010).

uygulayıcıları bu amaçlara çeşitli parasal stratejiler kullanarak ulaşmaktadır. Çünkü aktarım mekanizmasının çok kesin olmaması, yani nihai amaçları doğrudan etkileyemiyor olması, para politikası çerçevesinde iki aşamalı bir politika sürecinin uygulanmasını gerektirmektedir. Dolayısıyla para politikasının amaç ve araçları arasında çeşitli hedef ve göstergelerin yerleştirildiği alternatif para politikası stratejileri kullanılmaktadır. Son noktada önemli olan, ülke ekonomisinin içinde bulunduğu durumu ve dışsal koşulları dikkate alan bir para politikası stratejisini seçmektir.

Mishkin'e (1999) göre Dünya ekonomisinde temel olarak uygulanmakta olan dört çeşit para politikası stratejisi bulunmaktadır. Bunlar; döviz kuru hedeflemesi, parasal hedefleme, enflasyon hedeflemesi ve açık bir nominal çapanın olmadığı para politikası uygulamalarıdır. Son politika, döviz kuru, parasal büyüklük ya da enflasyon oranı gibi herhangi bir nominal çapanın kullanılmadığı örtülü para politikasıdır. Çok yaygın olmayan bu politika, Mishkin (1999) tarafından "just do it" stratejisi olarak adlandırılmaktadır ve bir dönem ABD Merkez Bankası (FED) tarafından uygulanmıştır. Para politikası literatürü daha çok ilk üç politika stratejisine odaklanmış bulunmaktadır.

Telatar'a (2002: 192) göre ise alternatif para politikası stratejilerinin seçimi konusunda iki farklı yaklaşım vardır. Birincisi, parasal bir büyüklük ya da döviz kuru gibi ara amaç değişkenleri üzerine; ikincisi ise, nominal milli gelir ya da enflasyon gibi nihai amaç değişkenleri üzerine hedef konulmasını öngörmektedir. Nihai bir değişkenin hedeflenmesinin temel avantajı, yaşamlarını doğrudan etkileyen ve anlaşılır buldukları bir değişken üzerine hedef konulması nedeniyle ekonomik birimlerin, fiyat istikrarını sağlama sürecinde ortaya çıkacak maliyetler konusunda ikna edilmelerinin görece kolay olmasıdır. Bu durum, enflasyonu düşürmenin öncelikle enflasyon beklentilerini düşürmekten geçtiği kronik enflasyon ekonomileri için özel bir önem taşımaktadır. Ara hedefleme stratejileri lehine temel sav ise, bu tip ara amaçlara ulaşılmasının görece olarak daha hızlı ve kolay olmasıdır. Buna göre, izlenen politikaların finansal değişkenlere etkisi hemen görülebilirken, fiyatlar veya milli geliri etkileme süreci önemli gecikmeler içermektedir.

Son olarak, para politikası stratejisinin belirlenmesi sürecinde, hedef değişkenin kontrol edilebilirliği ile politikanın şeffaflığı arasındaki ödünleşme ilişkisinin dikkate alınması gerekmektedir. Örneğin, merkez bankasının doğrudan kontrol edebildiği parasal hedefleme stratejisinden enflasyon ve nominal milli gelir hedeflemesine doğru gidildikçe politikanın şeffaflığı artmakta, ancak hedef değişkenin kontrol edilmesi güçleşmektedir. Dolayısıyla, Telatar'ın da (2002: 193) vurguladığı gibi, hedef değişkenin seçimi esnasında şeffaflık ve kontrol edilebilirlik arasında var olan ödünleşme ilişkisinin ve bu ilişkinin enflasyon beklentileri ile güvenilirlik açısından yaratacağı sonuçların dikkate alınması gerekmektedir.

1.1.3.1. Ara Hedefleme Stratejileri

Merkez bankası, iki aşamalı politika sürecinin ilk aşamasında, kontrol edebileceği bir değişkeni seçer ve bu ara amacı nihai amacına yönelik olarak kullanır. İlk aşamada seçilen değişken üzerine konulan hedef, ikinci aşamaya geçilmeden önce ulaşılmaması gereken bir ara amaç niteliği kazanır. Ancak, ara amaç ile enflasyon arasında bire bir ilişki olmadığından, ara amaca ulaşılması enflasyon hedefinin tutturulacağı anlamına gelmez. Bu nedenle, hedeflemenin bekleyişler üzerindeki etkisi zayıf kalabilir. Bu çerçevede, parasal hedefleme ve döviz kuru hedeflemesi olmak üzere iki çeşit ara hedefleme stratejisi bulunmaktadır (Önder, 2005: 36).

1.1.3.1.1. Parasal Hedefleme

Parasal hedefleme, enflasyonist beklentileri kontrol altına almak amacıyla belirli parasal büyüklüklerin artış oranlarının hedef olarak belirlenmesi esasına dayanmaktadır. Çünkü para arzı değişkeninin yetkili para otoriteleri tarafından kısa süre içerisinde yönlendirilebileceği düşünülmektedir. Para politikası araçları vasıtasıyla para arzının iktisadi konjoktüre uyumlu bir şekilde ayarlanması ise yeterli gelişmişlik düzeyine sahip para ve sermaye piyasalarının varlığı ile mümkün olmaktadır (Erdoğan, 2005: 39). Bu strateji çerçevesinde parasal taban, geniş para ya da kredi büyüklüklerinin artış oranı hedeflenmektedir (Cukierman, 1999: 4). Bu tür büyüklüklerde hedef değişken büyüdükçe, merkez bankaları tarafından kontrol

edilebilir olma özelliği azalmaktadır. Buna karşın, hedeflenen büyüklüğün halkın her kesimi tarafından izlenebilme özelliği artmaktadır (Uçak, 2004: 115).

Ara amaç olarak seçilecek ve merkez bankası tarafından kontrol edilecek para arzı tanımı, enflasyonla ekonometrik çalışmaların belirlediği en istikrarlı ilişkiye sahip olan ve enflasyon üzerinde en fazla etkiyi gösteren para arzı olmalıdır (Önder, 2005: 37). Merkez bankasının seçilen para arzının büyüklüğünü nasıl belirleyeceği ise para talebi ile ilgilidir. Para talebi ile nominal faiz oranı arasında ters yönlü bir ilişki olduğu için, parasal hedefleme döneminde nominal faiz oranının hangi değeri alabileceğinin tahmin edilmesi gerekmektedir. Bu bağlamda, öncelikle beklenen enflasyon düzeyinin saptanması önemlidir. Bunun yolu, ekonomik birimlerin beklediği enflasyon düzeyinin merkez bankasının hedeflediği enflasyon düzeyi ile aynı olduğunu varsaymaktır. Ancak, merkez bankasının saygınlığının görece az olması ya da izlenen maliye politikasının çok sorunlu olması durumunda, beklenen ve hedeflenen enflasyon arasındaki fark çok büyük çıkmaktadır. Son olarak, para talebini belirleyen bir diğer faktör olan reel gelir için ekonominin potansiyel büyüme hızına denk gelen düzey alındığında, parasal hedefleme stratejisinde para talebinin değeri de saptanmış olmaktadır (Özatay, 2011b: 362).

Bu süreçte enflasyonist beklentiler şekillendirilmek istenmekte ve hedeflenen enflasyon oranı ile uyumlu miktarda bir para miktarının sistemde dolaşması amaçlanmaktadır. Böylece ekonomide para talebi kadar para arzı yaratılmış olmaktadır. Bunun için, fiyat istikrarı ile bu amaca ulaşmada ara amaç olarak kullanılan parasal büyüklükler arasında güvenilir ve istikrarlı bir ilişki olmalıdır. Hedeflenen parasal büyüklükler ile enflasyon ve nominal gelir arasında uzun dönemli ve istikrarlı bir ilişki, yani istikrarlı bir para talebi fonksiyonu gerekmektedir. Ayrıca, hedeflenen parasal gösterge merkez bankasının kontrolünde olmalı ve fiyat hareketleri açısından bir öncü gösterge niteliği taşınmalıdır. Parasal hedefleme stratejisinde kısa vadeli faiz oranları işlem hedefi, para arzı ya da büyümesi ara amaç ve enflasyon ise nihai amaç olarak belirlenir (Yay, 2006: 8-9).

Diğer taraftan, standart IMF programlarında sıkça kullanılan bir uygulama olan merkez bankası bilançosu hedeflemesi, Net Uluslararası Rezervlere (NUR) taban, Net İç Varlıklara (NİV) ise tavan hedefler konulması ve bu hedeflerin

performans kriteri olarak belirlenmesi şeklinde tanımlanmaktadır. Bu hedefleme stratejisi, parasal tabana gösterge tavan değeri konularak desteklenmektedir. Basit anlatımla, NUR'a taban hedef konulması ile ülkenin net döviz rezervinin korunması, NİV'e tavan hedef konulması ile de merkez bankası kredileri ve para arzının artırılmasının engellenmesi amaçlanmaktadır. Parasal taban gösterge hedefi ise bir anlamda, daha önce açıklanan parasal hedefleme olmakta ve rezerv para hedefi, Miktar Teorisi çerçevesinde belirlenmektedir (Önder, 2005: 41).

1.1.3.1.2. Döviz Kuru Hedeflemesi

Döviz kuru, özellikle küçük ve dışa açık ekonomiler için taşıdığı önem ve reel ekonomiyi doğrudan etkileme potansiyeli nedeniyle, uygulanan para politikası çerçevesinde doğrudan hedef, gösterge veya araç olarak kullanılmaktadır. Döviz kuru hedeflemesinde, döviz kurunun sabit bir konuma getirilmesi zorunlu değildir. Dolayısıyla bu stratejiyi uygulayacak ülkeler, sabit kur hedefini benimseyebildikleri gibi ayarlanabilir kur hedefini de benimseyebilmektedirler. Bu bağlamda, döviz kuru çapasına dayalı stratejiler, katı döviz kuru hedeflemesi ya da yumuşak döviz kuru hedeflemesi şeklinde uygulanabilmektedir (Mishkin ve Savastano, 2001: 416).

Ayarlanabilir kur rejimi olarak da ifade edilen yumuşak döviz kuru hedeflemesinde, enflasyonu kontrol altına almak amacıyla, ulusal paranın değeri güçlü bir paraya bağlanmakta ya da belirli bir bant içinde dalgalanmaya bırakılmaktadır. Ulusal paranın yabancı para veya paralardan oluşan bir sepet karşısında sabitlendiği ve belirlenen değerinin sürmesinin merkez bankası tarafından bazen açık bazen de dolaylı olarak garanti edildiği uygulama ise katı döviz kuru hedeflemesi olarak adlandırılmaktadır. Burada enflasyon oranı, ilgili yabancı ülkenin enflasyon oranına yakınsamaktadır (Dueker ve Fischer, 2001: 7-8).

Bu uygulamanın en güçlü şekli "Para Kurulu" olarak bilinmektedir. Para Kurulu, belirlenen sabit bir kurdan döviz varlıkları karşılığında para çıkartmakta, yani ulusal para arzı tamamen bu kur üzerinden gerçekleştirilen döviz alış-satışlarına bağlanmaktadır. Normal şartlar altında merkez bankaları iç varlıkları karşılığında piyasaya para sürme olanağına sahipken, "Para Kurulu" uygulamasında sadece rezerv para cinsinden dış varlıklar karşılığında piyasaya para sürülmektedir. Kurulun

kamu ve bankacılık kesimlerine kredi verme işlevi bulunmamaktadır (Önder, 2005: 39).

Genel olarak döviz kuru hedeflemesinin temel dayanağı, enflasyon oranını düşürmek ya da enflasyonist beklentileri kontrol altına almak amacıyla, ülke ulusal parasının değerinin güçlü bir ülkenin parasına bağlanmasıdır. Güçlü ülke seçiminde çoğu kez, dış ticaret ilişkilerindeki en büyük ortak tercih edilmektedir. Bu açıdan merkez bankası para politikasını döviz kuru hedefi cinsinden tanımlamakta ve kuru hedeflenen düzeyde tutmak için döviz alıp satabilmektedir. Merkez bankasının döviz alıp satması, senet alıp satmasına benzer sonuçlar doğurmaktadır. Hedef döviz kuru yükseltilecek para politikası gevşetilirken, hedef döviz kurunun düşürülmesi ile de para politikası sıkılaştırılmaktadır (Öztürk, 2011: 172).

Döviz kuru hedeflemesi, ülkenin yeterli döviz rezervi olması ön koşulu altında işleyebilen, gelişmelerin günlük olarak izlenmesine olanak veren ve fiyatlar genel düzeyi ile döviz kuru arasında güçlü korelasyonun olduğu açık ekonomilerde kolay anlaşılabilir, sağlam bir taahhüt sağlayan ve basitlik/açıklık avantajı olan bir hedeflemedir (Yay, 2006: 9). Döviz kurunun ara amaç olarak kullanılması, para arzının içsellik verici iken, kural olarak para talebi ve dolaşımı hakkında herhangi bir bilgiye gerek duyulmaması kolaylığını beraberinde getirmektedir. Ayrıca bu strateji, politikaya yönelik taahhütlerin yeterince güçlü olması koşuluyla, zaman tutarsızlığı problemini ortadan kaldıran bir nominal çapa sağlamaktadır (Telatar, 2002: 196-198).

Mishkin (1999), para politikasının yurtdışına bağımlı hale gelmesi nedeniyle merkez bankasının bağımsız politika uygulama gücünü kaybetmesini, döviz kuru hedeflemesinin en önemli dezavantajı olarak göstermektedir. Döviz kurunu sabitlemiş olan ülke, ilgili yabancı ülkedeki şoklardan bağımsız olarak meydana gelen yurtiçi şoklara tepki verecek şekilde para politikasını kullanma yeteneğini kaybetmektedir. Obstfeld ve Rogoff'a (1995) göre ise, döviz kurunun sabitlendiği stratejiler, söz konusu ülkeleri spekülasyon saldırılarına açık hale getirmektedir. Yani döviz kuru hedeflemesi, çapa konumundaki ülkeye yönelik şokların döviz kurunu hedefleyen ülkeye sıçramasına yol açmaktadır. Dolayısıyla, ülke içinde ve dışında

oluşan şoklara karşı esnekliğin az olması ve sermaye hareketlerinin olumsuz etkileri nedeniyle bu politika stratejisinde sorunlar ortaya çıkmaktadır.¹³

Kur çapası uygulamalarında merkez bankası likidite ve faiz oranları üzerindeki kontrolünü kaybetmektedir. Dolayısıyla likidite ve faiz oranları ödemeler dengesindeki gelişmelere göre belirlenmektedir. Kur artışları kontrol edilmesine rağmen enflasyon yeteri kadar düşmez ise, ulusal para değer kazanmaktadır. Böylece ithalat artarken ihracat azalmakta, cari işlemler açığı ortaya çıkmakta ve hızla artmaktadır. Doğrudan yabancı yatırımlar yoluyla finanse edilmeyen bir cari işlemler açığı, ancak yüksek faiz oranlarının teşvik edeceği “sıcak para” ile finanse edilebilmektedir. Sonuç olarak, ekonomi dışsal şoklara duyarlı hale gelmekte ve kur politikası spekülâtif ataklarla karşılaşabilmektedir (Önder, 2005: 40-41).

Finansal piyasaların giderek daha karmaşık bir yapıya bürünmesi, ülke ekonomilerinin büyüklüğü, yaşanan ekonomik krizlerin içsel veya dışsal nedenlerden kaynaklanıyor olması, iktisadi amaçlar açısından bağımsız para politikasının gereklilik derecesi ve dalgalanma korkusu gibi unsurlar kur tercihlerini etkilemektedir. Bu bağlamda döviz kurunu sabitlemenin avantajları, döviz kuru riskini azaltmak ve para politikası için güvenilir bir nominal çapa sağlamaktır. Esnek kurun avantajı ise bağımsız bir para politikası yürütülmesine imkân tanınmasıdır.

Ancak, finansal piyasalardaki dalgalanmalar nedeniyle sermaye hareketlerine açık olan ve güven sorunu yaşayan Türkiye gibi gelişmekte olan ülkeler, döviz kurlarını dalgalanmaya bırakmamaktadır. Reinhart ve Calvo (2000) tarafından “dalgalanma korkusu” olarak adlandırılan bu süreçte söz konusu ülkeler, yönetimli dalgalanma¹⁴ ile bağımsız dalgalanma¹⁵ rejimlerinden birini tercih etmektedirler. Bu tercih, giderek yaygınlaşan finansal krizlerin yarattığı tedirginlikten kaynaklanmaktadır.

¹³ Bu durumun Türkiye açısından en önemli örneği, 2001 yılının Şubat ayında yaşanan ekonomik krizdir.

¹⁴ Yönetimli dalgalanma rejimi, piyasada kur değişmelerinin önceden belirlenmediği bir döviz kurunu ve merkez bankasının bu yöndeki aktif müdahale politikasını içermektedir.

¹⁵ Bağımsız dalgalanma rejimi, piyasa koşullarına göre belirlenip veri döviz kuru etrafında istikrarı amaçlayan bir müdahale politikasını içermektedir. Örneğin, Türkiye 2007 yılında bu rejimi benimsemişti.

1.1.3.2. Amaç Değişkenler Üzerine Hedefleme Stratejileri

Ara hedefleme stratejilerinin uygulanmasında temel odak noktası, fiyat istikrarının sağlanmasıdır. Ancak, iktisat politikaları vasıtasıyla ulaşılmak istenen bir diğer amaç, üretimin artırılmasıdır. Fiyat istikrarının sağlanması, uzun dönemde ekonomik büyüme amacına ulaşılmasını da mümkün kılabilir. Bu bağlamda amaç değişkenler çerçevesinde enflasyon hedeflemesi ve nominal milli gelir hedeflemesi stratejileri kullanılabilir.

1.1.3.2.1. Enflasyon Hedeflemesi

Mishkin'in öncülüğünü yaptığı enflasyon hedeflemesinin 1990'lı yıllarda popüler olmasının en önemli nedeni, on yıl öncesinde, merkez bankaları tarafından ara amaç olarak kullanılan M1 ve M2 gibi parasal büyüklükler ile reel değişkenler arasındaki nedensellik ilişkisinin ortadan kalkmasıdır (Onur, 2008: 128). 1980'lerde finansal piyasalarda görülen yeni finansal araçlar ve hızlanan finansal serbestleşme, para arzı-gelir ve para arzı-enflasyon ilişkilerindeki nedensellik bağlarının kopmasına neden olmuş; parasal büyüklüklerin reel büyüklükler üzerindeki etkilerinin öngörülmesini zorlaştırmıştır (Güney, 2006: 33). Parasal büyüklükler ve döviz kurları gibi ara değişkenlere odaklanan parasal politikalar, bu stratejilerin yetersizliğinin gözlenmesinden sonra 1990'lar boyunca doğrudan enflasyonun kendisine odaklanmıştır.

Bu bağlamda merkez bankacılığı ve para politikası alanında son yıllardaki en tartışmalı konulardan biri olan enflasyon hedeflemesinde, herhangi bir ara amaç kullanılmaksızın doğrudan enflasyonun kendisi hedeflenmektedir.¹⁶ Bu rejimde merkez bankaları rakamsal bir hedef ilan ederek bu hedefe ulaşma konusunda güçlü bir taahhüt oluşturmakta ve hedefe ulaşamaması durumunda kamuoyuna hesap vermekle yükümlü olmaktadır (Kara ve Orak, 2009: 82). Enflasyon hedefi, gelecek bir ya da iki yıl için bir enflasyon aralığını veya birkaç yıl için belirlenmiş bir enflasyon patikasını ifade etmektedir (Telatar, 2002: 207). Bernanke ve diğerlerine (2001) göre, nihai para politikası amacı olan fiyat istikrarının sağlanması için,

¹⁶ Üçüncü bölümde daha detaylı ele alınacağı üzere, TCMB 2002-2005 yılları arasında örtük enflasyon hedeflemesi stratejisi uygulamış ve ikinci bir rejim olarak aynı anda parasal hedeflemeye devam etmiştir. 2006 yılından başlayarak açık enflasyon hedeflemesine geçilmiştir.

enflasyon oranının bir hedef ya da hedef aralığına dayandırılması ve bunun da kamuoyuna duyurulması gerekmekte ve bu para politikası stratejisi, enflasyon hedeflemesi olarak adlandırılmaktadır.

$$i_t = \pi_t + b_1(\pi_t - \pi_t^*) + b_2(\gamma_t - \gamma^*) \quad (1.2)$$

Kamu kesiminin olmadığı dışa kapalı bir ekonomide enflasyon hedeflemesi stratejisi izleyen bir merkez bankasının tepki fonksiyonu (1.2) numaralı denklemde olduğu gibi gerçekleşmektedir. Geleneksel enflasyon hedeflemesinde, merkez bankaları esas olarak enflasyonu hedefle uyumlu seviyelerde tutmayı amaçlamakta ve bunu yaparken de genelde tek bir araç (kısa vadeli faiz oranı) kullanmaktadırlar. Çünkü para otoritesinin ekonomik birimlerin kararlarını farklılaştıracak politikalardan uzak durması gerekmektedir. Politika aracı olarak kısa vadeli faiz oranının (i_t) kullanılması, enflasyon ($\pi_t - \pi_t^*$) ve çıktıda ($\gamma_t - \gamma^*$) ortaya çıkabilecek sapmalara karşı para otoritesine risk oluşturmadan hedefi değiştirme imkânı vermektedir (Süslü ve Dişbudak, 2012: 81)

Bu bağlamda, Goodhart ve Hofmann (2002) ve Cecchetti ve diğerleri (2000) çalışmalarında ideal para politikası aracı olarak kısa vadeli faiz oranına vurgu yapmışlardır. Yazarlara göre politika faiz oranı tek bir denge ortaya çıkarmakta ve bireylerin uzun vadeli kararlar almalarını sağlamaktadır. Dolayısıyla enflasyonu kontrol altında tutmak için, çıktı açığı¹⁷ ve orta vadeli enflasyonun görünümüne etki eden diğer değişkenler göz önüne alınırken, finansal istikrar veya varlık fiyatları amaç fonksiyonunda ayrıca yer almamaktadır. Diğer bir ifadeyle, krediler ve varlık fiyatları gibi değişkenlere sadece toplam talep ve maliyet unsurları ile ilişkileri bağlamında tepki verilmektedir (Kara, 2012: 6).

Bu strateji açık bir hedef belirlediği için kurallara dayanmaktadır. Diğer taraftan, öngörülemeyen içsel ve dışsal şoklara tepki verebilecek bazı esnekliklere imkân verdiği için iradi politikalar olarak da yorumlanmaktadır. Bu nedenle, “esnek bir kural benzeri” tanımı da yapılabilmektedir. Kurallara yakın yanı daha ağır basmaktadır. Bir ön taahhütte bulunması, bu taahhüdü belli bir orta/uzun dönem için saptaması ve taahhütten sapılmaması konusunda merkez bankasına bazı yaptırımlar

¹⁷ Toplam talebin potansiyel üretim düzeyinden sapması olarak da ifade edilebilir.

yüklemesi, kural yanını ön plana çıkarmaktadır. Ancak, hedeflenen enflasyonun bir bant olarak hedeflenmesi ve saptanan hedef enflasyon göstergesinde arz ve talep şoklarının yaratacağı unsurların dışlanması, kurala esneklik getirmektedir. Basit bir kuraldan temel farkı, tahminlerle hedef arasındaki sapmaları önleyecek politika seçenekleri geliştirebilmesidir (Yay, 2006: 8).

Friedman ve Kuttner (2009) gibi bazı iktisatçılar, öngörülemeyen durumlara göre ayarlanabilecek bir para politikası izlenmesine izin vermeyen katı kurallar dayattığını düşündükleri enflasyon hedeflemesini eleştirmişlerdir. Aslında, Bernanke ve Mishkin (1997) ile Mishkin ve Posen'in (1997) belirttiği gibi, enflasyon hedeflemesi katı bir kural olmaktan uzaktır. Öncelikle, enflasyon hedeflemesi merkez bankasının para politikasını nasıl yöneteceği ile ilgili basit ve mekanik bir yapı sağlamamaktadır. Hedeflenen enflasyon oranına ulaşmak, merkez bankasının mümkün olan bütün bilgileri kullanmasını gerektirmektedir. Sanılanın aksine enflasyon hedeflemesi, merkez bankasının sadece bir temel değişken üzerinde yoğunlaşp diğer verileri ihmal etmesini gerektirmemektedir. Ayrıca, enflasyon hedefleri ekonominin koşullarına göre değiştirilebilmektedir (Güney, 2006: 35).

1.1.3.2.1.1. Enflasyon Hedeflemesinin Temel Koşulları

Geleceğe dönük bakış açısını vurgulayan bir yaklaşım olan enflasyon hedeflemesinde merkez bankasının başarısı, kamuoyuna verdiği güven ile doğru orantılıdır. Kredibilite olarak ifade edilen bu durumun sağlanması için şeffaflık ve hesap verebilirlik gerekmektedir. Enflasyon hedeflemesi uygulanırken, merkez bankası bir şeffaflık yönergesi ortaya koyabilmeli ve güçlü arz şoklarıyla karşılaştığında bunu kamuoyuna izah edebilmelidir (Yiğitbaş, 2009: 213). Ancak, Fraga ve diğerlerine (2003) göre özellikle gelişen ekonomilerde kredibilite sorunları yaşanabilmekte ve bu ülkelerde büyük şoklar yaşandığında, düşük kredibilite durumunun varlığı üretim, enflasyon ve faiz oranları açısından daha büyük oynaklıklara yol açabilmektedir.

Bu stratejide merkez bankasının temel uygulaması, açıkladığı enflasyon hedefine uygun olarak ekonomideki gelişmeleri periyodik açıklamalarla değerlendirmesi, bu değerlendirmeler ışığında enflasyon hedefinin ulaşılabilirliğini

ortaya koymasý ve tahmin edilen değerler ışığında para politikası araçlarının nasıl kullanılacağını açıklaması şeklindedir. Enflasyon hedefine uygun politika araçlarının kullanımının merkez bankasının iradesine bırakılması, enflasyon hedeflemesi stratejisinin önemli bir parçasını oluşturmaktadır (Bernanke ve Mishkin, 1997: 5-6).

Merkez bankasının bağımsız bir politika aracı olarak kısa vadeli faiz oranlarını kullanabilmesi için, para politikasıyla tutarlı ve bütçe açığından uzak bir sıkı maliye politikası gerekmektedir. Mali disiplinin sağlanamadığı ekonomilerde kamunun borçlanma gereği, merkez bankalarının faiz oranlarını etkin bir şekilde kullanmasını engellemektedir. Maliye politikasının baskın olduğu bu gibi durumlarda merkez bankası makroekonomik hedeflerin belirlenmesinde etkisiz kalmakta ve kamu dinamiklerine bağımlı hale gelmektedir (Özkale, 2003, 5).

Dolayısıyla bir ülkede makroekonomik istikrarın sağlanması için, mali önceliklerin para politikasına hâkim olmaması gerekmektedir. Makroekonomik istikrarın sağlanmadığı bir ekonomide enflasyon hedeflemesinin başarı şansı azdır. Siyasi otoritenin para otoritesinden sürekli fon talep ettiği bir ekonomide, enflasyon hedeflemesine geçmek risk arz etmektedir (Sun, 2003: 11).

Enflasyon hedeflemesine geçilirken hangi endekse bağlı enflasyonun seçileceği, hedeflemenin belli bir nokta veya banttan hangisine göre yapılacağı ya da bu bandın genişliğinin ne olması gerektiği ve hedeflemenin ne süreyle uygulanacağı da önem arz etmektedir. Enflasyon hedeflemesi uygulayan ülkeler, genelde tüketici fiyatları endeksini (TÜFE) enflasyon oranı olarak kullanmaktadırlar.¹⁸ Para politikasının enflasyon oranı üzerindeki kontrolünün kusursuz olmamasından ve kısa dönem şoklara cevap verme esnekliğinin korunması açısından enflasyon hedef aralığının geniş tutulması gerekebilmektedir. Bu nedenlerle, enflasyon hedefine ulaşmak için uygun zaman aralığının tespit edilmesi de vurgulanmalıdır (Güney, 2006: 34).

¹⁸ Türkiye’de de, toplumun bütün kesimleri tarafından aylık olarak kolaylıkla takip edilebildiği ve günlük yaşam maliyetini en iyi ölçen gösterge olduğu için, enflasyon hedefinin TÜFE üzerinden tanımlanması tercih edilmiştir. Bununla birlikte, para politikası uygulamalarından fazla etkilenmeyen ve çekirdek enflasyon görevi yapan özel kapsamlı enflasyon göstergelerinin de takip edileceği belirtilmiştir.

1.1.3.2.1.2. Enflasyon Hedeflemesinin Türleri

Enflasyon hedeflemesine tam olarak geçilmeden önce, gerekli ekonomik ve kurumsal zeminin oluşturulması adına, bir ara rejim niteliğinde olan örtük enflasyon hedeflemesi uygulanmaktadır. Gelecek dönem enflasyonuna endeksli para politikasının tercih edildiği örtük enflasyon hedeflemesinde parasal otoritenin güvenilirliğini artıran düzenlemelere gidilmektedir. Enflasyon oranı düşürülmeden ve gelecek dönem enflasyonuna ilişkin belirsizlik azaltılmadan asıl stratejinin başarılı bir şekilde uygulanması mümkün olmadığından, bu ara stratejide ısrarla daraltıcı toplam talep politikaları uygulanmaktadır (Öztürk ve Biner, 2008: 23). Örtük enflasyon hedeflemesinde, tahminler ile enflasyon hedeflemesi arasında bir sapma olacağı anlaşılırsa, bu sapmanın telafi edilmesi için kısa dönem faiz oranları üzerinde ayarlamalar yapılmaktadır.

Açık enflasyon hedeflemesinde ise merkez bankası, öngördüğü enflasyon oranını hedeflenen enflasyon oranı olarak belirlemektedir. Bu öngörü, genelde kısa dönem faiz oranları sabit varsayılarak yapılmakta ve bu aşamada temel makroekonomik değişkenlerin nasıl etkileneceği çok daha açık olduğu için ekonomide daha geniş bir hareket alanı elde edilmektedir (Bernanke ve Mishkin, 1997: 105). Buna karşın, sabit kur politikası altında para politikasının içselleşmesi nedeniyle enflasyon hedeflemesi ile sabit döviz kuru rejimleri çelişmektedir. Enflasyon hedeflemesinin finansal istikrar amacı ile çeliştiği dönemler de olabilmektedir. Kısa dönemde, stratejinin gerektirdiği sıkı para politikası finansal kurumları olumsuz etkileyebilmekte; uzun dönemde ise, krizdeki bankacılık sektörünün daralma yönündeki baskıları ya da finansal piyasaların kullanılan parasal araçlara yeterli hızda tepki verememesi, enflasyon hedefinden sapmalara neden olabilmektedir (Yay, 2006: 9).

Bununla birlikte Svensson (1997b), enflasyon hedeflemesini esneklik açısından, katı ve esnek enflasyon hedeflemesi olmak üzere ikiye ayırmıştır. Katı enflasyon hedeflemesi, merkez bankasının sadece belirli bir enflasyon hedefine mümkün olduğu kadar yaklaşmak için politikasını belirleyip, diğer para politikası amaçlarını ikinci plana itmesidir. Esnek enflasyon hedeflemesinde ise merkez bankası, diğer bazı para politikası amaçlarını da birlikte hedefleyebilmektedir.

Burada esneklik kavramıyla ifade edilen, enflasyon hedefine ulaşmak için merkez bankasının makroekonomik gelişmeler karşısında ne tür dengeleyici tepkiler verdiği. Merkez bankasının sorumluluk alanlarının genişletilmesi ya da daraltılması, politika esnekliğini artırıcı ya da kısıtlayıcı etkiler yaratabilmektedir.

Daha önce (1.1) numaralı denklem ile gösterilen kayıp fonksiyonunda $\lambda=0$ olduğunda merkez bankası sadece fiyat istikrarına odaklanmakta ve üretimdeki dalgalanmaları dikkate almamaktadır. Merkez bankasının tepki fonksiyonunda sadece enflasyonun yer aldığı ve üretimdeki dalgalanmaların dikkate alınmadığı bu durum katı enflasyon hedeflemesi olarak tanımlanmaktadır. Eğer $\lambda>0$ ise merkez bankası fiyat istikrarı yanında üretim istikrarını da dikkate almaktadır. Merkez bankasının tepki fonksiyonuna çıktı açığının da dâhil olduğunu ve üretimdeki dalgalanmaların da dikkate alındığını gösteren bu durum, esnek enflasyon hedeflemesi olarak adlandırılmaktadır (Svensson, 1997a; Svensson, 1997c).

1.1.3.2.2. Nominal GSYH Hedeflemesi

Son yıllarda enflasyon hedeflemesi stratejisi yaygın bir uygulama alanı bulmasına rağmen, özellikle dezenflasyonun¹⁹ yarattığı maliyetlerden ötürü Mankiw ve Hall (1994), McCallum (1997), Guender (1998) ve Frankel (2012) gibi iktisatçılar merkez bankasının nominal GSYH seviyesini veya artış oranını hedeflemesi gerektiğini vurgulamaktadırlar. Öncelikle, enflasyon hedeflemesi nominal GSYH değişkenini reel büyüme ve enflasyon oranına ayırdığı için, her ikisini de belirleyen reel ve nominal değişkenler arasındaki karşılıklı karmaşık ilişkileri anlamak gerekmektedir. Hâlbuki nominal GSYH seviyesinin hedeflenmesi bu karmaşık yapıyı ortadan kaldırmaktadır. Ayrıca üretim, fiyatlar genel düzeyine göre parasal faaliyetlere daha erken ve hızlı tepki vermektedir. Bu nedenle, nominal GSYH seviyesini hedeflemek enflasyon hedeflemesine göre kısa vadede üretimi daha istikrarlı kılmaktadır (Yay, 2006: 10).

Nominal GSYH, reel GSYH ile GSYH deflatörünün çarpımı olarak tanımlandığı için, bu hedefleme stratejisi altında her iki bileşen itibariyle hedeften

¹⁹ Yüksek enflasyondan düşük enflasyona geçiş sırasında yaşanan enflasyonun düşüş sürecini ifade etmektedir. Yani, fiyat artış hızının azalması demektir.

sapmalara belirli bir ağırlık verilmektedir. Nominal gelirin artışının düzgün biçimde sağlanması, aynı zamanda fiyatların bir patika²⁰ içinde kalmasını da ifade etmektedir. Böylece izlenen stratejinin sonucu olarak, fiyat istikrarına kendiliğinden ulaşılmaktadır. Nominal GSYH hedeflemesi, ekonomideki resesyon ve canlanma dönemlerine karşı para arzında oluşan aktif tepkileri öngörmesi nedeniyle, Yeni Keynesyen İktisat'ın temel politika önerisine²¹ uygun düşmektedir. Ayrıca para politikasının bu şekilde nominal bir değişken üzerine odaklanması, Yeni Klasik iktisatçılara da yakın durmaktadır. Çünkü paranın reel GSYH seviyesine geri bildirim tepkisi, özel sektör tarafından büyük ölçüde telafi edilmektedir. Böylece nominal GSYH hedeflemesi makroekonomik yaklaşımlar arası bir uzlaşma zemini de oluşturmaktadır (Telatar, 2002: 203-204).

Nominal GSYH hedeflemesi, merkez bankasının sayısal olarak potansiyel ya da uzun vadeli GSYH artış hedefini açıklamasını gerektirmektedir. Ancak böyle bir açıklama politik olarak sorunlu olmaktadır. Çünkü potansiyel GSYH tahmini kesinlikten uzak ve zaman içinde değişen bir yapıya sahiptir. Düşük saptanan bir hedef tepkilere yol açarken, tersine yüksek saptanan bir değer de zaman tutarsızlığı sorununa yol açabilmektedir. Çünkü bireyler GSYH ile ilgili saptanan bu tip hedefleri kolay benimsemektedirler. Ayrıca Ball (2000) ve Svensson (1997a) gibi iktisatçılar tarafından, nominal GSYH hedeflemesinin kısa vadede esnek bir uygulama alanına sahip olmadığı, bu nedenle de üretim ve istihdamda istikrarsızlıklara yol açtığı iddia edilmektedir. Bu nedenle, söz konusu strateji verimsiz ve etkinlikten uzak olarak değerlendirilmektedir.

Diğer taraftan, Fischer (1995) bu stratejiyi, ekonomiyi etkileyen şoklar bakımından değerlendirmekte ve üretimi düşüren, enflasyonu artıran bir negatif arz şoku durumunda nominal GSYH hedeflemesinin daha etkin olacağını iddia etmektedir. Çünkü bu koşullarda ve strateji uygulamasında sıkı para politikasının şiddeti ve böylece üretimin düşüşü daha az olacaktır. Dolayısıyla nominal GSYH hedeflemesi, arz şokları ile karşılaşıldığında para politikası açısından daha sağlıklı bir otomatik tepki mekanizması sağlamaktadır. Fischer (1995), üretim ve enflasyon

²⁰ Bu patika, nominal gelir hedefinin reel denge gelir düzeyine oranı olarak tanımlanmaktadır.

²¹ Para arzının değiştirilmesi suretiyle reel ekonomik faaliyetlerdeki dalgalanmaların azaltılabileceği savunulmaktadır.

artışını aynı anda sağlayan talep şokları durumunda ise enflasyon hedeflemesi stratejisinin tercih edilmesi gerektiğini savunmaktadır. Ancak, Telatar'a (2002: 206) göre nominal gelire istikrar kazandıran bir politika, para talebi ve yatırım-tüketim şoklarının varlığı durumunda, ekonomide yaşanan konjonktürel dalgalanmaları durağanlaştırabilmektedir.

Bu noktada, nominal GSYH hedeflemesi açısından, gelişmiş ve gelişmekte olan ülkeler bakımından bir fark ortaya çıkmaktadır. Bu fark, gelişmekte olan ülkelerin sermaye hareketleri ve kurun aşırı değerlendirilmesi gibi iki büyük riske sahip olmasından kaynaklanmaktadır. Çünkü sermaye hareketleri üzerinden döviz kurunun aşırı değerlendirilmesi, merkez bankalarının döviz kuruna müdahale etmesine yol açmakta ve bu da çıktı üzerinde öngörülmeven dalgalanmalara neden olmaktadır. Ayrıca, merkez bankasının "son kredi mercii" yetkisi, gelişmekte olan ülkelerde hem özel sektörün hem de kamu sektörünün YP cinsinden sahip oldukları borçlar nedeniyle, nominal GSYH hedeflemesini zorlaştırmaktadır.

1.1.3.3. Para Politikası Stratejileri İçin Araç Kurallar

Kural, uzun dönem için belirlenen bir formülün dönem boyunca işletilmesini ifade etmektedir. Bu durum, bilginin tutarlı ve öngörülebilir bir biçimde kullanıldığı, tesadüfî değil sistematik bir karar alma süreci olarak görülmektedir. McCallum'a (2000) göre burada amaç, kurallar koyarak para politikasının yönetimini kişilerden ya da hükümetlerden bağımsızlaştırmak ve para politikası uygulamasını kural ve hedeflere oturtmaktır. Bunun için de araç niteliğindeki kurallara ihtiyaç vardır. Araç kurallar, merkez bankalarının makroekonomik değişkenlere yönelik tepkilerini kapsamaktadır. Dolayısıyla bu kurallar merkez bankasının davranışını tanımlayan fonksiyonları ifade etmektedir. Merkez bankasının ekonomik değişkenlere nasıl tepki vereceği bir kurala bağlanmış ve tepkiler sistematikleştirilmiş ise, bu durumda bir "Para Politikası Kuralı" söz konusu olmaktadır (Paya, 2007: 184).

1.1.3.3.1. Friedman Kuralı

Bir dönem Monetarist yaklaşımın öne sürdüğü varsayımların geniş ölçüde kabul görmesinde, "sabit parasal büyüme kuralı" olarak de bilinen Friedman Kuralı'nın etkisi büyük olmuştur. Diğer taraftan, Friedman Kuralı aynı dönemde

parasal hedefleme stratejisinin popüler olmasına da katkı sağlamıştır ve pasif bir kural politikasıdır. Bu kurala göre, para arzı milli gelir artış hızından daha hızlı artırılmamalıdır. Bu bakış açısı kabul edildiğinde, Miktar Teorisi çerçevesinde para politikasının temel işlevi, para arzı artışını reel büyüme oranı ile tutarlı bir şekilde sınırlandırmaktır (Bofinger, 2001: 249).

Optimum para miktarı kuralı ya da parasal yüzde kuralı olarak da anılan Friedman Kuralı'na göre, uzun dönemde ekonomik istikrarın sağlanması optimum para miktarı kuralının gerçekleşmesine bağlıdır. Çünkü ekonomik faaliyetlerdeki dalgalanmaların temel nedeni, para arzındaki istikrarsızlıklardır. Bu durumda, para arzı cari ekonomik koşullar göz önüne alınarak yıllık sabit bir oranda artırılırsa, ekonomideki istikrarsızlık büyük ölçüde ortadan kalkmaktadır. Sonuç olarak bu kural, fiyatlar genel düzeyini sabitlemeyi hedeflememekte, bunun yerine para arzının ekonomik büyüme oranında (genelde %3 veya %5) artırılmasını içermektedir (Öztürk, 2011: 168).

İktisat literatüründe para arzından kastedilen, ekonomiye para otoritesi tarafından aktarılan para miktarıdır. Friedman Kuralı çerçevesinde fiili konjonktürden bağımsız olarak para arzının %3 artırılması durumunda, ekonominin ortalama büyüme hızının %2 olduğu bir ortamda uzun dönemde enflasyon oranı %1 olacaktır. Friedman Kuralı'nın işlemesi için, reel milli gelirden ve fiyatlar genel düzeyinde küçük değişimler olurken, para talebinin istikrarlı seyrini gösteren paranın dolanım hızının değişkenlik göstermemesi gerekmektedir. Ancak ampirik çalışmalar, para talebinin kısa dönem oynaklığının, para arzını kullanan bir parasal kuralın amaçlanan sonuçları elde etmesini engelleyecek kadar yüksek olduğunu göstermiştir (Akat, 2004: 59-60).

1.1.3.3.2. Taylor Kuralı

Kısa dönem faiz oranlarının nihai amaca ulaşabilme yolunda nasıl kullanıldığı önemli olduğu için, son yıllardaki tartışmalar merkez bankasının tepki fonksiyonunun tahmin edilmesi üzerine odaklanmıştır. Merkez bankasının kullandığı para politikası aracından fazla sayıda hedefi olduğunda, literatürde bu hedeflerin optimizasyonu için bir amaç fonksiyonunun kullanılması gerektiği vurgulanmaktadır.

Dolayısıyla tepki fonksiyonu, ekonomik gelişmelere göre para politikası değişikliklerinin modellenmesi olarak ifade edilmektedir (Aklan ve Nargeleçekenler, 2008b: 28).

Bu aşamada ortaya çıkabilecek optimizasyon sorununun giderilmesi için optimal para politikası²² kuralı önerilse de, Taylor Kuralı optimizasyon içermeyen bir para politikası kuralıdır. Yeni Keynesyenler, bu doğrultuda toplulaştırılmış talebin büyüme oranının reel faiz oranındaki artışa olumsuz tepki verdiği kabulünden yola çıkmaktadır. Merkez bankası tepki fonksiyonu, enflasyon oranının artacağı varsayımı altında doğal büyüme oranının üzerinde bir çıktı talebi büyüme oranı söz konusu olduğunda, politika aracındaki değişikliklerin tahmin edilmesini sağlamaktadır.

$$r = r_0 + \alpha(\pi_t - \pi_t^*) \quad (1.3)$$

(1.3) numaralı denklem, kısa dönem nominal faiz oranı üzerinde tam kontrole sahip olmaları nedeniyle merkez bankalarının reel faiz oranını belirleyebilecek güce sahip olduğu varsayımı altında reel faiz oranını açıklamaktadır. Bu fonksiyon, modelin tamamlayıcı bir parçasıdır ve para politikası uygulamaları ile ekonomik şoklar veya diğer politika uygulamalarının etkilerini analiz etme sürecinde önemli bir rol oynamaktadır. Tepki fonksiyonuna göre, hedeflenen enflasyon oranından daha yüksek bir enflasyon oranı reel faiz oranını artırmaktadır. Şayet enflasyon oranı hedeflenen enflasyon oranına eşit ($\pi_t = \pi_t^*$) ise, reel faiz oranı da r_0 'a eşit ve cari enflasyon oranı hedeflenen değerden büyük ($\pi_t > \pi_t^*$) ise, reel faiz oranı da r_0 'dan büyük olmaktadır. Tepki fonksiyonunda yer alan enflasyon açığı katsayısı, enflasyon hedefi ile para politikası aracı olarak kullanılan değişken arasındaki bağlantıyı göstermektedir.

Merkez bankasının tepki fonksiyonunu geliştirerek bu alana önemli bir katkıda bulunan Taylor (1993), çıktı açığında pozitif/negatif bir sapma ya da enflasyon oranının hedef değerden yüksek/düşük çıkması durumunda, kısa dönem reel faiz oranının, reel değişkenler üzerinde herhangi bir etki yaratmaması için sabit

²² Optimal para politikası kuralı, merkez bankasının sadece enflasyon ve üretim ile ilgili amaçları olduğu varsayımından hareket eder ve enflasyonun hedeflenen değeri ile üretimin potansiyel düzeyi arasındaki varyanslarının minimizasyonunu sağlar.

bir değerde tutulması gerektiğini savunmaktadır. Karşılaşılan şoklara karşı para politikası tepkilerini hızlandıran bu öneri Taylor Kuralı olarak adlandırılmaktadır. Bu kural, kısa dönem nominal faiz oranının ekonominin durumuna bağlı olarak belirlenmesini önermektedir. Taylor'a (1993: 197) göre, faiz oranlarının ekonomideki harcamaları doğrudan etkilediği varsayımı altında, merkez bankaları işlem hedefi olarak nominal parasal büyüme oranı yerine nominal faiz oranlarını tercih etmelidir.

$$i_{\text{Taylor}} = \pi_t + r^* + 0,5(\pi_t - \pi_t^*) + 0,5(\gamma_t - \gamma^*) \quad (1.4)$$

Taylor (1999) tarafından ortaya konulan basit para politikası kuralını gösteren (1.4) numaralı denklemde i_{Taylor} kısa vadeli faiz oranını, r^* uzun dönem reel faiz oranını, π_t içinde bulunulan dönem dâhil yıllık ortalama enflasyon oranını, π_t^* hedeflenen enflasyon oranını ve $(\gamma_t - \gamma^*)$ çıktı açığı göstermektedir. Bu kural, hem enflasyon hem de üretim istikrarına yönelik merkez bankaları için uygun bir para politikası aracıdır (Kaytancı, 2008: 15). Taylor (1999: 673), çalışmasında enflasyon ve üretim açıklarının faiz oranı kuralındaki ağırlığını 0,5 olarak kabul etmiştir. Para politikası faiz oranı kuralının optimizasyon içermeyen bu hali, bugün merkez bankaları tarafından optimizasyona dayalı olarak belirlenmektedir. Gerçekleşen enflasyonun hedeflenen enflasyona en yakın halini sağlayan kayıp fonksiyonu (1.1), optimizasyona dayalı para politikasını göstermektedir.

Para piyasasında kontrolün sağlanması adına, kısa dönem faiz oranı ya bir bant içinde dalgalanmakta ya da nokta hedef olarak tespit edilmektedir. Bant içerisinde dalgalanma durumunda para piyasasında araç olarak kullanılması tavsiye edilen unsur merkez bankası parasıdır. Literatürde bu durum yeniden finansman servisi olarak adlandırılmaktadır. Bir diğer uygulama ise, merkez bankası parası fazlalıkları için, kısa dönem yatırımlara çıkış noktası sağlayan faiz oranında nokta hedeflemesidir ve "mevduat servisi" olarak ifade edilmektedir (Bofinger, 2001: 328).

Bu kural çerçevesinde nominal faiz oranı için hedef, dört faktöre bağlıdır. Sırasıyla ilk iki faktörü oluşturan cari enflasyon oranı ve denge reel faiz oranı, toplamı nominal faiz oranını vermektedir. Üçüncü faktör, gerçekleşen enflasyonun hedeflenenden sapmasına bağlı olarak enflasyon açığının ayarlanmasıdır. Bu faktör,

enflasyon oranının hedeflenen düzeyden yüksek olması durumunda nominal faiz oranının yükseltilmesi; aksi durumda düşürülmesi gerektiğini belirtir. Dördüncü faktör ise, potansiyel reel üretim ve gerçekleşen reel üretim arasındaki farka bağlı olarak çıktı açığının ayarlanmasıdır. Çıktı açığı pozitif olduğunda nominal faiz oranı yükseltilmelidir. Böylece yükselen faiz oranı işsizliği artıracak ve bu durum da enflasyon oranını düşürecektir. Çıktı açığının negatif olduğu aksi durumda ise nominal faiz oranının düşürülmesi gerektiği açıktır. Çünkü düşük faiz oranı çıktıyı artıracak ve böylece işsizlik azalacaktır. Yukarıda yer alan ikinci ve üçüncü faktörler, maksimum sürdürülebilir büyümeyi teşvik eden, düşük ve istikrarlı bir enflasyonun hedeflendiği para politikasının iki amacını özetlemektedir (Kozicki, 1999: 5-7).

Bir ekonomide negatif bir talep şoku yaşandığında fiyatlar genel seviyesi denge seviyesinden daha düşük gerçekleşmekte ve böylece enflasyon oranı da hedeflenen değerden daha düşük çıkmaktadır. Aynı talep şoku sonucunda negatif çıktı açığı da oluşmaktadır. Bu durumda Taylor Kuralı faiz oranlarının azaltılmasını önermektedir. Kuralın avantajı, talep şokuyla karşılaşıldığında sağladığı ölçüm hatalarını ayırıştırmasıdır. Teorik olarak talep şoku fiyatlar genel seviyesini ve çıktı açığını aynı yönde etkilediği için, kuralın çıktı açığına ya da enflasyon sapmasına bağlanması sonucu değiştirmeyecektir (Bofinger, 2001: 271).

Buna karşın, olumlu bir talep şokuyla karşılanması durumunda merkez bankası tepki fonksiyonunu güncellemeye ihtiyaç duymaktadır. Merkez bankasının hedeflenen enflasyon oranını tutturabilmesi açısından r_0 parametresi, ekonominin kalıcı talep şoklarına maruz kalması durumunda sabit bir değişken olmaktan çıkmaktadır. Dolayısıyla bu uygulama, yerleşik literatürün başka bir önemli özelliği olan para politikasının uzun dönemde enflasyon oranını etkileyeceği düşüncesini ortaya koymaktadır. Kısa dönemde merkez bankasının gerçekleşen enflasyonu hedeflenen enflasyon oranına doğru düşürme isteği; yüksek faiz oranına, ekonominin yavaşlamasına ve çıktı talebi büyüme oranının azalmasına yol açmaktadır. Ancak uzun dönemde söz konusu daraltıcı para politikasının ekonominin büyüme oranı ve reel faiz oranı üzerinde hiçbir etkisi yoktur. Reel faiz oranının uzun dönem denge değeri üzerinde ve uzun dönem çıktı talebi üzerinde hiçbir etkisi olmaması, para

politikasının nötr olduğu anlamına gelmektedir. Bu bağlamda, Yeni Keynesyenler Monetarizm ile benzer görüşleri paylaşmaktadırlar (Dalziel, 2002: 523).

Taylor Kuralı birçok pratik ve teorik problemler de içermektedir. Svensson'a (2002: 20-22) göre ilk temel sorun, uzun dönem denge istihdam oranının saptanmasıdır. Bu saptanma, seçilen döneme oldukça bağımlıdır ve zaman aralıklarının iyi tespit edilmesi gerekmektedir. Ayrıca çıktı açığının ölçülmesi de sorun yaratmaktadır. İkinci sorun enflasyon oranının hedeflenmesinde yaşanmaktadır. Arz şoku durumunda çekirdek enflasyon oranı ve tüketici fiyat endeksi önemli miktarlarda sapma göstermektedir. Bu farklılık büyük oranda enerji maliyetlerinden kaynaklanmaktadır. Svensson (2002), ayrıca merkez bankası tepki fonksiyonunda sadece enflasyon ve çıktı açığı istikrarına yer verilmesini eleştirmiştir. Çünkü çıktı açığı ve enflasyon dışında önemli değişkenler varsa, bu durumda kural optimal olmayacaktır. Taylor Kuralı kapsamında üretim ve enflasyona eşit ağırlık verilmesi, her ekonomi için uygun olmayabilecek bir unsur olarak görülmektedir. Çünkü Ball (1997: 7) daha büyük bir üretim katsayısının, deflasyonist durgunluk ve enflasyonist tırmanışları azaltarak, hem enflasyon hem de üretimde meydana gelecek saptmaları azaltabileceğini vurgulamaktadır.

1.1.3.3.3. McCallum Kuralı

Taylor Kuralı'na alternatif olarak geliştirilen ve parasal büyüklükler ile ilgili olan McCallum Kuralı'nda, faiz oranı yerine parasal taban baz alınmakta ve nominal milli gelirdeki trend büyüme, paranın dolaşım hızının trendindeki değişme ve milli gelirdeki devresel dalgalanmalar göz önünde bulundurulmaktadır. Bu kural, nominal milli gelirdeki büyüme önceden belirlenen büyüme oranının taban ya da tavan düzeyini aştığı zaman, merkez bankasının parasal büyüme oranını değiştirmesi gerektiğini ifade etmektedir ve şu şekilde formüle edilmektedir (Yay, 2006: 8);

$$\Delta b_t = \Delta \chi^* - \Delta v_t^* + 0.5(\Delta \chi^* - \Delta \chi_{t-1}) \quad (1.5)$$

(1.5) numaralı denklemde Δb_t , parasal tabandaki logaritmik değişmeyi; $\Delta \chi^*$, hedef GSYH büyüme oranını; Δv_t^* , paranın ortalama dolaşım hızı artışını ve $\Delta \chi_{t-1}$, nominal GSYH seviyesindeki logaritmik değişmeyi göstermektedir. Söz konusu

denklem, Friedman Kuralı'nın geri beslemeli revizyonu niteliğindedir. Bu çerçevede McCallum Kuralı, nominal milli gelirdeki büyüme hedef değerinden küçük olduğunda parasal tabanın yukarıya doğru; tersi bir durumda ise parasal tabanın aşağı doğru hangi oranda azaltılması gerektiğini göstermektedir. Bofinger'a (2001) göre bu kuralın ana hedefi, nominal milli gelirin hedeflenmesidir ve aktif bir nitelik taşımaktadır. Bu kural, parasal tabanın uzun dönemde faiz oranına duyarlılığı çok yüksek olduğundan, Taylor Kuralı ile aynı sonuca ulaşmaktadır.

Sonuç olarak, McCallum Kuralı parasal hedefleme ile karıştırılmamalıdır. Çünkü parasal hedefleme stratejisinde ekonomik gelişmelere göre ayarlanan bir parasal büyüklük söz konusu değildir. Para miktarı, ekonominin ortalama büyüme hızına endekslenmekte ve ekonominin bu parasal çerçeveye uyması beklenmektedir. Hâlbuki McCallum Kuralı'nda nominal GSYH izlenmekte ve hedeflenen bu değişkendeki gelişmelere göre para miktarı ayarlanmaktadır. Diğer bir ifadeyle, para miktarı bu kural çerçevesinde işlem hedefi olmaktadır (Paya, 2007: 185).

1.2. Para Politikasının Aktarım Kanalları

Para otoritesi, etkin bir para politikası yürütebilmek ve dışsal şoklara doğru tepkiler üretebilmek için, para politikasının reel ekonomi üzerindeki etkileri hakkında yeterli bilgiye sahip olmalıdır. Bu nedenle, para politikası uygulamalarının fiyatlar ve ekonomik faaliyetler üzerindeki etkilerinin belirlenmesi son derece önemlidir. Para politikası aracılığıyla etkilenen finansal büyüklüklerin bilinmesi, ekonominin reel ve finansal sektörleri arasındaki bağın anlaşılmasını kolaylaştırmaktadır. Böylece politika uygulayıcılar finansal büyüklüklerdeki hareketleri daha doğru yorumlayabilmektedirler (Kaytancı, 2005: 38).

Parasal aktarım mekanizması, para politikası araçlarına yönelik alınan kararların çeşitli kanallarla toplam talebi ve bu şekilde üretim, tüketim ve istihdam gibi reel ekonomik faaliyetleri etkilemesini sağlamaktadır (Ceylan, 2010: 18). Bu süreç, politika araçlarındaki değişimlerin faiz oranı, varlık fiyatları ve döviz kuru gibi finansal piyasa koşullarına aktarımını ve finansal piyasa koşullarındaki değişimlerin de üretim ve enflasyonu nasıl etkilediğini göstermektedir (Çiçek, 2005: 83).

1.2.1. Para Politikası Aktarım Kanallarının Teorik Dayanakları

1960'lı yıllarda Monetarist iktisatçıların para arzındaki değişimin konjonktürel dalgalanmalarda oynadığı rolü ikna edici bir şekilde ortaya koymaları, Keynesyen iktisatçıların görüşlerinde bazı değişikliklere neden olmuştur. Günümüzde ise ekonomik faaliyetler açısından paranın taşıdığı önem konusunda ortaya çıkan sonuç, Keynesyen ve Monetarist görüşlerin yaklaşması şeklindedir. Ancak paranın ekonomiyi hangi yollarla etkilediği konusunda hâlâ bir fikir birliği mevcut değildir (Karaca, 2010: 35).

Keynesyen teorisyenlere göre, para arzındaki değişimler faiz oranını, faiz oranı yatırım harcamalarını ve yatırım harcamaları da toplam üretimi etkilemekte ve paranın ekonomideki rolü bu şekilde ortaya çıkmaktadır. Bu görüş çerçevesinde, para politikasının en önemli etkinlik anahtarı faiz oranlarıdır. Dolayısıyla para politikası uygulamaları faiz oranlarını etkileyemedikçe, toplam üretim üzerinde hiçbir etki yaratamamaktadır (Kasapoğlu, 2007: 5). Keynesyen iktisat, ekonomide likidite tuzağı olmadığı sürece, para arzındaki değişikliklerin reel faiz oranları ve ekonomik faaliyet üzerinde etkileri olduğunu savunmaktadır. Para politikası uygulamalarının reel ekonomiye aktarımı, politika faiz oranındaki değişimlerin iktisadi birimlerin tüketim ve yatırım kararlarında etkili olan uzun vadeli faiz oranlarına yansımaya bağlıdır (Aklan ve Nargeleçekenler, 2008a: 111).

Keynesyen analizde nominal faiz ile reel faiz değişimleri arasındaki bağlantı, fiyat ve ücret katılıklarıyla sağlanmaktadır. Böylelikle parasal şoklar kısa vadede reel değişkenleri, uzun vadede ise fiyatları etkilemektedir. Para arzında beklenmeyen bir artış, nominal faiz oranlarında azalmaya neden olmakta ve reel faiz oranları azalmaktadır. Bu süreçte fiyat ve ücretlerin talep artışına ayarlanma hızı yavaş olduğundan, kısa vadede arz artmaktadır. Dolayısıyla parasal bir daralma sonrasında ekonomide toplam harcama düzeyi azalırken; parasal genişleme sonrasında çoğalmaktadır. Keynesyen yaklaşımda para arzında meydana gelen değişimin kaynağı ile ilgilenilmemektedir. Aktarım sürecinde bankacılık sektörünün aktif bir rol oynamadığı bu yaklaşımda bankaların kredi arzı, yatırım ve çıktıda meydana gelen değişikliklere bağlı olarak iktisadi birimlerin talebi tarafından belirlenmektedir (Aklan ve Nargeleçekenler, 2008a: 113).

Monetarizm ise para politikasının toplam talebe olan etkilerinin sadece faiz oranı-yatırım harcamaları etkileşimi ile açıklanmasının yetersiz olduğunu ve para politikasının birçok kanalla toplam talebi etkilediğini ileri sürmüştür (Parasız, 2009: 332). Monetarist teorisyenlere göre, nominal faiz oranları ile yatırım harcamaları arasında zayıf bir ilişki vardır; borçlanma ve yatırım kararlarında esas olarak reel faiz oranları belirleyici olmaktadır. Nominal faiz oranları, reel faiz oranları için doğru bir gösterge değildir. Çünkü uzun vadeli faiz oranlarındaki değişimin önemli bir kısmının enflasyon primini yansıttığı kabul edilmektedir. Bu nedenle, para politikalarının reel ekonomik faaliyete aktarımında faiz oranlarına önemli bir işlev yüklenmemektedir (Goodfriend ve King, 1997: 8).

Monetaristlere göre para arzı değişiklikleri, finansal ve reel aktifler ile dayanlı tüketim mallarının fiyatlarını etkilemektedir. Çünkü aktarım sürecinde faiz oranları, aktif fiyatları ve reel servet üzerinde etkilere sahiptir. Para arzında kısa vadede meydana gelen değişimlerin, toplam talep ve çıktı düzeyini etkilediği de kabul edilmektedir (Meyer, 2001: 2). Keynesyen yaklaşımda para politikaları toplam talebi faiz oranları ile etkilerken, Monetarist yaklaşımda para miktarındaki değişiklikler toplam harcamaları doğrudan etkilemektedir.

Para arzı değişimleri portföyün yeniden düzenlenmesine neden olarak nominal talebi etkilemektedir. Söz konusu süreç, reel aktifler üzerindeki servet ve ikame etkileri yoluyla doğrudan, harcama kararlarında belirleyici olan finansal getiriler üzerindeki etkileri yoluyla ise dolaylı olarak gerçekleşmektedir. Aktif piyasasında meydana gelen bu reaksiyonlar, aktif fiyatlarında ve faiz oranlarında değişikliğe neden oldukça toplam talep üzerinde yeni etkiler meydana gelmektedir. Dolayısıyla aktarım mekanizması para stokundan harcamalara doğru olmaktadır (Meltzer, 1995: 57-58).

1.2.2. Parasal Aktarım Mekanizmaları

Enflasyon ve üretim düzeyinde bir şok belirlendiğinde ilk adım, politika değişikliğinin gerekli olup olmadığına karar vermektir. Bu karar verilirken, nominal faiz oranlarının değişmediği varsayıldığında, reel faiz oranlarındaki değişmeye bakmak gerekir. Reel faiz oranlarındaki düşüş, enflasyonun hedeflenen düzeyden

daha yüksek oranda; reel faiz oranlarındaki artış ise enflasyonun hedeflenen düzeyden daha düşük seviyede gerçekleşmesinin beklendiği anlamına gelir. Böyle bir durumda para otoritesinin para politikası değişikliğine gitmesi beklenir. Bu süreçte para politikasının ekonomiye etki kanalları önem kazanmaktadır.

1.2.2.1. Faiz Oranı Kanalı

Para politikası aktarım mekanizmasının faiz oranı kanalı, geleneksel Keynesyen görüşün faiz oranı ile yatırım harcamaları arasında kurduğu ilişkiye dayanmaktadır. Bu analiz, para ve tahvil olmak üzere iki varlık üzerinde durmakta ve sadece faiz oranını dikkate almaktadır. Böyle bir modelde genişletici para politikası tahvillere olan talebi artırmakta ve dolayısıyla reel faiz oranlarında bir düşüşe neden olmaktadır. Bu da sermayenin maliyetinde bir azalmaya yol açarak yatırımlarda bir yükselmeye ve dolayısıyla toplam talep ile hasılda da artışlara yol açmaktadır (Mishkin, 1996: 2).

Taylor (1995: 14), paranın ekonomiye geçişinde faiz oranı kanalının, uygulanacak para politikasının ekonomiyi etkileme şeklini açıklamak açısından anahtar bir rol üstleneceğini ifade etmektedir. Genişletici bir para politikası, kısa dönem nominal faiz oranlarını düşürmektedir. Taylor, yapışkan fiyatlarla rasyonel bekleme bir arada ele alarak, genişletici bir para politikasının en azından bir süre için uzun dönem reel faiz oranlarını da düşüreceğini ortaya koymuştur. Daha düşük bir reel faiz oranı ise girişimcilerin sabit sermaye yatırımlarında, konut yatırımlarında, dayanıklı tüketim malı harcamalarında ve envanter yatırımlarında bir artışa yol açarak toplam üretimde bir yükselişe neden olmaktadır.

Ancak, faiz oranı kanalının ekonomi üzerinde yaratacağı etki belli bir gecikmeyle meydana gelmektedir. Faiz oranlarındaki bir değişimin ekonomiyi etkileyerek fiyatlar üzerindeki nihai etkisini yaratması 18-24 ay sürmektedir. Para politikası uygulamalarının faiz oranı kanalı üzerinden ekonomide yaratacağı etkinin hızını ve gücünü ise bankacılık ve finans sistemlerinin yapısı belirlemektedir (Sellon, 2002: 7). Ayrıca modelde para arzının içselliği reddedilmektedir. Çünkü modelin işlemesi için merkez bankasının dışsal kabul edilen para arzını kontrol edebilmesi gerekmektedir (Cecchetti, 1995: 85).

Bu noktada, merkez bankalarının sadece kısa dönem faiz oranlarını etkileyebilmesi; yatırım ve harcama kararlarında ise esas olarak uzun dönem faiz oranlarının etkili olması bir çelişki yaratmamaktadır. Merkez bankalarının kısa vadeli faiz oranını değiştirerek uzun vadeli faiz oranı üzerinde de etkili olabilmesi, faiz oranlarının vade yapısına ilişkin beklentiler hipotezine dayanmaktadır. Merkez bankası para arzını artırarak veya bankalararası para piyasasındaki politika faiziyle oynayarak kısa vadeli faiz oranlarını değiştirdiğinde, beklentileri etkileyerek uzun vadeli faiz oranlarını da değiştirebilmektedir (Karaca, 2010: 42). Ancak, Bernanke ve Gertler'e (1995: 28) göre Neo-Klasik sermaye maliyeti etkisi aracılığıyla çalışan faiz oranlarının, toplam harcamaların faize duyarlı kısımlarında yol açtığı etkilerin ampirik bulgularla belirlenmesi güçtür.

1.2.2.2. Döviz Kuru Kanalı

Döviz kuru kanalı, esnek döviz kuru rejiminin hüküm sürdüğü dışa açık bir ekonomide işlerlik kazanmaktadır. Ülkenin dışa açıklık derecesi ne kadar yüksek ise döviz kuru kanalı parasal aktarım mekanizmasında o ölçüde etkin olmaktadır. Birçok gelişmekte olan ülkede bono, hisse senedi ve gayrimenkul piyasaları tam olarak gelişmediği için, döviz kuru para politikalarından etkilenen en önemli varlık fiyatı olarak ön plana çıkmaktadır (Kasapoğlu, 2007: 17).

Bu kanal aynı zamanda faiz oranları etkisini de içermektedir. Çünkü yurtiçi reel faiz oranları düştüğünde, yerli para cinsinden mevduatlar yabancı para cinsinden mevduatlara göre çekiciliğini kaybetmektedir. Bu durum, yerli paranın değerinin düşmesine neden olmaktadır. Daha düşük değerinde bir yerli para, yabancı malları yerli mallara göre daha pahalı hale getirmekte ve bu nedenle net ihracat artmakta; sonuçta toplam hasıla yükselmektedir (Kaytancı, 2005: 41).

Uluslararası sermaye hareketlerinin büyük ölçüde serbestleştiği ve sermaye hareketlerinin faiz elastikiyetinin yüksek olduğu bir ortamda uygulanan para politikası faiz oranlarını değiştirerek döviz kuru üzerinde güçlü etkiler meydana getirmektedir. Faiz oranlarındaki değişimler uluslararası sermaye hareketlerinin hacmini ve böylece ulusal paranın değerini etkileyerek döviz kurunu değiştirmektedir. Bu aşamada uygulanan daraltıcı para politikası, döviz kurundaki

düşmeye bağlı olarak ihracatı daha pahalı hale getirdiği için yurtiçi mallara olan talebin azalmasına ve böylece fiyatların düşmesine neden olmaktadır. Diğer taraftan, ithal malları fiyatlarının düşmesi üretim maliyetlerini azaltarak fiyatların düşmesine, dolayısıyla maliyet enflasyonunun azalmasına neden olmaktadır (Cengiz, 2009: 233).

Faiz oranı ile döviz kuru arasındaki ilişkinin yönü konusunda literatürde tam bir görüş birliği yoktur. Ülkeye sermaye girişi, normal şartlarda döviz kurları üzerinde aşağı yönlü bir baskı uygulamaktadır. Çünkü yurtiçi faiz düzeyinin yükseldiği dışa açık, sermaye kontrollerinin olmadığı bir ekonomide ulusal para cinsinden fiyatlandırılan varlıkların getirisi yurtdışı aktiflere göre yükseleceğinden, yurtiçi varlıkların talebinde bir artış olmaktadır. Faiz oranları para talebini etkileyen bir unsur olarak dikkate alındığı için, yükselen faiz oranları ekonomik birimlerin para talebini sınırlandırmakta ve enflasyon üzerinde düşme yönünde bir baskı yaratmaktadır. Yurtiçi enflasyon seviyesinin düşmesi durumunda ise döviz kurunda aşağı yönlü bir hareket gözlemlenebilmekte ve faiz oranı ile döviz kuru arasında pozitif bir ilişki ortaya çıkabilmektedir (Krugman ve Obstfeld, 2000: 399).

Döviz kuru değişikliğinin bilanço dengesi aracılığıyla çalışması sonucunda genişletici para politikasının daraltıcı etkilerinin ortaya çıkması için, ekonomide önemli miktarda yabancı para cinsinden borcun bulunması gerekmektedir. Bu ise daha çok gelişmekte olan ülkeler için geçerli olan bir durumdur. Döviz kurunun para politikasına tepkisi ne kadar fazla olursa ihracat, üretim ve fiyatların döviz kurundan etkilenmesi de o kadar fazla olmaktadır. Ayrıca, ihracat ve ithalatın toplamının GSYH içerisindeki payına göre belirlenen açıklık derecesi ne kadar büyük olursa döviz kuru kanalının önemi de o kadar büyük olmaktadır. Bir ekonominin açıklık derecesi ile ekonominin büyüklüğü arasında ters yönlü bir ilişki bulunmaktadır. Çünkü büyük ekonomilerin dışa bağımlılığı azdır. Döviz kuru kanalı özellikle açık ve küçük ekonomiler açısından daha büyük önem taşımaktadır (Mishkin, 2001: 7-9).

Finansal serbestleşme sonrası para politikası ile özel sermaye akımları arasındaki ilişki karmaşık bir hâl aldığı için, aslında döviz kuru kanalı bağımsız bir kanal değildir. Çünkü faiz oranlarındaki değişimlerin kur üzerindeki etkileri nedeniyle fiyatlar genel seviyesi, milli gelir ve istihdam gibi reel ekonomik değişkenler etkilenmektedir. Bu etkilerin zamanlaması ve fiyatlar ile hasıla

üzerindeki etkilerinin belirsizliği, merkez bankası tarafından seçilecek politikayı etkilemektedir (Akkılıç, 2007: 21-22). Taylor (1995), Obsfeld ve Rogoff (1995), Batini ve Turnbull (2000) gibi bazı iktisatçılar çalışmalarında döviz kuru kanalıyla çalışan parasal aktarım mekanizmasının önemi üzerinde dururken, para politikası uygulamalarının uluslararası düzeyde ele alınması gerektiğini vurgulamışlardır (Kaytancı, 2005: 42).

1.2.2.3. Varlık Fiyatları Kanalı

Keynesyen teorisyenlerin aktarım mekanizmasında finansal aktifleri temsilen sadece tahvil faiz oranlarını dikkate almalarını eleştiren Monetaristlere göre, nominal ve reel para stokunu değiştiren parasal bir gelişme, kısa dönem faiz oranı veya ödünç alma maliyetindeki değişimden daha fazlasına neden olmaktadır. Parasal gelişmeler, yerli ve yabancı varlıkların hem fiili hem de beklenen fiyatlarını değiştirerek reel ekonomiyi etkilemektedir (Meltzer, 1995: 51).

Para politikasındaki değişimler finansal ve reel varlıkların nispi fiyatlarını değiştirmek suretiyle toplam harcamalar ve üretime yansımaktadır. Finansal ve reel varlıklar arasındaki ikame ilişki, optimal bir portföy yapısının bozulmasına yol açan varlıkların nispi getirisindeki değişimler nedeniyle ortaya çıkmaktadır. Finansal piyasaların derinleşmesi ve finansal ürün yelpazesinin gelişmesi, para politikasının reel ekonomiye geçişinde diğer varlıkların rolünü artırmaktadır (Cengiz, 2009: 231).

Dolayısıyla para politikası değişikliği bono, hisse senedi ve gayrimenkul gibi varlıkların görece fiyatlarını etkilemektedir. Varlık fiyatlarındaki düşme firmaların ve hane halklarının borç-varlık oranlarını değiştirerek, borçlarını geri ödemede zorluklarla karşılaşmalarına neden olabilmektedir. Faiz oranlarında artış sonucu varlık fiyatlarının düşmesi ve bilançoların zayıflaması, başlangıçta toplam üretim seviyesinde ve gelirden bir azalmaya sebep olmaktadır. Ekonomik faaliyetlerdeki bu azalma, firmaların ve hane halklarının nakit akışlarını zayıflatarak finansal sıkıntılar karşısında daha savunmasız kalmalarına ve toplam harcamalardaki ikinci dalga azalmalara sebep olmaktadır. Sonuçta, varlık fiyatları ile reel ekonomi arasındaki önemli bağlantı, bilanço kanalı ile sağlanmaktadır (Kasapoğlu, 2007: 16-17).

Literatürde varlık fiyatlarını içeren iki kanaldan söz edilmektedir. Bunlardan birincisi hisse senedi fiyatları kanalıdır ve Tobin tarafından geliştirilen q teorisi, hisse senedi fiyatları kanalı içerisinde kabul gören önemli bir aktarım mekanizmasıdır. Burada Tobin q'yu, firmanın piyasa değerinin sermaye yenileme maliyetine oranı olarak tanımlamaktadır. Eğer q değeri 1'den yüksekse, yeni fabrika veya teçhizata harcanacak sermaye şirketin piyasa fiyatına göre daha düşük olmaktadır. Bu durumda firma az miktarda hisse senedi ihraç ederek fazla miktarda yeni sermaye malı satın alabileceği için yatırım harcamalarını artırmaktadır. Firmanın q değerinin 1'den düşük olması durumunda ise tersi gerçekleşmekte ve yatırım harcamaları düşmektedir. Bu teori, para politikasının reel ekonomiyi etkilemesi açısından önemli bir kanal açmaktadır. Para arzı artarken hisse senetlerine olan talep artmakta, hisse senedi fiyatları yükselmekte ve böylelikle yatırımlar artarken toplam hasıla yükselmektedir (Karaca, 2010: 45-46).

Hisse senetleri üzerinden işleyen diğer bir kanal, Pigou'nun ortaya koyduğu tüketimdeki servet etkisidir. Bu kanalın dayanak noktası, Modigliani'nin yaşam boyu gelir hipotezidir. Hipoteze göre tüketim harcamaları; beşeri sermaye, reel sermaye ve finansal servetten oluşan yaşam boyu kaynaklar tarafından belirlenmektedir. Uygulanan para politikası, finansal servet içinde önemli bir yer tutan hisse senedi fiyatlarındaki değişim yoluyla tüketim harcamalarını etkilemektedir. Hisse senedi fiyatları yükseldiğinde finansal servetin değeri de artmaktadır (Mishkin, 1996: 7).

Ancak, Bernanke ve Gertler (2000: 9) bu kanalı fazla önemsememektedir. Çünkü ampirik çalışmalar ışığında, hisse senetleri serveti ile tüketim arasında güçlü veya güvenilir bir bağlantının bulunmadığını ifade etmektedirler. Hisse senetlerinin çoğunun emeklilik fonları hesabında tutulduğunu ve bu nedenle hisse senetleri değerindeki değişimlerin harcanabilir nakdi çok fazla etkilemediğini vurgulamaktadırlar.

1.2.2.4. Kredi Kanalı

Faiz oranı kanalında finansal piyasaların rekabetçi olduğu ve finansal sistemin etkin bir şekilde işlediği varsayılmaktadır. Gerçekte ise asimetrik bilgi problemi, alternatif finansman araçlarını eksik ikame durumuna getirmektedir. Bu

süreçte dikkatler kredi piyasaları ve banka kredilerinin rolüne çevrilmiştir. Çünkü asimetrik bilgiden dolayı piyasada menkul kıymet ihraç ederek kaynak sağlayamayan küçük ve orta ölçekli firmalar banka kredilerine bağımlı hale gelmekte ve bu süreçten firmaların yatırım davranışları etkilenmektedir.

Kredi kanalında para politikası ekonomiyi banka kredi kanalı ve bilanço kanalı olmak üzere birbirini tamamlayan iki kanal üzerinden etkilemektedir. Banka kredi kanalı, para politikası değişikliklerinin krediler üzerindeki olası etkisini daha dar bir çerçevede incelemekte ve bankaların finansal yapı içerisindeki rolü üzerinde durmaktadır. Burada para, menkul kıymet ve banka kredisi olmak üzere birbirinden farklı üç aktif dikkate alınmaktadır. Ayrıca banka kredisi ve menkul kıymetin birbirini tam ikame etmediği varsayılmaktadır.

Bilanço kanalında ise, para politikasının borçlanan firmaların finansal pozisyonu ve güvenilirliği üzerindeki etkisine vurgu yapılmaktadır. Temel düşünce, borçlananların finansal pozisyonunu etkileyen para politikasının aynı zamanda bunların dış finansman primini²³ de değiştirmekte olduğudur. Dış finansman priminin büyüklüğü, ödünç verenlerin beklediği getiri ile alıcıların maruz kaldıkları maliyeti birbirinden farklılaştıran piyasa aksaklıklarının derecesini yansıtmaktadır. Para politikasının piyasa faiz oranlarında yarattığı bir değişiklik, dış finansman priminde aynı yönde bir değişikliğe yol açmaktadır. Para politikasının borçlanma maliyeti ve dolayısıyla reel harcamalar ile reel ekonomik faaliyet üzerindeki etkisi de büyümektedir (Bernanke ve Gertler, 1995: 28-29).

Ayrıca, para arzında herhangi bir değişme olmaksızın parasal çerçevedeki bir değişikliğin ekonomide reel etkilere yol açacağı kabul edilmektedir. Hane halkı ve firmaların krediler ile diğer finansman türleri arasında ikame yeteneği sınırlı olduğundan, merkez bankası kanalıyla banka kredilerini sınırlandıran bir düzenleme, yatırım ve harcama miktarını sınırlandırarak toplam talebin azalmasına neden olmaktadır. Bir yandan fiyatlar genel düzeyi düşerken diğer yandan hasıla miktarı azalmaktadır. Sonuçta, gelir düzeyine bağımlı para talebi de düşmektedir. Para arzında herhangi bir değişme olmaksızın para talebinin azalması reel faiz oranlarını

²³ Dış finansman primi, dış finansman yoluyla elde edilen fonlar ile iç finansman yoluyla elde edilen fonlar arasındaki maliyet farkını ifade etmektedir.

düşürmektedir. Firmaların net değerinin düşmesi ve bilgi maliyetinin yükselmesi, hane halkı ve firmaların her bir faiz düzeyinde daha az borçlanabilmelerine neden olmaktadır. Böylece yatırım harcamalarında ve hasılda bir düşüş ortaya çıkmaktadır (Hubbard, 2000: 725).

Bernanke ve Gertler (1995), kredi kanalının faiz oranı kanalından bağımsız ve ayrı bir kanal olmadığını, faiz oranındaki değişikliklerin etkisini güçlendiren faktörleri içerdiğini, bu nedenle de bir yükseltme mekanizması olarak tanımlanabileceğini belirtmektedir. Merkez bankasının banka kredi arzını etkileme derecesi ve borçlananların banka kredilerine bağımlılık oranı ne kadar yüksek olursa, kredi kanalının önemi de o ölçüde fazla olmaktadır.

1.2.2.5. Beklentiler Kanalı

Para politikasının enflasyon beklentileri üzerindeki etkisi ile ortaya çıkan beklentiler kanalı, merkez bankalarının para politikası çerçevesinde aldığı kararlar doğrultusunda şekillenmektedir. Çağdaş para politikası uygulamaları içerisinde enflasyon hedeflemesinin ağırlık kazanması ve enflasyon beklentilerinin bu hedef ile uyumlu olması nedeniyle, parasal aktarım mekanizmaları açısından beklentiler kanalı önem kazanmaktadır. Çünkü fiyatlar genel düzeyine yönelik beklentiler, fiyat ve ücretlerin belirlenmesinde rol oynamakta ve böylece enflasyona yansımaktadır.

İstikrarlı ve düşük enflasyon beklentileri, işletmelerin ücret ve fiyat kararlarını etkilemekte ve ekonomik birimlerin düşük enflasyon beklentilerine sahip olmaları durumunda aynı işletmeler daha seyrek fiyat değişikliklerine gitmektedirler (Demirhan, 2002: 53). Kredibilitesi yüksek olan bir merkez bankası kısa vadeli faiz oranlarını yükselttiğinde, ekonomik birimler beklentilerini merkez bankasının aldığı kararlara uyumlaştırmaktadırlar. Dolayısıyla kredibilitesi düşük olan bir merkez bankasının para politikası uygulamalarıyla geleceğe ilişkin beklentileri yönlendirmesi mümkün görülmemektedir (Pinar ve Erdal, 2008: 47).

Bu bağlamda beklentiler kanalı, para politikasının enflasyon beklentilerinde azalma sağlayacak biçimde uygulanmasının daha düşük ücret artışlarına ve enflasyona yol açması olarak tanımlanmaktadır. Başlangıçta enflasyon beklentileri

hedefin üzerinde olmasına rağmen ilerleyen süreçte beklentilerin azalması, enflasyon hedeflemesine duyulan güvenin artması anlamına gelmektedir. Bu nedenle, enflasyon hedeflemesi stratejisini benimseyen merkez bankaları için güvenilirlik büyük önem taşımakta ve bu hususta beklentiler büyük bir rol oynamaktadır (Svensson, 1997c: 3).

Sonuç olarak, para politikasında meydana gelen değişiklikler beklentiler kanalıyla ekonomiye olan güveni etkilemektedir. Ekonomik birimlerin politika değişikliği sonucunda geleceğe yönelik beklentilerinin değişmesi; ücretler, istihdam düzeyi, satış ve kâr gibi iktisadi unsurları da etkilemektedir. Ancak, bu etkilerin yönünü tahmin etmek oldukça zordur. Örneğin, merkez bankasının faiz oranlarını artırması, ekonomik birimler tarafından, para otoritesinin beklenenden daha fazla ekonomik büyüme olduğunu düşündüğü şeklinde algılanabilir. Bu durum, geleceğe yönelik beklentileri ve güveni artırabilir. Diğer taraftan, söz konusu faiz artışı, merkez bankasının enflasyon hedefini tutturmak amacıyla ekonomik büyümeyi yavaşlatmak istediği şeklinde de algılanabilir. Bu durumda beklentiler ve güven azalabilir (Kasapoğlu, 2007: 10-11).

1.3. Genel Değerlendirme

Bugün birçok merkez bankası nihai amaç olarak fiyat istikrarına odaklanmaktadır. Fiyat istikrarının hâkim nihai amaç olmasının nedeni, uzun vadede yükselen enflasyon beklentilerinin diğer nihai amaçların pozitif etkisini ortadan kaldırmasıdır. Bu süreçte başarılı ve güvenilir bir para politikasına ihtiyaç vardır ve bunun için parasal aktarım mekanizması hakkında doğru bir değerlendirmeye sahip olmak gerekir. Parasal aktarım mekanizmalarının çeşitliliği nedeniyle, merkez bankalarının politika amaçları ve özel olarak enflasyon üzerinde tam bir kontrole sahip olmaları mümkün olmamaktadır. Bu yüzden merkez bankaları politika hedeflerini oluştururken olası uzun gecikmeleri dikkate almaktadırlar.

Bu bağlamda, parasal büyüklüklerin kontrolüne dayanan para politikası stratejisi, 1990'lı yıllara gelindiğinde, çoğu ülke tarafından terk edilmeye başlanmıştır. Çünkü özellikle 1980'li yılların ikinci yarısından başlayarak, sermaye hareketlerinin serbestleşmesi ve finansal yenilikler sonucunda ortaya çıkan yeni

finansal varlıklar, para talebinin tahminini zorlaştırmış, bu çerçevede para arzının tanımlanması karmaşık bir hâl almış ve en önemlisi de para arzı tanımlarının enflasyon üzerindeki belirleyici etkisinin şiddeti ve istikrarı azalmıştır. Enflasyonla ilişkili olduğu düşünülen ve bu nedenle kontrol edilmeye çalışılan parasal büyüklükler, söz konusu yenilikler nedeniyle zaman içinde enflasyonla ilişkisini yitirmiştir.

Diğer taraftan, enflasyon hedeflemesi ve döviz kuru hedeflemesi, fiyat istikrarı odaklı para politikası stratejileri olarak ön plana çıkmıştır. Bunlardan geleneksel enflasyon hedeflemesi stratejisinde, merkez bankaları esas olarak enflasyonu hedefle uyumlu seviyelerde tutmayı amaçlamış ve bunu yaparken de tek bir araç kullanmışlardır. Bu da genellikle kısa vadeli faiz oranı olmuştur. Bununla birlikte, ekonomideki gelişmelerin durumuna göre istihdam ve büyüme gibi parasal stratejileri etkileyen nihai amaçların devreye girdiği durumlar da gerçekleşmiştir. Enflasyonu kontrol altında tutmak için çıktı açığı ve orta vadeli enflasyon görünümüne etki eden diğer değişkenler dikkate alınırken, finansal istikrar veya varlık fiyatları tepki fonksiyonunda ayrıca yer almamıştır.

Christensen ve Hansen'e (2007) göre, küçük açık ekonomi ihracat ve ithalata daha fazla bağlı olduğu için, döviz kuru riskine daha fazla maruz kalmaktadır. Bu durumda küçük açık ekonomi için mantıklı olan, fiyat istikrarını nihai amaç olarak belirlemiş büyük açık ekonomiye döviz kurunu sabitlemek olmaktadır. Çünkü büyük açık ekonomi fiyat istikrarı politikasını küçük açık ekonomiye aktarmaktadır. Gerek enflasyon hedeflemesi gerekse döviz kuru hedeflemesi, enflasyon düzeyinin azaltılmasında etkin bulunsa da, sadece döviz kuru hedeflemesinin enflasyonda istikrarsızlığı azalttığı görülmektedir. Bu iki para politikası stratejisi açısından en etkin işlem hedefi, faiz oranının hedeflenmesidir. Çünkü para piyasasında yaşanan kısa dönem dalgalanmalar, ekonomideki geçerli döviz kurunu ve fiyat düzeyini birlikte etkileyebilmektedir.

White (2006), fiyat istikrarının sağlanmasının orta vadede ekonominin makroekonomik açıdan gerilemesini engellemeyeceğini ifade etmiştir. Ancak, geri planda kalan diğer para politikası hedeflerinin de enflasyon üzerinde çeşitli kısıtlar oluşturduğu görülmektedir. Özellikle kredi büyümesi, aktif fiyatları ve harcama

modellerindeki önemli sapmalarla bağlantılı iktisadi engeller bulunmaktadır. Geleneksel para politikası taraftarlarına göre, son yıllarda çıktı dalgalanmaları seyrekleşmiş ve hem enflasyon oranı hem de enflasyon oynaklığı önemli ölçüde azalmıştır. Çünkü merkez bankaları geleneksel para politikası çerçevesinde enflasyon oranını düşürmeyi başarmışlardır.

Dolayısıyla geleneksel çerçevede para politikasının yürütülmesi için beş ilke üzerinde uzlaşa sağlanmıştır. Birincisi, para politikasının temel amacı enflasyonu düşük seviyelerde tutmaktır. İkincisi, bu amacı gerçekleştirmek için temel araç, kısa dönem para politikasının doğrudan merkez bankasının etkisi altında kullanılmasıdır. Üçüncüsü, gelecekteki enflasyonun tahmini ile ilgilidir. Bu süreçte kapasite kullanımı ve istihdam seviyesi ile ilgili tahminler önemli role sahiptir. Parasal büyüklükler ve kredi büyüklükleri gibi diğer göstergeler ise ikincil rol oynamaktadır. Dördüncüsü, aktif fiyatları sadece “açıklar” ve sonrasında oluşan enflasyonist baskılar ölçüsünde önemlidir. Aktif fiyatlarındaki dalgalanmalar nedeniyle ekonomik faaliyetlerde oluşan yavaşlama, gevşek para politikası ile etkin bir şekilde çözülmektedir. Beşincisi ise, yukarıdaki dört ilke çerçevesinde para politikasının yürütülmesi, döviz kurunun dalgalanmaya bırakılmasına bağlıdır (White, 2006: 11).

Sadece fiyat istikrarına odaklanan bir merkez bankasının politika faizindeki değişimin enflasyon üzerindeki net etkisini tahmin etmesi yeterli görüldüğü için, kredi ve döviz kuru kanallarının ayrı ayrı etkilenmesine gerek duyulmamıştır. Çünkü 2000’li yılların ortalarına kadar merkez bankası açısından hangi kanalın kullanıldığı ve bu kanalların makro finansal riskleri nasıl etkilediği birincil düzeyde önem taşımamıştır. Merkez bankası için önemli olan enflasyonun tekrar hedefe doğru ilerlemesi olmuştur. Ancak, finansal istikrarı da dikkate alan bir merkez bankası için politika faizini kullanmak tek başına yeterli değildir. Hem kredilerin hem de döviz kurunun istenilen yönde hareket etmesi için parasal otoritenin kısa vadeli faizle birlikte başka araçları da devreye sokması gerekebilmektedir (Kara, 2012: 6-7).

Dolayısıyla yeni politika tasarımı çerçevesinde finansal istikrarı da dikkate alan bir parasal otorite, politika araçlarını faiz koridoru, haftalık repo faizi, likidite yönetimi ve zorunlu karşılıklar gibi uygulamalarla zenginleştirirken, bu süreçte kredi kanalı ve döviz kuru kanalı ön plana çıkmaktadır. Ancak, politikalar uygulanırken

kullanılan yeni araçların fiyat istikrarı ve finansal istikrar üzerindeki doğrudan etkilerini tam olarak tespit etmek mümkün olmamaktadır. Çünkü mevcut iktisadi literatür, yeni politika tasarımına yönelik politika araçlarının fiyat istikrarını ve finansal istikrarı hangi kanallardan etkilediği konusunda yeterince bilgi sunmamaktadır.

2000’li yıllarda birçok ekonomide meydana gelen gelişmeler, çıktı büyümesine bağlı olarak zamanla risk alma potansiyelini arttırmış ve böylece kredi konjonktürünün daha da genişlemesine neden olmuştur. Bu sürecin sonunda, risk ve getiriye ilişkin beklentilerin artması hayal kırıklığı yaratmıştır. Tüm süreç tersine dönmüş; enflasyonda hedeflerin aşılması sorunu, yerini hedeflere ulaşamama sorununa bırakmıştır. Bu gelişmeler reel ekonomide talebin azalmasına yol açmış, yüksek borç seviyeleri ve zayıf yatırımlar dikkat çekmeye başlamıştır. Finansal sistemin zayıflamaya başlaması reel ekonomi üzerinde daha da fazla daraltıcı etki yaratmıştır (Bordo ve Filardo, 2005: 7-8).

Bu gelişmeler ışığında, para politikasının yürütülmesine yardımcı olacak yeni göstergelerle birlikte, finansal gelişmeleri incelemek ve olumsuz para politikası gelişmelerinin sürdürülebilir çıktı büyümesine engel oluşturduğunu görmek için artık daha güçlü nedenler bulunmaktadır. Birinci bölümde ortaya konulan para politikasının kavramsal çerçevesi hızla değişmektedir. Bu nedenle, ikinci bölümde finansal piyasalardaki gelişmelerin para politikası çerçevesinde yol açtığı değişikliklere ve politika etkinliği tartışmalarına yer verilmektedir.

İKİNCİ BÖLÜM

PARA POLİTİKASININ ETKİNLİĞİNE YÖNELİK YAKLAŞIMLAR

VE KRİZ DÖNEMLERİNDE PARA POLİTİKASI

Merkez bankacılığı alanındaki birçok tartışmanın temelinde, özellikle enflasyonun kısa dönemli politik tercihlerden kaynaklandığı görüşü yer almış ve bu durumun yasal düzenlemelerle nasıl engellenebileceği üzerinde durulmuştur. Ancak, 2000’li yıllarda sıklaşan finansal krizler ile birlikte ortaya çıkan durgunluk, para politikası çerçevesinde değişikliklere neden olmuştur. Bu bağlamda üretim, istihdam ve fiyatlar genel düzeyinde meydana gelen dalgalanmaların etkin biçimde önlenmesine yönelik tartışmalar, farklı iktisadi yaklaşımlar arasında çatışma veya yakınlaşmaya yol açarak sürmektedir. Parasal otoritenin temel amacı, ekonomide yaşanan resesyona, deflasyona, enflasyona ve işsizliğe gibi istikrarsızlıkları giderebilecek veya azaltabilecek politikaları uygulamaktır.

Son yıllarda ortaya çıkan finansal yenilikler ve bankaların sermaye tabanlarının bozulması gibi gelişmeler, para politikalarının krizi öngörme ve engelleme noktasında niçin başarısız olduğunu açıklamakta yetersiz kalmaktadır. Söz konusu politika etkinsizliğinin kaynağı, enflasyon hedeflemesi temelinde uygulanan para politikası çerçevesinde aranmaktadır. Çünkü 2008 finansal krizi, faiz oranlarının etkin bir şekilde kullanıldığı ve faiz oranlarında agresif artışların olduğu bir dönemde gerçekleşmiş, kriz süresince faiz aracı kendisinden beklenen etkiyi göstermemiştir. Dolayısıyla, 1990’lı yıllardan itibaren birçok ülkede yaygın olarak uygulanan Yeni Keynesyen temelli para politikalarının kriz döneminde başarılı olamaması ve krizden çıkış için alternatif para politikası araçlarıyla birlikte maliye politikalarına başvurulması, ana akım para politikasının tekrar gözden geçirilmesini gerektirmiştir.

Yapılan eleştirilerin bir kısmı ana akım para politikasının sunduğu modelin teorik yönüyle ilgilenirken, bir kısmı da teorinin öngördüğü politika araçları ile finansal ve reel piyasalar arasındaki uyumsuzluklara dikkat çekmektedir. Teorik olarak, özellikle enflasyonun kontrol altına alınması noktasında para politikaları çerçevesinde yürütülen faiz politikalarının etkin olup olmadığı tartışılmaktadır. Pratik

olarak ise, finansal piyasaların hızla gelişmesiyle birlikte parasal aktarım kanallarının etkin bir şekilde işleyip işlemediği incelenmektedir (Tokucu, 2010: 42).

Birinci bölümde vurgulanan unsurların bazıları, döviz kuru hedeflemesi gibi kurula dayalı bir para politikası çerçevesinin neden etkinlikten uzak olduğunu ortaya koymaktadır. Bu bölümde ise ona alternatif olarak geliştirilen enflasyon hedeflemesi gibi kısmen esnek bir stratejisinin kriz koşullarında neden yetersiz olduğu açıklanmaktadır. Bölümün amacı, söz konusu tartışmaları para politikasının etkinliği açısından incelemek ve yaşanan son uluslararası finansal kriz ile birlikte para politikasının nasıl bir değişim geçirdiğini ifade etmektir.

2.1. Para Politikasının Etkinliğine Yönelik İktisadi Yaklaşımlar

Tarihsel süreç içerisinde para politikasında yaşanan değişimin temelinde ekonomilerin giderek küreselleşmesi ve finansal kesimin hızlı değişimi yatmaktadır. Gerek bilgi iletişim teknolojilerindeki gelişmeler gerekse yeni finansal araçların yaygınlaşması, merkez bankacılığının içeriğini ve uygulanan para politikalarının etkinlik derecesini değiştirmiştir. Altın para standardının geçerli olduğu dönemde bu amaca odaklanan, Bretton Woods Sistemi'nin geçerli olduğu dönemde ise ayarlanabilir sabit kur sistemi nedeniyle etkinliği azalan para politikaları, 1980'lerde egemen olan neo-liberal dönemle birlikte esnek kur sistemine geçilmesiyle tekrar önem kazanmıştır. 1980'lerin ilk yarısında Monetarist para politikaları uygulanmış ancak 1990'lardan itibaren Yeni Keynesyen temelli Yeni Uzlaşma para politikaları egemen olmaya başlamıştır.

Bu çerçevede süregelen tartışmalar, resesyon dönemlerinde toplam talebin canlandırılması ya da parasal otoritenin ekonomiye müdahale etmemesi ekseninde yapılmaktadır. Siyasal ya da parasal otoritenin ekonomiyi istikrara kavuşturmak için yapacağı müdahalelere muhalefetin nedeni, uygulanan politika ile ekonomideki sorunun kendiliğinden ortadan kalkması arasında bir zaman boşluğu yaşanmasıdır. Dolayısıyla gelişen ve değişen ekonomik yapıyla birlikte para politikasının etkinliğine yönelik fikir ayrılıkları da ortaya çıkmaktadır. Para politikasının etkinliğini irdelemek açısından ağırlığı çağdaş para politikası gelişmelerine vererek,

önemli iktisadi ekollerin para politikalarına yaklaşımlarını vurgulamak gerekmektedir.

2.1.1. Tarihsel Temeller: Wicksell, Keynes ve Friedman

Neo-Klasik iktisatçıların para kuramını Miktar Teorisi çerçevesinde açıklama çabaları, Wicksell'in parasal analiz çerçevesinde bu düşünce akımında bazı kırılmalar yaratmasına kadar sürmüştür. Söz konusu dönemde paranın değerindeki değişmelerin üretim ve istihdam gibi reel unsurlara etki etmediği varsayılırken, parasal analiz büyük ölçüde fiyatlar genel düzeyinin davranışı ile ilişkilendirilmekteydi. Fiyatlarda ve dolayısıyla paranın değerinde meydana gelen değişmelerin sadece para miktarında ve paranın dolanım hızında meydana gelen değişmeleri yansıttığı düşünülmekteydi. Bu aşamada devreye giren Wicksell (1936), para miktarındaki değişmelerle, faiz oranı ve fiyat düzeyi arasındaki ilişkileri ortaya koymuştur. Bu yapıda para arzı yansız olmadığı gibi reel süreçlerin belirlenmesinde ve iktisadi değişkenlerin davranışının çözümlenmesinde oldukça önemli bir işleve sahiptir. Para politikasının aktarımı kısa dönemde fiyatlar, uzun dönemde ise reel para stokundaki dalgalanmalar aracılığıyla olmaktadır.

Wicksell (1936) tarafından geliştirilen politika analizinde parasal değişkenlere yer verilmemekte ve para politikasının uygulama sürecinde para önemsizleşmektedir. Bu doğrultuda Wicksell nakit paranın yer almadığı bir pür kredi sisteminde, bankalar tarafından belirlenen parasal faiz oranı ve tasarruf-yatırım kararlarına bağlı olarak oluşan doğal faiz oranı olmak üzere iki faiz oranı tanımlamaktadır. Bu faiz oranları arasındaki farklılık ekonomide etkiler doğurmakta ve tasarruf-yatırım dengesizliği fiyat düzeyinde değişmelere yol açmaktadır. Örneğin, parasal faiz oranının doğal faiz oranından daha büyük olduğu bir konjunktürde kredi kullanımı ve böylece yatırımlar azalmaktadır. Ekonomi tam istihdam düzeyinde olduğundan, yatırım harcamalarının azalması fiyatlar genel düzeyini de düşürmektedir. Dolayısıyla enflasyon, parasal ve doğal faiz oranı arasındaki dengesizliğin bir fonksiyonu olmaktadır. Burada para politikasına düşen temel görev, parasal faiz oranını değiştirmek suretiyle dengeyi yeniden sağlamaktır (Özdemir, 2009b: 9).

Keynes öncesi Wicksell ile başlayan parasal analizin yeniden inşası ve dolayısıyla paranın ekonomik sürece dâhil edilmesi çabası, Keynesgil kuramla birlikte doruğa ulaşmıştır. Wicksell'in analize faiz oranlarını dâhil etmesi, bankacılık ve belirsizlik olgularını beraberinde getirmiştir. Bu gelişimin sonucu olarak ortaya çıkan Keynes'in düşünceleri, parasal analizin yeni ve genel çerçevesini belirlemiştir. Keynes'e göre ekonomik birimler tercihlerini belirsiz gelecek koşullarında oluşturmakta ve bu belirsizlik ortamında girişimcilerin davranışları üretim açısından belirleyici rol oynamaktadır. Dolayısıyla reel ekonomi ekonomik birimlerin öngörülerine bağlı olmaktadır. Ekonomik birimlerin likidite tercihlerinde de belirleyici olan belirsizlik ortamında kararlar faiz oranına göre alınmaktadır.

Keynes'in parayı ekonomik sürece dâhil etmesi faiz oranı aracılığıyla olmaktadır. Bu durum, paranın Keynes tarafından reel değişkenleri etkileyen aktif bir unsur olarak görüldüğü anlamına gelmektedir. Geleceğin belirsiz olması nedeniyle, ekonomik birimlerin gelecekle ilgili öngörülerinde, faiz oranının politika uygulayıcılar tarafından biçimlenen geleceğe dönük tahminleri belirleyici rol oynamaktadır. Sonuçta, Keynes'e göre, paranın efektif talebi belirleyen reel değişkenler üzerindeki etkisi faiz oranı vasıtasıyla gerçekleşmektedir. Ancak, para arzı ile faiz oranı arasındaki ilişki her zaman öngörüldüğü gibi gerçekleşmeyebilmekte ve ekonomide likidite tuzağı ortaya çıkabilmektedir.

Keynes de enflasyonun kökeninin parasal olmadığını vurgulamış ve enflasyonun büyüme hızı ile ücret bekleyişleri arasındaki tutarsızlıktan kaynaklandığını ifade etmiştir. Phillips eğrisinin Keynesyen İktisat açısından önemi, yüksek istihdam ile fiyat istikrarının birlikte sürdürülemeyeceğini ortaya koymasındır. Dolayısıyla enflasyona yönelik çözüm, ücret artışlarını sınırlandırmak ya da talebi kısmak yerine verimliliği arttırmak ve böylece işçilerin ücret taleplerini enflasyona yol açmadan yüksek büyüme sayesinde finanse etmekten geçmektedir. Böylelikle para ve maliye politikalarını kullanarak ekonomideki konjonktürel dalgalanmaları azaltmak mümkün olmaktadır. Keynesyen politikalar bir kurala bağlı olmaksızın ekonominin durumuna göre takdire dayalı bir biçimde uygulanmaktadır (Krugman, 2011: 2-5).

Keynesyen modelde bir denge durumundan diğerine yumuşak bir geçişin mümkün olduğu kabul edilmekteyken, Avusturya ekolü açısından ekonomide artan makroekonomik dengesizlikler ve bu dengesizlikleri etkileyen krizler önem arz etmektedir. Hem Keynes hem de Hayek, para politikasını Wicksell tarzı bir çerçeveye oturtmuş; parasal bir ekonomide doğal oranlarından sapan parasal faiz oranları ile bağlantılı sorunlara odaklanmışlardır. Ancak Avusturya ekolü, özellikle 1930'larda krize bir çözüm üretememesi nedeniyle Dünyanın birçok ülkesinde gözden düşmüştür. Keynesyen Model ise savaş sonrası dönemde, 1970'ler hariç, oldukça başarılı bir performans göstermiştir. Laidler (1999), IS-LM modelinin birçok merkez bankası için hâlâ geçerliliğini koruduğunu belirtmektedir. Modelin odak noktası, istihdam artışı veya azalışına, enflasyona, eksik veya fazla toplam talebe neden olan parasal ve doğal oranlar arasındaki sapmadır. Modelde kısa ve uzun dönemin birbirinden etkin bir şekilde ayırt edilemeyeceği savunulmaktadır. Sadece bir dönem etkili olan bu tarihsel başarıya rağmen, düşük ve pozitif enflasyon düzeyini sürdürmek adına merkez bankaları, Avusturya ekolünde vurgu yapılan finansal aşırılıkları ve dengesizlikleri göz önünde bulundurmalıdır (White, 2006: 8-9).

Keynesyen önermelere karşın, ekonomi özellikle enflasyonist bir sürece girdikten sonra büyümeyi hızlandırmanın o kadar da kolay olmadığı görülmüştür. Bu süreç, Monetarist teorisyenlerin Keynesyen politikalara yönelik güçlü eleştirilerini beraberinde getirmiş, bu bağlamda enflasyon ve işsizlik arasında var olduğu iddia edilen ödünleşme ilişkisinin uzun dönemde ortadan kalktığı ifade edilmiştir. Monetarist para politikasının temel ilkelerine göre, öncelikle para arzı nominal gelir üzerinde önemli bir etkiye sahiptir. Para arzında meydana gelen değişikliklerin kısa dönemde reel değişkenleri etkileme ihtimali olsa da, uzun dönemde etkisi sadece fiyat düzeyi üzerindedir. Çıktı ve istihdamdaki döngüsel hareketlerin asıl nedeni, parasal büyüklüklerdeki artışlardır. Enflasyon gibi istikrarsızlıklar kamu politikaları sonucunda oluşurken, özel sektör istikrarlıdır (Oktar vd., 2012: 48).

Bu bağlamda Neo-Klasik teorinin Monetarist kanadı için enflasyonla mücadele son derece basittir: Para arzı bir an önce daraltılmalıdır. Bu ise belirli bir kurala bağlı olarak gerçekleştirilmelidir. Böylelikle daralan para arzı efektif talebi

kısmakta ve ekonomide bir durgunluk ortaya çıkmaktadır. Böylece işsizlik artmakta ve işçiler nominal ücretlerinde artış talep edememektedir. İşçiler talep etse bile firmalar ekonomik koşullar itibariyle bu artışları kabul etmemektedir. Sonuç olarak enflasyon durmaktadır. Monetarizm açısından para politikası, işgücü piyasasında kısa dönemde işçiler para aldanması içinde olduklarından, ekonomide kısa dönemli reel etkiler meydana getirebilir. Ancak uzun dönemde bu reel etki ortadan kalkmakta ve geriye kalan enflasyon olmaktadır. Para politikasının başarılı olması için, işçi ve işverenlerin enflasyon beklentisinin cari enflasyondan daha düşük olması gerekmektedir. Enflasyon oranı ile beklenen enflasyon oranı arasındaki farklılık, söz konusu politikaların sadece kısa dönemde başarılı olmasını sağlamaktadır (Aziziov, 2007: 44-45).

Monetarizmin en önemli katkısı, para politikasının ekonominin nasıl çalıştığı ile ilgili olmaktan ziyade otoritelerin davranışlarıyla ilgili olduğu yönündeki vurgudur (Oktar vd., 2012: 49). Buna rağmen, ekonomide ortaya çıkan durgunluk hem işçi sınıfının ücret talebini ortadan kaldırmamış hem de firmaların beklenen kâr haddini düşürecek şekilde fiyatlandırma kararlarını değiştirmelerine yol açmamıştır. Çünkü ekonomide ücret düzeyini belirleyen faktörler arasında emek piyasası oldukça küçük bir paya sahipken toplumsal süreci şekillendiren ideolojik ve politik unsurlar büyük ağırlık taşımaktadır. Beklenen kâr haddi ise, bugünün ekonomisinde, başta rekabet koşulları ve teknolojik değişme olmak üzere, arz ve talep dengesinin varlığı ya da yokluğundan bağımsız etkenlere bağlı olmaktadır. Bu koşullar altında, Monetarist politikalar enflasyonu durduramadığı gibi ekonomik büyümeyi yavaşlatarak durgunluk ortaya çıkarmaktadır (Akat, 2009: 553-554).

Bugün geriye dönüp bakıldığında, Wicksell'in analizinin çağdaş para politikası üzerinde oldukça etkili olduğu görülmektedir. Öncelikle, Friedman'ın aksine Wicksell, merkez bankasının temel politika aracı olarak para arzını değil faiz oranını kullanması gerektiğini savunmaktadır. Çünkü para arzı merkez bankası tarafından belirlenen dışsal bir değişken değil, tam tersine içsel bir değişkendir. İkinci olarak, parasal faiz oranını belirleyen bankacılık sistemi doğal faiz oranının hangi düzeyde oluştuğunu bilmediği için toplam talebin değişmesine yol açmaktadır. Bankaların kredi faiz oranlarını doğal faiz oranından daha yüksek ya da daha düşük

belirlemeleri durumunda deflasyon ya da enflasyon oluşmaktadır. Bu dengesizliği ortadan kaldırmak için merkez bankası faiz oranını ayarlamalıdır. Böylece faiz oranlarıyla toplam talep ve enflasyon arasında bir ilişki kurulmaktadır (Fontana, 2007: 46).

2.1.2. Yeni Klasik İktisat ve Para Politikası

Yeni Klasik İktisat, 1970’li yıllarda yaşanan enflasyon, işsizlik, stagflasyon gibi temel ekonomik sorunlar karşısında Keynesyen politikaların başarısız olmasına tepki niteliğinde doğmuştur. Temelde Monetarist görüşe bir ölçüde benzemekle birlikte, izlenen iktisat politikalarına yönelttiği eleştiriler açısından Monetarist görüşten farklı bir argüman seti üzerine kurulmuştur. Yeni Klasik İktisat aynı zamanda “Rasyonel Beklentileri İçeren Genel Denge Yaklaşımı” olarak da anılmaktadır. Bu yaklaşımda üretim ve fiyat dalgalanmasının nedeni para arzındaki dalgalanmalardır ve orta dönemde para arzı artışının geliri etkilemesi ancak fiyat hareketlerindeki yanlış tahmine bağlıdır. Uzun dönemde enflasyon ile hasıla arasında bir ödünleşme söz konusu değildir (Seyrek vd., 2004: 203).

2.1.2.1. Yeni Klasik Para Politikası Yaklaşımı

Yeni Klasik İktisat tarafından yapılan katkılar ile birlikte tartışmalar, para politikasının fiyat istikrarı amacına yönelik olarak yürütülmesinde temel alınacak nominal çapa ve bu değişkene yönelik açık bir hedefin ilanı ile kurumsal taahhüt mekanizmalarının oluşturulması eksenine kaymıştır. Dolayısıyla uzun dönemde sadece bir nihai amacın belirlenmesi, kısa vadede büyüme ve istihdam gibi farklı amaçlar söz konusu olduğunda, para politikasının nasıl davranacağı sorunsalını da gündeme getirmiştir. Yeni Klasik çerçevede ekonomik birimlerin, ekonominin farklı politika aksiyon ya da kurallarına mekanik bir biçimde cevap vermekten ziyade politika uygulamalarındaki değişikliklere rasyonel iktisadi ajanlar olarak tepki verdikleri düşünülmektedir.

Rasyonel beklentilere sahip bireyler, ekonomik beklentilerini oluştururken mevcut tüm bilgileri doğru biçimde yorumlamakta, sistematik hatalar yapmaktan kaçınabilmekte ve dolayısıyla isabetli tahminlerde bulunabilmektedirler. Böylece

bireyler, parasal otoritenin uygulayacağı iktisat politikalarına karşı daha aktif ve etkin bir davranış içerisine girmektedirler. Örneğin, para otoritesinin para arzını artırması, beklendiği gibi üretimi artırmayacak, enflasyona sebep olacaktır. Çünkü bireyler rasyoneldir ve sistematik hata yapmazlar. Artan para arzının enflasyona yol açacağını tahmin edip ona göre piyasa davranışlarını belirlemektedirler. Dolayısıyla bu özellik, ekonomi politikalarının etkinliğini ortadan kaldırmaktadır (Gaygılı, 2007: 120).

Yeni Klasik çerçevede Lucas Kritiği, Keynesyen politikaların başarısını değerlendirmenin mümkün olmadığını vurgulamaktadır. Bunun nedeni, Keynesyen politika önerilerinin başarısızlığının temelinde bekleyişlerin oluşturulma biçiminin yatıyor olmasıdır. Ekonomide yer alan karar birimlerinin rasyonel beklentilere sahip olması, bekleyiş hatası yapmaksızın bireysel optimizasyona yöneldiklerini göstermektedir (Lucas, 1976: 40-41). Diğer taraftan politika etkinsizliği teoremi, öngörülen politikaların reel ekonomik faaliyet düzeyi üzerinde herhangi bir etkisi olmadığını savunmaktadır. Sistematik politika uygulamaları nedeniyle Phillips eğrisindeki ödünleşme ilişkisi ortadan kalktığı için, kısa dönemde etkiler ancak rasyonel ekonomik birimlerin öngöremediği politika uygulamalarıyla mümkün olmaktadır. Ayrıca, rasyonel beklentiler çerçevesindeki zaman tutarsızlığı, optimal politikaların dinamik olarak tutarsız olduğunu ortaya koymaktadır. Politika uygulayıcılarının elinden takdir yetkileri alınır, ekonomik performans artırılabilirliği belirtilmektedir (Kydlan ve Prescott, 1977: 486-487).

Parasal büyümede öngörülen bir artış, emek arz edenlerde enflasyon oranının artacağı beklentisini yaratmaktadır. Böylece nominal ücret talebi ve dolayısıyla enflasyon oranı artmaktadır. O halde anlamlı bir para politikası amacı, parasal büyüme oranı ile enflasyon oranını düşük ve istikrarlı tutmaktır. Bunu sağlamanın yollarından birisi, Milton Friedman'ın düşük oranda sabit parasal büyüme kuralıdır. Yeni Klasiklere göre Friedman Kuralı'nın iki ek avantajı vardır: Birincisi, para otoriteleri dikkatlerini parasal büyüklükler için sabit bir büyüme oranına odaklamışlarsa, parasal sürprizler minimize edilmiş olmaktadır. İkincisi, para otoritesi sabit bir büyüme oranı kuralını taahhüt etmişse, kredibilite kazanmaktadır (Parasız, 2009: 321).

Bu yaklaşıma göre, takdire dayalı para politikaları ekonomide enflasyon eğilimine sebep olmaktadır. Bu nedenle, politika uygulayıcısı olan merkez bankalarının uygulayacağı para politikaları belirli bir kurala²⁴ bağlanmalıdır. Böylece merkez bankalarının sürpriz enflasyon yaratma isteği durdurulacak ve zaman tutarsızlığı problemi çözülmüş olacaktır. Uygulanan politika ile ekonomide hedeflenen sorunun ortadan kalkması arasında bir zaman boşluğu olduğu için, Yeni Klasik İktisat parasal otoritenin ekonomiyi istikrara kavuşturmak maksadıyla yapacağı müdahalelere karşı çıkmaktadır. Önerilen kural çerçevesinde, parasal büyüklükler bir ara amaçtır. Nihai amaç ise enflasyondur. Ancak, bu doğrultuda ne çeşit bir kuralın uygulanacağı Yeni Klasik İktisat çerçevesinde bile tartışma konusudur. Politika yapım sürecinde özel karar birimlerinin davranışları ve bekleyişleri önemli olduğu için bir tarafta Friedman tipi sabit kural öne çıkarılırken, diğer tarafta uygulanan politikaların öngörülebilir kısmının kurala dayalı olarak yürütülen politikalara atfedilmesi savunulmaktadır.

2.1.2.2. Yeni Klasik Para Politikası Yaklaşımının Etkinliği

Monetaristler gibi Yeni Klasik teorisyenler de, düzensiz parasal büyümeyle denge bozulmadığı sürece ekonominin özü itibariyle istikrarlı olduğuna inanırlar. Bu teorisyenlere göre ekonomik dalgalanmaların en temel nedeni, öngörülemeyen parasal şoklardır. Bu nedenle, 1970'li yıllarda Dünyada yaşanan yüksek enflasyon deneyiminin de etkisiyle, takdire dayalı müdahaleci politikalar yerine kurala dayalı politikalar önermektedirler. Kural ve takdire dayalı politikalar arasındaki tartışmanın ikinci aşamasında sorun, politika otoritelerinin ekonomi ile ilgili bilgilenme düzeylerinden kaynaklanmamaktadır. Asıl sorun, politikaların oluşum sürecinde rasyonel beklentilere sahip ekonomik birimlerin davranışlarının dikkate alınmaması durumunda para politikasının etkinliğini yitirmesi olmaktadır. Para politikası kısa ve uzun dönemde etkin değildir (Blinder, 1998: 41).

Uygulanacak genişletici bir para politikasının milli geliri ve enflasyonu nasıl etkileyeceği, genişletici para politikasının önceden açıklanan bir politika mı yoksa beklenmeyen bir politika mı olduğuna bağlı olarak değişmektedir. Eğer izlenen

²⁴ Bu kural, daha önce birinci bölümde açıklandığı gibi Friedman Kuralı'dır.

politika önceden açıklanmışsa, para politikası eylemleri yansız olmaktadır. Çünkü bireyler oluşacak fiyat düzeyini ve enflasyon haddini önceden tahmin etmektedirler. Böylece sistematik politika eylemleri reel çıktı ve istihdamı kısa dönemde bile etkilememektedir. Aksine, uygulanan politika beklenmeyen bir politika ise, ekonominin balans ayarı bozulmaktadır. Sadece sistematik olmayan parasal sürprizlerin reel etkileri olmaktadır. Bir süre sonra bireyler politika değişikliklerini fark ettikleri ve kararlarını yeniden düzenledikleri için, reel çıktı tekrar eski seviyesine dönmektedir (Parasız, 2009: 320).

Politika etkinsizliği önermesi, bir ekonomide istihdam ve üretim gibi reel makroekonomik değişkenler üzerinde ancak öngörülmeyen, sürpriz politikaların etkide bulunabileceğini ortaya koymaktadır. Bu önermenin altında ise Lucas'ın arz fonksiyonu yatmaktadır. Lucas'ın arz fonksiyonuna göre üretimin doğal seviyesinden sapması ancak bekleyişlerin yanlış kurulmasıyla mümkündür. Eğer bireyler rasyonel bekleyişlere sahipse, gelecekteki fiyatlara ilişkin tahminlerini oluştururken para otoritelerinin uygulayacakları kurallara ilişkin bilgilerini kullanmaktadırlar. Bu nedenle para arzı büyüme oranı ne olursa olsun tahminlerinde yanılmamaktadırlar. Ancak eksik bilgilenme ile birlikte ani ve raslantısal parasal artışlar çerçevesinde ekonomik birimler yanılabilen ve öngörülmedik politikalarla reel değişkenler etkilenebilmektedir (Özdemir, 2005: 31).

Sonuç olarak, bu yaklaşımda para politikaları istihdam ve üretim gibi reel değişkenler üzerinden istikrarın sağlanmasında başarılı olamamaktadır. Çünkü hem kısa dönemde hem de uzun dönemde bu tür değişkenlerin değeri, sistematik iktisat politikası araçlarına karşı duyarsız olmaktadır. Başka bir ifadeyle, toplam talebi yönlendiren para politikaları kısa dönemde bile üretim ve istihdamı etkileyememektedir. Bu bağlamda, para otoritesi ya da hükümet tarafından ekonomide istikrar sağlanması amacıyla para politikalarına gerek duyulmamaktadır. Toplumun beklediği enflasyon oranı ile cari enflasyon arasında bir farklılık olması tesadüflere bağlı olmaktadır. Bu nedenle, izlenen politikalar bireyler açısından sürpriz olmadıkça, ekonomide reel sonuçların ortaya çıkması mümkün olmamaktadır. Enflasyonun ortaya çıkmaması için para arzı artışlarının ekonominin reel büyüme oranına bağlı olarak artırılması gerekmektedir (Aziziov, 2007: 39-40).

2.1.3. Yeni Keynesyen İktisat ve Para Politikası

1980'li yılların başlarında Stanley Fischer, Edmund Phelps ve John Taylor gibi birçok teorisyen, ücret ve fiyat yapışkanlıklarının mikroekonomik temellerini inşa etme girişimlerini Keynesyen çerçevede ele alarak sonlandırmaya başlamışlardır. Yeni Keynesyen modeller, Friedman'ın Doğal Oran Hipotezi'ni, Rasyonel Beklentiler Hipotezi'ni ve ücret-fiyat katılıkları nedeniyle piyasaların dengeye gelmeyeceği varsayımını içermektedir. Yeni Keynesyen teorisyenlere göre, ekonomiler üretim ve istihdamda dalgalanmalara neden olan arz ve talep şoklarına maruz kaldığı için para politikasına gerek duyulmaktadır. İzlenecek politikalar konusunda kendi aralarında herhangi bir görüş birliği bulunmamasına rağmen, para politikasının ekonominin istikrarını sağlamada aktif olarak kullanılabilmesine inanmaktadırlar.

Yeni Keynesyen teorisyenler nominal ücret ve fiyat katılıklarını, ücret ve fiyat ataleti, çakışan ücret sözleşmeleri, etkin ücret teorisi ve menü maliyetleri gibi mikro ekonomik temeller aracılığıyla açıklamış ve kısa vadede uygulanacak müdahaleci politikaların reel üretim ve istihdamı etkileyebileceğini ileri sürmüşlerdir. Yavaş ayarlanan mal fiyatlama sürecini rasyonel bekleyişler altında, monopolistik piyasa koşullarında ve optimizasyon davranışı kapsamında incelemişlerdir (Krugman, 2011: 6-9). Fiyat ayarlama maliyetleri sebebiyle fiyatlarını sık olmayan aralıklarla düzenleyen firmalar kârlarını başlangıçta maksimize etmiş oldukları için, şoklara bağlı olarak az sayıda firmanın fiyatlarını değiştirmesinin makroekonomik düzeyde fiyatları değiştirmeyeceği ifade edilmektedir. Böylece fiyat yapışkanlıklarının varlığı, nominal şokların reel etkiler yaratmasını beraberinde getirmektedir (Ball vd., 1992: 150).

Bu çerçevede, açık ekonomide parasal şokların uluslararası aktarım mekanizmaları ortaya konulmaktadır. Genişleyici parasal şoklar faiz oranını azaltarak, harcama kaydırma etkisi üzerinden döviz kurunun değerini düşürmektedir. Düşük faiz oranı ve düşük değerli para, ev sahibi ülkenin net ihracat gelirlerini artırırken diğer ülkenin üretim düzeyini azaltmaktadır. Söz konusu aktarım sürecinde nominal döviz kuru reel kuru etkileyerek Dünya piyasalarında ulusal malların ucuzlamasına ve küresel talebin artmasına neden olmaktadır. Döviz kuru

hareketlerinin harcama kaydırma etkisinin merkezinde yer almasının nedeni budur. Ulusal paraya göre fiyat uyarlanma süreci yavaşladığında ya da engellendiğinde, parasal şoklar karşısında döviz kuru uluslararası nispi fiyatların istikrarını etkilemektedir (Orhan, 2009: 1497).

2.1.3.1. Yeni Keynesyen Para Politikası Yaklaşımı

Yeni Keynesyen teorisyenler, ekonomik dalgalanmaları meydana getiren şokların arz ve talep yanlı olduğunu kabul etmektedirler. Ekonominin bünyesinde barındırdığı bazı anlaşmazlık ve aksaklıklar, bu şokların etkisini artırarak reel üretim ve istihdamda büyük dalgalanmalara yol açmaktadır. Ancak, Yeni Keynesyen İktisat için önemli olan şokların etkilerini artıran sorunlar değil, ekonominin bu şoklara nasıl karşılık vereceğidir. Bu yaklaşımda ekonomik dalgalanmalar çerçevesinde nominal katılıkların önemi vurgulanmakta ve bu nedenle parasal şokların kısa dönemde yanlı etkilere sahip olduğu ifade edilmektedir. Ücret ve fiyat katılıkları aşılabilirse bile, kapitalist ekonominin doğası itibarıyla üretim ve istihdamda istikrarsızlıklar yaşanabilmektedir.

Çünkü kapitalist ekonomilerde fiili işsizlik oranı uzun bir süre doğal oranın üzerinde seyrettiğinde, “histeri” etkileri nedeniyle doğal oran artış göstermektedir. Yeni Keynesyen yaklaşımda doğal işsizlik oranı, enflasyonu hızlandırmayan işsizlik oranı olarak tanımlanmakta ve NAIRU ile ifade edilmektedir. NAIRU, ekonominin şoklara uzun süreli tepkiler vermesine olanak tanıyan sistem içindeki durağanlığı göz önünde bulundurmaktadır. Friedman’ın doğal oranı piyasayı temizleyen bir süreç sunarken, NAIRU eksik rekabet teorilerine dayanmaktadır. Bu analizde herhangi bir iktisadi değişkenin geçici bir şok sonrası başlangıç dengesine dönememesini özetleyen “histeri” olgusunun önemli olması, dezenflasyon ve resesyon ile ilişkili olan fedakârlık oranını yükseltmektedir. Dolayısıyla şokların ekonomiye maliyeti, Doğal Oran Hipotezi’nin iddia ettiğinden çok daha büyük olmaktadır. Böylece esnekliklerin varlığında bile düzeltici talep yönetimi politikalarının gerekliliği gösterilmektedir (Büyükkakın, 2007; Yay, 2009).

Ancak, Yeni Keynesyen modeller ücret ve fiyat katılıklarını vurgulamakta ve artık paranın yansız olmadığını iddia etmektedirler. Böylelikle politika etkinliği

yeniden kurulmaktadır. Yine de Mankiw gibi birçok Yeni Keynesyen teorisyen, zaman tutarsızlığı ile ilgili Yeni Klasik eleştirileri ve Keynes'e yönelik Monetarist eleştirileri kabul etmekte ve aşırı müdahaleci görüşlerden kaçınmaktadır. Bununla birlikte, Yeni Klasiklerin para politikalarına sabit kural yaklaşımını desteklemeyip derin bir resesyon durumunda müdahaleci politikaları bir gereklilik olarak görmektedirler. Piyasa ekonomilerinde ayarlanma süreci çok yavaş işlediği için, özellikle kalıcı etkilere yola açan büyük şoklar sırasında, Yeni Keynesyen analiz, kısıtlanmış takdir yetkisinin bazı biçimleriyle politik müdahaleyi desteklemektedir.

Bu doğrultuda, yaşanan resesyona yanıt olarak riskten kaçınan borç verenlerin portföylerini güvenli faaliyetlere aktarmasına neden olan kredi piyasası aksaklıkları incelenmiştir. Çünkü bu davranış finansal aracılığın reel maliyetlerini yükselterek ekonomik şoku derinleştirmektedir. Oluşan kredi tıkanıklığı, resesyonu iflaslarla sonuçlanacak bir depresyona dönüştürebilmektedir. Böyle bir ortamda yüksek faiz oranları, borçların ödenememe ihtimalini artırmakta ve riskten kaçınan finansal kurumların kredi tayinlemesine başvurmalarına yol açmaktadır. Geleneksel yaklaşımın faiz ve döviz kuru kanallarına odaklanan aktarım mekanizmasının aksine, yeni paradigma finansal kurumları ve özellikle bankaları, riskten kaçınan firmalar olarak görmektedir (Snowdon ve Vane, 2012: 353).

Clarida ve diğerleri (2000: 150-151) modellerinde, kısa dönemde nominal fiyat katılıkları nedeniyle para politikasının reel değişkenler üzerinde etkilere sahip olmasını göstermişlerdir. Bunun için üretim ve enflasyon arasında kısa dönemli pozitif bir ilişki kurulurken, ex ante faiz oranlarının üretim ile olan negatif ilişkisi ortaya konulmuştur. Bu çerçevede yürütülen para politikasının 1980 sonrasında daha pro-aktif olduğu vurgulanmıştır. Bütün bu süreç, politika tepki fonksiyonu oluşturularak yürütülmüş ve özellikleri nedeniyle de Clarida ve diğerleri (2000) tarafından Yeni Keynesyen para politikası olarak tanımlanmıştır.

$$r_t^* = r^* + \beta[E(P_{t,k} | \Omega_t) - P^*] + \gamma E[\gamma_{t,q} | \Omega_t] \quad (2.1)$$

Burada r_t^* , t dönemindeki nominal faiz oranı hedefini; r^* , arzu edilen nominal faiz oranını; $P_{t,k}$, t ve k dönemleri arasındaki enflasyon oranını; $\gamma_{t,q}$, t ve q dönemleri arasındaki üretim açığını; E beklentileri ve Ω_t ise faiz oranı belirlenirken politika

uygulayıcının sahip olduğu bilgi setini göstermektedir. (2.1) numaralı denklemde verilen politika tepki fonksiyonu, ikinci dereceden kayıp fonksiyona sahip bir merkez bankası için Yeni Keynesyen çerçevede uygun görülmektedir. Clarida vd. (2000) tarafından verilen bu tepki fonksiyonu, birinci bölümde ele alınan Taylor Kuralı'ndan, ileriye dönük olması nedeniyle farklılık arz etmektedir. Çünkü bu denklemde nominal faiz, enflasyon ve çıktı açıklarının geleceğe dönük beklentilerine göre belirlenmektedir. Taylor Kuralı ise enflasyon ve çıktı açıklarının gecikmeli değerlerinin, enflasyonun tahmini için yeterli bilgiyi sağlayacağını ifade etmektedir.

Sonuç olarak, Yeni Keynesyen İktisat, enflasyon hedeflemesi kapsamında düşük bir enflasyon seviyesinin hedeflenmesi durumunda kısa dönemde sadece büyüme oranında negatif etkiler ortaya çıkacağını ifade etmektedir. Uzun vadede ise ekonomi veri doğal büyüme oranına geri dönecektir. Yeni Keynesyen İktisat, uzun dönemde para politikasının ve enflasyon hedeflemesinin reel faiz oranları ve reel üretimde ya da reel büyüme oranları üzerinde hiçbir etkisi olmadığını belirtmektedir.

2.1.3.2. Yeni Keynesyen Yaklaşımın Dönüşümü: Yeni Uzlaş

Son otuz yılda elde edilen gerek teorik gerek ampirik birikimler ve uygulamada gerçekleşen deneyimler, Yeni Klasik ve Reel Konjonktür çerçeve ile Yeni Keynesyen İktisat arasındaki metodolojik yakınlaşmaya bağlı olarak ortaya çıkan yeni bir uzlaşmaya zemin hazırlamıştır. Yeni Keynesyen teorisyenlerin yaptıkları analizleri mikroekonomik temellere dayandırmaları, karşıtları olan Yeni Klasik İktisat ile yakınsamalarına neden olmuştur. Aynı zamanda bu sentez, para politikasının önemi ve rolü çerçevesinde Monetarist unsurlara da yer vermiştir. Konjonktür dalgalanmalarının açıklanmasını ve optimal politikaların oluşturulmasını amaçlayan bu uzlaşma, Yeni Neo-Klasik Sentez olarak adlandırılmıştır (Goodfriend, 2002: 166). Diğer taraftan, bu senteze yönelik eleştirileri ve alternatif politika önerileri olan Post-Keynesyen İktisat, yaklaşımı “Yeni Uzlaş” ya da “Yeni Uzlaşma Modeli” olarak da adlandırmaktadır.

Dinamik genel denge teorisini kullanan Yeni Uzlaş, mikro ve makro iktisat arasında bir bütünlük oluşturmaya çalışırken para, enflasyon ve konjonktürel dalgalanmalar arasındaki ilişkiyi açıklamayı amaçlamaktadır. Goodfriend ve King'e

(1997: 233) göre bu analiz; zamanlararası optimizasyonu dikkate alan makroekonomik modellere gerek duyulması ve bu makroekonomik modellere maliyetli fiyat ayarlamasının dâhil edilmesi, Rasyonel Beklentiler Hipotezi'nin yaygın kullanımı ve eksik rekabetin önemi gibi temel unsurlardan oluşmaktadır. Modelde, para ile fiyatlar genel düzeyi arasındaki ilişki açısından Monetarist önerme kabul edilmesine rağmen, para arzına herhangi bir rol verilmemektedir. Çünkü Yeni Uzlaşma bu noktada Post-Keynesyen İktisat ile kısmen yakınlaşarak parayı içsel kabul etmektedir. Ancak, Post-Keynesyen yaklaşımda var olan toplam talebin uzun dönemde de politika aracı olarak kullanılabileceği görüşüne itiraz etmektedirler.

Yeni Uzlaşma çerçevesinde optimal politika, fiyat istikrarını hedef enflasyon oranı, üretim istikrarını ise potansiyel üretim düzeyi etrafında istikrarlı kılmaktır. Bulunan yeni hedef, Wray'e (2004: 10) göre, ekonomiyi potansiyel üretim düzeyinde tutabilecek olan denge reel faiz oranıdır. Çünkü para arzı, para talebi tarafından belirlenmektedir ve para ile fiyatlar genel düzeyi arasındaki nedensellik ilişkisi tersine dönmüştür. McCallum'a (2001: 145) göre, bu şekilde para politikası uygulamalarında paranın önemsizleşmesi, "parasız para politikası" olarak tanımlanmaktadır. Bu politikalar teorik açıdan büyük oranda Yeni Keynesyen teorisyenler tarafından geliştirilmekle birlikte, temelleri Wicksell tarafından ortaya konulan parasal analize kadar dayanmaktadır.

Çünkü bu sentezde parasal değişkenlere yer verilmemesi ve para politikasının uygulama sürecinde paranın önemsizleşmesi, Woodford'a (2003) göre, Wicksell'in parasal analizine uygun bir çerçeve sunmaktadır. Bu bağlamda Yeni Uzlaşma, Wicksell'in yaklaşımının yeniden ele alınması ve çağdaş merkez bankacılığının Neo-Wicksellyen para politikası olarak tanımlanması şeklinde karakterize edilebilmektedir. Yeni Uzlaşma çerçevesinde şekillenen para politikasının en önemli özelliği, Klasik/Monetarist çizginin benimsediği Miktar Teorisi'ni reddetmesi ve Wicksell'in fiyatlar genel düzeyi ile parasal ve doğal faiz oranı arasında kurduğu ilişkileri benimsemesidir (Özdemir, 2009b: 8). Woodford'a (2003) göre, çağdaş para politikasının temelini Wicksell'in pür kredi ekonomisi oluşturmaktadır. Böylece Yeni Uzlaşma, para politikasının reel etkilerini analize dâhil edebilmekte ve makroekonomik istikrarı refah maksimizasyonu üzerine kurabilmektedir.

Yeni Uzlaşma teorisyenleri, para politikasının faiz oranlarını kontrol ederek kısa dönemde reel etkiler oluşturabileceğini kabul etmektedirler. Uzun dönemde reel etkilerin ortadan kalkacağını ileri sürmekle Yeni Klasik yaklaşıma yakınsamaktadırlar. Aynı Monetaristler gibi ekonominin talep cephesinin istikrarsızlık yaratabileceğine inanmaktadırlar. Monetaristlerden ayrılan tarafları ise, aktif para politikalarıyla talebin yönlendirilebileceğini ve talepten kaynaklanan istikrarsızlıkların engellenebileceğini ileri sürmektedirler. Yeni Uzlaşma çerçevesinde para politikasının aktarım kanalı, faiz oranlarından harcamalara doğrudur. Merkez bankası faiz oranlarını değiştirerek hem faize duyarlı harcamaları doğrudan hem de portföy etkisiyle toplam talebi dolaylı etkilemektedir. Ancak bu sürecin gerçekleşebilmesi için kamu maliyesi disipline edilmelidir. Çünkü gevşek bir kamu maliyesi toplam talebi uyararak enflasyonist baskılara neden olmaktadır (Oktar vd., 2012: 54).

Diğer adıyla Yeni Neo-Klasik Sentez, IS-LM modelini para politikası literatüründeki gelişmelere dayanarak yeniden ele almış; modeli enflasyon hedeflemesi, kredibilite, para politikası kuralları gibi yeni teorik unsurların analizine uyarlamıştır. Çünkü geleneksel IS-LM modeli hem rasyonel beklentiler temeline dayalı optimizasyon davranışını hem de yeni para politikası aracı olan faiz oranlarını içermemektedir (Özdemir, 2008: 107). Burada yüksek reel faiz oranlarının ekonomi üzerinde olumsuz etkisi olduğu varsayılmaktadır. Yeni senteze göre, para politikası uygulamalarında görülen gecikmeler politika etkinliğini azalttığı için, para politikaları geleceğe dönük ve önleyici tarzda uygulanmalıdır. Enflasyonist ya da deflasyonist belirtiler ortaya çıktığı anda para politikası ile müdahale edilmelidir. Bu müdahalenin faiz oranı, enflasyon ve üretim açığı üçgenindeki teorik modeli ise Woodford (2003) tarafından aşağıdaki gibi gösterilmektedir:

$$\gamma - \gamma^* = f(\rho - r; \chi) \quad (2.2)$$

$$\pi = g(\gamma - \gamma^*) \quad (2.3)$$

$$\rho - r = h(\pi - \pi^*) \quad (2.4)$$

IS üzerinden türetilen (2.2) numaralı eşitlikte çıktı açığı ($\gamma - \gamma^*$), doğal (ρ) ve parasal (r) faiz oranı arasındaki fark ile açıklanmaktadır. Üretim açığının nedeni olarak toplam talebi gösteren bu eşitlikte, toplam talebi belirleyen unsurlar faiz oranları ve χ_t ile ifade edilen kamu harcamaları, vergiler ve net ihracat gibi dışsal değişkenler olmaktadır. Burada toplam talebin faiz oranlarına, maliye politikasına ve dış ticarete bağlanması, Yeni Uzlaşım'ın Keynesyen yönüne işaret etmektedir. Yeni Keynesyen Phillips eğrisi çerçevesinde (2.3) numaralı denklemde gerçekleşen enflasyon (π), fiili (γ) ve potansiyel (γ^*) üretim arasındaki farkın fonksiyonu olarak tanımlanmakta ve enflasyonun nedeni fiili üretimin potansiyel üretimi aşması olarak gösterilmektedir. Para politikası kuralını ifade eden (2.4) numaralı denklem ise, doğal ve parasal faiz oranları arasındaki farkı gerçekleşen enflasyon ile hedeflenen enflasyon (π^*) arasındaki farkın bir fonksiyonu olarak modellemektedir. Modele göre para politikası aracı olarak kullanılan faiz oranı, enflasyonun ve üretimin hedef değerlerinden sapmalarına tepki niteliğinde ayarlanmaktadır.

Böylece para politikası ekonomik gelişmelere sistematik tepkiler vermekte ve içselleşmektedir. Görüldüğü gibi, Woodford'un (2003) modelinde para arzı herhangi bir role sahip değildir. Bu modelde kısa dönemde katı, uzun dönemde ise esnek fiyatlara yer verilmektedir. Sonuçta bu şekilde talep şokları tamamen elimine edilmekte, Meyer' e (2001: 3) göre, merkez bankası sadece arz şokları olduğunda enflasyon-üretim ödünleşmesi ile karşılaşmaktadır. Taylor'a (1994: 22) göre, fiyat istikrarına yönelik politikalar reel üretim ve istihdam üzerinde değişkenliğe yol açarken, üretim ya da konjonktürel dalgalanmaların istikrarına yönelik politikalar da enflasyon üzerinde değişkenliğe yol açmaktadır. Çünkü çıktı açığındaki değişimler mark-up düzeyini değiştirmekte ve dolayısıyla enflasyon etkilenmektedir.

Yeni Uzlaşım çerçevesinde, enflasyon dinamiklerinde mark-up düzeyindeki beklenen değişmelere önem verildiği için, optimal politika önerisi, hem fiyat hem de çıktı açığı istikrarını gerçekleştiren politika olmaktadır. Merkez bankası, üretime yönelik bir arz şokunu dengelemek için toplam talebi müdahaleci biçimde kullanmaktadır. Bu durum, kısa dönemde var olan fiyat katılıkları nedeniyle toplam talebin reel ekonomik faaliyetleri etkileyebileceğini ortaya koymaktadır. Dolayısıyla para politikası konjonktür dalgalanmalarından bağımsız olarak görülmemektedir. Bu

anlamda para politikasının ekonomi üzerinde güçlü etkileri bulunmaktadır. Bu doğrultuda yaklaşım, para politikası stratejisi olarak enflasyon hedeflemesini benimsemektedir (Özdemir, 2008: 111; Goodfriend ve King, 1997: 271-273).

2.1.3.3. Yeni Keynesyen Para Politikası Yaklaşımının Etkinliği

Literatürde yer alan analizlerde genelde para arzının tamamen merkez bankasının kontrolü altında olduğu varsayılmakta ve böylece politika araçlarının karşısına çıkabilecek çeşitli sorunlar göz ardı edilmektedir. Gerçekte, merkez bankasının nominal para arzını, enflasyonu ve uzun dönem faiz oranlarını birlikte ve doğrudan kontrol etmesi mümkün görünmemektedir. Bu bağlamda Yeni Keynesyen para politikası, veri para arzı ya da para arzı büyüme oranı tartışmalarından kaçınmakta ve merkez bankasının, para arzını hedeflemek yerine basit bir faiz oranı kuralı izlediğini varsaymaktadır. Bu modelde maliye politikaları reel etkilere yol açmazken, uzun dönem nominal ve reel faiz oranını değiştirmektedir. Daraltıcı para politikası ise uzun dönem reel faiz oranlarını ve ekonomik faaliyeti etkilemezken, faiz oranlarını düşürücü etki yapmaktadır (Yozgatlı, 2007: 61-63).

Ekonomide uzun vadeli ücret sözleşmelerinin varlığı, ücret ve fiyatların beklenen fiyat düzeyinde meydana gelen değişmelere hemen cevap vermesini engellemektedir. Fischer'e (1977: 203) göre, çalışanlar yeni bilgiler elde ederek enflasyon bekleyişlerinde hata yapmayıp rasyonel davranışlar bile, bekleyişlerindeki değişmeyi sözleşmelerin varlığı sebebiyle ücretlerine yansıtamayacaklardır. Ücretlerin sözleşme dönemi boyunca yapışkan olması durumunda uygulanan müdahaleci politika, öngörülse bile, talepte kaymalar ve reel etkiler yaratabilmektedir. Bu nedenle para politikası kısa dönemde reel etkiler meydana getirmekte ve bu bağlamda rasyonel bekleyişlerin varlığına rağmen Keynesyen politika reçeteleri uygulanabilmektedir. Çünkü politika etkisizliği önermesinin aksine para arzında beklenmeyen bir değişimin etkisi, beklenen bir değişimin üretim üzerindeki etkisinden daha büyük olmaktadır (Buiter, 1980: 39).

Uygulamada eğer ekonomi derin bir resesyona girmişse, parasal otorite ekonomiye müdahale konusunda yoğun baskılarla karşılaşmaktadır. Müdahaleyi savunan Yeni Keynesyen iktisatçılar, böyle bir ortamda politika uygulamalarının

ekonomiye yardımın ötesinde teşvik edici katkıları olacağını savunmaktadırlar. Böylece derin resesyon durumu ortadan kalkacak ve ekonomi bütünüyle istikrara kavuşacaktır. Bununla birlikte, para politikası uygulamalarının yaratabileceği olası belirsizliklerin büyüklüğü ile uzun ve değişken gecikmelerin varlığı sebebiyle ihtiyatlı davranmaktadırlar (Parasız, 2003: 299). Zaman tutarsızlığı probleminin çoğunlukla merkez bankasının aşırı genişletici para politikası izlemesi yönündeki politik baskılardan kaynaklandığı bilinmektedir. Niceliksel bir enflasyon hedefi, merkez bankasının hesap verebilirliğini artırdığı için, genişletici bir para politikası aracılığıyla üretimi ve istihdamı artırmak, merkez bankasının zaman tutarsızlığı tuzağına düşme olasılığını azaltmaktadır (Öztürk, 2003: 101).

Bu nedenle, Yeni Keynesyenlere göre, Yeni Klasiklerin aksine beklenen para politikası ekonomide istikrarı sağlamaktadır. Yeni Keynesyen İktisat çerçevesinde, beklenen para arzı etkisi aracılığıyla ekonomide beklenmeyen bir değişime göre, çıktı daha az artmakta ve fiyatlar genel düzeyi daha fazla yükselmektedir. Diğer bir ifadeyle, beklenmeyen politika durumunda çıktıdaki dalgalanma daha fazla olmaktadır. Bu süreçte tam uyarılmanın önündeki engel ise fiyat katılıklarıdır. Burada politikanın ne kadar beklenen ya da beklenmeyen olması gerektiği sorunsalı, sonucun ne şekilde gerçekleşeceğini etkilemektedir. Dolayısıyla müdahaleci politikaların sürekli olarak para politikası hedefine ulaşmak için kullanılması tercih edilmemektedir. Yeni Keynesyenlere göre müdahaleci politikalar faydalıdır ancak uygulanan politikanın sonuçlarının önceden tespit edilmesi güç olduğu için kurala bağlı müdahaleci politikalar uygulanmalıdır (Gordon, 1990: 1118).

Yeni Keynesyen merkez bankacılığı anlayışına göre merkez bankalarının yasal düzenlemesinde önemli olan nokta, uygulanan para politikası kapsamında uzun dönemde istikrarlı bir politika izlenmesi için gerekli yapının oluşturulmasıdır. Politikacıların miyop davranışları, takip edilen para politikasının etkinliği açısından sorunlar yaratmaktadır. Bu faktörler merkez bankasının etkin bir para politikası izleyebilmesi için neden bağımsız olması gerektiğini ortaya koymaktadır. Ancak, Rogoff'a (1985) göre aktif politika için bağımsızlık verilmesi makûl görünse de, bu durumda merkez bankaları sosyal maliyetten çok enflasyondan kaçınmayı

düşüneceklerdir. Böyle bir ortamda merkez bankaları oldukça güçlenecek ve katı fiyat istikrarı temelli politikaları takip etmeye başlayacaklardır (San, 2005: 24).

Mishkin'e (2002) göre, enflasyon hedeflemesi çerçevesindeki Yeni Keynesyen politikalar, bir değişken yerine enflasyonu etkileyebilecek her türlü faktörü dikkate alarak belirlenmektedir. Bu nedenle yurtiçi sorunlara odaklanabilmekte ve yurtiçi şoklarla mücadele edebilme esnekliğine sahip olmaktadır. Bu stratejinin esnekliği, kısa dönemli makroekonomik gelişmeler karşısında dengeleyici tepkiler verebilmesinden kaynaklanmaktadır. Diğer taraftan, Svensson'a (2003) göre enflasyon hedeflemesi, para politikası açısından çıktı istikrarı gibi ek amaçların olduğu bir politikadır ve enflasyon yerine, makro değişkenlerde daha az dalgalanmaya müsaade etmektedir. Enflasyon hedeflemesi para otoritelerine ülke içi koşullara odaklanma ve şoklara tepki verebilme imkânı sağlamakta, dolayısıyla para politikasını yönetmede bağımsızlık tanımaktadır. Ayrıca para politikası uygulamalarında şeffaflığı artırmaktadır. Bütün bu unsurlar, enflasyon hedeflemesinin orta/uzun vadede reel ekonomi için zararlı olmadığını göstermektedir (Yay, 2006: 15).

Ancak kriz dönemlerinde ekonomiye durgunluk hâkim olduğunda, bu açıdan Yeni Keynesyen politikaların performansı belirsizliğini korumaktadır. Arz şokları ile karşılaşıldığında etkin olmayan bir üretim dengesine yol açma riski taşımaktadır. Enflasyon hedeflemesi üretim ve istihdamda çok düşük bir büyümeye neden olmaktadır. Yani reel ekonomi üzerindeki etkisi çok belirgin değildir ve üretim istikrarsızlığına yol açabilmektedir. Bu gelişmeler kısa dönemde büyümeyi olumsuz etkilemektedir. Ayrıca, esnek döviz kurunun mali istikrarsızlığa neden olması ve mali politikaların para politikalarına oranla daha etkin olması gibi sonuçlar ortaya çıkmaktadır (Onur, 2008: 133).

Svensson'a (2003) göre diğer bir önemli sorun, aktarım mekanizmasından kaynaklanan gecikmeler ve belirsizliklerdir. Finansal piyasaların kullanılan parasal araçlara yeterli çabuklukta tepki verememesi durumunda, enflasyon hedeflerinden sapmalar ortaya çıkabilmektedir (Öztürk ve Biner, 2008: 25). Stiglitz'e (2002: 482) göre, para politikalarının uygulanması sürecinde daha esnek bir yaklaşım tercih edilmelidir. Yeni Keynesyen teorisyenler de hızla değişen ekonomik koşullar

karşısında uygun kuralları düzenlemenin çok zor olduğunu bilmektedirler. Çünkü ekonomik koşulların ve bilginin hızlı değişimi, para politikasında kurala dayalı uygulamaları da hızla değiştirmeyi gerektirmektedir. Böyle bir ortamda hangi politikaların uygun olduğunu öngörmek imkânsız görünmektedir.

Angeriz ve Arestis'e (2009: 570) göre, merkez bankası enflasyon ve çıktıdaki sapsmalara bağlı olarak politika faiz oranlarını belirlemekte ve aktarım kanallarıyla ekonomiyi, yani toplam talebi etkilemeye çalışmaktadır. Enflasyonun temel sebebi olarak toplam talep gösterildiği için, arz yönlü enflasyon oluştuğunda mevcut para politikası araçlarının yetersiz kaldığı öne sürülmektedir. Toplam talebi yönlendirmek amacıyla alınan faiz oranı kararları, değişimin zamanlaması, büyüklüğü ve etkisinin öngörülebilirliği açısından büyük önem arz etmektedir. Ancak burada enflasyonu düşürmek amacıyla alınan faiz artışı kararının firma maliyetlerini de artıracığı ve böylece fiyat artışlarına neden olacağı göz ardı edilmektedir.

Sardoni ve Wray (2005: 3) için Yeni Keynesyen temelli para politikalarının etkinliğini belirleyen unsur, doğal faiz oranı ile ilgili sorunlardır. Ekonomide Wicksellyen temelli doğal faiz oranını etkileyen birçok değişken bulunmakta, bu nedenle sayısal değeri net olarak belirlenememekte ve dolayısıyla birçok politika uygulayıcısı doğal faiz oranı düzeyini tam olarak bilememektedir. Bu oran, enflasyonu sadece talep yönüyle görmekte ve maliyet itişli enflasyonu açıklayamamaktadır. Ayrıca, doğal faiz oranı sadece reel değişkenler tarafından etkilendiği için ve reel değişkenler farklılaştıkça kendisi de değişeceği için, değişken bir özellik göstermektedir. Bu bağlamda doğal faiz oranı ekonomilere ve zamana göre değişiyorsa, merkez bankasının değerini tam olarak saptayamadığı bir ortamda para politikasının etkinliği açısından uygun bir araç olduğunu ifade etmek mümkün değildir.

Sonuç olarak, Goodfriend ve King'e (1997) göre, Yeni Keynesyen ya da sonradan dönüştüğü haliyle Yeni Uzlaş para politikaları, tüm eleştirilere rağmen, reel değişkenler üzerinde kademeli fiyat ayarlamasına bağlı olarak kalıcı etkilere sahip olmaktadır. Reel ve nominal değişkenler arasında küçük bir uzun dönem ödüleşme durumu da bulunmaktadır. Para politikalarının etkisini anlamak bakımından, politikanın güvenilirliğini göz önünde bulundurmak önem arz

etmektedir. Bu durum, merkez bankalarının enflasyon hedeflemesi stratejisini benimseyerek kurala dayalı para politikasını en etkin şekilde yönetebileceklerini göstermektedir (Snowdon ve Vane, 2012: 365).

2.1.4. Post-Keynesyen İktisat ve Para Politikası

Post-Keynesyen İktisat, Keynes'in görüşlerinin Ortodoks İktisat olarak adlandırılan Neo-Klasik İktisat yaklaşımından kesin olarak ayrıldığına inanmaktadır. Bu doğrultuda tam bilgi, marjinal maliyetlere dayanan fiyatlandırma, rasyonel birey ve rasyonel beklentiler gibi varsayımlar reddedilmektedir. Post-Keynesyen teorisyenler, iktisadi birimlerin karar alırken belirsizlik altında olduklarını ve geleceğin öngörülebilmesi için gerekli bilgi setine hiçbir zaman tam olarak sahip olmadıklarını ifade etmektedirler (Parsons, 1996: 433).

Ortodoks İktisat, parayı halkın para tutma tercihlerine göre merkez bankası tarafından kolayca artırılıp azaltılabilen stok ve dışsal bir değişken olarak görmektedir. Buna karşın, Post-Keynesyenler para arzının dışsal değil içsel bir değişken olduğunu, bunun para otoritesinin kontrolünde oluşturulmayıp sistemin içinde fon talep edenler ve arz edenlerin etkileşimi sonucunda bankacılık ve finans sektörü kanalı ile meydana getirildiğini iddia etmektedir. Çünkü modern kredi sisteminin egemen olduğu bir ekonomide paranın dışsallığından söz etmek mümkün değildir. Parasal genişlemede üretim ve yatırım sürecinde ihtiyaç duyulan kredilerin ya da borçlanma ihtiyacının belirleyici unsur olduğuna inanılmaktadır. Para dinamik üretim sürecinde ortaya çıkan borçlanma ihtiyacının sonucunda bankalar tarafından yaratılmaktadır. Bu yönüyle Monetarist/Yeni Klasik çerçeveden keskin çizgilerle, Yeni Keynesyen çerçeveden ise bazı noktalarda ayrılmaktadır (Cin, 2012: 68).

Post-Keynesyen teorisyenlere göre, iktisadi birimlerin beklentileri içsel olarak oluşmaktadır. Beklentilerin içselliği, gelecekteki ve şimdiki yatırımların belirsizliğinden kaynaklanmaktadır. Geleceğin belirsiz olması, iktisadi birimlerin gelecek hakkındaki kararlarını almada önemli bir etkiye sahiptir. Geleceğe dair belirsizlik, spekülasyon hareketlere sebep olmaktadır (Gaygılı, 2007: 27). Ayrıca, bu yaklaşımda merkez bankasının ekonomik birimler tarafından talep edilen para miktarını arz etmeye mecbur kalacağı ileri sürülmektedir. Merkez bankaları ticari

bankaların ihtiyaçlarına göre hareket etmektedirler. Nedensellik ilişkisinin yönü, kredi ihtiyacından banka mevduatlarına ve oradan banka rezervlerinin yükseltilmesine dönük olmaktadır (Lavoie, 2006a: 61).

Teoriye göre, banka sistemi kendisine gelen fon talebini karşılamak ve kendisine arz edilen fonları kullandırmak için rezervleri artırmakta veya azaltmaktadır. Bu süreçte ekonomik birimler öncelikle herhangi bir ekonomik faaliyet için karar vererek bütçelemeye göre fon gereklerinin karşılanması yoluna gitmektedirler. Bunun için öz kaynaklara, ortaklığa ya da banka kredisine başvurulur; bu yol ile finansal varlık yaratılır ve finansal varlık banka sistemine ya da finansal sisteme ulaşır. Bu, modern anlamda para ve para benzerleri olarak ifade edilen içsel paradır (Seyrek vd., 2004: 204-205).

Post-Keynesyen çerçevede faiz oranının belirlenmesinde sermaye piyasası yaklaşımı reddedilmekte, Keynes'in faiz oranı görüşü benimsenerek kısa vadeli aktiflerin faiz oranlarıyla uzun vadeli aktiflerin faiz oranları arasında bir ayırım yapılmaktadır. Daha düşük reel faiz oranlarının daha etkin sermaye kullanımına neden olduğu ya da daha yüksek faiz oranlarının daha az yoğun sermaye kullanımına neden olduğu görüşü reddedilmektedir. Post-Keynesyen çerçevede önemli olan, kısa vadeli faiz oranı değiştiğinde ne olduğudur. Aktif piyasasının işleyişi, temelde yeni yatırımın beklenen kârlılığını faiz oranındaki dalgalanmalara bağlamaktadır. Böylece kısa vadeli faiz oranı değiştiği zaman diğer aktiflere karşı elde tutulan para, tüm sermaye malları ve yatırım oranı bu durumdan etkilenmektedir (Parasız, 1998: 293).

2.1.4.1. Post-Keynesyen Para Politikası Yaklaşımı

Post-Keynesyen para politikasını irdelemeden önce analizin temel özelliklerini ortaya koymak gerekir. Lavoie (2006a) açısından bu yaklaşımda para üretim yoluyla ekonomiye giren, karşılığı olan, akım ve stok bir varlık olarak görülmektedir. Dolayısıyla para arzı içsel olarak belirlenmektedir. Mevduatı yaratan unsur krediler iken faiz oranı sadece piyasa güçleri tarafından belirlenmeyen bir bölüşüm değişkenidir. Gelir dağılımını borç alanlar ve borç verenler arasında yeniden düzenler. Temel faiz oranı ise merkez bankaları tarafından belirlenmektedir. Wicksellyen analizin mirası olan doğal faiz oranı bu analizde önemini kaybetmekte

ve yok varsayılmaktadır. Kriz dönemlerinde oluşan kredi tayinlamesinin nedeni güven eksikliğidir. Bu çerçevede para politikası hem kısa dönemde hem de uzun dönemde etkiye sahiptir.

Bu temel özelliklerin başlangıç noktası, Post-Keynesyen teorsiyenlerin para arzı eğrisini dik kabul eden Ortodoks teorsiyenlerin aksine yatay kabul etmeleridir. Merkez bankası ya da ticari bankalar kredi maliyeti olarak bir faiz oranı belirlemekte ve seçili bu faiz oranından girişimcilerin ihtiyaç duyduğu para arz edilmektedir. Merkez bankası faiz oranını değiştirerek para talebini etkileyebilmektedir. Ancak bu durumdaki para talebi gelişmelerine para arzını uydurmak da gerekmektedir. Para talebi ile faiz oranı arasındaki bu ilişkinin para arzını içsel hale getirmesi, para otoritesinin sorumluluğunu, kredileri üretken alanlara yönlendirmek olarak yeniden şekillendirmektedir. Bu yaklaşım, Post-Keynesyenler tarafından “Bankacılık Okulu” olarak adlandırılmaktadır. Burada, örneğin konjonktürel dalgalanmaların canlanma döneminde, banka kredilerindeki artış ve ekonomideki büyüme kırılgan bir yapıyı da beraberinde getirmekte, faiz oranlarında yukarı yönlü bir baskı oluşmaktadır (Cin, 2012: 71-72).

Diğer finansal varlıklar varken para tutulmasının nedeni, Post-Keynesyen teorsiyenlere göre, geleceğin taşıdığı belirsizlik olmaktadır. Belirsizlik ile likidite tercihi arasındaki bu ilişkinin ortaya çıkması, zamanın geri döndürülemez yapısından kaynaklanmaktadır. Çünkü üretim için belirli bir zamanın geçmesi gerekmektedir. Bu süreçte, üretimin sonuçları belli olmadan iktisadi karar birimleri belirli taahhütler altına girmekte ve bu taahhütler de genelde para ile ilgili olmaktadır. Dolayısıyla para, Keynes’in de belirttiği gibi, geçmiş ile şimdiyi ve şimdi ile geleceği birbirine bağlayan bir zincirin halkaları gibi görülmektedir. Bu özelliğinden dolayı paranın sistem içindeki önemi Post-Keynesyenler için çok büyüktür ve aktif para politikalarına çok iş düşmektedir. Para politikası bir faiz oranı belirleme politikasına dönüşmektedir (Yavuz ve Tokucu, 2006: 156).

Howells’a (2012: 399-400) göre, Post-Keynesyen para politikasının dört temel özelliği bulunmaktadır. Öncelikle toplam talep seviyesinin güdülediği bir para politikası önem kazanmaktadır. Çünkü iktisadi faaliyet düzeyini toplam talep belirlemektedir. İkincisi, Ortodoks yaklaşımın aksine tam istihdam çıktı seviyesini

sağlayan otomatik bir mekanizma bulunmamaktadır. Üçüncüsü, gelir dağılımı ve refah seviyesinin daha eşitlikçi bir yapıya kavuşturulması amaçlanmaktadır. Son olarak, daha önce vurgulandığı gibi, para arzı içseldir. Yani sistemin kendi iç dinamikleri para arzının ne kadar olacağını belirlemektedir.

Merkez bankası, rezervlerini borç isteyen bankalara ve yeni kredi talebinde bulunanlara sunmaktadır. Bunu yaparken ise bir fiyat belirlemekte ve bu resmi faiz oranı üzerinden bankaları fonlamaktadır. Post-Keynesyen para politikası, bu faiz oranı üzerinden yeni kredilerin mevduat yarattığı bir sürece dayanmaktadır. Ancak, bankalar parasal otorite dışında başka kaynaklara da başvurabileceğinden, merkez bankasının para arzı üzerindeki kontrolü oldukça sınırlıdır. Para arzı üzerindeki kontrolün kısıtlanması, merkez bankaları açısından faiz oranlarını araç olarak kullanmayı gerekli kılmaktadır (Oktar vd., 2012: 58).

Böylelikle faiz hedefi doğrultusunda şekillenen bir Post-Keynesyen para politikası, hem çıktıyı hem de fiyatları etkilemektedir. Fiyatlar üzerindeki etki, çıktının etkilenmesi yoluyla olmaktadır. Faiz oranında bir yükselme nedeniyle kredi maliyetlerinin artması ve böylece parasal büyümenin yavaşlaması, Ortodoks teorisyenler tarafından fiyatlar genel düzeyindeki azalmanın nedeni olarak görülmekteyken, Post-Keynesyen bakış açısına göre, banka kredilerinin düşmesi nedeniyle daha az sermaye kullanılması fiyat baskısı yaratmaktadır. Post-Keynesyenler görece düşük bir faiz oranını savunmalarına rağmen, uluslararası finansal sistemin buna engel olduğuna ve bu nedenle hükümetlerin özellikle gerçekçi kur politikalarıyla müdahaleci bir politika gütmeleri gerektiğine inanmaktadırlar (Cin, 2012: 110).

Potansiyel üretimin toplulaştırılmış talep düzeyinden bağımsız olduğunu varsayan Yeni Keynesyen literatürün aksine Post-Keynesyen analizin temelinde toplulaştırılmış efektif talep prensibi yatmaktadır. Yani, efektif talebin sadece kısa dönemde değil uzun dönemde de rol oynadığı düşünülmektedir (Palley, 1996: 16). Post-Keynesyen İktisat, reel faiz oranlarının istikrarlı olduğunu varsaymaktadır. Merkez bankaları katı fiyatların varlığında nominal faiz oranını belirleyerek tercih ettikleri reel faiz oranlarını sunabilmektedirler. Ekonomik büyümeyi talebin

yönlendirdiği düşünülmektedir. Bu süreç, işgücü ve teknolojik gelişmenin talep artışına cevap vermesiyle gerçekleşmektedir (Lavoie, 2006b: 180).

Post-Keynesyen para politikası modelinde, yüksek reel faiz oranlarının ekonomi üzerinde olumsuz etkisi olduğu varsayımı muhafaza edilmektedir. (2.5) numaralı denklemde, Yeni Keynesyen Phillips eğrisinden yola çıkılarak Yeni Uzlaşma çerçevesinde ifade edilen enflasyon tanımı da varlığını korumaktadır. Çıktı açığını gösteren $(\gamma - \gamma^*)$ ifadesini Post-Keynesyen açıdan biraz açmak gerekmektedir. Burada çıktı açığı, üretim talebinin büyüme oranı (toplulaştırılmış talep) ile doğal büyüme oranı arasındaki farkı göstermektedir. Böylece efektif talep ortaya çıkmaktadır. Denklemde ε_1 terimi şokları göstermektedir. (2.6) ve (2.7) numaralı denklemler ile verilen standart merkez bankası tepkileri modelde aynen korunmaktadır. Yeni Uzlaşma'nın Post-Keynesyen yorumu Lavoie (2006b: 168) tarafından şu şekilde geliştirilmiştir:

$$d\pi/dt = g(\gamma - \gamma^*) + \varepsilon_1 \quad (2.5)$$

$$r = r_0 + \alpha(\pi - \pi^*) \quad (2.6)$$

$$r = r_0 + \alpha_1(\pi - \pi^*) + \alpha_2(\gamma - \gamma^*) \quad (2.7)$$

$$r_0 = r_{nT} = (\gamma_0 - \gamma^*)/\beta \quad (2.8)$$

$$d\gamma^*/dt = \Phi(\gamma - \gamma^*) + \varepsilon_2 \quad (2.9)$$

Burada (2.8) numaralı denklem, merkez bankasının doğal büyüme oranı ve doğal reel faiz oranını doğru bir şekilde değerlendirebileceği varsayımını göstermektedir. (2.7) ve (2.8) numaralı denklemlerden, merkez bankasının doğal büyüme oranını doğru biçimde değerlendirememesi durumunda enflasyon hedefine (π^*) ulaşamayacağı anlaşılmaktadır. Örneğin, efektif talepte yaşanan kalıcı bir artış (γ_0) , merkez bankası tarafından geçici bir şok olarak algılanabilir. Bunun kalıcı bir efektif talep artışı olduğu, merkez bankası tarafından bir sonraki dönem fark edilebilir. Böylece merkez bankası tepki fonksiyonu (2.7) içinde bulunan reel faiz oranı (r_0) ancak gelecek dönemde (2.8) numaralı denklemde yer alan doğal reel faiz

oranı (r_{nT}) ile uyumlaşmaktadır. Söz konusu gecikme olmadığı takdirde efektif talep artışı reel faiz oranı artışı ile ortadan kalkacaktır.

(2.9) numaralı denklem, çıktı açığı ortaya çıkarsa, bu değişikliğin doğal üretim büyüme oranını uyarlayacak gelişmeler ortaya çıkaracağını ifade etmektedir. Post-Keynesyen teorisyenlere göre, doğal üretim büyüme oranı talep artış oranı tarafından içsel olarak belirlenmektedir. Dolayısıyla doğal üretim büyüme oranının dışsal belirlenmesi hata olarak görülmektedir. Doğal üretim büyüme oranı ekonominin canlanma döneminde büyümekte, resesyon döneminde ise küçülmektedir. Bu bağlamda (2.9) numaralı denklem, efektif talebin yol açtığı kısa vadeli talep büyümesine uzun vadeli arz güçlerinin uyumunu göstermektedir. Denklemde ε_2 geçici şokları göstermektedir (Lavoie, 2006b: 181).

Özetle, bu analiz doğrultusunda Post-Keynesyen İktisat, kısa dönemde gerçekleşen iktisadi olayların uzun dönem dengesi üzerinde nitel etkiye sahip olduğunu iddia etmektedir. Böyle bir model, geçici şokun kalıcı izi şeklinde bir “histeri” sergilemektedir. Tüketicilerin talep kararı vermelerinde geçmişteki tercihlerinin etkili olması biçiminde tanımlanan “patika bağımlılığı”²⁵ ve “histeri” kavramları böylelikle modele eklenerek, hükümetlerin enflasyon ve ekonomik büyüme arasındaki uzun dönem geçişmelere engel olamayacağı gösterilmektedir.

Enflasyonda aşırı talep baskısından bağımsız olarak gerçekleşecek geçici bir artışın doğal büyüme oranı ve doğal faiz oranı üzerindeki etkileri kalıcı olmaktadır. Post-Keynesyen analize göre, daha düşük bir enflasyon hedefine ulaşmak için uygulanan geçici yüksek reel faiz oranı, ekonominin doğal büyüme oranı ve gerçekleşen büyüme oranında kalıcı bir düşüşe neden olmaktadır. Para politikası reel ekonomi üzerinde zararlı uzun dönem etkilere sahip görünmektedir (Yozgatlı, 2007: 81-84).

²⁵ Bazı iktisatçılar bu kavramı “kendi kendini kuvvetlendiren olaylar serisi” olarak tanımlar. Öyle ki, bazı kurumlar (merkez bankaları) kendi kendini besleyen olay serileriyle zaman içinde artan fayda elde edebilirler. Kurumsal bir düzenleme, zaman içinde tekrar tekrar devreye sokulduğunda, artan fayda inancı nedeniyle yerleşik hale gelir. Seçim yapma zamanı geldiğinde kanıtların yerini inanç alır.

2.1.4.2. Post-Keynesyen Para Politikası Yaklaşımının Etkinliği

Post-Keynesyen teorisyenler, para arzının içselliği savından yola çıkarak, para otoritelerinin bankacılık sistemi ve yatırımcıların finansmanına kredi temin etmekten kaçınmayacaklarını ileri sürmektedirler. Böylece aktif para politikası, Yeni Keynesyen merkezli Yeni Uzlaşî'nin öngördüğünden çok daha kısıtlı olmaktadır. Post-Keynesyen analize göre, para arzını bir politika değişkeni olmaktan çok bir ekonomik sonuç olarak görmek gerekmektedir. Bu nedenle, para arzındaki artışın faiz oranlarını düşürmesi yoluyla yatırım talebini arttırması gibi para yaratma mekanizmalarına ve sonuçlarına itiraz edilmektedir. Merkez bankası kredi faiz oranını düşürerek kredi talebini teşvik edebilme imkânına sahip olsa da, Post-Keynesyen çerçevede bu durum her zaman geçerli olmamaktadır. Çünkü faiz oranlarındaki düşüşün kredi talebini artırıp artırmayacağı, girişimcilerin kâr beklentilerine de bağlı olmaktadır. Kâr beklentileri zayıfsa, faiz oranlarında önemli miktarda bir düşüş bile olsa kredi talebinde bir artış gerçekleşmemektedir (Parasız, 1998: 288).

Post-Keynesyen para politikasının temel yaklaşımı şudur: Sıfır enflasyon ya da düşük enflasyon hedefi, yüksek reel faiz oranları ve düşük büyüme hızına neden olarak reel ekonomi üzerinde uzun dönemde negatif etkilere yol açmaktadır. Bu sonucun nedeni, toplulaştırılmış talebin hem kısa hem de uzun dönemde rol oynamasıdır. Faiz oranındaki bir yükseliş mutlaka özel ekonomik faaliyetlerin resesyona ve eksik istihdam şeklinde kısıtlanmasına neden olmaktadır. Merkez bankasının böyle bir politika izlemesinin sonucu öncelikle üretim ve istihdam üzerinde görülmekte, fiyat düzeyine yansımaları gecikmektedir. Bu tür politikaların izlenme şansı azdır. Merkez bankaları, firma ve banka iflasları nedeniyle ekonomik sistemin felç olmasını önlenmek için "son kredi mercii" olarak sorumluluk üstlenmelidir.

Çünkü Monetarist görüşün mantığı ve para arzını hedeflemesi her zaman sorun yaratmaktadır. Finansal yenilik ve son yirmi yılda yaşanan deregülasyon bu kusurları daha fazla gözler önüne sermiştir. Dolayısıyla Post-Keynesyen İktisat için para politikasının etkinliği, hem finansal piyasalar hem de reel ekonomi ile uğraşma kapasitesi gerektirmektedir. Merkez bankası enflasyon hedefi olarak "enflasyon için

minimum işsizlik oranı” (MURI) belirlemelidir ve faiz oranı politikasını bu hedefi yakalamak için kullanmalıdır. MURI dikkate alınarak belirlenen bir enflasyon hedefi, işgücü piyasasının ayarlanma sürecini kolaylaştıran bir mekanizma işlevi görmektedir. Eğer gerçekleşen enflasyon MURI değerinden küçükse, enflasyon oranında bir yükseliş denge işsizlik oranını düşürecektir. Tersine bir durumda ise işsizlik oranı artacaktır. Böyle bir hedefleme, işsizliği azaltmak için en uygun ayarlama mekanizmasını yaratmakta ve ekonominin geçici şoklara uyum sağlamasını mümkün kılmaktadır (Palley, 2005: 90-91).

Bu yaklaşıma göre, ekonomik durgunluk ortamında girişimciler karamsardır ve efektif talep oranı düşüktür. Bu durumda içgüdüleri teşvik etmek, kârları arttırmak ve tam istihdama ulaşmak için çok güçlü para ve maliye politikaları gerekli ve yeterlidir. Canlanma durumunda ise girişimciler arzudur, efektif talep oranı yüksektir ve yatırım sadece yüksek faiz oranı tarafından kısıtlanmaktadır. Dolayısıyla ekonominin canlanma dönemlerinde, Post-Keynesyen politika önerileri daha az aktivist politikalar öneren Yeni Klasik İktisat’a yakınsamaktadır. Bununla birlikte, faiz oranları kısa ve uzun dönemde dışsal bir güç olarak görüldüğü için, ekonomiyi durgunluktan çıkarmaya yönelik genişletici politikalar her yerde ve daima uygulanacak tek yol olarak görülmektedir. Bu doğrultuda izlenen para ve maliye politikalarıyla toplam talebin etkilenebileceği, yani bu politikaların yansız olmadığı düşünülmektedir (Parasız, 1998: 292).

Para politikasının etkinliği açısından Yeni Uzlaşî’ya çeşitli eleştirilen getiren Post-Keynesyen İktisat, Monvoisin ve Rochon’a (2006) göre paranın mahiyetine odaklanmaktadır. Bankacılık sistemi tarafından yaratılan para kısa ve uzun dönemde yansız değildir. Yeni Uzlaşî çerçevesinde merkez bankası tarafından yaratılan para sadece uzun dönemde yansızdır ve kısa dönemde dışsal olsa da çıktı açığı ve enflasyona içsel olarak tepki veren bir kısa vadeli faiz oranı söz konusudur. Ancak, Post-Keynesyen Yaklaşım kısa vadeli faiz oranını kısa dönemde tamamen dışsal kabul etmektedir. En önemlisi de bu yaklaşımda doğal oran kesin dille reddedilmektedir. Enflasyon büyük oranda maliyetler tarafından belirlenmektedir. Hatırlanacak olursa, Yeni Uzlaşî Wicksellyen doğal oranı kabul etmekteydi. Enflasyonu belirleyen unsurlar ise fiyat beklentilerini de içeren talep kaynaklı

faktörlerdi. Sonuç olarak, enflasyonu hedeflenen düzeyinde tutmaya odaklanan Yeni Uzlaş para politikasının aksine Post-Keynesyen para politikası gelir dağılımı ve ekonomik büyümeyi hedeflemektedir.

Bu bağlamda, tüm bu etkinlik tartışmalarını Tablo 2.1’de görüldüğü gibi özetlemek mümkündür. Çağdaş para politikası tartışmaları genellikle Yeni Uzlaş ve Post-Keynesyen ekseninde devam etmektedir. Yeni Keynesyen merkezli Yeni Uzlaş ise, para politikasının ve enflasyon hedeflemesinin reel faiz oranları ve reel üretim üzerinde sadece kısa dönemde olumsuz etkiler gösterdiğini, uzun dönemde ise bu değerlerin doğal düzeylerine geri döneceğini varsaymaktadır. Çünkü bu analizin sonuçları, doğal büyüme oranının sadece arz yanlı etkilere bağlı olduğunu ifade etmektedir. Toplulaştırılmış talebe kısa dönemde önem atfeden Yeni Keynesyenler, uzun dönemde bu kavrama rol vermemişlerdir. Post-Keynesyen İktisat ise toplulaştırılmış talebin hem kısa hem de uzun dönemde önem arz ettiğini vurgularken, doğal büyüme oranının gerçekleşen talep büyümesinden ve arz yanlı faktörlerden etkilendiğini öne sürmektedir. Böylelikle para politikasının uzun dönemde reel değişkenler üzerinde etkisi olmaktadır (Yozgatlı, 2007: 86-87).

Tablo 2.1: İktisadi Yaklaşımlar Çerçevesinde Para Politikasının Etkinliği

İktisadi Yaklaşımlar	Parasal Toplamlar		Kısa Vadeli Faiz Oranları	
	Kısa Dönem	Uzun Dönem	Kısa Dönem	Uzun Dönem
Monetarist	Reel Etkiler	Nominal Etkiler	Kullanılmaz	Kullanılmaz
Yeni Klasik	Nominal Etkiler	Nominal Etkiler	Kullanılmaz	Kullanılmaz
Yeni Uzlaş	Kullanılmaz	Kullanılmaz	Reel Etkiler	Nominal Etkiler
Post-Keynesyen	Kullanılmaz	Kullanılmaz	Reel Etkiler	Reel Etkiler

Kaynak: Fontana, G. (2006), “The New Consensus View of Monetary Policy: A New Wicksellian Connection?”, *The Levy Economic Institute of Bard College Working Paper*, No: 476, s. 3.

2.2. Kriz Dönemlerinde Para Politikasının Etkinliği

Kriz, ekonomide aniden ve beklenmedik bir şekilde ortaya çıkan gelişmelerin makro açıdan ülke ekonomisini, mikro açıdan ise firmaları ciddi anlamda sarsacak sonuçlar ortaya çıkarmasıdır. Önceden tahmin edilmesi mümkün olmayan krizler, bulaşıcı hastalık gibi yayılma etkisi göstermektedir. Üretimde hızlı bir daralma, fiyatlarda ani bir gerileme, işsizlik oranında artış, ücretlerde gerileme, borsada çöküş, iflaslar ve banka krizleri gibi çeşitli süreçleri yansıtan ekonomik kriz, sorunlu bir üretim tarzı olan kapitalizmin doğal sonucu olarak görülmektedir. Kriz dönemleri,

üretim ve bölüşüm sürecinde kalıcı sorunlara neden olmakta, böylece üretim-tüketim dengesi bozulmakta ve bir eksik tüketim sorunu ortaya çıkmaktadır (Azizov, 2007: 433).

Bu süreçte ekonomi doğal bir eğilimle güçlü bir mali yapıdan kırılgan bir mali yapıya doğru gitmektedir. Başlangıçta hızlı ekonomik gelişme riskli davranışları teşvik ederken, bu spekülasyon davranışları ekonomide balon oluşturmaya ve çok borçlu bir ekonomi ortaya çıkmaktadır. Sonuç, balonun patlaması ve ekonominin gerileme sürecine girmesidir. Bu bağlamda, finansal sistemin istikrarsız, kırılgan ve krize eğilimli olduğunu savunan Minsky (1982), kredi sisteminin istikrarsızlığına vurgu yaparken borç yapısının rolüne ve daha sonra satılmak üzere edinilen spekülasyon varlıklarının finansmanına yönelik borçlanmaya büyük önem atfetmiştir. Banka kredilerindeki genişleme, refahın sürekli artışı ve yüksek kârlılık yönündeki güvenli beklentiler, portföylerde büyük risk taşımaya çekici kılar. Ancak, zor durumdaki bir firma ya da bankanın iflası likiditeye hücumu beraberinde getirirken, mal ve senetlerin üzerinde yıkıcı sonuçlar ortaya çıkar. Ekonomilerin temelde birikim süreci tarafından desteklenmeyen kırılgan mali yapılara doğru kaymaları, krizleri ortaya çıkaran temel unsurdur (Kindleberger, 2007: 26-29).

BIS²⁶ tarafından 2008 ve 2009 yıllarında yayınlanan raporlara göre, kriz dönemlerinde merkez bankaları politika uygulamalarıyla ilgili çeşitli ikilemlerle karşılaşmaktadır. Bu ikilemlerden birincisi, kriz dönemlerinde mal piyasalarında artan enflasyon oranları enflasyon beklentilerini yükseltirken, diğer taraftan varlığa dayalı menkul kıymetlerden kaynaklanan olumsuzlukların reel sektöre doğru yayılmasıdır. Böyle bir ortamda merkez bankaları hem fiyat istikrarı hedefi itibarıyla anti-enflasyonist politikalar izlemeli hem de reel sektörü korumak adına finansal piyasalarda güveni yeniden oluşturmalıdır. Ancak, enflasyonu düşürmek amacıyla faiz oranlarını artırmak gerekirken finansal piyasalarda kredi akışının hızlandırılması için de faiz oranlarının düşürülmesi gerekmektedir. Bu ikilem, merkez bankalarının krize müdahalelerinin gecikmesine yol açmaktadır. Diğer bir ikilem ise, kriz dönemlerinde enflasyon ve büyüme oranlarının ters yönlü hareketidir. Enflasyon oranlarında artış varken büyüme oranları düşüyorsa, faiz oranlarının hangi yönde

²⁶ Bank for International Settlements.

hareket ettirilmesi gerektiği net değildir. Bu konudaki kararsızlık krizin derinleşmesine yol açan unsurlardan birisidir (Tokucu, 2010: 40).

Bu bağlamda merkez bankaları, son dönemde Dünya genelinde sıklaşan finansal krizlerle birlikte ekonominin gündeminde temel tartışma konusu olmaya devam etmektedir. Çünkü kriz dönemlerinde merkez bankalarının kritik işlevleri olduğuna inanılmaktadır. Yaşanan son küresel kriz ile birlikte merkez bankalarının “son kredi mercii” görevini yerine getirmesi, uzun süredir uygulanan enflasyon karşıtı daraltıcı para politikalarını ve piyasa sisteminin kendiliğinden işleyişine duyulan güveni tartışılır hale getirmiştir.

Kriz sırasında Dünya genelindeki merkez bankalarının piyasayı likiditeye boğarak krizden çıkma çabaları, ana akım para politikalarının ne kadar konjonktürel dalgalanmalara bağımlı olduğunu da göstermiştir. Ana akım merkez bankacılığı çerçevesinde şekillenen kurula ya da takdire dayalı politikalar ile enflasyon hedeflemesinin, krizin dinamiklerini engellemek konusunda güven kaybettiği açıktır. Çünkü kriz dönemlerinde para politikasının aktarım kanalları da etkinliğini kaybetmektedir.

Küreselleşmenin ivme kazanmasıyla birlikte sermaye ve bilgi teknolojilerinde yaşanan gelişmeler, ekonomiler açısından karmaşık bir yapıyı da beraberinde getirmektedir. Bu karmaşık yapı, ülkelerin daha sık şoklara maruz kalmasına neden olmaktadır. Pozitif ya da negatif, içsel ya da dışsal, arz ya da talep kaynaklı olabilen bu şoklar, ekonomilerde birbirini takip eden canlanma ve daralma dönemlerinin yaşanmasına yol açmaktadır. Öyle ki, küresel ekonominin hâkim özellikleri nedeniyle, ülkelerin ekonomik açıdan büyümeleri ancak çeşitli konjonktürel dalgalanma devrelerinden geçmeleriyle mümkün olmaktadır. Şok sonrası ekonominin uzun dönem dengesine ulaşma süreci, çoğu zaman ülkelerin konjonktürel dalgalanma devrelerini krizler yaşayarak atlattıkları ile son bulmaktadır.

Yaşanan bu şok-dalgalanma-kriz sarmalı, ülke ekonomilerinde durgunluk, yüksek enflasyon ya da deflasyon, döviz sorunları, işsizlik ve finansal piyasaların bozulması gibi makroekonomik dengesizliklere neden olmaktadır. Bu bölümün ilk

yarısında detaylı bir şekilde açıklandığı gibi, konjonktürel dalgalanmaların arz şoklarından kaynaklandığını düşünen Ortodoks İktisat para politikalarının etkin olmadığını savunurken, talep şoklarına önem atfeden Yeni Keynesyen İktisat para politikasının etkin olduğunu ileri sürmektedir. Dolayısıyla şoklardan dalgalanmalara ve oradan krize giden süreci, para politikaları açısından sırasıyla incelemek gerekmektedir.

2.2.1. Şok Sonrası Konjonktür Dalgaları Ekseninde Para Politikası

Dinamik iktisadi analiz tarihinin başlangıcından beri, ekonomik dengeleri bozan gelişmeler “şok” olarak tanımlanır (Paya, 2007: 150). Ekonomide meydana gelen dalgalanmalar genel olarak toplam arz ve toplam talepteki değişmelere bağlıdır. İktisatçılar bu eğrilerin kaymasına neden olan dışsal olayları ekonominin karşılaştığı şoklar olarak adlandırır. Bu şoklar çıktı ve istihdam düzeylerini doğal düzeylerinin dışına iterek ekonomiyi dalgalanmaya sokar. Genellikle dalgalanmayı başlatan içsel veya dışsal bir şok olmaktadır. (Mankiw, 2009: 305). Çoğunlukla tahmin edilemeyen ve ekonomiyi etkileyen unsurlara şok adı verilmektedir. Şoklara bir sonraki aşamada ekonominin nasıl tepki verdiği önem kazanmaktadır. Konjonktür dalgaları geçici olsalar da uzun bir süreci kapsadıklarından, para politikası üzerindeki etkilerinin analizi, hem doğru iktisat politikaları oluşturmak hem de bir ekonomideki gelişmeleri sağlıklı bir şekilde değerlendirmek açısından önemlidir.

Konjonktür dalgaları, genel iktisadi faaliyet düzeyinde aynı anda ortaya çıkan ve birbirini izleyen resesyon, depresyon, canlanma ve genişlemeden oluşan bir süreçtir. Konjonktür, ekonomik faaliyetlerin ağırlıklı olarak firmalar tarafından organize edildiği bir süreçtir. Kısa dönemli ekonomik dalgalanmalar olarak da nitelenen bu hareketler toplam çıktı, istihdam ve tüketim gibi temel makroekonomik değişkenlerdeki mevsimsel olmayan ve ekonominin bütünü etkileyen dalgalanmalar olarak ifade edilmektedir (Yıldırım vd., 2010: 316). Bir konjonktür dönemi, birçok ekonomik faaliyette aynı zamanda gerçekleşen, periyodik olmayan, tekrarlanan ve zaman olarak bir yıldan on veya on iki yıla kadar değişen dalgalanmalardır (Özer ve Taban, 2006: 8).

Konjonktürün genişleme döneminde talebin yükselmesiyle üretim ve istihdam düzeyi artarken, piyasalara olan güvenden dolayı yatırımlar da artmaktadır. Genişlemenin son döneminde enflasyon yükseldiği için anti-enflasyonist politikalar uygulanmaya başlanır. Böylece ekonomik faaliyetin azaldığı dönem, yani daralma veya durgunluk dönemi başlar. Durgunluk döneminde reel GSYH birbirini izleyen en az iki çeyrekte azalır. Bu dönemde firmalar yaklaşan resesyonu öngördükleri için yatırımlarını azaltırlar. Ekonomideki daralma şiddetlenir ve kriz ortamı belirginleşir. Bu dönemde firmalar tarafından alınan kredilerin geri ödenmeme riski büyüdüğünden, bankalar kredi faizlerini yükselterek kredi vermek konusunda isteksiz davranırlar. Kriz dönemi, ekonomik faaliyetlerde uzun süre devam eden bir düşüş dönemidir (Koyuncu, 2009: 14-15).

Parasal kaynaklı talep şokları ve firmanın üretim fonksiyonunu etkileyen arz şokları çıktıyı ve istihdamı değiştirmektedir. Toplam talepteki değişiklikler üretimdeki değişikliklerin belirleyici anahtarıdır. Para arzı ve hisse senedi fiyatları ekonomik faaliyetle aynı yönde hareket eder ve bu değişkenlerdeki dalgalanmalar konjonktürelidir. Yapılan araştırmalara göre, para arzı ve hisse senedi fiyatları konjonktür dalgalarından önce değişir. Enflasyon ve nominal faiz oranları konjonktür yönlüdür ve bu değişkenlerdeki dönme noktaları konjonktürün dönme noktalarından sonra ortaya çıkar. Reel faiz oranı ise konjonktür döneminde artış veya azalış yönünde herhangi bir yönelim göstermez (Özata, 2007: 16). Monetarist görüşe göre konjonktürel dalgalanmaların nedeni para arzındaki dalgalanmalardır. Para arzındaki büyümeyi merkez bankası kontrol ettiği için para politikaları ile ekonomik daralmadan çıkılabilir. Oysa Keynesyen teori para politikasının özellikle durgunluk aşamasında etkisiz olduğunu, para miktarının doğrudan konjonktür ile uyumlu olmayacağını savunmuştur (Atay, 2010: 55).

Yeni Klasik konjonktür yaklaşımında dalgalanmalar, ekonomik birimlerin kendi nispi fiyatları ile ortalama fiyat düzeyi hakkındaki eksik bilgilerinden kaynaklanmaktadır. Beklenmeyen toplam talep şokları, rasyonel olarak oluşturulan fiyat beklentilerinde yanılmalara ve böylece üretim ve istihdamın uzun dönem doğal denge seviyesinden sapmasına yol açmaktadır. Ancak, bu sapmalar uzun dönemde kaybolmaktadır (Bocutoğlu, 2008: 191). Yeni Keynesyenler ise, toplam arz şoklarını

tamamen göz ardı etmemekle birlikte, konjonktür hareketlerinin temel nedeni olarak toplam talep şoklarını görmektedir. Toplam talepte meydana gelen şokların kaynakları para politikaları kapsamında nominal etkenler olabileceği gibi, kamu harcamaları gibi reel faktörler de olabilir. Dalgalanmaların yayılma mekanizmasını da nominal ücret ve fiyat yapışkanlıkları oluşturmaktadır. Uzun dönemdeki esneklik varsayımı nedeniyle ekonomi trend düzeyine geri dönse de kısa dönemde toplam talebe yönelik politikalar uygulanmalıdır (Atay, 2010: 67).

Keynesyen teorisyenler dalgalanmaların önemli olduğunu ve uzun sürebileceğini belirtip düzeltici önlemlerin gerektiğine işaret ederken, Ortodoks teorisyenler istikrar politikalarına ihtiyaç duyulmadığını belirterek, piyasa güçlerinin dengeyi bulacağına ve kurala göre para politikasına inançlarını sürdürmüşlerdir. Yeni Klasiklere göre ekonomide istikrar sağlamak için yapılan parasal müdahaleler, piyasa hakkında tam bilgiye sahip olmayan ekonomik birimlerin üretim ve satın alma kararlarında hatalı davranmalarına yol açmaktadır. Para politikası talep şoklarını yönlendirmede yetersiz ve gereksizdir (Özata, 2007: 21). Eğer olumsuz bir şok karşısında genişletici para politikası izlenirse, bu sadece fiyatlar genel düzeyini artıracaktır. Enflasyonu düşürmek için izlenecek daraltıcı politikalar da ekonomideki durgunluğu artıracaktır (Byrns ve Stone, 1992: 337).

Yeni Keynesyen açıdan ekonomik karar birimleri kendi çıkarlarını gözettikleri için, arz-talep dengesinin kendiliğinden sağlanması mümkün değildir. Dolayısıyla ekonomide istikrarsızlık ortaya çıkar ve ekonomiye müdahale gereklidir. Bunun için de para ve maliye politikası araçlarını kullanmak gerekir. Tobin'e (1986: 3-6) göre, maliye politikasının temel değişkenleri üzerindeki politik etki kamu harcamalarının dağılımını etkilemektedir. Bu nedenle maliye politikası daha pasif olmalı, aktif araç olarak para politikası kullanılmalıdır. Para politikasının bu kadar önemli olmasının nedeni, reel para balansları ve faiz oranlarındaki hareketlerin toplam talep ile olan güçlü etkileşimidir. Ayrıca kamu harcamaları da fiyatları ve hasılayı değiştirerek toplam talep üzerinde etkili olur.

Arestis ve Karakitsos (2009: 3), enflasyon odaklı bir para politikası yürüten merkez bankasının varlık fiyatlarındaki artışın neden olacağı bir konjonktür dalgasını ve bunun yol açacağı krizi öngöremeyeceğini düşünmektedir. Çünkü konjonktürün

genişleme aşamasında kredi ve varlık fiyatlarının artışı üretimde dalgalanmalara yol açarken enflasyon oranını artırmayabilmektedir. Bunun öncelikli nedeni, genişleme aşamasında artan potansiyel üretim miktarının çıktı açığını küçültmesi ve böylelikle enflasyonist baskıları azaltmasıdır. Ayrıca, bu dönemde görülebilecek verimlilik artışları da emek maliyetlerini düşürerek artan talebin neden olduğu enflasyonist baskıyı hafifletmektedir. Bütün bunlara rağmen, kredi ve varlık fiyatlarının arttığı konjonktürel genişleme dönemi, üretimin artmasına neden olmaktadır. Bu sebeple merkez bankaları, varlık fiyatlarının neden olduğu konjonktür dalgalarında aynı zamanda üretimdeki artışlara da odaklanmak zorundadır.

Ekonomide olumsuz şok ve dolayısıyla konjonktürel dalgalanma gerçekleştiğinde, durgunluğu göze almadan fiyat artışlarına engel olunamamaktadır. Dolayısıyla, uzun dönemde büyüme ile fiyat istikrarı arasında bir tercih yapılmalıdır. Her durumda fiyat istikrarı tezini savunanlara göre, uzun dönemde büyüme ve tam istihdam ile fiyat istikrarı arasında uyum olduğu için fiyat istikrarı önem kazanmaktadır. Ayrıca, kabul edilebilecek hafif bir enflasyon bile gelecekte hızlı fiyat artışlarına dönüşebileceğinden, bu durum üretim artışından taviz vermeyi gerektirebilecektir.

Her durumda büyüme tezine göre ise esas amaç büyüme olduğundan, onun önüne çıkan her engel ortadan kaldırılmalıdır. Hızlı büyüme toplam arzı artıracığından, zamanla fiyatları da düşürecektir. Böylece ekonomi durgunluktan kurtulup büyüme hızlanırken gelecekte fiyat istikrarı da sağlanmış olacaktır. Mutlak fiyat istikrarı ekonominin işleyişini yavaşlatarak ekonomik büyümeyi durdurma tehlikesi doğururken, hızlı bir büyümenin bedeli de enflasyonla ödenmektedir (Koyuncu, 2009: 34).

2.2.2. Şok Sonrası Ekonominin Uzun Dönem Dengesine Ulaşması

Post-Keynesyen İktisat hariç, uzun dönemde para politikasının etkisizliği büyük ölçüde kabul görülürken, kısa dönemli etkilerin varlığı ve uzun dönem dengesine ulaşma süreci ekonomi literatüründe önemli bir tartışma konusu olmaya devam etmektedir. Şok sonrası oluşan ekonomik durgunlukla mücadelede para politikalarının rolü hakkında iktisadi yaklaşımlar arasında yöntem farklılıkları

bulunmaktadır. Tartışmanın temelinde ise, para politikasının müdahaleci ve takdire dayalı ayarlanabilir bir çerçevede mi yoksa önceden belirlenmiş bir kurala bağlı olarak pasif bir tutumla mı yürütüleceğine yönelik anlaşmazlık bulunmaktadır.

Ortodoks çerçevede fiyatlar arz ve talep edilen miktarlara çok çabuk uyum sağlamakta ve ekonomi hızla uzun dönem denge noktasına ulaşmaktadır. Şok sonrası ortaya çıkan durgunluk, fiyat düzeyi düştüğü ve hasıla başlangıçtaki seviyesine geri döndüğü için çok çabuk sona ermektedir. Talep şoklarının reel sektörden kaynaklandığı, piyasaların tercihleriyle ilişkili olduğu ve para politikasının talep şoklarını yönlendirmede yetersiz ve gereksiz olduğu kabul edilmektedir. Dolayısıyla şoklar geçici görülmektedir. Bu bağlamda Monetaristler ve Yeni Klasikler, piyasa dinamiklerinin dengeye getiren güçlerine güvenerek aktif iktisat politikalarına olan ihtiyacı reddetmektedirler.

Keynesyen literatürde talep şoklarının temel sebebi olarak girişimcilerin yatırım faaliyetlerini yavaşlatmaları görülmektedir. Ekonominin uzun dönem dengesine ulaşması ve dolayısıyla şok sonrası durgunluk koşullarından kurtulması için para ve özellikle maliye politikalarına önemli görevler yüklenmektedir. Bu süreçte, eski Keynesyen yorumlarda maliye politikası ön plana çıkarılmaktayken, Yeni Keynesyen İktisat ile birlikte para politikası daha çok önemsenir hale gelmiştir. Şoklardan kaynaklanan trend düzeyinden sapmaların uzun süreli ve şiddetli olacağı, bu yüzden de söz konusu sapmaları giderecek aktif politikaların gerekli olduğu ifade edilmektedir.

Ancak, karşılaşılan şokun süresi ve tipinin doğru algılanmasına ilişkin gecikmeler, belli bir maliyet ve belirsizlik yaratmaktadır. Bu nedenle, pasif politika taraftarları, takdire dayalı politika eylemlerinin bir rolünün olmamasının önemli bir özellik olduğunu vurgulamaktadırlar. Dolayısıyla pasif politika taraftarları, bilgi maliyetlerinin ve belirsizliklerin azaltılması için para politikasının bir kurala göre yürütülmesini önermektedirler. Diğer taraftan, kurallar her ne kadar politika yapım sürecini basitleştirse de, belli durumlarda ve bir ölçüye kadar takdir kullanmak politika uygulamalarında gerekli olmaktadır. Çünkü takdir yetkisi, politika uygulayıcılara şoklar gibi beklenmedik durumlar karşısında esneklik tanımaktadır (Telatar, 2002: 62-63).

Ana akım merkez bankacılığı, şok sonrası ekonomiyi uzun dönem dengesine götürmek konusunda politika faizine önemli bir görev yüklemektedir. Para otoritesi nominal politika faizini değiştirerek dolaylı yollardan reel faiz oranını değiştirmiş olmaktadır. Çünkü ekonomideki fiyat katılıkları nedeniyle beklenen enflasyon hemen değişmemektedir. Merkez bankası kısa vadeli faiz oranını değiştirdiğinde, bankaların kendi aralarındaki kısa vadeli işlemlerde geçerli olan faiz oranı da etkilenmektedir. Daha sonra diğer uzun vadeli faiz oranları değişmektedir. Tüm bu değişiklikler, belli bir gecikmeyle tüketim ve yatırım kararlarına yansımaktadır. Böylelikle ekonomi uzun dönem dengesine giderken çıktı açığı, kredi arzı ile talebi ve enflasyon değişmektedir. Politika faizindeki değişiklikler zamana yayılmaktadır (Özatay, 2012: 64).

Bu süreç belli bir politika kuralına dayanmaktadır ve bu noktada ekonomiyi uzun dönem dengesine yönlendiren para politikası için kural-takdir tartışması ön plana çıkmaktadır. Bu tartışmanın özü, merkez bankalarının politika kararlarını oldukça belirsiz ve öngörülemeyen bir ortamda almak zorunda kalmalarına dayanmaktadır. Özellikle karar birimlerinin bekleyişlerinin politikalar üzerindeki etkisi, süreci daha da zorlaştırmaktadır. Bu noktada kural, tahmin edilebilir ve tutarlı bir şekilde bilgiyi kullanmada sistematik bir karar süreci olarak ortaya çıkmaktadır. Dolayısıyla kural, merkez bankası tarafından yürütülen para politikasının çeşitli prensiplere bağlanmasıdır. Çünkü bireyler ve piyasa katılımcıları politika yapımcılarının uygulamalarını gözlemlemektedir. Piyasa katılımcıları sürekli olarak gelecekteki para politikası uygulamalarını tahmin etmeye çalışırlar. Bu durum, politika uygulayıcılarının karşılaştığı önemli bir sorun olmaktadır (Kaytancı, 2005: 56-57).

Dar anlamda kural, para politikası için önceden belirlenmiş bir reaksiyon fonksiyonudur. Bu fonksiyon aracılığıyla, merkez bankasının dönemler arası kayıp fonksiyonu minimum kılınabilmektedir. Geniş anlamda ise kural, para politikası için önceden belirlenmiş bir rehber ya da haritadır. Politika uygulayıcılar kuralın getireceği kredibilitenin avantajlarından yararlanmak istiyorlarsa, kurala bağlı kalacaklarına ilişkin bir taahhüt altına girmek zorundadırlar (Svensson, 1998: 206-207). Diğer taraftan politika kuralı, para politikası araçlarının katı bir şekilde

belirlenmesi ve uygulanması anlamına da gelmemektedir. Aksine, para politikası kurallarının politika uygulayanlar açısından yol gösterici olarak kullanılması önerilmektedir. Bazen ekonominin durumuna göre tedbirlerin alınması da gerekebilmektedir. Takdire dayalı politika uygulamaları altında para otoriteleri, beklenmeyen şoklar ve dalgalanmalara karşı kendi yargılarına göre davranmakta serbest olmaktadır (Dwyer, 1993: 4).

Politika yapımında tümüyle takdire dayalı bir yaklaşım izleyen merkez bankası, amaçları ya da gelecekteki eylemlerine ilişkin kamuoyuna herhangi bir taahhütte bulunmamaktadır. Takdire dayalı politika, yeni bilgilere ve beklenmedik gelişmelere karşı merkez bankalarının yanıt vermelerine olanak sağlamakta ve esnekliği korumaktadır. Politika uygulayıcıların yine amaç fonksiyonları olmakta ancak operasyonlar dönem bazında gerçekleştirilmektedir. Kararlar geçmiş deneyimden çok, var olan koşullara göre alınmaktadır. Keynesyen teorisyenlerin bu yöndeki savlarına karşın Ortodoks İktisat, enflasyonist beklentilerin azaltılması için merkez bankasının somut görevlerle yükümlü olması, yani kurala dayalı politika uygulaması gerektiğini savunmaktadır. Para politikasının yürütülmesinde önceden belirlenmiş kurallara göre hareket edilmesi, ekonomik istikrarı ve para politikasının performansını artırmaktadır (Sönmezler, 2006: 18).

Ancak, fiyat istikrarının kurala bağlanması, beraberinde reel ekonominin istikrarsızlığını getirebilmektedir. Bazı durumlarda aşırı durgunluk yaşanırken, bazı durumlarda yüksek büyüme oranları görülebilmektedir. Ancak çağdaş para politikasının üzerinde fikir birliği sağladığı bir nokta vardır: Takdire dayalı politikalar ile karşılaştırıldığında politika kuralları ekonomik performansı iyileştirme konusunda önemli avantajlara sahiptir. Takdire dayalı ayarlanabilir politikalar uygulandığında ise ekonomik bireylerin enflasyonist beklentilerini engellemek olanaksızdır. Çünkü iktisadi birimler merkez bankasının enflasyon kadar diğer değişkenleri de izlediğini ve bunlarda olası bir değişme olduğunda müdahale edeceğini beklemektedir. Böyle bir beklenti piyasalarda belirsizliği artırmaktadır (Güney, 2006: 27).

Geleneksel kural-takdir tartışmaları, merkez bankalarının sosyal refahtan çok kısa dönem üretim ve istihdam artışını gerçekleştirmeye çalışmaları ya da ekonomik

süreçlere ilişkin son derece sınırlı bilgiye sahip olmaları varsayımlarına dayanmaktadır. Çağdaş para politikası ekseninde tartışma daha analitik bir boyut kazanarak oyun teorisi çerçevesinde de ele alınmaktadır. Oyun teorisine göre, politika uygulayıcılar son derece yetenekli olsalar ve yalnızca sosyal refah ile ilgilenseler bile kurallar gerekli olmaktadır (Bofinger, 2001: 164). Aksi takdirde, merkez bankası düşük bir enflasyon oranına ulaşmayı hedeflese bile üretim, istihdam ve kârları en azından geçici bir süre teşvik etme eğilimi içinde olacak ve enflasyon oranı kamuoyu beklentilerinin üzerine çıkacaktır.

Yeni Klasik teorisyenler tarafından geliştirilen zaman tutarsızlığı sorunu, para politikasının kurala dayalı yürütülmemesi durumunda enflasyonist eğilimin ortaya çıkacağını ifade etmektedir. Para otoritelerinin herhangi bir enformasyona sahip olması tehlikeli olduğundan, bu durum para otoritelerine kolayca anti-konjonktürel politika izleme fırsatı verebilmekte ve daha büyük istikrarsızlıklara neden olabilmektedir (Parasız, 2009: 314).

Ayrıca politika uygulayıcıların firmaları ve işçileri sürekli şaşırtması mümkün değildir. Genişlemeci bir para politikası stratejisi daha yüksek bir üretim düzeyi yerine daha yüksek bir enflasyon ile sonuçlanmaktadır. Dolayısıyla kurala dayalı politikalarla merkez bankalarının sürpriz enflasyon yaratma isteği durdurulmakta ve zaman tutarsızlığı sorunu da böylece çözülmüş olmaktadır. Politikaların zaman tutarsızlığı, politika yapıcının önceden ilan ettiği politikalardan vazgeçip özel sektörü aldatma politikası izleyerek, kısa dönemli kazançlar elde etme güdüsü nedeniyle ortaya çıkmaktadır. Genişletici para politikasının kısa dönemde üretimi ve istihdamı arttırabilme olasılığının zaman tutarsızlığına yol açtığı belirtilmektedir (Onur, 2008: 125-126).

Merkez bankasının müdahaleci bir politika izleyeceği beklentisinde olan ekonomik birimler, bu politikanın enflasyonist etkilerinden korunmak amacıyla kısa dönemde ücret ve diğer girdi maliyetlerini sözleşmelerle sabitlemektedirler. Ekonomik birimler ücret ve fiyatlarla ilgili kararlarını izlenecek politika konusundaki bekleyişlerine dayandırdıkları için, karar alıcıların genişlemeci para politikası izleme eğiliminde olduklarını fark ettiklerinde enflasyonla ilgili bekleyişlerini de yükseltmektedirler. Bu nedenle, para politikası uygulayıcılarının zaman tutarsızlığı

problemine yol açan kısa dönemli hedefler yerine uzun dönemde gerçekleştirilecek fiyat istikrarı hedefine yönelmeleri gerektiği konusunda bir fikir birliği sağlanmıştır (Yiğitbaş, 2009: 209).

Ancak, daha önce detaylı şekilde ele alındığı gibi, Yeni Keynesyen iktisatçılar, katı kurallar yerine tanımlı ancak esnek politikalar önermektedir. Para politikasının katı bir kurala bağlanması yerine basit ve esnek bir kural uygulanması durumunda para talebindeki istikrarsızlık daha az olmaktadır (Hargreaves, 1992: 66). Deflasyonist dönemlerde merkez bankalarının sosyal maliyeti gözetmeksizin fiyat istikrarında ısrar etmesi ise reel ekonomi açısından sorunlara yol açabilmektedir.

Bu noktada anahtar soru, merkez bankalarının düşük enflasyon hedefine ulaşmak için kendi para politikalarını belirlerken, aynı zamanda arz ve talep şoklarını karşılayacak derecede esnek bir şekilde para politikalarını nasıl oluşturacaklarıdır? Bu açıdan, politika uygulayıcıların iyi niyetli ve yetenekli oldukları varsayımı altında, takdire dayalı politikanın kurala dayalı politikadan daha üstün olduğu ifade edilmektedir. Ancak asıl sorun, gücün kötüye kullanımı ve tutarsız politika eylemleri durumunda ortaya çıkmaktadır.

Tablo 2.2: İktisadi Yaklaşımlar Açısından Şokların Kaynağı ve Kural-Takdir Tartışması

Yaklaşım	Şokların Ana Kaynağı	Beklentiler	Fiyat Ayarlaması	Piyasa Ayarlaması	Ekonomik Denge	Dönem Analizi	Kural/Takdir
Keynesyen	Otonom harcamalarda dalgalanmalar	Uyarlanmış	Nispeten Katı	Zayıf	Eksik istihdam	Kısa	Takdir
Monetarist	Düzensiz parasal dalgalanmalar	Uyarlanmış	Esnek	Güçlü	Doğal oranda piyasa dengesi	Kısa ve Uzun	Kural
Yeni Klasik	Düzensiz parasal dalgalanmalar	Rasyonel	Son derece esnek	Çok güçlü	Doğal oranda piyasa dengesi	Uzun = Kısa	Kural
Yeni Keynesyen	Sistemik olmayan talep şokları	Rasyonel	Fiyat katılıklarına vurgu söz konusu	Yavaş	Gayri iradi işsizlik ile tutarlı	Genelde kısa	Belirgin bir uzlaşma yok
Post Keynesyen	Otonom harcamalarda dalgalanmalar	Akla yatkın	Yapışkan	Çok zayıf	Eksik istihdam	Kısa	Takdir

Kaynak: Snowdon, B. ve H. R. Vane (2012), *Modern Makroekonomi: Temelleri, Gelişimi ve Bugünü*, Ankara: Efil Yayınevi, s. 619.

Bu bağlamda, Tablo 2.2’de görüldüğü gibi Keynesyen, Post-Keynesyen ve kısmen Yeni Keynesyen iktisatçılar ekonomi politikasının merkez bankalarının takdirine bırakılacak kadar önemli olduğuna inanmakta iken, Monetarist ve Yeni Klasik iktisatçılar da merkez bankalarının gücü kötüye kullanmalarını engellemek için kuralları savunmaktadır.

2.2.3. Deflasyon Riskinin Para Politikasına Yansımaları

1990’larda Japonya ekonomisinin içine düştüğü kronik deflasyon sorunu, 2000’lerin başında ABD ekonomisinin maruz kaldığı “Teknoloji Köpüğü” ya da diğer adıyla “Yeni Ekonomi” krizi nedeniyle yüz yüze geldiği durgunluk ve bunun oluşturduğu deflasyon riski ve son olarak 2008 yılında yaşanan küresel finans krizinin Dünya ekonomisinde yarattığı deflasyon tehdidi nedeniyle, enflasyonun düşük seviyelerde tutulması hedefi daha somut şekilde tartışılmaya başlanmıştır. Böylece, açık enflasyon hedeflemesi uygulanan ülke ekonomilerinde fiyatların belli limitler dışında sadece yükselmesine değil, düşmesine de izin verilmemesi gündeme gelmiştir. Ancak, ekonomilerde görülen her deflasyonun aynı özellikleri taşımadığı bir ortamda para politikasının deflasyon riskini önlemede aktif olarak kullanılması, uzun vadede bu politikanın maliyetinin faydasından daha fazla olmasına yol açabilmektedir.

Deflasyon, talebin sınırlı kalması ve dolayısıyla fiyatlar genel düzeyinin sürekli gerilemesi anlamına gelmektedir. Böyle bir ortam üretimi düşük düzeyde tutmakta ve yeni istihdam olanaklarını sınırlamaktadır. Ücretler gerilediği için tüketim olumsuz etkilenmekte, bu da ekonomiyi durgunluğa itmektedir. Bu süreçte faiz oranları minimum düzeyde seyretmekte, bireysel tasarruflar yatırıma dönüşmemekte ve geri dönmeyen kredi miktarı önemli ölçüde artmaktadır. Bütün bu gelişmeler de bankacılık kesimini ve genel anlamda finansal sistemi olumsuz etkilemektedir. Deflasyon kavramı, dezenflasyon ve depresyon ile ilişkili olmasına karşın aynı anlama gelmemektedir. Yılın iki çeyreğinde üst üste fiyatlar genel düzeyinin düştüğü bir ekonomi, teknik olarak deflasyona girmiş sayılmaktadır. Deflasyon ile birlikte mal talebi ve para arzı azalırken, mal arzı ve para talebinde artış görülmektedir (Altunç, 2007: 1).

Deflasyon süreci; harcamalarda şiddetli azalmalar, toplam talepte düşüşler ve bunu takiben para hacmindeki azalmalara bağlı olarak üreticilerin yeni müşteriler bulmak için fiyatlarda indirime gitmeleri şeklinde kendini göstermektedir. Fiyat düşüşleri ise kâr marjını azaltmakta, yeni yatırımları caydırmakta, satın alma gücünü düşürmekte ve sonuç olarak talep-fiyat-üretim düşüş spirali oluşmaktadır. Stokların artması, varlık fiyat balonlarının patlaması veya kredi imkânlarının daralması gibi nedenlerle talepte belirli bir dönem durgunluk oluşabilmektedir. Bu durum finansal sistemi de olumsuz etkilemekte, borçlu-alacaklı ilişkisini değiştirmektedir. Deflasyon, mal ve hizmet fiyatları düştükçe borcun reel değeri arttığı için, gelir dağılımını borç almış olanlardan borç verenlere transfer ederek bozmaktadır. Borçlunun borca karşılık gösterdiği varlıklar da düşen fiyatlar nedeniyle değer kaybetmektedir. Böyle bir ortamda genellikle faiz oranları düşürülerek ülke ekonomisi canlandırılmaya çalışılmaktadır. Ancak faiz oranları sıfırın altına inemeyeceği için para politikası etkinliğini kaybetmektedir (Brooks ve Quising, 2002: 3-4).

Deflasyonist döneme maruz kalan ülke örneklerinde, deflasyonun ekonominin geneli üzerindeki etkileri yönünden kayda değer bir uzlaşma sağlanamamıştır. Yumuşak deflasyon dönemlerinde çıktıda bir veya iki dönem keskin düşüşlerin yaşandığı ve resesyonun ortaya çıktığı görülmüştür. Ancak, deflasyonun maliyeti durumdan duruma değişebilmektedir. Örneğin, “iyi” deflasyon dönemi, çıktı büyümesinin güçlü ve genellikle pozitif arz yönlü şokların hâkim olduğu bir süreçtir. “Kötü” deflasyon, normal ölçekteki resesyonla ilişkilidir. 1930’lardaki Büyük Depresyon ve 2008 yılındaki küresel finans krizi örneklerinde yaşanan “çirkin” deflasyonun ise üç nominal unsuru bulunmaktadır. İlk olarak, nominal ücretler düşmeden önce fiyatlar düşmeye başlarsa reel ücretler artmaya başlamakta ve kârlar azalmaktadır. Kârların azalması ise daha düşük istihdama ve yatırıma yol açmaktadır. İkinci unsur, nominal faiz oranları için sıfır düzeyidir. Üçüncüsü ise hem tüketicileri hem de kurumsal sektörü etkileyebilecek nominal borçlar ile ilgilidir. Bu durumla ilgili finansal sistemde oluşabilecek zayıflıklar, ekonomide ciddi şekilde gerilemelere neden olmaktadır. Çünkü düşen fiyatlar ve nominal gelirler borç ödeme kapasitesini zayıflattığı için iflaslara yol açmaktadır (White, 2006: 4-5).

Deflasyon ortamında nominal faiz oranı sıfırın altına düşürülemediği için, reel faiz oranlarının yükselmesi ve bunun sonucu olan sıkı para politikası deflasyonu teşvik etmeye devam etmektedir. Böyle bir durumda, geleneksel para politikası araç değişkeni olan kısa vadeli faiz oranı etkinliğini kaybetmektedir. Bu soruna çözüm, bekleyişlerin yönetimidir. Woodford, Svensson, Aurbach, Obstfeld ve Krugman gibi iktisatçılar merkez bankasının piyasaları ve halkı ikna etmesi durumunda daha yüksek enflasyonun olacağını, faiz oranı sıfır tabanında olsa bile reel faiz oranının düşeceğini ve bunun toplam talebi teşvik edeceğini vurgulamaktadırlar. Uzun süreli bir deflasyona hapsolmuş bir ekonomiyi teşvik etmek için reel faiz oranlarının düşürülmesi, beklenen enflasyonda önemli bir artış olmasını gerektirmektedir (Parasız, 2009: 425-426).

Krugman (2010: 168-169), merkez bankasının belli bir zaman aralığında enflasyon yaratmayı taahhüt etmesi durumunda genişletici para politikasının ekonomiyi deflasyonist süreçten çıkarmada etkin olacağını vurgulamaktadır. Bu durum fiyat istikrarı amacından çok fazla sapmaya neden olabileceği için, enflasyonu hedefleyen merkez bankaları açısından tartışmalı bir karardır. Ekonomi bir kez deflasyonist spiralden çıkınca merkez bankası fiyat istikrarıyla tutarlı bir enflasyon hedefine geri dönmek isteyecektir. Böylelikle deflasyonist bir ortamda çalışan merkez bankası zaman tutarsızlığı sorunuyla karşılaşmaktadır.

Enflasyon hedefinin, örneğin talep şoklarının ardından, orta-uzun vadeli fiyat istikrarı ile uyumlu düzeyinden aşağı ya da yukarı doğru sapması karşısında, istihdam ve üretimdeki dalgalanmaların azaltılması amacıyla simetrik tepki verilmesi yönünde genel bir uzlaşma mevcuttur. Böyle bir tepki deflasyonun etkilerinin azaltılması yanında merkez bankasının istihdam kaygılarını da iktisadi birimlere yansıtmaktadır.

Bununla birlikte, yüksek enflasyondan fiyat istikrarına geçiş sürecinde hedeflenenden daha düşük bir enflasyonun gerçekleştirilmesi, merkez bankasının asimetrik politika tepkisi vermesine yol açmaktadır. Merkez bankası fırsatçı dezenflasyon davranışında bulunmaktadır. Bunun temel nedeni, özellikle yüksek enflasyon düzeylerinde hedefin üzerinde kalınmasının iktisadi birimlerin bekleyişlerini olumsuz etkilemesi ve kredibilite sorunu yaratmasıdır.

2.2.3.1. Kredi ve Likidite Riski

Risk, karşı tarafın kredi itibarına, kredinin türüne ve vadesine bağlı olarak değişmektedir. Karşı tarafın yani borçlunun kredi itibarının yüksek olması, kredi riskini azaltmaktadır. Kredi riskini tespit etmek isteyen finansal kurumlar, kredi notu benzeri bir sistem uygulamaktadırlar. Bu sistemde kredi notunu belirleyen unsur, borç alan firmanın piyasada taşıdığı kendine özgü sistematik riskler olmaktadır. Kredi derecelendirmesi ve portföy çeşitlendirmesi kanalıyla kredi riski azaltılabilecek olsa da, tamamen ortadan kaldırılması imkânı bulunmamaktadır. Dolayısıyla finansal kurumların bu riski telafi edebilmesi için borç ödemelerinde faiz oranına bir kredi risk primi dâhil edilmektedir. Buna karşın, kriz dönemlerinde yükümlülüklerini yerine getirmesi mümkün olmayan borçlular ortaya çıkmaktadır. Bu nedenle finansal kurumların, borç alanlara ödenen anapara tutarının ve yatırımlar üzerinden saptanan faiz paylarının tamamının kendilerine geri ödenememesi riskini dikkate almaları gerekmektedir. Dolayısıyla kredi riski finansal kurumların toplam riskini etkileyerek para piyasasına tesir etmektedir (Weinberger, 2012: 29).

Finansal kurumların toplam riskini ve böylece para piyasasını etkileyen bir başka risk ise likidite riskidir. Bu risk, birbiriyle yakından ilişkili olan piyasa ve bilanço riski olarak iki farklı biçimde ele alınabilir. Piyasa likiditesi, bir varlığın piyasa fiyatı üzerinden hemen elden çıkarılamaması riskini taşımaktadır. Böyle durumlarda teklif ve satış fiyatları söz konusu olmakta ve bu fiyatlar arasındaki fark piyasadaki likiditenin düzeyine bağlı olmaktadır. Likidite düzeyi ne kadar yüksek olursa söz konusu fark o kadar düşük olmaktadır. Yüksek düzeyde bir piyasa likiditesi, finansal piyasalarda düşük oynaklık demektir. Diğer taraftan, bilanço riski nakit talebindeki artıştan kaynaklanmaktadır. Finansal kurumlar kriz dönemlerinde likit olmayan varlıklarını satmak ya da daha yüksek faiz üzerinden likidite ödünç almak zorunda kalmaktadırlar (Jorgensen vd., 2011: 93-94).

Deflasyonist bir ekonomide piyasalarda doğacak istikrarsızlıklar ekonomiye ciddi maliyetler yüklemektedir. Özellikle sanayileşmiş ülkelerde borç sözleşmeleri genellikle uzun vadeleri kapsadığından, deflasyon firmaların ve hane halkının reel borçlarını arttırmakta ve söz konusu ekonomik birimlerin net değerlerinin azalmasına ve bilançolarının bozulmasına yol açmaktadır. Bu ise ters seçim ve ahlâki tehlike

sorunları aracılığıyla finansal sistemde istikrarsızlıkların yayılmasını beraberinde getirmektedir. Bu süreçte zorunlu karşılıklar politikası merkez bankasının deflasyonist ya da resesyonist eğilimlere karşı kullanabileceği uygun bir araç olarak görülmemektedir (Özdemir, 2005: 61).

Bu doğrultuda faiz oranlarının yapısını da dikkate almak gerekmektedir. Faiz oranlarının yatay yapısı faiz oranlarının vade yapısını göstermekteyken, faiz oranlarının dikey yapısı ise faiz oranları üzerindeki diğer faktörlerin, yani kredi ve likidite riskinin etkilerini yansıtmaktadır. Ekonomide yatırımcıların riskten kaçınabilmesi için gelecekte beklenen faiz oranına dair belirsizlik az olmalıdır. Riskten kaçınabilme derecesi, yatırımcıların likidite tercihlerine de bağlı olmaktadır. Bu nedenle, faiz oranlarının vade yapısı için beklentiler ve likidite tercihleri temel belirleyiciler olarak kabul görmektedir. Likidite riskini yansıtan risk primi aynı zamanda bir kredi risk primidir. Fiyatlardaki geleceğe dönük beklentiler nominal faiz oranına dahil edildiği için, fiyat istikrarının sağlandığı ekonomilerde enflasyon, vade yapısı üzerinde bir etkiye sahip olmamaktadır. Ancak, enflasyondaki yüksek oynaklık uzun vadede yüksek risk primine yol açarak vade yapısını bozmaktadır.

Dolayısıyla beklentiler etkilenecek gelecekteki faiz oranı hem yatay hem de dikey olarak belirlenebilmektedir. Ayrıca alternatif parasal işlemler çerçevesinde faizlerin vade yapısını etkilemek adına, uzun vadeli menkul değerler alınıp kısa vadeli olanları satılarak para politikası yürütülebilmektedir. Böylelikle faiz oranlarının dikey yapısı yataylaşmaktadır. Bu riskleri dikkate alarak oluşturulan bir para politikası çerçevesi, reel ekonomiye aktarımı kolaylaştırırken deflasyon riskini de azaltmaktadır. Çünkü ekonominin likidite tuzağına yakalandığı deflasyonist bir ortamda para politikası etkinliğini kaybetmektedir. Buna karşın, kredi ve likidite riskinde meydana gelen bir değişme piyasa faiz oranını etkileyebilmektedir (Blomquist vd., 2011: 86-87).

Kriz dönemlerinde oluşan para talebinde beklenmedik bir artış ve finansal kurumlara yönelik güven kaybı, yukarıda bahsi geçen kanallardan likidite riskini yükseltmektedir. Para talebindeki beklenmedik yükselişler ve likidite arzındaki düşüşler, finansal kurumların likidite elde etme sürecini zorlaştırmaktadır. Böylece finansal kurumların likit olmayan varlıklarını elden çıkarmak zorunda kalmaları,

maliyetlerini artırmaktadır. Bu durum, finansal kurumları bir borç ödeme krizine itebilmektedir. Bu noktada finansal kurumlara yönelik güven kaybının devam etmesi senaryoyu daha da kötüleştirirken, finansal kurumların iflasını hızlandırmaktadır. Bu bağlamda, finansal kurumlar açısından riski azaltmak adına yükümlülük tarafındaki likidite yönetimi en az varlık tarafındaki likidite yönetimi kadar önem arz etmektedir. Aksi takdirde sürecin sonu, krizin derinleşmesi ve deflasyonist eğilimlerin güçlenmesi olmaktadır.

Sonuç olarak, para politikasının düzenleyici gücü piyasadaki kredi ve likidite riskini doğrudan veya dolaylı olarak azaltmak için kullanılabilir. Bunun bir örneği, likit varlıkların miktarının sınırlandırılmasına yönelik para politikasıdır. Böylelikle finansal kurumlar likidite talebindeki ani dalgalanmaları masnetmek için belli bir oranda rezerv tutmak zorunda kalmakta ve risk azalmaktadır. Başka bir ifadeyle, kriz dönemlerinde merkez bankaları bankaya hücumu engellemek için belli bir tutara kadar finansal hak sahiplerini garanti altına almalı ve talebi karşılamak için piyasaya likidite sağlamalıdır. Aksi durumda, yaşanan son finansal krizde görüldüğü gibi, ekonomiye yönelik şoklar para piyasasını kilitleyebilmekte ve kriz derinleşirken deflasyon riski artabilmektedir (Weinberger, 2012: 30-31).

2.2.3.2. Sıfır Enflasyon-Pozitif Enflasyon Hedefi Tartışması

Enflasyon hedefi belirli bir oran mı olmalı yoksa sıfır enflasyon mu hedeflenmelidir? Fiyatlar ve ücretlerin aşağıya doğru katı olması nedeniyle, bir miktar enflasyonun mazur görülebileceği ve bu durumun ekonominin çarklarını kolayca çevireceği düşüncesi uzun zamandır tartışılmaktadır. Diğer taraftan, sıfır enflasyon lehine savlar fiyat istikrarının kavramsal içeriğiyle örtüşmektedir. Eğer fiyatlar genel düzeyinde bir değişme yoksa ve dolayısıyla enflasyon oranı sıfır ise, iktisadi birimlerin karar alma süreçlerinde enflasyonu dikkate almalarına gerek kalmamaktadır. Böylece, tanım gereği fiyat istikrarı gerçekleştirilmiş olmakta ve sıfır enflasyon başlangıç noktasını oluşturmaktadır. Ancak, sıfır enflasyonun fiyat istikrarı anlamına gelmediği ve düşük pozitif enflasyon oranının hedeflenmesi gerektiği yönünde savlar da bulunmaktadır (Özdemir, 2005: 58).

Bu konuda Yeni Keynesyen teorisyenler belirli oranda enflasyonu gerekli görmektedir. Çünkü belirli oranda enflasyonun desteklenmesi, reel faiz oranının negatif olmasını sağlayabilmektedir. Bu savı destekleyen bir diğer sebep, tüketici fiyatlarının enflasyonun yarım ya da bir puan üstünde belirlenmesidir. Tüketici fiyatlarından elde edilen enflasyon oranları yukarıya doğru sapmalı olduğundan, gerçek enflasyon oranı ölçülen enflasyon oranından daha düşük bir oranı ifade etmektedir. Bu durum, sıfır enflasyon oranını hedeflemiş bir merkez bankasının bile ölçülen enflasyon için sıfırdan büyük bir değeri dikkate alması gerektiğini göstermektedir. Ancak, uzun dönemde enflasyon ile istihdam/büyüme arasında bir ödünleşme yoksa ve enflasyon yaratmak için herhangi bir mali odaklanma söz konusu değilse enflasyon hedefi sıfır olabilmektedir.

Para ekonomisindeki nakit varlığının hem nominal hem de reel faiz oranları üzerine sıfıra yakın bir alt sınır koyduğu iddiası, sıfır enflasyon yerine pozitif enflasyon hedefinin tercih edilmesindeki temel savlardan biridir. Resesyon dönemlerinde reel faiz oranlarının negatif olmasına olanak sağlanması ve eğer hedef enflasyon oranı sıfır ise, bunun önüne geçilmesi faydalı olabilmektedir. Resesyon dönemlerinde enflasyonun ortalamanın altına düşme eğiliminde olduğu belirlendiğinde, bu durum daha da problemlili bir hale gelmektedir. Dolayısıyla sıfırın üstünde hedeflenen bir enflasyon oranı, konjonktür süresince dönem başı negatif reel faiz oranlarına bazı olanaklar sağlamaktadır. Bu sav, %1 ile %3 arasında bir enflasyon oranını kabul edilebilir görmektedir (Fischer, 1996a: 36). Ancak, Pollin ve Zhu'nun (2005) çalışmalarından yola çıkarak Bakır'ın (2007: 207) vurguladığı kadarıyla, gelişmekte olan ülkeler için istikrarlı olarak %8-12 aralığında sürdürülecek bir enflasyon hedefinin büyüme üzerinde daha olumlu etkiler yaratacağı savunulmaktadır. Çok yaygın bir görüş haline gelen %3 enflasyonun ise aşırı daraltıcı ve büyümeyi yavaşlatıcı unsurlar taşıdığı ileri sürülmektedir.

Düşük pozitif enflasyon oranı lehine bir diğer sav ise, fiyat istikrarını sağlamaya çalışırken ortaya çıkabilecek deflasyon riskidir. Bu bağlamda sıfır enflasyonun altında bir enflasyon oranına ulaşılmasının reel ekonomiye maliyetleri, tersi bir durumda doğacak olan maliyetlerden daha büyüktür. Bu durum literatürde, para politikasının aynı zamanda deflasyonist bir eğilime sahip olduğu şeklinde de

değerlendirilmektedir. Dolayısıyla düşük pozitif enflasyon oranları deflasyona karşı bir güvence sağlamaktadır (Mishkin, 2000: 20). Çünkü nominal ücretlerde aşağıya doğru katılık varsa, reel ücretlerdeki azalma ancak enflasyon yoluyla mümkün olmaktadır. Pozitif bir enflasyon oranı hem reel ücretlerin esnekliğini arttırmakta hem de olası şoklar karşısında emek piyasasının dengeye daha kolay yönelmesini sağlamaktadır.

Diğer taraftan, fiyat ve ücret katılıkları nedeniyle, enflasyonun çok düşük seviyelerde olması durumunda büyümenin daha büyük bir oranda gerçekleşmeyeceği de dikkate alınmalıdır. Söz konusu katılıklar önemli bir düzeyde ise, ücret ve fiyatların enflasyona uyarlanması son derece kolay olmaktadır. Enflasyon oranının yüksek olması durumunda, ekonomide etkinlik sağlanması açısından belirsizliğin olumsuz etkileri ortaya çıkmaktadır. Bu nedenle, sıfır enflasyon oranı enflasyon hedefi olabilir. Bunun için herhangi bir pozitif enflasyon oranında, işsizlik veya büyüme ile enflasyon arasında uzun dönemde bir ödünleşme olmaması gerekmektedir. Bunun yanında, enflasyon için mali bir gerekçe de bulunmamalıdır. Böyle olsa bile, nominal faiz oranlarının alt sınırının sıfır olması nedeniyle, para politikası aracılığıyla kısa vadeli reel faiz oranlarını negatif yaparak resesyonu dengeleyebilme olanağı ortadan kalkmaktadır. Bu anlamda beklenen enflasyon oranının sıfır olması halinde, reel faiz oranlarının negatif olması mümkün olmamaktadır (Karasoy vd., 1998: 15).

Sonuç olarak, politika yapıcılar ve iktisatçılar arasında fiyat istikrarını temsil edecek optimal enflasyon oranının ne olması gerektiği konusunda kesin bir anlaşma bulunmamaktadır. Çünkü fiyat istikrarının kavramsal içeriği ile örtüşmesine karşın, yukarıda vurgulandığı gibi, sıfır enflasyon oranının hedef olarak belirlenmesi aleyhinde görüşler mevcuttur. Bu bağlamda, teoride ve uygulamada ağırlıklı görüş, % 1-3 arasında düşük ve pozitif bir enflasyon oranının fiyat istikrarını temsil ettiği yönündedir. Çünkü sıfır veya sıfıra yakın bir enflasyon hedefi gerçekçi bulunmamaktadır. Bu tür bir hedef, ekonomide çıktılarının kalitesinin yükselmesinden kaynaklanan maliyet artışları sonucu ortaya çıkan fiyat artışlarını, yeni ürünlerin piyasaya girişinden sonraki fiyat dalgalanmalarını ve buna benzer faktörleri hesaba katmayan bir yaklaşım olmaktadır (Oktar, 1998: 54).

2.2.4. Son Uluslararası Finansal Krizin Para Politikasına Yansımaları

2000'li yıllar boyunca giderek ekonomideki önemini artıran varlık fiyatları ve finansal istikrar, 2008 yılında Dünya genelinde yaşanan finansal kriz ile birlikte ekonomi gündeminin ana maddesi haline gelmiştir. Çünkü finansal piyasaların hızlı gelişimi ile birlikte faiz oranlarındaki dalgalanmalar artmaktadır. Sermaye hareketlerinin yaygınlaşması, finansal piyasalardaki düzenlemelerin kaldırılması ve dalgalı döviz kurunun benimsenmesi, ulusal merkez bankalarının güçlerini azaltmaktadır. Bu dalgalanmalar, merkez bankaları tarafından uygulanan para politikalarının etkinliğini azaltmaktadır.

Finansal gelişmelerin artan baskısı karşısında kurumsal düzenlemelerle merkez bankalarının bağımsızlıkları artırılırken, aynı düzenlemeler politika etkinliğine yansımamıştır. Papadatos'a (2010: 197-198) göre, belirli koşullar altında geliştirilen politikalar koşullar değiştiğinde etkinliğini yitirdiği için, parasal ve finansal etkenlerden kaynaklanan dalgalanmalar merkez bankalarının para politikası etkinliğini sınırlandırmaktadır.

Cecchetti (2006), henüz kriz ortaya çıkmamışken, gerek finansal aktiflerde gerekse gayrimenkul fiyatlarında meydana gelen spekülasyonun ve sonrasında yaşanabilecek fiyat çöküşlerinin finansal istikrarı ve dolayısıyla fiyat istikrarını bozabileceğini vurgulamıştır. Çünkü varlık fiyatlarındaki spekülasyon artışının yaratabileceği finansal riskler olduğu açıktır. Bu bağlamda, para talebi her ne kadar istikrarsız olsa da, merkez bankalarında, para arzındaki gelişmeleri yakından takip etmek ve gerektiğinde varlık fiyatlarındaki artışı engellemek için faiz artırımlarını kullanmak gerektiği yönünde bir eğilim oluşmuştur.

Ancak, gerek Bernanke ve Mishkin (1997) gerekse Bernanke ve Gertler (2001) çalışmalarında, enflasyon hedefini olumsuz etkilemedikçe varlık fiyatlarına merkez bankaları tarafından müdahale edilmemesi gerektiği görüşünü savunmuşlardır. Ancak, finansal piyasalardaki hızlı gelişmeler ve akabinde gerçekleşen 2008 küresel krizi, başta Yeni Uzlaşma para politikalarının etkinliği olmak üzere çağdaş para politikası uygulamalarını tartışmaya açmıştır.

2.2.4.1. Kriz Döneminde Enflasyon Hedeflemesine Yönelik Eleştiriler

2007 yılında ABD ekonomisinde etkisini gösteren ve 2008 yılında küresel bir nitelik kazanan uluslararası finansal kriz sırasında, Türkiye'nin de dâhil olduğu birçok ülke, Yeni Uzlaşma yaklaşımı olarak da anılan Yeni Keynesyen temelli enflasyon hedeflemesi stratejisini uygulamaktaydı. Ancak, yaşanan finansal kriz ile birlikte yürütülen para politikası çerçevesi sorgulanmaya başlanmış ve bu sorgulama süreci de akabinde enflasyon hedeflemesine yönelik eleştirileri beraberinde getirmiştir.

Talep yönlü para politikaları olarak tanımlanan ve fiyat istikrarsızlıklarının büyük oranda talepten kaynaklandığını düşünen enflasyon hedeflemesinin, faiz oranlarının belirlenmesinde sadece tüketici fiyat endeksi ile ölçülen enflasyon oranlarına ve çıktı açığına bağlı kalması, küresel kriz döneminde büyük eleştiri almıştır. 2000'li yılların karmaşık finansal özellikler gösteren ekonomik düzeninde enflasyon hedeflemesinin dar kapsamlı yapısı, para politikası oluşturulurken varlık fiyatlarının göz ardı edilmesine yol açmıştır. Dünya ekonomisinin yükseliş trendinde olduğu 2002-2006 döneminde izlenen gevşek para politikaları nedeniyle oluşan likidite fazlası, varlık fiyatlarını artırmış ve finansal piyasalarda istikrarsızlığa neden olmuştur (IMF, 2009: 104). Dolayısıyla, Oktar ve diğerlerine (2012: 138-139) göre para politikası çerçevesinde gösterge olarak sadece enflasyon oranları seçilmemeli, finansal göstergeler de dikkate alınmalı ve finansal piyasalardaki denetimler artırılmalıdır.

Küresel kriz döneminde merkez bankalarının politika etkinliğini kaybetmelerinin bir nedeni de, merkez bankalarının sahip olduğu likidite kolaylığı gibi araçların bankacılık sektöründen kaynaklanan sorunlarla mücadele etmek için uygun olmasına rağmen finansal piyasalara karşı çaresiz kalmasıdır. Aynı dönemde gösterge faiz oranı için bir oranı hedef alan enflasyon hedeflemesini benimseyen merkez bankaları, krize yönelik para politikası tepkisi olarak piyasaya likidite sunmuşlardır. Ancak, Wray'e (2004: 5) göre faiz oranları için pozitif değer belirlendiği bir ortamda, bu para politikası tepkisinin ekonomileri resesyondan çıkarması mümkün değildir. Çünkü merkez bankasının piyasalara likidite sunması bankaların ellerindeki rezervleri artırmış, fazlalık rezervler bankalararası piyasaya

akmış, böylelikle borçlanma faiz oranları düşmüş ve merkez bankasının gösterge faiz oranlarında aşağı yönlü bir baskı yaratmıştır. Belirlediği faiz oranını korumaya çalışan merkez bankası, piyasaya sürdüğü likiditeyi geri çekmek zorunda kalacaktır.

Enflasyon hedeflemesi stratejisi, ekonomide istikrarın sağlanması için merkez bankasına önemli bir rol atfederken bu süreçte maliye politikasını göz ardı etmiştir. Post-Keynesyen teorisyenlerin kriz döneminde enflasyon hedeflemesine getirdiği en büyük eleştirilerden biri de maliye politikasının dışlanması olmuştur. Yaşanan son uluslararası finansal kriz, ekonomik istikrarın sağlanması ve resesyondan çıkılması adına para politikasının tek başına yeterli olmadığını ortaya koymuştur. Ancak, sadece kriz dönemlerinde değil konjonktürel dalgalanmaların her iki döneminde de para politikasının yanında maliye politikasına rol vermek gerekmektedir. Türkiye’de 2002 sonrası ekonomi genişlerken kullanılan sıkı maliye politikası gibi, sadece ekonomi genişlerken değil kriz nedeniyle daralırken de maliye politikalarına başvurulmalıdır.

Enflasyon hedeflemesi stratejinin en önemli gerekliliklerinden biri, merkez bankasının bağımsızlığıdır. Buna karşın, hızlı küreselleşmenin getirdiği karmaşık finansal ilişkiler ve bu süreçte faiz oranlarının oynadığı rol itibarıyla merkez bankasının günümüz ekonomik koşullarında bağımsız hareket etmesi pek mümkün görünmemektedir. Wray (2007: 3) çalışmasında benzer bir vurgu yapmakta ve finansal piyasaların geldiği nokta itibarıyla merkez bankalarının bağımsız para politikaları yürütmelerinin çok da kolay olmadığını belirtmektedir. Diğer taraftan, Issing’e (2009: 45) göre fiyat endekslerinde daha çok tüketici mallarına yer verilmesi ve gayrimenkul, hisse senedi gibi mali varlıkların ihmal edilmesi, enflasyon hedeflemesinin güvenilirliğini zedelemektedir. Çünkü varlık fiyatlarındaki değişimler enflasyona yansımamaktadır. Böylece enflasyona odaklanan merkez bankaları, varlık fiyatlarındaki değişimlerin yol açtığı konjonktürel dalgalanmaları ve bunun yol açabileceği krizi öngörememektedir.

Galbraith’a (2008:4) göre, yaşanan son uluslararası finansal kriz, faiz oranlarının enflasyon hedeflemesi çerçevesinde etkin şekilde kullanıldığı bir dönemde gerçekleşmiştir. Üstelik kriz sırasında para politikası aracı olarak faiz oranı ekonomilerde beklenen etkiyi göstermemiştir. Çünkü, Sardoni ve Wray’in (2005: 4)

de vurguladığı gibi, doğal faiz oranı ekonomilere ve zamana göre değişmekte ve politika uygulayıcılar doğal oranın tam olarak nerede olduğunu tespit edememektedir. Dolayısıyla faiz oranı para politikası için doğru bir rehber değildir.

2.2.4.2. Varlık Fiyatlarındaki Gelişmelerin Para Politikasına Yansımaları

Varlık fiyatlarında yaşanan hızlı gelişmeler nedeniyle finansal istikrarı da gözetmeye başlayan merkez bankalarının kullanabileceği araçları Schioppa (2002) ve Sinclair'in (2000) çalışmalarından yola çıkarak ortaya koyan Özcan (2006: 28), bu araçların finansal istikrar ile ilişkisini incelemiştir. Bu incelemede hem fiyat istikrarı doğrultusunda kullanılan para politikası araçları hem de finansal piyasalara yönelik gözetim ve denetim amaçlı araçlar yer almaktadır. Dolayısıyla merkez bankasının dışında yapılan ve özerk kuruluşlar tarafından kullanılan ihtiyatlı düzenleme, ihtiyatlı gözetim ve mevduat sigortası gibi araçlar da bulunmaktadır. Ayrıca iletişim, acil likidite desteği, ödeme sistemleri ve kriz koordinasyonu gibi unsurlar “paylaşılan ortak araçlar” olarak ele alınmaktadır.

Tablo 2.3: Merkez Bankasının Fiyat İstikrarı ile Finansal İstikrar Doğrultusunda Kullanabileceği Araçlar

Araç	Fiyat İstikrarı	Finansal İstikrar	
		Sistemsal	Kurumsal
Para Politikası Stratejisi	xx	x	
Kısa Vadeli Faiz Oranları	xx	x	
Açık Piyasa İşlemleri	xx	x	
Ödeme Sistemleri		xx	
İletişim	xx	⊗	⊗
Acil Likidite Desteği		xx	xx
Kriz Koordinasyonu		⊗	⊗⊗
İhtiyatlı Düzenleme		©	©©
İhtiyatlı Gözetim		©	©©
Mevduat Sigortası		©	©©

Not: Sembol tekrarları aracın asıl kullanımını, tekil sembol kullanımı ise aracın dolaylı kullanımını göstermektedir. x merkez bankasının etkin denetim rolü olmadan uyguladığı aracı, © merkez bankası dışındaki otoritelerin araçlarını, ⊗ ise her ikisi için de uygun olan araçları ifade etmektedir.

Kaynak: Schioppa, T. P. (2002), “Central Banks and Financial Stability: Exploring A Land in Between”, *Second ECB Central Banking Conference*, Frankfurt, Germany, s. 22.

Gözetim ve denetim yetkisi olmayan merkez bankası sadece para politikası ve buna bağlı araçlarla değil aynı zamanda söz konusu ortak araçlarla da finansal istikrara katkıda bulunmaktadır. Merkez bankasının kamu otoriteleri ile özel ekonomik birimler arasındaki “iletişim” kanalları genelde finansal istikrar raporları,

istatistikler ve basın duyuruları aracılığıyla sağlanmaktadır. Merkez bankası ile finansal sistemin düzenlenmesi ve denetlenmesinden sorumlu olan kurum, herhangi bir ekonomik kriz durumunda ne şekilde koordine olmaları gerektiğini önceden tespit etmelidirler. Çünkü kriz dönemlerinde sistemik risk arz eden konular ve bunların çözümüne ilişkin araçlar konusunda kurumlar arasında farklı algılamalar oluşabilmektedir. Merkez bankalarının “son kredi mercii” olmaları nedeniyle, finansal istikrar doğrultusunda en sık kullandıkları araç acil likidite desteği olmaktadır.

Diğer taraftan, varlık fiyatlarındaki gelişmelerin egemen olduğu bir finansal yapıda sınırsız sermaye hareketlerinin varlığı, para politikası üzerinde kontrol gücüne sahip olmak isteyen merkez bankaları için esnek döviz kuru uygulamasını kaçınılmaz kılmaktadır. Ancak, bu zorunlu tercih özellikle gelişmekte olan ülkelerin ekonomilerinde kur dalgalanmalarından dolayı ciddi sorunlara yol açmaktadır. Finansal piyasaların hızlı gelişiminin kur oynaklığını artırması, dış ticaret şokları aracılığıyla ekonomilere zarar verebilmektedir. Kurdaki ani yükselişler, yükümlülüklerin değerini artırarak ödemeler bilançosunu bozabilmektedir. Thiessen’e (1998: 72) göre, merkez bankasının yurtiçi faiz oranlarını ülke dışındaki gelişmelerden etkilenmeden belirleyebilmesi durumunda o merkez bankasının para politikaları üzerinde kontrol sahibi olduğu varsayımı, bugünün reel ve finansal ekonomi ilişkileri içinde geçerliliğini kaybetmiştir. Finansal piyasalardaki yapısal dönüşüm, para politikası ile reel ekonomi arasındaki bağı zayıflatmıştır.

Gelişmiş ülkelerin merkez bankalarının kısa vadeli faiz oranları ile beklentileri yönlendirerek varlık fiyatlarındaki şişkinliği kontrol altına almaları mümkün olsa da, aynı durum gelişmekte olan ülkeler için zor olmaktadır. Çünkü dış borç, doğrudan yabancı yatırım ve portföy yatırımı olarak gelişmekte olan ülkelere yönelen yabancı sermaye girişleri para ve kredi genişlemesine, yerel paranın değerlendirilmesine ve faiz oranlarında düşümlere yol açmaktadır. Bu gelişmeler ise finansal ve finansal olmayan varlık fiyatları artışını beraberinde getirmektedir. Ancak, yabancı sermaye akımlarının tersine dönmesi kur ve faiz artışlarına yol açtığı için, spekülasyonların hem fiyat istikrarını hem de finansal istikrarı tehdit etmesi söz konusu olmaktadır. Bu sürecin temel nedeni, döviz giriş ve çıkışlarının döviz

kuru, parasal büyüklükler ve faiz oranı üzerinde belirleyici rol oynayabilmesidir (Bakır, 2007: 203).

Artık, merkez bankası faiz oranlarını değiştirdiğinde ekonomik birimler bu değişime karşı türev araçları kullanarak faiz vade dağılımlarını değiştirebilmekte ve faiz oranlarındaki değişimin harcamalar üzerindeki etkisini geciktirebilmektedirler. Merkez bankasının harcama akımlarını büyük oranda bankalar üzerinden etkilediği kredi kanalı da finansal piyasalardaki gelişmeler nedeniyle etkisini kaybetmiştir. Çünkü bu kanalın etkinliği, banka kredileri ile diğer kredi kanalları arasında tam ikame ilişkisinin olmamasını gerektirmektedir. Ancak, finansal piyasalardaki araç ve kurum sayısının artışı, banka kredilerine alternatif seçeneklerin yaygınlaşmasına neden olmaktadır. Böylece bankalar para otoritesi tarafından uygulanan kredi baskısından kaçabilmekte ve ihtiyaçlarını derinleşen finansal piyasalardan fon temin ederek karşılayabilmektedirler. Bu bağlamda bankaların merkez bankalarına olan bağımlılıklarını azaltan bir unsur da menkul kıymetleştirme işlemleri olmaktadır. Çünkü bu işlemler bankalara merkez bankasından daha az borçlanma imkânı vermekte, kendi aralarında hesaplarını denkleştirme fırsatı tanımaktadır. Sonuçta merkez bankasının yürüttüğü faiz politikasının etkinliği azalmaktadır (Oktar vd., 2012: 114-115).

Palley (2005: 92) çalışmasında, finansal piyasalardaki hızlı gelişmelerin ekonomik birimlerin bilançolarında ve borç düzeylerinde bir takım değişiklikler yarattığını, bu değişikliklerin ilk etapta enflasyon üzerinde etkisi olmasa da istihdam ve çıktı üzerinde önemli etkilere yol açtığını vurgulamıştır. Varlık fiyatlarındaki değişmelerin bilançolar üzerindeki etkileri enflasyona yansımayaabilmektedir, çünkü varlık fiyatları enflasyon ölçümleri içinde yer almamaktadır. Ayrıca, varlık fiyatlarında meydana gelen artışlar ve dolayısıyla borçlanmalar nedeniyle yükselen harcamalar cari işlemler açığı ile karşılandığı için, yurtiçi fiyat düzeyi üzerinde çok az etki yaratmaktadır. Hâlbuki Issing (2009) çalışmasında, varlık fiyatlarındaki değişmelerin refah etkisi kanalıyla harcamaları, oradan da enflasyonu etkileyebileceğini göstermektedir. Çünkü söz konusu refah etkisi, ekonomik birimlerin harcamalarını değiştirmektedir. Dolayısıyla, bu gerekçeler sadece enflasyona odaklanan Yeni Uzlaş para politikasının etkinliğini de azaltmaktadır.

2.2.4.3. Varlık Fiyatlarındaki Dalgalanmalara Karşı Para Politikası

Varlık fiyatları ile para politikası arasındaki etkileşim ve para politikasının finansal istikrar doğrultusunda da kullanılması gerektiği tartışmalarına geleneksel görüşün yaklaşımı kesin bir netlik arz etmektedir: Fiyat istikrarı, finansal istikrar için gerekli ve yeterli koşulları taşımaktadır. Bernanke (2010), merkez bankalarının varlık fiyatlarında oluşan balonlara müdahale etmemesi gerektiğini, zaten bu balonları tespit etmenin de merkez bankaları açısından mümkün olmadığını savunmaktadır. Varlık fiyatlarındaki değişimler ile para politikası arasında sistematik bir ilişkinin olmadığını vurgularken, para politikasının finansal piyasalar üzerinde aktif bir etkisinin olamayacağını iddia etmektedir. Finansal istikrarın sağlanması, ödemeler sisteminin sağlıklı bir şekilde işlemesi anlamına gelmektedir. Bu bağlamda finansal dalgalanmaların ekonomiye olumsuz olarak yansımalarının nedeni bilanço bozuklukları olduğu için, sadece yapısal bozuklukların düzeltilmesi üzerine politikalar gütmek yeterli görülmektedir.

Bir başka çalışmada Bernanke ve Gertler (2001: 253), varlık fiyatlarındaki dalgalanmaların bilanço kanalıyla ekonomik birimlerin bilançolarını bozacağını, bu durumda sermaye yeterliliğini korumak isteyen finansal kurumların kredileri sınırlayacaklarını ve son olarak bilançolarındaki kredi riskini azaltmak adına finansal varlıkları likit duruma çevireceklerini ifade etmektedir. Varlık fiyatlarında dalgalanmaların bu şekilde kredi piyasasına sıçraması, orta vadede sermaye birikimini de olumsuz etkilemektedir. Bilanço ve kredi kanalları üzerinden yapılan değerlendirmede, enflasyon hedeflemesi uygulanırken ortaya çıkan enflasyon ve üretim oynaklığının, varlık fiyatlarının dikkate alındığı duruma göre daha düşük olduğu vurgulanmaktadır. Burada merkez bankasının temel sorumluluğu, optimal faiz oranını belirleyerek şoklar karşısında enflasyon ve üretim düzeyinde oluşabilecek sapmaları hedeflenen düzeylerinde minimize etmek olmalıdır.

Bu konudaki bir başka görüş, varlık fiyatlarının merkez bankası tarafından doğrudan hedeflenmesi savıdır. Goodhart ve Hofmann (2002) çalışmalarında, merkez bankasının para politikasını uygularken sadece tüketici fiyat endeksini değil, varlık fiyatlarını da kullanması gerektiğini vurgulamışlardır. Filardo (2004) ise Bernanke ve Gertler'in (2001) varlık fiyatları oynaklığına yaptıkları vurguyu

reddetmekte, varlık fiyatlarının makroekonomik etkileri çerçevesindeki belirsizliğin önemini tartışmaktadır. Bu bağlamda varlık fiyatlarının enflasyon için erken uyarı rolü oynayabileceğini ifade etmektedir. Buna rağmen, varlık fiyatlarının doğrudan hedeflenmesinin, para politikasının etkinliğini artırdığını düşünmemektedir. Sonuçta, merkez bankasının varlık fiyatlarını kontrol edebilme gücü sınırlı olduğu için bu görüş uygulamada fazla tercih edilmemektedir. Bu nedenle varlık fiyatlarında oluşan balonların söndürülmesi yönündeki para politikası rolü de reddedilmektedir (Denktaş, 2009: 181-183).

Ancak, son gelişmeler de göstermiştir ki, finansal istikrar ve para politikası birbiriyle çeşitli bağlantılara sahiptir. Para politikasının etkin bir şekilde uygulanabilmesi ve faiz oranlarındaki değişimin reel ekonomiye arzulan şekilde aktarımı için, iyi işleyen finansal kurumlara ve piyasalara ihtiyaç vardır. Finansal piyasalarda ortaya çıkan sorunlar, parasal aktarım mekanizmasıyla para politikasının etkinliğini doğrudan etkilemektedir. Bu sorunlar, aynı zamanda toplam talep ve enflasyon üzerinde etkiler göstererek para politikası uygulamalarını yönlendirebilmektedir (Cuaresma ve Gnan, 2008: 80).

Bu bağlamda, varlık fiyatlarında 2000’li yıllarda yaşanan balonlar ve akabinde 2008 yılında şiddetlenen küresel finans krizi, para politikası uygulama sürecinde varlık fiyatlarına daha sistematik rol verilmesi gerektiğini ekonomi gündemine taşımıştır. Bu doğrultuda, ekonomide varlık fiyatlarından kaynaklanan dalgalanmaları azaltmak amacıyla merkez bankası tarafından sınırlı ama ters yönde tepki verilmesi önerilmiştir. Bu politika önerisi, “rüzgâra karşı eğilme”²⁷ terimiyle literatürdeki yerini almıştır. Örneğin, varlık fiyatlarında yaşanan artış karşısında merkez bankası politika faiz oranını sınırlı miktarda artırmalı, yani sıkı para politikası izlemelidir. Böylece varlık fiyatlarındaki şişmenin enflasyon ve üretim üzerindeki etkisi sınırlandırılmaktadır (Svensson, 2011: 3).

Pro-aktif para politikası olarak adlandırılan bu süreç ile birlikte enflasyon ve üretimdeki dalgalanmalar azaltılmaktadır. Çünkü varlık fiyatlarında oluşan balon

²⁷ Detaylı bilgi için bkz., Denktaş, E. (2009), *Aktif Fiyatları, Köpükler ve Optimal Para Politikası Tepkisi*, Yayınlanmamış Doktora Tezi, Kadir Has Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, İktisat Anabilim Dalı, İstanbul, s.s. 185-199.

gelecekteki enflasyonu yükseltirken, sönme evresinde de durgunluk ve deflasyon baskısı yaratmaktadır. Bu bağlamda, pro-aktif para politikası ekonomideki olası gelişmelere önceden tedbir almak olarak tanımlanabilir. Bu politika, ekonomide özellikle finansal açıdan oluşabilecek riskleri önceden tahmin etmek zorundadır. Re-aktif para politikası ise merkez bankasının sahip olduğu para politikası seti ile ekonomideki gelişmeleri önceden tahmin etmesinin zor olduğunu savunmakta ve bekleyip duruma göre politika tepkisi vermesi gerektiğini ifade etmektedir.

Eğer merkez bankaları para politikalarını oluştururken sadece fiyat istikrarını dikkate alır ve fiyat istikrarının finansal istikrar üzerindeki etkilerini gözetecek şekilde hareket ederse re-aktif bir süreç ortaya çıkmaktadır. Diğer taraftan, merkez bankaları sadece fiyat istikrarını değil aynı zamanda finansal istikrarı da sağlayacak politikaları benimsiyorsa, pro-aktif bir süreç söz konusu olmaktadır. Küresel kriz sonrasında merkez bankaları, varlık fiyatlarında ortaya çıkan dalgalanmaların sadece faiz oranlarındaki değişimlerle ortadan kaldırılamayacağını düşündükleri için, daha esnek para politikaları benimsemektedirler. Esnek enflasyon hedeflemesinin ön plana çıktığı bu süreç, aynı zamanda nominal kurlardaki ani dalgalanmaları göz önünde bulundurmaya anlamına gelmektedir (Süslü ve Dişbudak, 2012: 68-69).

Cecchetti ve diğerlerine (2000: 16-18) göre, merkez bankası enflasyon hedeflemesi doğrultusunda sadece enflasyon ve üretime değil aynı zamanda varlık fiyatlarına da odaklanmalıdır. Aslında bu, esnek enflasyon hedeflemesi analizine varlık fiyatlarının dâhil edilmesinden ibarettir. Finansal şoklar karşısında merkez bankasının politika faiz oranı ile pro-aktif bir politika tepkisi vermesi kayıp fonksiyonunu küçültmekte ve bu nedenle “rüzgâra karşı eğilme” tepkisi para politikasının etkinliği açısından gerekli görülmektedir. Para politikasının varlık fiyatlarındaki dalgalanmalara tepki vermesinin makroekonomik performansı artırabileceği belirtilmektedir. Ancak, oynaklığın reel ekonomiden kaynaklandığı bir ortamda aktif fiyatlarına herhangi bir tepki verilmemesi ve re-aktif para politikası izlenmesi gerekmektedir.

Ekonomide bir talep şoku yaşanması durumunda, döviz kuru hareketleri şokun etkilerini bertaraf edeceği için politika faizi ile tepki yerine re-aktif para politikası önerilmekte ve bu durum “rüzgâra karşı durma” politikasına karşılık

gelmektedir. Finansal istikrarsızlık varlık fiyatlarında meydana gelen balonlardan kaynaklanıyorsa, merkez bankalarının varlık fiyatlarına para politikası ile müdahale etmesi söz konusu olmaktadır. Para politikası çerçevesinde literatürde enflasyon ve çıktı açığının yanı sıra varlık fiyatlarında ortaya çıkan balonların da göz önüne alınması, “rüzgara karşı durma” politikası olarak adlandırılmaktadır. Bu politika, para politikasının hedefinin varlık fiyatları olması gerektiği anlamına gelmemektedir. Pro-aktif politikanın aksine, varlık fiyatlarında sapma ortaya çıktıktan sonra tepki verilmesinden ibarettir (Wadhvani, 2008: 25-26).

Varlık fiyatlarındaki dalgalanmalara verilecek optimal para politikası tepkisi, ekonominin içinde bulunduğu koşullarla yakından ilişkili olduğu için son derece karmaşık ve doğrusal bir yapı sergilemektedir. Balonlara karşı önceden para politikası tepkisi verilmesinin daha optimal olduğu düşünülmektedir. Bu şekilde merkez bankasının finansal istikrar amacıyla para politikasını sıkılaştırması, bugünkü makroekonomik performanstan belli ölçüde vazgeçmesi demektir. Aksi takdirde, varlık fiyatları kanalıyla oluşan finansal istikrarsızlığın gelecekte yol açacağı maliyetlere katlanmak zorunda kalınacaktır. Finansal kriz öncesinde ya da sırasında para politikası duruşundan taviz vermeyerek finansal istikrarı korumak her zaman mümkün olmayabilmektedir. Çünkü finansal krizler dış şoklardan kaynaklanabildiği gibi, kısmen para politikasıyla ilişkili ve içsel de olabilmektedir.

Dolayısıyla burada varlık fiyatlarının ani çökme riskine vurgu yapılmakta ve politika faiz kararı, bir sonraki dönemde gerçekleşebilecek kredi krizine göre verilmektedir. Enflasyon beklentilerinin sıfıra yakın olduğu bir ortamda politika faiz oranı ile doğal faiz oranı birbirine eşit düzeyde tutulmalı (re-aktif para politikası), enflasyon beklentileri yükseldikçe politika faizi de yükseltilmelidir. Ancak, enflasyon beklentileri aşırı yükseldiğinde politika faiz oranı düşürülerek doğal düzeyine yaklaştırılmalıdır. Çünkü artan enflasyon beklentisi kredi krizi ihtimalini ve dolayısıyla pro-aktif para politikalarının etkinliğini azalmaktadır (Bordo ve Jeanne, 2002: 5).

Sonuç olarak, finansal piyasalarda dalgalanmalar belirdiğinde, “rüzgâra karşı eğilme” politikası ile merkez bankası, politika faiz oranını enflasyon hedefini kısa-orta vadede gerçekleştirebileceği seviyenin üzerine ihtiyatlı bir şekilde çıkarmalıdır.

Merkez bankası para politikasını yükselen varlık fiyatları karşısında sıkılaştırarak ve düşen varlık fiyatları karşısında ise gevşeterek, ekonomik birimlerin aşırı risk alma iştahını kırmayı amaçlamaktadır. Böylelikle kaldıraç etkisi ve borçluluk oranı üzerinde kısıtlayıcı bir baskı oluşturulacağına ve finansal piyasalardaki çöküşün tahribatının azaltılacağına inanılmaktadır. Ancak, bu tür bir politika alternatifi için merkez bankasının varlık fiyatları ve finansal piyasalar üzerinde yüksek bilgi ve kontrol gücüne sahip olması gerekmektedir (Denktaş, 2009: 198).

2.2.4.4. Küresel Kriz Sonrası Yeni Para Politikası Önerileri

Küresel finans krizi, son dönemde egemen olan Yeni Uzlaşma para politikasına yönelik sorgulamaların ve eleştirilerin artmasına neden olmuştur. Tartışmaların ilk odak noktası, mevcut para politikası üzerine iken, ikinci odak noktası ise kriz sırasında ve sonrasında para politikasının nasıl yürütülmesi gerektiği üzerine olmuştur. İkinci bölümde şu ana kadar, mevcut para politikası uygulamalarına nasıl gelindiği incelenmiş, Yeni Uzlaşma'ya dönük eleştiriler ortaya konmuş ve bu çerçevede para politikası uygulamalarının etkinliğine yönelik tartışmalar irdelenmiştir. Ancak, krizle birlikte para politikası uygulamalarında değişikliğe ihtiyaç olup olmadığı da sıklıkla tartışılmaktadır. Çiçek ve Alçın (2010) çalışmalarında, krizin ortaya çıkış sürecinde mevcut para politikası uygulaması olan enflasyon hedeflemesinin rolü olmadığını, ancak krizin derinleşmesi üzerinde son derece etkili olduğunu tespit etmişlerdir. Bu bağlamda para politikası literatüründe öne çıkan iki öneriyi bu kısımda tartışmak gerekmektedir.

2.2.4.4.1. Esnek Enflasyon Hedeflemesi

Enflasyon hedeflemesi stratejisi çerçevesinde katı ve esnek enflasyon hedeflemesi arasında yapılan tercih, merkez bankasının optimal para politikasını oluştururken fiyat istikrarı ve üretim istikrarına yaklaşım dengesini ortaya koymaktadır. Dünya genelinde yaşanan son finansal kriz ile birlikte, katı enflasyon hedeflemesi stratejisinin krizin daraltıcı etkilerini daha da şiddetlendirdiği görülmüştür. Çünkü sadece fiyat istikrarına odaklanan katı enflasyon hedeflemesi, ekonominin üretim cephesinde meydana gelen dalgalanmalara tepki vermemektedir. Dolayısıyla krizin yol açtığı daraltıcı etkileri bertaraf etmek için üretim istikrarını da

kapsayan esnek enflasyon hedeflemesi yaklaşımı önerilmektedir. Bu bağlamda, kamu kesiminin varlığı doğrultusunda dışa açık ekonomi varsayımı altında merkez bankası tepki fonksiyonu aşağıdaki gibi gerçekleşmektedir:

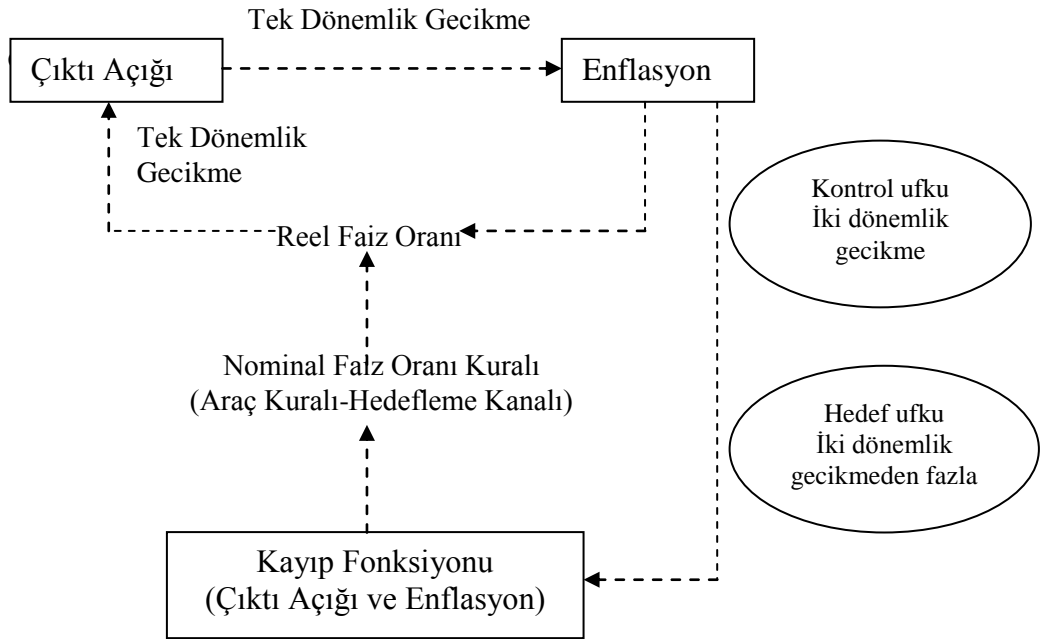
$$i_t = \pi_t + b_1(\pi_t - \pi_t^*) + b_2(\gamma_t - \gamma^*) + b_3g_t + b_4e_t \quad (2.10)$$

Burada g_t kamu harcamalarını, e_t ise döviz kurunu göstermektedir. Dışa açık ekonomide döviz kurunu dikkate alan enflasyon hedeflemesi stratejisi Mishkin ve Savastano (2001) tarafından geliştirilmiştir. Döviz kurunda meydana gelen değişimin faiz oranı ile ters yönlü etkileşim içinde olduğu bilinmektedir. Merkez bankasının optimal para politikası stratejisi; cari enflasyon oranına, enflasyon açığına, çıktı açığına, kamu harcamalarına ve döviz kurundaki değişime tepki veren bir faiz oranı belirlemektir. Enflasyon açığı, çıktı açığı, kamu harcamaları ya da döviz kuru yükseldiğinde politika faiz oranı beklenen enflasyonu enflasyon hedefine eşitleyecek şekilde artırılmalıdır. Birinci bölümde (1.1) numaralı denklem ile gösterilen kayıp fonksiyonunda yer alan λ katsayısı 0'dan büyük olduğunda esnek enflasyon hedeflemesi stratejisine uygun sonuçlar elde edilmektedir. Denklemdeki λ katsayısı büyüdükçe merkez bankasının uyum süreci de uzamaktadır (Çiçek ve Alçın, 2010: 558).

Böyle bir stratejide merkez bankasının politikası, enflasyon ve üretim açığı üzerindeki sapmaları minimize edecek kısa vadeli faiz oranını belirlemektir. Svensson'a (2011) göre, merkez bankası üretim açığında meydana gelen dalgalanmaları da dikkate alan esnek bir politika güdüyorsa, enflasyon tahmininin enflasyon hedefine yavaş uyum sağlaması optimal strateji olmaktadır. Çünkü esnek enflasyon hedeflemesine dayanan tepki fonksiyonundaki katsayılar (b_1 , b_2 , b_3 ve b_4), katı enflasyon hedeflemesi çerçevesindeki tepki fonksiyonu katsayılarından daha küçük olmaktadır. Bu durumda optimal para politikası, iki dönemlik enflasyon tahmini²⁸ uzun dönem enflasyon hedefine aşamalı olarak ulaşacak biçimde, merkez bankasının kısa vadeli faiz oranını ayarlamasını ifade etmektedir (Özdemir, 2005: 197):

²⁸ İki dönemlik enflasyon tahmini, uzun dönem enflasyon hedefinin ve bir dönemlik enflasyon tahmininin ağırlıklı ortalaması olmaktadır.

Şekil 2.1’de görüldüğü gibi, enflasyon tahmininin uzun dönem enflasyon hedefine kademeli olarak yakınsamasını sağlayacak şekilde nominal faiz oranı belirlendiğinde, fiyat istikrarı hedeflenirken üretimde dalgalanma yaratmak da mümkün olmaktadır. Üretim istikrarına verilen ağırlık arttıkça, yani λ katsayısı büyüdükçe ve dolayısıyla enflasyon hedeflemesi esnekleştikçe, enflasyon tahmininin uzun dönem enflasyon hedefine uyum süresi uzamaktadır. Böylece politika uygulayıcılar üretimde meydana gelen dalgalanmalara da önem vermiş olmakta ve dolayısıyla uzun dönem enflasyon hedefine ulaşmak için kısa vadeli politika faiz oranını aşamalı olarak belirlemektedirler. Böylelikle krizin üretim ve istihdam üzerindeki maliyetleri zamana yayılmakta ve para politikası müdahaleci bir kimlik kazanmaktadır (Mishkin, 2002: 217).



Şekil 2.1: Esnek Enflasyon Hedeflemesi

Merkez bankasının kayıp fonksiyonunda çıktı açığına belli ölçüde ağırlık vermesi, yani esnek enflasyon hedeflemesi stratejisini izlemesi, üretimdeki dalgalanmaları azaltırken enflasyondaki dalgalanmaların yükselme riskini de üstlenmektedir. Böyle bir uygulama, para politikası nominal çapasını kaybetme tehlikesi ile karşılaşsa da, makroekonomik performansı artırdığı için tercih edilmektedir. Sadece enflasyonun hedef değerinden sapmasına odaklanan katı bir stratejisinin özellikle kriz dönemlerinde üretimdeki istikrarsızlıkları nasıl

derinleştirdiği, yaşanan son finansal kriz ile birlikte bir kez daha gözler önüne serildiği için söz konusu riskin alınması gerektiği düşünülmektedir. Üstelik görece fiyat istikrarının sağlanmış olduğu bir dönemde büyük bir ekonomik krizin yaşanmış olması, fiyatlar genel düzeyindeki bir miktar dalgalanmanın göze alınabileceğini göstermektedir.

2.2.4.4.2. Makro İhtiyat Politikası

1929 yılından bu yana Dünya ekonomisinin gördüğü en büyük kriz olan 2008 küresel finans krizi, finansal istikrar odaklı politika tartışmalarını hızlandırmış ve merkez bankalarının sistemik risk birikimine katkıda bulunan unsurları dikkate almaları gerektiği sonucuna ulaşılmıştır. Bu çerçevede getirilen politika önerilerinden sonuncusu, tüm finansal kurumlar arasında karşılıklı etkileşimin olduğunu varsayarak finansal riski azaltmayı amaçlayan makro ihtiyat politikasıdır. Finansal sistemden kaynaklanan ve makroekonomik performansı düşüren riskleri kontrol altında tutabilmek için, finansal piyasalarda yer alan tüm kurumlar denetlenmeli ve bu süreçte merkez bankaları önemli roller üstlenmelidir (Caruana, 2010: 2).

Finansal sistemin sağlam ve istikrarlı bir ortamda işlemesini sağlamayı hedefleyen makro ihtiyat politikasının temel savı, sistemik risklerin etkilerini küçültmek ve yapısal kırılmalıkların oluşumunu büyük ölçüde telafi etmektir. Bir bütün olarak finansal sistemin istikrarını amaçlayan makro ihtiyat politikası, para politikalarının önüne geçmek yerine onları destekler nitelikte kullanılmaktadır. Bunu sağlamak için sistemi etkileyen tüm kurum ve piyasaların söz konusu politika düzenlemelerine dâhil olması gerekmektedir (Fujita vd., 2010: 13). Dolayısıyla para politikası araçları ile ihtiyat niteliğindeki düzenleyici araçlar birleştirilerek araç seti genişletilmelidir. Aksi takdire, örneğin aşırı risk alınmasını engellemek için sadece para politikasına başvurarak faiz oranlarının yükseltilmesi durumunda çıktı açığı artabilecektir. Tersisi durumda ise kredi genişlemesi ve varlık fiyatlarında balon oluşumunun önüne geçmek mümkün olmayacaktır (Claessens vd., 2010: 18).

Ancak, makro ihtiyat politikası çerçevesinde kullanılacak düzenleyici araçlarla ilgili öğrenme süreci hâlâ devam etmektedir. Kriz sonrasında elde edilen deneyimler doğrultusunda merkez bankalarının ve diğer düzenleyici kurumların

politika tepkileri, araçlar hakkında sahip olunan bilgileri artırmaktadır. Bu süreçte, zaman boyunca toplam riski yönetmek adına kredinin değere oranı, belirli sektörlere verilen krediler için doğrudan kontrol, konjonktür karşıtı tedbirler almak ve gerektiğinde kullanılmak üzere kredi genişlemesi sırasında tampon sermaye hazırlamak gibi araçlar ön plana çıkmıştır. Zamanın her bir noktasında toplam riski yönetmek için araç olarak ise kredi/mevduat oranı zorunluluğu, likidite gereksinimi, sistemik olarak önem arz eden bankalar açısından sermayenin vergilendirilmesi ve nakit uyumsuzluğu üzerine sınırlamalar kullanılmıştır (Caruana, 2010: 3).

Konjonktürün durumuna göre kullanılacak araçların politika faiz oranı dışındaki çeşitliliği merkez bankalarının müdahale becerisini politika çelişkisine yer vermeksizin yükseltmektedir. Para politikaları yeterli olmadığında banka kredilerine limit koyan kredinin değere oranı ve borç servisinin gelire oranı gibi yönetsel kurallar etkin olmaktadır (Shin, 2010: 9). Örneğin, kaldıraç çok yükseldiğinde düzenleyici sermaye oranları artırılmakta veya likidite oranlarının düştüğü görüldüğünde düzenleyici likidite oranları devreye sokulmaktadır. Benzer şekilde ev fiyatlarında balon oluşmaya başladığında kredinin değere oranı düşürülmekte ya da hisse senedi fiyatlarında artış görüldüğünde marj gereklilikleri yükseltilmektedir. Politika faiz oranı ise daha çok enflasyon hedefinde sapma olduğunda ve üretimde dalgalanmalar ortaya çıktığında kullanılmaktadır. Dolayısıyla makro ihtiyat politikasına göre, düzenleyici araçlar ile politika faiz oranı arasında bir iş bölümü yapılmaktadır (Oktar vd., 2012: 156).

BIS tarafından (2010: 90) yayınlanan rapora göre, makro ihtiyat politikası çerçevesinde politika uygulayıcılar yerine getiremeyecekleri taahhütlerde bulunmamalıdır. Sistemin esnekliğini ve sağlamlığını artırmak, örneğin aşırı risk alınmasını engellemek için kullanılan araçlar, mümkün olduğu kadar basit kurallara dayanmalıdır. Merkez bankaları ana düzenleyici kurum olarak hizmet etsin ya da etmesin, makro ihtiyat politikalarının hazırlanmasında ve yürütülmesinde etkin işlevlere sahip olmalıdır. Çünkü merkez bankaları deneyim itibarıyla gerek finansal gerekse ekonomik sistem hakkında geniş bir bilgi setine sahiptir. Ancak bu noktada, fiyat istikrarını hedefleyen merkez bankalarının aynı zamanda finansal istikrarı

hedefleyen makro ihtiyat politikasını da organize edip edemeyeceği büyük bir belirsizliğe yol açmaktadır.

Bu belirsizliğe rağmen, Blanchard ve diğerlerine (2010: 6) göre, merkez bankalarının para politikalarını ve düzenleyici politikaları kendi bünyelerinde toplamaları, para politikalarını düzenleyici politikalarla desteklemeleri gerekmektedir. Çünkü merkez bankaları makroekonomik gelişmeleri yakından takip edebilmektedir. Böylelikle para politikalarının etkinliği artmakta ve enflasyon hedefi doğrultusunda üretimde meydana gelen sapmalar azalmaktadır. Ancak böyle bir sorumluluk doğal olarak merkez bankalarının yükünü artırmaktadır. Bu doğrultuda IMF tarafından krizden çıkış yolları üzerine 2009 yılında hazırlanan raporda²⁹ Yeni Uzlaşma para politikalarının ve makro ihtiyat politikalarının etkinliği test edilmiştir.

Çalışmada kullanılan model geleneksel Yeni Keynesyen temeller üzerine inşa edilmiş ve kredi standartlarında gevşemeyi teşvik eden finansal şok durumunda dört farklı politika stratejisinin tepkisi incelenmiştir. Modeldeki birinci politika stratejisi standart Taylor Kuralı'dır. İkinci strateji, merkez bankasının enflasyon, üretim ve nominal kredilerdeki sapmalara tepki verdiği Eklentili Taylor Kuralı'dır. Üçüncü politika stratejisinde makro ihtiyat politikasına ilişkin araçlar Eklentili Taylor Kuralı'na dâhil edilmekte ve gecikmiş nominal kredi büyüklüklerine tepki verilmektedir. Bunu sağlayan, politika faiz oranı ile kredi oranı arasındaki farkı etkileyen makro ihtiyat politikası araçlarıdır. Son stratejide ise, optimizasyon süreci olabileceği düşünülen belirli şoklara karşı verilecek en iyi tepkinin ne olduğu araştırılmakta, dolayısıyla her değişkene verilen ağırlık optimizasyon süreci ile belirlenmekte ve üçüncü politika stratejisinin bir versiyonu elde edilmektedir (Tokucu ve Aykırı, 2011: 22-23).

Tablo 2.4'te, finansal bir şok yaşandığında hangi stratejinin etkinlik açısından en iyi sonucu verdiği görülmektedir. Söz konusu stratejiler tabloda etki güçlerine göre sıralanmaktadır. Tablodan da anlaşılacağı gibi, şok karşısında enflasyon ve çıktı açısından en az sapmanın gerçekleştiği strateji, makro ihtiyat politikasının dâhil edildiği optimize edilmiş Eklentili Taylor olmaktadır. Bu stratejide şokun yol açtığı

²⁹ Detaylı bilgi için bkz., IMF (2009), *World Economic Outlook: Crisis and Recovery*, Chapter 3. From Recession to Recovery: How Soon and How Strong?, s.s. 97-132.

maliyetler diğer stratejilere göre oldukça düşük düzeyde kalmaktadır. Kriz döneminde politika etkinliğinden en uzak strateji ise Taylor Kuralı olarak ortaya çıkmaktadır. Taylor Kuralı çerçevesinde gerek çıktı açığından gerekse enflasyon açığından sapma oldukça yüksek çıkmaktadır. Dolayısıyla kriz döneminde kaybın en yüksek olduğu strateji de Taylor Kuralı olmaktadır. Dolayısıyla merkez bankaları para politikasını yürütürken Yeni Keynesyen tabanlı Taylor Kuralı'na bağlı kalmamalı ve Taylor Kuralı'nı makro ihtiyat politikası ile genişletmelidir. Aksi takdirde, Taylor Kuralı'na göre sabit olarak alınan reel faiz oranı, finansal aracılardan çok fazla ve çok az borç aldığı durumlarda ekonomiyi düşük faiz oranı tuzağına sürüklemekte ve kriz ihtimalini artırmaktadır (IMF, 2009: 112-115).

Tablo 2.4: Bir Finansal Şok Karşısında Politika Stratejilerinin Etkinliği

Politika Stratejileri	$\sigma(\pi - \pi^*)$	$\sigma(\gamma - \gamma^*)$	Kayıp
Optimize Edilmiş Eklentili Taylor+Makro İhtiyat	0.018	0.040	0.002
Eklentili Taylor+Makro İhtiyat	0.092	0.061	0.012
Eklentili Taylor Kuralı	0.110	0.076	0.018
Taylor Kuralı	0.512	0.624	0.652

Not: Kayıp sütunu çıktı açığındaki $(\gamma - \gamma^*)$ değişkenlik ile tüketici fiyat endeksi enflasyonunun toplamına eşittir. σ sembolü standart sapmayı ifade etmektedir.

Kaynak: IMF (2009), *World Economic Outlook: Crisis and Recovery*, s. 112.

2.3. Genel Değerlendirme

1960'lı yıllarda, üretim ve işsizlik düzeyini tam istihdam düzeyine yaklaştırmayı amaçlayan politikalar olarak tanımlanan müdahaleci iktisat politikası, uzun dönemde enflasyon ve işsizlik arasında ödünleşmenin var olduğu yönündeki temel sav doğrultusunda destek görmüştür. Ancak, 1970'li yıllarda gelişmiş ülkelerde büyüme imkânları ve kaynak üretme ihtiyacı azalmış, böylece Keynesyen İktisat önemini kaybetmiştir. Enflasyonun ciddi bir sorun olarak görülmeye başlandığı bu dönemde, Keynesyen politikaların ekonominin tam istihdam seviyesinin çok altında olduğu durumlarda etkili olabildiği, diğer koşullarda çözüm sunamadığı ve araçların değiştirilmesi gerektiği saptanmıştır.

1970'lerin ortalarından itibaren Keynesyen talep yönlü politikalar terk edilmiş ve Monetarist politikalar benimsenmiştir. Böylelikle para politikasının öncelikli amacının fiyat istikrarı olduğu görüşü kabul görmeye başlamıştır. Para talebinin varsayıldığı gibi istikrarlı olmadığı anlaşıldığında ise parasal stokların ara

amaç olarak kullanımından vazgeçilmiş ve 1990'ların başında Yeni Keynesyen para politikası öne çıkmıştır. Çünkü para talebinin istikrarsız olduğu bir ortamda tek başına parasal stokların sabitlenmesi etkin olmamaktadır. Çağdaş para politikası çerçevesinde merkez bankalarının uygulaması gereken politika, kısa vadeli faiz oranlarını etkilemek suretiyle diğer oran ve fiyatları değiştirmek olmuştur. Bunun için de Taylor Kuralı gibi şeffaf ve öngörülebilir bir kural takip edilmiştir.

Bu yaklaşımın bulguları aslında Monetarist teorisyenlerin piyasa öngörülleri ile paralellik göstermektedir. Çünkü her iki görüşte de para politikasının uzun dönem etkisi sadece enflasyon üzerinde görülmekte ve reel değişkenleri etkileyememektedir. Yeni Uzlaşma ise bu noktada dışsal para arzının reddedilmesi ve para arzı artış kuralı yerine reel faiz oranının yerleştirilmesi ile farklılaşmaktadır. Ancak, potansiyel üretim miktarının gerçekleşen üretim miktarından ve ayrıca arz yanlı faktörlerden etkilendiğini varsayan Post-Keynesyen teorisyenler, politika uygulayıcıların enflasyon ve ekonomik büyüme arasındaki uzun dönemli geçişmeleri engelleyemeyeceğini göstermektedir. Para politikasının enflasyondan daha fazlasını etkilediğini ifade eden yaklaşıma göre, sıfır ya da düşük enflasyon hedeflemesi yüksek reel faiz oranlarına yol açmakta, bu durum ise düşük büyüme hızına neden olarak reel ekonomi üzerinde olumsuz etkiler oluşturmaktadır (Yozgatlı, 2007: 89).

Buna rağmen, dışa açık ve sermaye hareketlerinin serbest olduğu bir ekonomide para politikasının etkinliğini artıran strateji, bünyesinde esnek kur rejimini barındıran enflasyon hedeflemesi olarak görülmekteydi. Ekonomik şokları en az hasarla atlatabilen ve makro değişkenlerdeki bozulmaları minimize edebilen bir strateji olduğu düşünülen enflasyon hedeflemesi, esnekleştirilmiş para politikası uygulamalarına müsaade etmekteydi. Enflasyon hedeflemesini savunanlara göre, böylelikle politika uygulayıcıların kriz dönemlerinde politika kabiliyetleri artmakta ve etkin bir likidite yönetimine sahip olmaktaydılar. Kriz dönemlerinde ekonomik birimlerin güven zafiyetine bağlı olarak nakit paraya dönme eğilimleri arttığı için likidite gereksinimi ortaya çıkmaktaydı. Nakitte kalma arzusu tüketim ve yatırım kararlarını ertelediği için resesyona ve durgunluğa yol açmaktaydı. Bütün bunları önlemek ya da en az hasarla atlatacak ise enflasyon hedeflemesi stratejisi ile mümkün olacaktı (Eroğlu ve Eroğlu, 2010: 250-251).

Ancak, 2008 yılında Dünya geneline yayılan finansal kriz, kısa vadeli faiz oranlarının etkin olarak kullanıldığı bir dönemde gerçekleştiği için yerleşik para politikasına olan inancı sarsmıştır. Finansal istikrarı sağlamak için politika faiz oranının ve fiyat istikrarının yeterli olmadığı artık belirgin bir sonuçtur (Carney, 2009; White, 2006; Svensson, 2011). Enflasyon hedeflemesi stratejisi, enflasyona dar bir açıdan bakması nedeniyle, merkez bankalarının istihdam ve ekonomik büyüme gibi diğer önemli sorunları görmesini engellemesi üzerinden eleştirilmektedir. Üstelik sadece enflasyona odaklanan dar kapsamlı bir enflasyon hedeflemesi, aynı zamanda merkez bankalarının finansal istikrarın önemli belirleyicilerini de gözden kaçırmalarına neden olmaktadır (Buiter, 2009).

Enflasyon odaklı bir para politikası yürüten merkez bankası, varlık fiyatlarında meydana gelen dalgalanmaların yol açacağı konjunktür dalgasını ve dolayısıyla krizi öngörememektedir. Dünya ekonomisinde konjunktürün genişleme aşamasında kredilerde ve varlık fiyatlarında meydana gelen artış potansiyel üretim miktarını artırdığı için üretim açığını küçültmekte ve enflasyonist baskıları azaltmaktadır. Böylelikle üretimde dalgalanmalar ortaya çıkmaktadır. Bu nedenle merkez bankaları sadece enflasyonun hedeflenen oranından sapmasına değil, aynı zamanda esnek enflasyon hedeflemesi çerçevesinde üretimdeki dalgalanmalara da odaklanmalıdır (Oktar vd., 2012: 143-144).

Svensson'a (2011) göre gerçekleşen son büyük kriz, para politikası tarafından kontrol edilemeyen faktörlerden kaynaklanmaktadır. Varlığa dayalı menkul kıymetlerin riskinin değerlendirilmesinde önemli miktarda bilgi seti sorunu bulunmaktadır. Bu nedenle sistemik riskler göz ardı edilmiştir ve bunlar para politikasının zafiyetlerinden kaynaklanmamaktadır. Dolayısıyla kriz öncesinde, sırasında ve sonrasında uygulanabilecek en etkin para politikası, doğru şekilde uygulanan ve finansal koşullar hakkındaki tüm bilgileri kullanan esnek enflasyon hedeflemesi olmaktadır. Ancak, finansal sistemin aktarım mekanizmasındaki rolünün teorik, ampirik ve operasyonel olarak net bir biçimde ortaya konulması gerekmektedir. Finansal istikrarsızlık, para politikasının aktarım mekanizmasında aksaklıklara neden olmakta, böylelikle para politikasının etkinliği azalmakta ve

politika faiz oranı araç niteliğini kaybetmektedir. Bunun için finansal istikrarı hedefleyen ayrı bir araç setine ve finansal istikrar politikasına ihtiyaç bulunmaktadır.

Buna karşın, varlık fiyatlarında meydana gelen dalgalanmaların yol açtığı finansal istikrarsızlık karşısında kısa vadeli faiz oranlarının kullanılması durumunda, enflasyon hedefinden sapma riski ortaya çıkmaktadır. Ancak, varlık fiyatları finansal istikrarı doğrudan etkilediği için, para politikası üzerinde çeşitli kısıtlar ortaya çıkmasına neden olmaktadır. Bu nedenle merkez bankaları varlık fiyatlarındaki dalgalanmalardan kaynaklanan finansal istikrarsızlıklara tepki verme ihtiyacı hissetmektedirler. Finansal istikrarın sağlanamadığı bir ortamda fiyat istikrarı hedefinin başarılı olamayacağı ve finansal istikrarın aynı zamanda dolaylı yollardan ekonomik büyümeyi desteklediği belirtilmektedir.

Dolayısıyla ödemeler sisteminin sağlıklı bir şekilde işlemesi de merkez bankasının amaçları arasında yer almakta, bu ise finansal istikrarı gerektirmektedir. Ancak, finansal istikrarın sağlanması için hangi araçların kullanılması gerektiği para politikası açısından karmaşık bir yapı sergilemektedir. Merkez bankalarının finansal istikrar hedefini enflasyon hedeflemesi stratejisine dâhil etmeleri, kayıp fonksiyonunda yeni bir hedef değişken ortaya çıktığı için, para politikasını sınırlandırmaktadır. Finansal piyasaların kırılgan bir yapı sergilediği kriz dönemlerinde, gelişmiş ülkelerin merkez bankalarının bozuk yapının temizlenmesine zaman kazandırmak için genişletici para politikası uyguladıkları görülmektedir. Finansal kırılganlık ortadan kalkıncaya kadar kısa vadeli politika faiz oranında düşüş eğilimleri sergilenmekte ve ortaya çıkan likidite ihtiyacı “son kredi mercii” olan merkez bankaları tarafından karşılanmaktadır (Çiçek ve Alçın, 2010: 555).

Burada merkez bankaları tarafından uygulanan para politikalarının finansal piyasalar üzerinde etkili olup olmayacağı önem kazanmaktadır. Blanchard ve diğerlerine (2010: 6) göre, bankacılık sektörü üzerinden gerçekleşen kriz deneyimlerinden yola çıkılarak bankacılık sistemi ve merkez bankasının “son kredi mercii” fonksiyonu güçlendirilmesine rağmen, banka dışı finansal kurumlara yeterince önem verilmemiştir. Parasal aktarım kanalının ağırlıklı olarak banka kredileri üzerinden gerçekleşmesi beklendiği için politika faiz oranı kullanılarak harcama akımlarının kontrol edilebileceği düşünülmüştür. Woodford’a (2010) göre,

merkez bankası enflasyon ve kaynak kullanımı konusunda tahminlerini oluştururken finansal koşullardaki değişikliklerin etkisi de dâhil olmak üzere ilgili bilgi setinin tamamını kullanırsa, para politikası değişen finansal koşullara otomatik olarak etkin şekilde cevap vermektedir.

Finansal küreselleşme sürecinde ulusal merkez bankalarının politika etkinliklerinin giderek azaldığı ileri sürülmektedir. Merkez bankalarının etkinliklerinin azalması iki boyutludur. Birinci boyut küreselleşme süreci ile birlikte ortaya çıkan birçok yapısal gelişmenin para politikasıyla ilgili belirsizliği artırmasıdır. Söz konusu yapısal gelişmeler, para politikasının yürütülmesinde birçok makro ekonomik verinin nasıl yorumlanması gerektiği ve bu verilerin parasal aktarım mekanizmaları üzerindeki etkileri hakkında belirsizliklere neden olmaktadır. İkinci boyut ise bizzat küreselleşme sürecinin kendisinin finansal piyasalardaki bazı reformların ve yapısal değişimlerin yapılması yönünde oluşturduğu baskıdır. Öyle ki, bu değişimlerin birçoğu para politikalarının uygulandığı koşullarla ilgilidir. Bu iki boyutlu gelişme para politikalarının hedefleri, stratejileri ve araçlarıyla ilgili birçok değişime neden olmuş, aynı zamanda optimal para politikasının ne olması gerektiği hakkında belirsizliği arttırmıştır (Wagner, 2001: 3).

Bununla birlikte, fiyat istikrarına ek olarak finansal istikrarı da merkez bankasının sorumluluk alanına dâhil etmek, politika uygulama sürecini oldukça karmaşık bir hale getirmektedir. Çünkü finansal istikrar hedefinin fiyat istikrarı hedefini engelleme riski olabilmektedir. Merkez bankaları fiyat istikrarına yönelik bir politika araç setine sahipken, finansal istikrar doğrultusunda araç çeşitliliğine sahip bulunmamaktadır. Araç sorunu gibi bir de tanım sorunu bulunmakta, karmaşık bir yapıya sahip olan finansal istikrarı somut, açık ve net bir sayısal politika hedefiyle takip etmek mümkün olmamaktadır. Dolayısıyla finansal istikrarla ilişkili sorumluluklar çok yönlü bir yapı arz etmektedir. Üstelik finansal istikrara dönük kararlar para politikasına göre daha politik özellikler sergilemektedir (Papademos, 2011: 25). Bu nedenle, finansal istikrarın sağlanması için merkez bankası dışında ayrı bir kurumun tesis edilmesi ve bu kurumun finansal istikrar doğrultusunda makro ihtiyat politikasını uygulaması gerektiği konusunda politika uygulayıcıları arasında bir görüş birliği oluşmuştur (Tokucu ve Aykırı, 2011: 29).

Uzun bir zaman diliminde varılan bu uzlaşma noktası, para politikasının etkinliği tartışması ile birlikte, geniş bir para politikası literatürü oluşturmuştur. Ancak birçok durumda, ekonominin nasıl çalıştığı üzerine önyargılı ve irrasyonel inanışlara yani yanlış anlamalara sahip olan bireyler ve politika uygulayıcılar nedeniyle, refahı azaltan etkisiz politikalar benimsendiğini görülmektedir. Dolayısıyla iktisatçılar farklı çıkarları temsil eden bireyler ve gruplar arasında bulunan karşılıklı stratejik ilişkinin politika yapım sürecinde nasıl sapmalara yol açabileceğini değerlendirmeye gerek duymaktadırlar (Snowdon ve Vane, 2012: 622).

ÜÇÜNCÜ BÖLÜM

TÜRKİYE'DE 2001 VE 2008 DENEYİMLERİ AÇISINDAN KRİZ KOŞULLARINDA PARA POLİTİKASININ ETKİNLİĞİ

Para politikası uygulamalarının faiz oranları, döviz kurları ve para arzındaki değişimlere etki ederek birinci bölümde ortaya konulan aktarım kanalları ile ekonominin istikrarlı büyümesine katkıda bulunmaları beklenmektedir. Uygulanacak para politikası merkez bankasının bilanço büyüklükleri ve bilançoda yer alan kalemlerin büyüklüklerine göre şekillenmektedir. Merkez bankası, birinci bölümde açıklanan dolaylı ve dolaysız para politikası araçları ile bilançosunun aktifindeki kalemlerin hacmini değiştirmek suretiyle parasal yükümlülüklerin niteliğini değiştirerek ekonomideki likidite düzeyini etkilemekte ve böylece para politikasını yönlendirmektedir. Ancak, uygulanan politikaların etkinliği ile ekonomik birimlerin bekleşlerinin yönlendirilmesi arasında doğrudan ve güçlü bir bağ bulunmaktadır.

İkinci bölümde detaylı bir şekilde açıklandığı gibi, merkez bankalarının ortaya çıkabilecek dalgalanmaları yönlendirmek konusundaki etkinliği tartışmalı bir konudur. Bu tartışmanın arkasındaki temel sav; fiyat istikrarı, finansal istikrar ve reel ekonomi üçgenindeki etkileşim dereceleridir. Washington Mutabakatı ile birlikte kabul gören temel varsayım; fiyat istikrarının finansal istikrarı garanti edeceği, bu paralel ilişkinin de reel ekonomiye istikrar kazandıracağı yönündedir. Son dönemlerde yaşanan finansal krizler bu görüşü zayıflatmıştır. Bu bağlamda birinci ve ikinci bölümde döviz kuru hedeflemesi ile enflasyon hedeflemesinin zaafiyetleri ortaya konulmuştur.

Türkiye ekonomisinde 2000'li yıllarda biri iç kaynaklı diğeri dış kaynaklı olmak üzere iki ekonomik kriz yaşanmıştır. 2001 ve 2008 kriz deneyimleri, gerek bu krizlerin Türkiye açısından taşıdığı farklı özellikler gerekse TCMB'nin söz konusu kriz dönemlerinde verdiği para politikası tepkileri açısından tartışılmaktadır. Çünkü söz konusu kriz dönemlerinin ardından Türkiye'de merkez bankacılığı önemli değişimler geçirmiş, uygulanan para politikaları ile araçları da farklılaşmıştır.

Dolayısıyla bu bölümün amacı, söz konusu kriz dönemlerinde TCMB'nin para politikası etkinliğini incelemek ve Türkiye'de döviz kuru hedeflemesi ve enflasyon hedeflemesi stratejilerinin yaşanan krizler karşısında neden başarısız olduğunu ortaya koymaktır. Türkiye için 2000'li yıllarda para politikası çerçevesinde yaşanan değişimi değerlendirmek gerekmektedir.

3.1. Türkiye'de Çağdaş Para Politikasına Giden Yol

1980 sonrası dönemde Türkiye'de yaşanan finansal serbestleşme sürecinde fiyat istikrarının öncelikli amaç olması yönündeki görüşler ağırlık kazanmaya başlamıştır. Bu amaç doğrultusunda 1980 yılından bugüne TCMB'nin karşılaştığı politika alternatifleri; parasal hedefleme, döviz kuru hedeflemesi ve enflasyon hedeflemesi stratejileri olmuştur. Ancak, Türkiye ekonomisinin kendine özgü yapısal özellikleri dikkate alınmadan standart politika araçlarının kullanılması, istenilmeyen sonuçların ortaya çıkmasına yol açmıştır. Finansal serbestleşme çerçevesinde yeni finansal araçların yaygınlaşması, bu programların etkinliğini azaltmıştır. Bu nedenle, öncelikle 1980-2001 döneminde uygulanan para politikalarını özetlemek gerekmektedir. Çünkü bu dönemde para politikası uygulamalarına ilişkin gelişmeler ve Türkiye ekonomisinin geçirdiği yapısal dönüşüm, 2000'li yıllar için temel oluşturmuştur.

3.1.1. Piyasa Ekonomisinin Yükselişi ve Monetarist Politikalar

24 Ocak 1980 Kararları sonrasında hızlı bir parasallaşma sürecine giren Türkiye'de para arzı ve parasal işlemlerin türleri artmış; her türlü para ve benzerlerinin alım-satımı yaygınlaşmıştır. Bu çerçevede fiyatların piyasa mekanizması çerçevesinde oluşması amacıyla fiyat kontrolleri kaldırılmış, dış ticaret liberalleştirilmiş, esnek kur rejimine geçiş ve finansal sistemin liberalleştirilmesi, yani tasarruf eğiliminin artırılması amacıyla eksi reel faiz politikasından vazgeçilerek bankacılık sistemi mevduat ve kredi faizleri serbest bırakılmıştır (Öçal ve Çolak, 1999: 101-102).

Böylelikle ekonomideki tüketim harcamalarını kısırak tasarrufları artırmak, enflasyonun kontrol altına alınabilmesi için sıkı para ve kredi politikası uygulanarak

kamu sektörünün finansman açığının zamanla ortadan kaldırılması ve gerçekçi, esnek bir kur politikasının uygulanması amaçlanmıştır. Hem faizlerin negatif reel getiri oranlarından pozitif reel getiri oranlarına yükselmesi sağlanmış hem de paraya olan talep yükseltilecek fiyat istikrarının korunması hedeflenmiştir (Kadıoğlu, 2006: 14-15). Ancak, ilk finansal liberalleşme deneyimi, Türkiye'deki bankacılık sisteminin oligopolcü yapısı ve hukuki alt yapının yetersizliği gibi nedenlerle başarısızlığa uğramıştır (Eroğlu, 2004: 59).

Bu bağlamda 1980'li yılların başında Türkiye ekonomisinde yaşanan yüksek enflasyon, negatif büyüme hızı ve ödemeler dengesi krizi gibi ekonomik sorunları aşmak amacıyla Monetarist politikalar uygulanmaya başlanmıştır. Bu dönemde para politikası aracı olarak reeskont oranları ve zorunlu karşılıklar kullanılmış, para otoriteleri doğrudan müdahalelerle kamu ve özel sektörün harcama ve portföy yapılarını kontrol altında tutmuştur. Ayrıca, kamusal açıkların finansmanında öncelikli olarak merkez bankası kaynakları tercih edilmiştir. Bu durum para politikasını maliye politikasına bağımlı hale getirmiştir (Günal, 2001: 58).

Yıllık programdaki hedefler ve yeni para politikası çerçevesinde para arzı ve parasal büyüklüklerin gösterdiği gelişmeleri tahmin etmek amacıyla 1986 yılında Türkiye'de ilk kez bir parasal program oluşturulmuştur. Merkez Bankası bilançosunun aktif para politikası izlemeye elverişli düzeye getirilmesi hedeflenmiştir. Bu sayede hem faiz oranı politikasının etkinliği artırılmış hem de bankacılık sektörünün TL cinsinden rezervleri kontrol edilerek para arzı dolaylı bir şekilde yönlendirilmeye çalışılmıştır. Birikim süreci içerisinde bir üst aşamaya geçiş daha fazla sermaye birikimi gerektirdiği için, sermayenin artan finansman ihtiyacı Merkez Bankası kaynakları tarafından karşılanmıştır. Bunun sonucunda ise, devletin para politikaları ile birlikte gittikçe aşınan paranın değer saklama işlevi, kendisini enflasyonun yükselmesi olarak göstermiştir (Akçay, 2009: 194).

3.1.2. Uygulamada Gelen Yenilikler ve Para Politikasının Yeni Karakteri

1987 yılı ile başlayan yeni dönem, Merkez Bankası'nın klasik anlamda merkez bankacılığı işlevini yerine getirebilmek ve banka sisteminin toplam rezervlerinin kontrolüne dayalı para politikasına geçişi hızlandırmak amacıyla

kurumsal düzenlemelere hız verdiği dönem olmuştur. Bu süreçte, TCMB kurulduğundan bu yana uygulanan doğrudan para politikası araçları yerini çağdaş merkez bankacılığı anlayışı çerçevesinde piyasa ekonomisi ile uyumlu olan dolaylı para politikası araçlarına bırakmıştır. Bu bağlamda 1987 yılından itibaren süreci; doğrudan para politikası araçlarından dolaylı para politikası araçlarına geçildiği, para programlarının ilan edildiği, krizlerin yaşandığı, ekonomik istikrar programlarının uygulanmaya başlandığı ve TCMB Kanunu'nun değiştirildiği yıllar şeklinde özetlemek mümkündür (Önder, 2005: 160).

Dolayısıyla 1986 yılı sonrasındaki dönemde, kamu harcamalarının finansmanında Merkez Bankası ile Hazine arasında bankacılık sektörü konumlandırılarak dolaylı bir mekanizma eklenmiştir. Bu bağlamda 1986 sonrasında iç piyasalardan borçlanma imkânı tanıyan gelişmeler, Merkez Bankası bünyesinde Bankalararası Para Piyasası'nın kurulması, İstanbul Menkul Kıymetler Borsası'nın (İMKB) açılması ve Hazine'nin bu piyasalarda işlem görmek üzere devlet iç borçlanma senetlerini (DİBS) piyasaya sürmesi olmuştur. Dış piyasalardan borçlanmaya olanak veren düzenleme ise, 1989 yılında sermaye hesabının liberalleştirilmesi ile gelmiştir (Akçay, 2009: 197).

Özel kesim ve kamu kesiminin portföy yapısına doğrudan müdahaleyle şekillenen para politikası yerine, bankacılık kesimi toplam rezervlerinin kontrolüne dayalı para politikası uygulanmaya başlanmıştır. Bu çerçevede bankaların Merkez Bankası'ndan kullanabileceği kaynak miktarı, uygulanan para politikasının gerektirdiği sınırlar içerisinde kalmıştır. Yeni sistemde TCMB, ticari bankaların TL cinsinden ellerinde tuttıkları toplam rezervleri kontrol etmeye çalışarak, hem faiz politikasının etkinliğini artırmaya hem de bankaların pasiflerinin kontrolü ile eşanlı olan para arzı kontrolünü sağlamaya çalışmıştır (Kesriyeli, 1997: 19).

1989 yılı TCMB'nin para politikası uygulamalarında önemli bir dönüm noktası olmuştur. 1989 yılından önce M1, M2 ve daha geniş tanımlı parasal toplamları kullanarak enflasyonla mücadele eden TCMB, 1989 yılından itibaren kendi bilanço büyüklüğünün kontrol altına alınması hedefine yönelmiştir. Bu süreçte para politikasının bütçe politikalarına bağımlılığı zayıflatılmaya çalışılmış, toplam

rezervlerin kontrolü ile toplam para ve kredi arzının yönlendirilebileceği bir para politikası benimsenmiştir (Kesriyeli, 1997: 31).

3.1.3. Kurala Göre Para Politikası Çerçevesinde İlk Denemeler

Merkez Bankası 1986, 1987 ve 1999 yıllarında parasal programlar hazırlamasına rağmen kamuoyuna ilan etmemiştir. Bu nedenle parasal programlar döneminin başlangıcı 1990 yılı olarak kabul edilmektedir (Ceylan, 2010: 67). 1990 yılı parasal programı ile Merkez Bankası, toplam bilanço büyüklüğü, toplam iç yükümlülükler ve merkez bankası parası üzerine hedefler koyarak bunları denetim altına almak istemiştir. Böylelikle Merkez Bankası, kendi bilançosu üzerinde orta vadede toplam bilançosunun büyümesini makul ölçülerde tutarak bilanço yapısını iyileştirmeyi ve kur riskini azaltmayı hedeflemiştir (Demirhan, 2007: 104-105).

Ancak, bütçe açıklarının kontrol edilememesi ve bu açıkların önemli bir bölümünün kamu kesimine sağlanan kısa vadeli avanslardan oluşması nedeniyle, Merkez Bankası'nın para programı hedeflerine uyması olanaksız hale gelmiş, parasal genişlemenin kontrolü yerine döviz kurlarındaki aşırı dalgalanmaların giderilmesine çalışılmıştır. 1993 yılının sonlarına doğru hükümetin hem döviz kurunu baskı altında tutup hem de faizlerin artmasını önlemeye çalışması, bu amaçla Hazine ihalelerini iptal etmesi ve oluşan belirsizlik nedeniyle kredi derecelendirme kuruluşlarının Türkiye'nin kredi notunu düşürmesi, takip eden yılda bütçe açıkları ile dış ticaret açığının büyümesi ve yüksek reel faizler nedeniyle kamu borçlarının katlanarak artması Türkiye'yi krize sürüklemiştir (Önder, 2005: 192).

1994 krizi sonrasında Merkez Bankası enflasyonla mücadelede kurları nominal çapa olarak kullanmış, kur politikasının kredibilitesini artırmak için dış varlık artışına önem vermeye devam etmiştir. Dış varlık artışının parasal büyüklüklerde ortaya çıkaracağı baskıyı azaltmak için iç varlık artışına sınırlama getirilmiştir. Para politikası araçları ve likidite yönetimi açısından diğer bir önemli değişiklik, TCMB'nin ikincil piyasalara aktif olarak katılması olmuş ve böylece özellikle kısa vadeli faiz oranları üzerindeki kontrolü artmıştır. 5 Nisan Kararları temelde Ortodoks, ancak ücretlerin dondurulmasını öngördüğü için de Heterodoks unsurlar taşıyan bir IMF tipi istikrar politikası olmuştur (Parasız, 2003: 408).

1995-1999 döneminde reel kurlar hedeflenmiştir. Kur ve faizlerin bileşiminden oluşan bir hedefleme söz konusu olsa da, sermaye hareketlerinin serbest olduğu bir ortamda hem kurların hem de faiz oranlarının aynı anda ayrı ayrı hedeflenmesi ve etkin bir şekilde uzun dönemde kullanılabilmesi mümkün olmamıştır. Sonuçta, Merkez Bankası'nın 1990 yılından sonra uyguladığı para programlarının orta vadede hedefi, fiyat istikrarının sağlanması ve enflasyonla birlikte faiz oranlarının düşürülmesi sonucu kamu kesimi borçlanma gereğinin azaltılması olmuştur (Önder, 2005: 198).

Bu dönemde ekonomik istikrar ve enflasyonla mücadele çerçevesinde para politikası stratejileri açısından önemli denemeler yapılmasına rağmen, bütçe disiplini ve yapısal reformlardaki aksaklıklara ek olarak uluslararası piyasalarda yaşanan dışsal şoklar nedeniyle başarısız olunmuştur. 1989-2000 yılları arasında Merkez Bankası bilanço büyüklükleri ile faiz oranları ve diğer birçok değişken etkilenmeye çalışılmıştır. Aynı dönemde kur çapası ve parasal hedefler de benimsenmiş ve enflasyon kontrol edilmek istenmiştir. 1990'lı yıllar Türkiye ekonomisi için; siyasi istikrarsızlık, finansal istikrarsızlık, istikrarsız büyüme, kronik bütçe açıkları, yüksek enflasyon, yüksek reel faizler, borç stokunda hızlı artış ve yapısal reformlarda gecikme gibi sorunların yaşandığı bir dönem olmuştur (Akçay, 2009; Ceylan, 2010).

Tüm bu gelişmeler, söz konusu dönemde para politikasının etkinliğini tartışmalı hale getirmiştir. Özel bankaların kârlı buldukları için yöneldikleri kamu açıklarını finanse etme tercihi, para politikası açısından yaşanan olumsuz ortamı daha da güçleştirmiştir. Türkiye ekonomisinin içinde bulunduğu yapısal koşullar hızla krize doğru sürüklenmesine neden olmuş, sermaye kesimine kaynak aktarımından ibaret olan kamu kesimi borçlanmasının sürdürülebilirliği tehlikeye girmiş ve 2001 yılında yaşanan kriz kaçınılmaz olmuştur (Akçay, 2009: 215).

1980-2001 dönemini para politikasının amaç, araç ve strateji tercihleri açısından özetlemek gerekirse, 1980'li yıllarda para politikası uygulamalarında fiyat istikrarı başta olmak üzere ödemeler dengesi ve ekonomik büyüme amaçları ön plana çıkmıştır. 1980-1990 yılları arasında dolaysız araçlardan dolayı araçlara geçiş süreci yaşanmıştır. 1986 yılına kadar olan dönemde kamu harcamaları doğrudan merkez

bankası kaynaklarından yapılmıştır. 1986-2001 döneminde ise kamu harcamaları dolaylı yollardan merkez bankası kaynakları kullanılarak gerçekleştirilmiştir.

3.2. Türkiye’de Kasım 2000-Şubat 2001 Krizi Sürecinde Para Politikası

Küresel ekonomide yaşanan 1997 Güneydoğu Asya ve 1998 Rusya krizlerinin olumsuz etkileri nedeniyle Türkiye ekonomisi 1990’lı yılların sonunda giderek daha negatif bir seyir izlemiş, 1999 yılının son çeyreğinde ekonomik tablo iyice bozulmuştur. Ekonomi %6,1 oranında küçülmüş, TÜFE %68,8’e ulaşmış ve aynı dönemde Hazine faiz oranları yıllık ortalama bileşik düzeyde %106’ya çıkmıştır. 2000 yılına girerken Türkiye, cari işlemler hesabında sıkıntı yaşamayan ancak kronik enflasyon sürecini kıramayan, kamu iç borcu ağırlaşmış ve bankacılık sektörü kırılganlaşmış bir ülke konumuna gelmiştir. Bu nedenle söz konusu olumsuz tabloyu düzeltmek için sıkı maliye politikası izlemenin yeterli olmayacağı düşünülmüş ve güçlü bir dış mali destek ile kapsamlı bir istikrar programı uygulama düşüncesi benimsenmiştir (Celasun, 2002: 14).

Türkiye 2000’li yıllarda yaşadığı ilk finansal krize doğru sürüklenirken Merkez Bankası’nın kriz öncesinde, sırasında ve sonrasında nasıl bir para politikası uyguladığını ortaya koymak gerekmektedir. Çünkü para politikası uygulamaları Türkiye’nin kriz ortamına nasıl ve neden sürüklendiği konusunda belirleyici bir role sahiptir. Buna rağmen, Dornbusch (2001) ve Fischer (2001) gibi iktisatçılar, politika uygulamaları ne yönde olursa olsun Türkiye ekonomisinde Şubat 2001 veya başka bir zaman diliminde döviz krizinin kaçınılmaz olduğunu düşünmektedirler. Ayrıca enflasyon dinamiği ile döviz kuru bağlantılarının güçlü olduğu bir ortamda döviz kuruna dayalı programların başarısı için kredibilitenin ön koşul olduğu, literatürde Calvo ve Vegh (1999), Agenor ve Montiel (1999), Mendoza ve Uribe (1999) gibi teorisyenler tarafından vurgulanmaktadır.

3.2.1. Kriz Öncesi Para Politikası Uygulamaları

1990’lı yılların sonunda yaşanan şiddetli ekonomik daralmalar para politikasında köklü değişikliklere neden olmuş ve bu bağlamda 1999 yılı Haziran ayında IMF ile yapılan görüşmelerde Yakın İzleme Anlaşması’nın programa bağlı ve

mali destekli bir stand-by anlaşmasına dönüştürülmesi benimsenmiştir. IMF ile yapılan 3.9 milyar Dolarlık stand-by anlaşması tarafından desteklenen enflasyonu düşürme programı 1999 yılının Aralık ayında uygulamaya konulmuştur. Bu program, sermaye giriş ve çıkışlarının sterilize edilmediği para politikasını garanti eden güçlü bir döviz kuru taahhüdü, gelirler politikası ve geniş çaplı yapısal reformlardan oluşturulmuştur. Kamu sektörünün finansmanında söz konusu olan yapısal zayıflıkların yol açtığı yüksek ve kronik enflasyon sürecine çözüm üretilmeye çalışılmıştır (IMF, 2000: 385).

Çerçevesi bu şekilde oluşturulan “Döviz Kuruna Dayalı Enflasyonu Düşürme Programı”, 2000 yılında para politikasının karakterini ve ekonomik gelişmeleri belirleyen temel unsur olmuştur. Program, sıkı maliye politikası ile faiz dışı fazlanın artırılmasını ve enflasyon hedefi ile uyumlu gelirler politikası uygulamalarını benimsemiştir. Programın temel politika aracı kur, odak noktası ise para politikası olmuştur. Döviz kuru rejimini desteklemek amacıyla Merkez Bankası NİV büyüklüğünü sabitlemiş ve bilanço genişlemesini NUR artışına bağlamıştır. Bu yarı para kurulu benzeri politika çerçevesi sterilizasyon imkânını kaldırmış, likiditenin döviz karşılığı yaratılmasını benimsemiş ve Merkez Bankası'nın kısa vadeli faiz oranları üzerindeki etkisini sınırlandırmıştır. Bu bağlamda faiz politikası özerkliğinden formel olarak vazgeçilmiş ve faizlerin belirlenmesi sermaye hareketlerine bağlı olarak piyasalara bırakılmıştır (Celasun, 2002: 14).

Böylelikle 2000-2002 döneminde uygulanacak makroekonomik politikaların çerçevesi çizilmiş ve ekonomik birimlere uzun vadeli bir bakış açısı kazandırmak için enflasyonun düşürülmesine odaklanan kur ve para politikaları söz konusu programın temel unsurları haline getirilmiştir. Programda TÜFE bazında enflasyon hedefi 2000, 2001, 2002 yılları için sırasıyla %25, %12, %7 olarak saptanmış ve kur artışının bu hedefi geçmeyeceği ilan edilmiştir. Böylece program nominal çapa olarak döviz kurunu belirlemiştir (TCMB, 1999).

Birinci bölümde vurgulandığı gibi, döviz kuruna dayalı istikrar programlarında, parasal büyüklüklere dayalı istikrar programlarının aksine faizlerde ve ekonomik faaliyetlerde en azından ilk aşamada önemli bir iyileşme olmakta; buna karşın cari işlemler kaleminde bozulma gözlemlenmektedir. Kur çapası, uygulanan

politikalar inandırıcı ise genellikle enflasyonda çok daha hızlı bir gerileme yaratmaktadır. Çünkü enflasyonist süreç yaşayan ülkelerde kurlar enflasyon üzerinde girdi maliyetleri nedeniyle doğrudan olduğu kadar, sözleşmelerin döviz üzerinden yapılmasının yaygınlaşması ve bekleyişler üzerindeki etkisi nedeniyle dolaylı yoldan da çok etkili olmaktadır. Nitekim Türkiye ekonomisinde kurlar enflasyon üzerinde en belirleyici olan faktörlerin başında gelmektedir.

Bu çerçevede, 2000 yılı sonuna kadar 1 ABD doları ve 0.77 Eurodan oluşan kur sepetinin TL karşısındaki değeri ileriye dönük olarak %20'lik TEFE yıl sonu hedefi doğrultusunda önceden açıklanmıştır (Akçağlayan, 2007: 5). Bu doğrultuda 2000 yılında programda öngörülen enflasyon hedeflerine ulaşamamakla birlikte enflasyonla mücadelede önemli bir aşama kaydedilmiş ve enflasyon oranı son 14 yılın en düşük seviyesine gerilemiştir. Aynı yıl kamu finansman dengesinde de iyileşme sağlanmıştır (TCMB, 2001a: 1).

Programda, Merkez Bankası'nın piyasadaki TL artışını önceden açıklanan döviz kurları çerçevesinde, döviz alımı ve satımı yaparak karşılması öngörülmüştür. Döviz kurlarındaki belirginlik ve kurala dayalı para politikası sonucunda risk priminin düşmesi nedeniyle, 2000 yılının ilk yarısında faiz oranları hızlı bir şekilde gerilemiş, bir önceki yıl %100'lerin üzerinde olan iç borçlanma faiz oranları, 2000 yılında %40 seviyesine düşmüştür. Kur riskinin azalması ve ekonomik birimlerin öngörü imkânlarının artması bu sürece katkıda bulunmuştur. Buna ek olarak, 1999 yılında 1.6 katrilyon TL olan faiz dışı bütçe fazlası, ek vergi düzenlemeleri ve faiz dışı harcamaların kontrol altına alınmasıyla 7.6 katrilyon TL düzeyine yükselmiştir (Kaytancı, 2005: 107).

Ayrıca, kamu kesiminin olası likidite ihtiyacı karşısında parasal koşulların aşırı genişlemesini engellemek için NİV adına tavan ve NUR adına taban uygulaması getirilmiştir. NİV hedefi \pm %5 değişebilecek şekilde -1.200 trilyon TL olarak belirlenmiştir (Usta, 2003: 49). Hem faiz oranlarında yaşanan hızlı düşüşler hem de parasal programa duyulan güven enflasyon beklentilerinde gerilemelere yol açmış ve enflasyon oranı önceki yılın aynı ayına göre %40'ın altına inmiştir. Programda öngörülen para ve kur politikası ile kamu dengesine ilişkin performans kriterleri gerçekleştirilmesine rağmen, 2000 yılının ikinci yarısında yapısal reformlar ve

özelleştirmede gözlenen yavaşlama ile birlikte DİBS faizleri yükselmiştir. Bu yükseliş, portföylerinde yüksek oranda Hazine kağıdı tutan bankaları zor durumda bırakmıştır.

Söz konusu program genel olarak kamuoyu desteği bulmuş olsa da, iki konuda eleştirilmiştir: Birincisi, döviz çapa olarak kullanan benzer programların birçok ülkede (Brezilya, Rusya, Meksika, ve Tayland) başarısız sonuçlar elde etmesidir. İkinci olarak ise bankacılık sisteminin riskli yapısı değiştirilmeden programa başlanmış olmasıdır. Programın uygulama aşamasında başarılı olabilmesi için performans kriteri olarak belirlenen NİV ve NUR hedeflerinin tutturulması gerekirken, 2000 yılının son çeyreğinde TCMB likidite ihtiyacı olan kamu bankaları ile riskli şekilde gecelik vadede borçlanarak DİBS portföyü oluşturan bankaların zor duruma düşmesini önlemek amacıyla bu bankalara likidite sağlamış, böylece Tablo 3.1’de görüldüğü gibi NİV ve NUR hedeflerini aşmıştır (TCMB, 2001b: 72).

Tablo 3.1: 2000 Yılı Parasal Program Hedefleri ve Gerçekleşmeler

Dönem	NİV Tavanı*		NUR Tabanı*		Nihai Amaç
	Hedef	Gerçekleşme	Hedef	Gerçekleşme	
31.12.1999	-1.200	-1.437,7	12.000	16.757	Fiyat İstikrarı
31.03.2000	-1.200	-1.260,2	12.000	16.657	
30.06.2000	-1.200	-1.295,1	12.750	17.339	
30.09.2000	-1.200	-1.307,6	12.750	17.874	
31.12.2000	1.650	1.060	10.400	12.488	

* NİV trilyon TL olarak, NUR ise milyon ABD doları olarak verilmiştir.

Kaynak: TCMB (2001b), *2000 Yıllık Rapor*, Ankara: Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası, s. 72.

Enflasyonu düşürme çerçevesinde nominal çapa uygulamasına gidilmesi, etkinliğine ve faizler aracılığıyla ekonomik aktiviteyi başlangıç aşamasında olumlu etkilemesine rağmen, ülkenin temel özelliklerine bağlı olarak sabit ya da öngörülebilir kur rejiminin çöküşüyle biten bir takım tehlikeleri de beraberinde getirmektedir. Döviz kuruna dayalı istikrar programlarının benimsenmesinin getirdiği tehlikeleri; gevşek maliye politikaları, zayıf bankacılık sistemi, önceden ilan edilmiş bir stratejinin olmaması ve olumsuz dış ticaret şokları ile diğer ülkelerde yaşanabilecek dışsal şoklar şeklinde sıralamak mümkündür (Calvo ve Vegh, 1994: 37-38).

Bu doğrultuda mevcut program Kasım 2000 krizi, yüksek faiz, 5.4 milyar Dolarlık rezerv kaybı ve 7.5 milyar Dolarlık ek IMF kredisi ile sonuçlanmış;

programın güvenilirliği bu kriz ile birlikte azalmıştır. Güven kaybına rağmen programın taviz verilmeden uygulanmaya devam edilmesi Şubat 2001’de daha büyük bir krizin ortaya çıkmasına yol açmıştır (Usta, 2003: 52).

3.2.2. Krize Giden Süreç

Kriz öncesinde uygulanan parasal program ve elde edilen olumlu sonuçlar, yukarıda bahsedildiği gibi, faiz oranlarında hızlı bir düşüşü beraberinde getirmiş, bu gelişmeler ertelenmiş tüketim ve yatırım harcamalarının gerçekleşmesini sağlayarak kredi talebinin artmasını ve ekonomik büyümenin tekrar hızlanmasını sağlamıştır. Ancak, 2000 yılında iç talepte görülen canlanma, enerji fiyatlarındaki artış ve TL’nin özellikle Euro karşısında reel olarak değerlendirilmesi gibi bir dizi gelişme ithalatı büyük bir hızla artırmış ve cari işlemler dengesinin bozulmasına neden olmuştur (TCMB, 2002: 13).

Diğer taraftan, 2000 yılının ikinci yarısında özelleştirme ve yapısal reformlarda gözlenen yavaşlama tedirginliği artırmış, böylelikle sermaye girişlerini ve dolayısıyla likiditeyi olumsuz etkilemiş, bütün bunlar kısa vadeli faiz oranlarının tekrar yükselmesine neden olmuştur. Tablo 3.2’de ortaya konulduğu gibi, gerek 2000 yılı boyunca sanayi üretim endeksinde yaşanan dalgalanmalar gerekse 2000 yılında gerçekleşen GSYH büyüme oranının potansiyel büyüme oranının altında kalması nedeniyle ekonominin reel kesiminden rahatsızlık sinyalleri alınmış, ancak politika uygulayıcılar bu sinyalleri ciddiye almamıştır (Türel, 2010: 39).

2000 yılının son çeyreğinde yükselişe geçen gecelik faiz oranları ve azalış seyrine giren Merkez Bankası döviz rezervleri ile ilk sinyallerini veren kriz (Tablo 3.2), Tasarruf Mevduatı Sigorta Fonu (TMSF) bankalarının aktiflerinin likidite edilememesi, fon fazlası olan bankaların söz konusu bankalara olan depolarını kapatması ve bazı bankaların bilançolarında taşıdıkları riskler nedeniyle kaçılmaz olmuştur. Daha sonra likidite krizine dönüşen Kasım 2000 krizi, istikrar programının kesintiye uğramasına yol açmıştır (Tokgöz Gür, 2003: 63-64).

Faiz oranlarındaki söz konusu yükseliş, portföylerinde yüksek oranda DİBS tutan ve bunları kısa vadeli kaynaklarla fonlayan bazı bankaların mali durumlarını

bozmuştur. Bu gelişmeler 2000 yılı Kasım ayının ikinci yarısında mali piyasalarda güvensizliği artırmıştır. Güven kaybı ise mali piyasalarda likidite ihtiyacının hızla artmasına ve Tablo 3.2’de görüldüğü gibi, kısa vadeli faizlerin aynı dönemde %100’lerin üzerine çıkmasına neden olmuştur. Bu doğrultuda kamu menkul kıymetleri ve hisse senedi fiyatlarında hızlı düşüş gözlenmiş, dolayısıyla yabancı yatırımcılar Türkiye’deki portföylerini azaltmaya başlamıştır (Kaytancı, 2005: 108).

Tablo 3.2: Bazı Makroekonomik Göstergelerin 2000-2001 Krizindeki Görünümü

Göstergeler	2000				2001			
	QI	QII	QIII	QIV	QI	QII	QIII	QIV
GSYH Büyüme Hızı	5,42	6,48	8,56	6,20	1,33	-6,35	-6,51	-9,85
Sanayi Üretim Endeksi	-11,46	11,98	1,98	5,69	-16,99	3,22	4,66	-3,49
Enflasyon (TÜFE)	11,48	5,22	7,49	9,28	10,38	18,52	11,22	13,52
O/N Faiz Oranı	41,49	39,93	36,60	99,58	185,36	71,47	62,28	58,98
Reel Döviz Kuru*	130,83	133,63	136,13	145,50	133,33	109,07	100,83	106,77
Cari İşlemler Dengesi	-2.301	-3.271	-1.334	-3.014	-571	1.422	2.092	817
Top. Net Sermaye Girişi	2.856	4.670	1.777	-2.380	-3.982	-6.787	-3.438	-2.477
TCMB Brüt Rezerv Değ.	-1,08	7,07	-0,07	2,31	-25,11	-12,86	14,48	0,75

Not: Tabloda GSYH büyüme hızı sabit fiyatlarla %, sanayi üretim endeksi % değişme, enflasyon %, bankalararası para piyasası ağırlıklı ortalama gecelik faiz oranları %, reel döviz kuru 1995=100 endeks değeri, cari işlemler dengesi ile net sermaye girişi milyon Dolar ve Merkez Bankası brüt rezerv değişimleri % değişme olarak ifade edilmiştir.

* Reel döviz kurundaki artış TL’nin reel olarak değer kazandığını, tersi ise değer kaybettiğini göstermektedir.

Kaynak: www.tcmb.gov.tr.

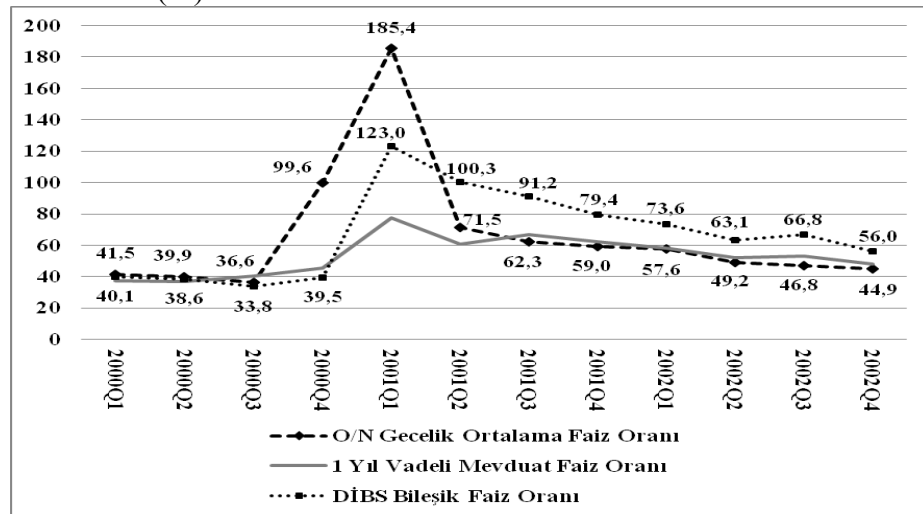
Aslında 2000 yılında “Döviz Kuruna Dayalı Enflasyonu Düşürme Programı” uygulanırken teorik beklentilere uygun olarak ilk aşamada makroekonomik gelişmeler beklentiler doğrultusunda gerçekleşmiştir. Kur artış beklentisini içeren açık ekonomilerde olduğu gibi, iç faiz ve dış faiz denkleğinin ima ettiği biçimde iç borçlanma faiz oranları döviz kuru çapasına intibak etmiş, ayrıca yabancı para bazında reel faizlerin yüksek kalması nedeniyle sermaye girişleri çoğalmıştır. Burada sorunun temel kaynağı, enflasyonun beklendiği kadar hızlı azalmaması olmuştur (Celasun, 2002: 15). Böylelikle reel kur değerlenme eğilimine girmiş, ithalatın hızla artmasıyla dış açık kaygı verici boyutlara yükselmiştir (Tablo 3.2). Ayrıca yapısal önlemlerde beklenen hız gerçekleşmeyince programın kredibilitesi azalmış ve DİBS faiz oranları yükselmeye başlamıştır (Grafik 1.1).

2001 yılının ilk çeyreğinde Merkez Bankası rezervlerinde hızlı bir azalış gözlenmiş, böylece enflasyonu düşürme programının net döviz rezervi üzerine koyduğu alt sınıra inilmiştir. Bu gelişmeleri dikkate alan TCMB, daha önce

açıkladığı NİV hedefini aşağı doğru ve NUR hedefini yukarı doğru revize etmiştir. Ancak hızla artan risk primi nedeniyle birincil ve ikincil piyasalarda faiz oranları yüksek seviyesini korumuş ve 2000 yılının ilk üç çeyreğinde sermaye girişlerindeki görece canlanmaya rağmen Kasım 2000’de yaşanan sarsıntının bankacılık sisteminde yol açtığı hasar ekonominin kırılma eğilimini artırmıştır. En önemli gelişme ise, bu dönemde gerek yurtdışından gerekse yurtiçinden sağlanan fonların vadelerinin giderek kısılması olmuştur. Ek olarak, faiz oranlarının döviz kuru sepetindeki artışa nazaran yüksek seyretmesi, mevcut kur rejiminin sürdürülebilirliğine yönelik kuşku artırmıştır (TCMB, 2002: 75).

2000 yılının son çeyreğinde ve 2001 yılının ilk çeyreğinde bankalararası para piyasası gecelik ortalama borçlanma faiz oranı, önceki dönemlere göre büyük artışlar göstermiş, buna paralel olarak 1 yıl vadeli mevduat ve DİBS bileşik faiz oranları da tırmanışa geçmiştir (Grafik 1.1). Piyasa faiz oranlarında görülen bu oynaklık artışı, finansal piyasalarda bir baskı ve gerginlik olduğu anlamına gelmektedir (Uygun, 2001a: 6). Söz konusu finansal baskı ve gerginlik, Tablo 3.2’de görüldüğü gibi sermaye hareketlerine olumsuz yansımış ve merkez bankası rezervlerinde önemli miktarda azalma yaşanmıştır. Bütün bu gelişmeler, aktiflerinin önemli bir bölümü Hazine kağıtlarından oluşan bankaların likidite talebini artırmış ve Kasım 2000 döneminde likidite sıkışıklığı had safhaya ulaşmıştır (TCMB, 2002: 72).

Grafik 1.1: Türkiye’de 2000-2002 Döneminde Faiz Oranlarının Görünümü (%)



Not: TCMB Elektronik Veri Dağıtım Sistemi’nden elde edilen veriler kullanılarak hazırlanmıştır.

Diğer taraftan, faiz oranlarındaki söz konusu yükselmeler bankaların portföylerinde yer alan Hazine kağıtlarının piyasa değerini düşürürken firmaların kısa vadeli kredi faiz yükünü de artırmıştır (Celasun, 2002: 16). TCMB, 2001 krizinin ilk ayağı olan Kasım 2000 deneyiminde döviz hedef alan yoğun spekülasyon saldırıyı çok yüksek faiz oranları, önemli döviz rezervi kayıpları ve ek rezerv olanağı biçiminde verilen vadesi oldukça kısa, maliyeti de yüksek olan 7.5 milyar Dolarlık IMF kredisi ile savuşturabilmiştir. Dolayısıyla Merkez Bankası ilan edilen döviz kuru çizelgesini savunmak adına çok yüksek bir maliyete katlanma yolunu seçmiştir. 2001 yılının ilk çeyreğinde gerek sanayi üretim endeksinde gerekse GSYH büyüme hızında görülen yavaşlama, ekonomide durgunluk belirtilerini kuvvetlendirmiştir (Uygur, 2001b: 8).

Krizin ikinci ayağını oluşturan Şubat 2001 deneyiminde faiz ve döviz kurları aşırı yükselmiş, borsanın çöküşüyle kriz kendini göstermiştir. 19 Şubat 2001 tarihinde gerçekleşen bir gün valörlü 7.6 milyar Dolarlık döviz talebinin gerçekleşmesini engellemek isteyen Merkez Bankası'nın likiditeyi kısıması, günlük aşırı likidite ihtiyacı içinde olan bankacılık sistemi nedeniyle ödemeler sisteminin kilitlenmesine neden olmuştur. Grafik 1.1'de görüldüğü gibi, gecelik faiz oranları çok yükselmesine rağmen, yerli parayı savunmak isteyen Merkez Bankası yerleşiklerin yoğun döviz talebi nedeniyle 20-21 Şubat günlerinde 5 milyar Dolarlık döviz satışı yapmak zorunda kalmıştır. Ancak sonraki gün mevcut sistemin sürdürülmesinin ekonomiye daha fazla zarar vereceği düşünülerek döviz kurları dalgalanmaya bırakılmıştır. Bir hafta içinde döviz kuru yaklaşık %50 oranında yükselmiştir. Bu gelişmeleri takip eden günlerde Merkez Bankası ödemeler sisteminin yeniden işler hale getirilmesine öncelik vermiş ve bu doğrultuda piyasanın likidite ihtiyacını karşılamıştır (TCMB, 2002: 45-46).

Bu dönemde finansal kesimle ilgili gelişmelere bakıldığında, adı geçen yıllarda M2Y/GSYH oranı itibariyle para politikasının ulusal para aleyhine spekülasyona imkân verecek ölçüde gevşek olduğu görülmektedir. Tablo 3.3'te ortaya konulan, 2000 yılının üçüncü çeyreğinde tırmanışa geçerek 2002 yılının sonuna kadar devam eden M2Y/GSYH yükselişi, esas itibariyle devalüasyonların

yabancı para cinsinden mevduatların TL karşılığını artırmasından kaynaklanmaktadır.

2001 krizi öncesinde ticari bankaların portföylerinde önemli ölçüde DİBS tuttuğu ve bu oranın 2000 yılında %19 dolaylarına yükseldiği bilinmektedir. Buna rağmen, gevşek para politikasının da desteğiyle 2000 yılı boyunca özel sektöre açılan kredilerin GSYH oranı istikrarlı bir yükseliş sergilemiş, özel kesim kayda değer bir kredi sıkışması ile karşılaşmamıştır (Türel, 2010: 43). Ancak, kriz ile birlikte 2001 yılının ilk çeyreğinden başlayarak söz konusu kredilerin daraldığı ve kredi sıkışması yaşandığı görülmektedir (Tablo 3.3).

Tablo 3.3: Bazı Finansal Göstergelerin 2000-2001 Krizindeki Görünümü

Göstergeler	2000				2001			
	QI	QII	QIII	QIV	QI	QII	QIII	QIV
M2Y/GSYH (%)	26,10	28,78	31,55	34,11	30,06	35,25	42,12	44,36
M2Y/Rezervler*	3,37	3,21	3,33	3,34	4,91	4,38	3,88	3,70
KVDB/Rezervler*	1,05	1,00	1,06	1,13	1,38	1,35	1,07	0,87
BTV/GSYH (%)	44,35	49,44	54,74	61,75	53,20	61,79	67,71	67,52
ÖSK/GSYH (%)	10,59	12,38	14,19	15,34	11,68	12,07	12,87	12,81
İMKB 100 Endeksi	16.689	16.571	12.941	11.778	9.554	10.948	9.368	10.640
Reel Faiz Oranı**	-15,59	-13,80	-8,61	0,82	33,05	4,55	3,45	-7,29

Not: Tabloda yer alan kısaltmalardan KVDB kısa vadeli dış borcu, BTV bankaların toplam varlıklarını ve ÖSK ise bankalar tarafından özel sektöre açılan kredileri ifade etmektedir.

* Bu değerler oran olarak ifade edilmiştir. Tabloda İMKB 100 Endeksi kapanış puanını gösterirken diğer değişkenler % olarak gösterilmiştir.

** 1 yıl vadeli mevduat faiz oranı ile TÜFE oranı arasında yapılan reel faiz hesaplaması aracılığıyla elde edilmiştir.

Kaynak: www.tcmb.gov.tr.

Yeldan'a (2004: 139) göre, İMKB 100 endeksindeki gelişimin toplam net sermaye hareketleri ile değil, "sıcak para" diye tabir edilen kısa vadeli spekülasyon sermaye hareketleri ile daha yakın bir ilişki içinde olması beklenmektedir. Ancak Türel'e (2010: 45) göre, toplam net sermaye girişleri ile İMKB 100 endeksi arasında uzun dönemli bir ilişki söz konusudur ve sermaye akımlarından İMKB 100'e doğru olan ilişkinin yönü 1-3 çeyreklik bir gecikmeye sahiptir. Tablo 3.2'den yola çıkarak Tablo 3.3'te yer alan İMKB 100 endeksindeki dalgalanmalar incelendiğinde, bunu doğrular nitelikte aynı yönlü gelişmeler olduğu görülmektedir.

Merkez Bankası brüt döviz rezervlerinin döviz spekülasyonuna yönelebilecek likit varlıkların toplam hacmi önünde ne kadar caydırıcı olabileceğini gösteren M2Y/Rezervler oranı, 2000 yılı boyunca değişmemekle birlikte 2001 yılının ilk iki

eyreğinde yaşanan artışla ekonominin parasallaşmasına paralel bir trend izlemiştir. Bu oranın zirve noktası, krizin odak noktası olan 2001 yılının ilk eyreğidir. Kısa vadeli dış borçların GSYH oranı da aynı Şekilde 2000 yılı boyunca 1,00 dolayında istikrarlı bir yapı sergilemiş ancak krizle birlikte 2001 yılının ilk çeyreğinde zirve yapmış ve kriz sonrasında 2001 yılının son çeyreğinden başlayarak 1,00'ın altına inmiştir (Tablo 3.3).

Ticari bankaların toplam varlıklarının GSYH oranı 2000 yılı boyunca genişlemiş ancak, Tablo 3.3'te grldği gibi, krizin egemen olduğu 2001 yılının ilk çeyreğinde önemli lde düşerek belirgin bir finansal varlık erimesine yol açmıştır. Kriz ncesi dönemde nominal faiz oranları düşük enflasyon beklentilerine göre belirlendiği için, reel faiz oranlarının negatif değerler aldığı dönemler söz konusu olmuştur. Krizin başlangıcı olan 2000 yılının son çeyreğinde reel faiz oranları yükselişe geçmiş, 2001 yılının ilk çeyreğinde zirveye erişmiş ve aynı yılın ikinci çeyreğinde tekrar düşüşe geçmiştir. Bu durum, 2000 yılının son çeyreğinde başlayan net sermaye çıkışı ile (Tablo 3.2) yakından ilişkilidir. Çünkü söz konusu dönemde yüksek faiz oranlarının sermaye çıkışını engelleyeceği düşünülmüş ancak beklenen gerçekleşmemiştir (Tablo 3.3). Kriz öncesinde ve sonrasında kamu finansmanını gözetten iki IMF kökenli istikrar programı nedeniyle, 1 yıllık mevduat ve DİBS faiz oranları arasındaki farkın daraldığı görülmektedir (Grafik 1.1).

Bankacılık sektörü Kasım 2000 krizinde faiz riski ile, Şubat 2001 krizinde ise hem faiz hem de kur riski ile karşılaşmıştır. Çünkü kriz öncesi dönemde bankacılık sektöründe yaşanan takiplerdeki artış, para ve vade uyuramazlıkları gibi gelişmeler risk birikimine yol açmış, herhangi bir sermaye çıkışı durumunda ekonomiyi kırılgan hale getirmiştir. Daha önce açıklandığı gibi, sermaye hareketlerine tam serbestlik getirerek özel kesim yatırımlarını dışlamadan kamu kesimi açıklarının finanse etmeyi amaçlayan Türkiye, faiz oranlarının yükselmesi ve kamu açıklarının büyümesi ile karşılaşmıştır. Çünkü TCMB yabancı para cinsinden getirisi olan yatırım araçlarıyla rekabet edebilmek için devlet kağıtlarına daha yüksek faiz oranı vermek zorunda kalmıştır.

Özetle, 2000 yılında net sermaye girişinde önemli miktarda artış, reel kurda değerlenme, i borç faizlerinde bir miktar düşüş ve yurtiçi kredi stokunda yükseliş ile

birlikte GSYH büyüme hızının arttığı, beklendiği kadar hızlı olmasa da enflasyon oranında düşüş yaşandığı görülmektedir. İlk bakışta olumlu olarak değerlendirilebilecek bu gelişmelere karşın, 2000 yılı genelinde cari işlemler açığının 10 milyar Dolara dayanması ve kısa vadeli dış borçların TCMB brüt döviz rezervini aşması krize zemin hazırlamıştır. Merkez Bankası'nın özellikle kamu bankalarının yükselen likidite taleplerini ilk etapta karşılamaması ise krizi tetiklemiştir. 2000 yılının ilk üç çeyreğinde gerçekleşen toplam 9.3 milyar Dolarlık net sermaye girişi, sonraki beş çeyrek dönemde 19 milyar Dolarlık net sermaye çıkışına dönüşmüştür. Bu gelişme, reel ekonominin oluşan yeni dış dengeye intibak mekanizmalarını harekete geçirmiş, finansal sektörde ve dış ticarete serbestleşme varsayımı altında bu intibak mekanizmaları enflasyon oranında artış, reel devalüasyon, reel faizlerde yükselme, reel ücretlerde gerileme, kredi hacminde daralma, vergi yükünde artış ve ek dış borçlanma olarak ortaya çıkmıştır (Celasun, 2002: 20).

3.2.3. Krize Yönelik Para Politikası Tepkisi

Ekonomide Kasım 2000 şoku yaşandığında ortaya çıkan Merkez Bankası'nın para politikası tepkisini üç döneme ayırarak incelemek gerekmektedir. İlk dönem olan 20-21 Kasım'da TCMB sorunlu bankaların likidite ihtiyacına cevap vermemiştir. Türkiye'de söz konusu dönemde yasa gereği kur rejimini siyasi otorite ile para otoritesi birlikte belirlediği için, sabit kur rejimi sürdükçe Merkez Bankası'nın sisteme likidite vermekten kaçınması gerekmiştir. Çünkü artış hızı önceden belirlenmiş bir sabit kur rejiminde, piyasaya likidite verilmesi bankalararası para piyasasında faiz oranlarının aşırı yükselişini dizginlese de, döviz talebini artırmaktadır. Ekonominin kırılganlaştığı dönemlerde piyasaya çıkan likidite hemen dövize yönelmekte ve artan döviz talebi kura yukarı yönlü baskı yapmaktadır. Bu gibi nedenlerle kur rejimini korumayı tercih eden TCMB piyasaya likidite sürmemiştir (Özatay, 2011a: 95).

Ancak, 2000 yılı Kasım ayı ortasına kadar NİV ve NUR için belirlenen hedefler tutturulmuş iken, Kasım ortalarında mali sistemde başlayan kriz sırasında ortaya çıkan yoğun likidite ihtiyacı, ikinci dönemde Merkez Bankası'nın piyasayı fonlamasını gerektirmiştir. 22-29 Kasım döneminde döviz rezervlerindeki erime NİV artışından çok daha fazla olduğu için para tabanı azalmıştır. Çünkü söz konusu

dönemde Merkez Bankası likidite ihtiyacını karşılayabilmek için genelde APİ kanalıyla piyasaya 3.9 katrilyon liralık likidite sağlamış, dolayısıyla NİV hedefi aşılmıştır. Aynı dönemde yerli ve yabancı yatırımcıların döviz talebinin artması nedeniyle Merkez Bankası 6 milyar Dolar civarında net döviz satışı yapmıştır. Bu gelişmeler sonucunda NİV ve NUR hedefleri revize edilmiştir (TCMB, 2001a: 1).

İlk dönemde sorunlu mali kurumların TMSF kontrolüne alınması, likidite ihtiyacı olan bankaların taleplerinin karşılanması ve siyasi otoritenin sabit kur rejimini sonlandırması gerekirken, para politikası yönetimi açısından bunların hiçbiri gerçekleşmemiştir. İkinci dönemde piyasaya likidite verilmeye başlansa da, üçüncü dönemi oluşturan 30 Kasım-6 Aralık aralığının ilk gününde Merkez Bankası'nın net iç varlıklarını sabit tutacağını açıklamasıyla gecelik faiz oranları %316'ya sıçramıştır. Zaten zor durumda olan bankacılık sektörü, faiz oranlarındaki sıçrama ile birlikte son derece sıkıntılı bir sürece girmiştir. Sonraki günlerde gecelik faiz oranlarının tırmanmaya devam etmesi ve piyasada sıkıntıların artması nedeniyle Merkez Bankası yeni bir para programı açıklamıştır. IMF'den sağlanan Ek Rezerv Kolaylığı, Hazine'nin uluslararası piyasalardan sağladığı kısa vadeli sendikasyon kredisi ve programı güçlendirici ek yapısal ve mali önlemler finansal piyasalarda kısmi bir rahatlama sağlamıştır (Somçağ, 2006: 113-114).

Ancak, açıklanan bu yeni program çerçevesinde kriz öncesi dönemde belirlenen döviz kuru politikasında ısrar edilmiştir. Para politikasının 2000 yılındaki genel ilkeleri korunurken, NİV ve NUR için yeni hedefler belirlenmiş ve NİV ile ilgili \pm %5 koridoru kaldırılmıştır. 2001 yılının ikinci yarısında band sistemi uygulaması ile birlikte Merkez Bankası'nın faiz politikasında belirli bir esnekliğe kavuşacağı ve böylece para politikasını daha aktif ve etkin kullanacağı açıklanmıştır. Bütün bunlara rağmen, piyasa faiz oranı ile önceden açıklanan kurun yıllık artış oranı arasındaki makas açılmaya devam etmiştir. Çok yüksek risk algılaması nedeniyle faiz oranlarını düşürmek mümkün olmayınca ve kurun yükselmesine de izin verilmeyince, Şubat 2001 krizinin Kasım 2000 krizi ile birleşerek şiddetli bir bankacılık ve likidite krizine dönüşmesi kaçınılmaz olmuştur.

Şubat 2001 krizi ortaya çıktığında Merkez Bankası Kasım 2000'deki krize benzer bir rezerv kaybı yaşamamak için, bu sefer başlangıç aşamasında yani 19-20

Şubat 2001 tarihinde yabancı sermayenin çıkışı için gerekli olan likiditeyi piyasaya sağlamıştır. Ancak, bu karar faiz oranlarını aşırı şekilde yükseltmiş ve piyasa mekanizmasını işlemez hale getirmiştir. Aynı şekilde faiz oranlarının aşırı yükselişi ile birlikte kamu borcunun çevrilebilmesi de tehlikeye girmiştir. Üstelik söz konusu uygulamaya rağmen kısa vadeli yabancı sermayenin hızlı çıkışı devam etmiş ve Merkez Bankası rezervlerinde Şubat ayı sonunda 5 milyar Dolarlık bir rezerv kaybı gerçekleşmiştir. Baskının ve faiz yükselişinin devam etmesi nedeniyle sabit kur sistemi terk edilmiştir (Celasun, 2002: 16; Akçay, 2009: 225).

Dolayısıyla kura dayalı istikrar programı 14 ayını henüz doldurmuşken sona ermiş, sürünen kur rejimi terk edilmiş ve 2001 yılının Şubat ayı sonunda dalgalı kur rejimine geçilmiştir. Kasım 2000 ve Şubat 2001’de yaşanan krizlerin ardından Mayıs 2001’de “Güçlü Ekonomiye Geçiş Programı” uygulamaya konulmuştur. Yeni programın temel amacı, kur rejiminin terk edilmesi nedeniyle ortaya çıkan güven bunalımı ve istikrarsızlığı hızla ortadan kaldırmak; eşanlı olarak bu duruma bir daha geri dönmeyecek şekilde kamu yönetiminin ve ekonominin yeniden yapılandırılmasına yönelik altyapıyı oluşturmak olmuştur (TCMB, 2001a: 3).

Söz konusu yeni program doğrultusunda dalgalı kur rejimine geçilerek para politikası çerçevesinde TCMB’nin kısa vadeli faiz oranları üzerindeki etkisi artırılmıştır. Dalgalı kur sistemine geçişle birlikte Merkez Bankası’nın önceliği, para politikasının etkinliği açısından faiz oranlarını kontrol edilebilir hale getirmek ve ödemeler sisteminin çalışır hale gelmesiyle finansal istikrarı sağlamak olmuştur. Bu program ile ekonominin şoklara karşı dayanıklılığının artırılması ve olası krizlere karşı kırılganlığının azaltılması temel ilkeler olarak benimsenmiştir. Çünkü sermaye hareketlerinin kontrol edilemediği bir ortamda hem döviz kurunu hem de faiz oranlarını bir araç olarak kullanmak mümkün değildir (Kazgan, 2012: 232-235).

Dalgalı kur rejimine ani geçiş ve ardından gelen yüksek oranlı devalüasyon, daha önce faiz şoklarıyla bilançoları hasar gören ve açık döviz pozisyonlarıyla bu krize yakalanan bankacılık sektörünü olumsuz etkilemeye devam etmiştir. Bankaların açık pozisyonlarından dolayı karşılaştıkları riskler varlığını korumuş ve kurlar üzerinde baskı yaratmıştır. TCMB, bir yandan kendi işlemleri dolayısıyla piyasaya çıkan likiditenin, diğer yandan da bankacılık sisteminin açık

pozisyonlarından kaynaklanan döviz talebinin kurlar üzerinde yarattığı baskıyı gidermek amacıyla ihale yöntemiyle döviz satışlarına başlamıştır. Böylece, döviz satışlarıyla TCMB bir yandan etkili bir sterilizasyon yapmış, diğer yandan da dalgalı kur rejiminin işleyişini bozmadan bankacılık sisteminin döviz ihtiyaçlarını karşılayarak açık pozisyon risklerinin azaltılmasına katkı sağlamıştır (Sağlam, 2009: 182-184).

Kasım 2000 ve Şubat 2001 deneyimlerinin en önemli nedeni, dışarıdan dövizle borçlanarak kamu kesimine fon aktaran bankacılık kesiminin kısa vadeli borç kullanımını artmasına rağmen, Merkez Bankası'nın ısrarla para politikası çizgisinde kalarak bankacılık kesimine kredi açmaması olmuştur. Dolayısıyla piyasa ciddi ölçüde bir likidite sıkışıklığı ile karşı karşıya kalmıştır. Böylelikle Kasım 2000 deneyimi para arzının içsel olduğu görüşünü bir kez daha göstermiştir. İkinci bölümde açıklandığı gibi, böyle bir ortamda Merkez Bankası'nın para arzını kontrol edebilmek adına harcamaları azaltacak şekilde faiz oranlarını artırması gerekmektedir. Bu bağlamda, merkez bankaları belirlemiş oldukları faiz oranlarının üzerine çıkma riskini göze alarak “son kredi mercii” işlevlerini yerine getirmelidirler.

3.2.4. Kriz Döneminde Uluslararası Konjonktür

Türkiye’de yaşanan Kasım 2000-Şubat 2001 krizlerini ve bu süreçteki para politikası uygulamalarını daha gerçekçi değerlendirebilmek için, aynı dönemlerde uluslararası konjonktürde neler olduğunu özetlemek gerekmektedir. Çünkü Dünya ekonomisi 1990’lı yıllarda küreselmeye hızlı bir geçiş yaşamış ve uyum süreci nedeniyle pek çok ülkede dönemsel makroekonomik istikrarsızlıklar ortaya çıkmıştır. Bu dönemde Dünya hasılasında yaşanan artış gerek 1970’li gerekse 1980’li yılların altında kalmış ve Dünya ekonomisi 1997 Güneydoğu Asya, 1998 Rusya ve 2001 ABD Teknoloji Köpüğü deneyimleri ile birlikte durgunluk yaşamıştır. Aynı süreçte Japonya ekonomisinin yaşadığı ekonomik durgunluk uluslararası konjonktürü para politikaları açısından daha da zorlaştırmıştır.

Dünya ekonomisinde 1970’lerde başlayan uzun süreli ekonomik daralmaya rağmen Japonya ekonomisinin ihracata bel bağlamaya devam etmesi, yapısal olarak dış ticaret fazlası veren Japonya’da finansal sektörün ekonomiye yönlendirdiği

kaynak miktarını zaman içinde artırmış, krediye daha kolay erişilir olmuştur. Japon firmaları daha fazla sermaye kaynağını yatırıma yöneltirken dış ticaret fazlası daha da artmıştır (Brenner, 2007: 119-121). Reel ekonomide yaşanan bu olumlu gelişmeler ve yerel para biriminin değer kazanması nedeniyle finansal varlıklara talep ve dolayısıyla menkul ve gayrimenkul piyasalarında spekülasyon ciddi miktarda artmıştır. 1990'lı yıllarda Japonya'da aktif fiyatlarında sert düşüşler, bankacılık sektöründe takipteki kredilerin aşırı yükselişi ve bunun sonucunda finans sektöründe baş gösteren kırılganlık ortaya çıkmıştır (Denktaş, 2009: 141).

Japonya'da yaşanan finansal kırılganlığı ve sonrasında ortaya çıkan ekonomik durgunluğu, Japonya Merkez Bankası'nın bağımsızlık düzeyinin yetersizliğine, bunun sonucunda ortaya çıkan gevşek para politikasına ve finansal liberalleşmeye bağlamak mümkündür. Merkez Bankası, ekonomiyi canlandırmak ve finansal varlıkların değerini yükseltmek amacıyla para politikasını aşırı derecede gevşetmiş, ağır davranırsa da faiz oranlarını düşürmeye başlamıştır. Ağır davranmasının nedeni, finansal varlıkların fiyatlarında ortaya çıkan artışların Merkez Bankası'nı fiyat istikrarı konusunda tedirgin etmesi olmuştur. Fiyat istikrarına olumsuz etkide bulunmadığı sürece varlık fiyatlarındaki artışa para politikası tepkisi verilmemesi gerektiği inancı, bu yıllarda gevşek para politikası uygulamalarını yurtiçi talebin canlandırılmasına ve cari işlemler fazlasının azaltılmasına yöneltmiştir (Krugman, 2010: 54).

2000'li yıllar boyunca Japonya Merkez Bankası sıfır faiz politikası çerçevesinde faiz oranlarını indirmiş ve eş anlı olarak nicel parasal rahatlatma politikası³⁰ çerçevesinde piyasaları likiditeye boğmuştur. Ancak, bu politikalar da beklenen olumlu gelişmelere yol açmamıştır. 2002 yılında Dünya ekonomisinde yaşanan yükseliş ve dolayısıyla Japonya ihracat değerlerinde görülen artış ekonomiye olumlu yansımıştır. Japonya'nın para politikası çerçevesinde en önemli seçeneği, düşük oranlı enflasyonu devam ettirmek için doğru fiyatlandırmada bulunmaktır. Ekonomiyi durgunluktan çıkaracak ve bireylerin para talebini düşürecek olan gelişme, enflasyon beklentisidir. Çünkü para politikasının ekonomik

³⁰ Bankacılık sistemini aşırı likidite ile beslemeyi ifade etmektedir. Japonya'da bu kavrama cari hesap (current account) adı verilmektedir.

durgunlukla mücadele edebilecek yetkinlikte olması, ekonomide gerçekçi düzeyde bir enflasyonun varlığına bağlıdır. İstikrarlı fiyatlar, ekonomi için her durumda arzu edilen bir politika şekli değildir (TCMB, 2011-IV: 28-29).

Japonya ekonomisinde bu gelişmeler olurken küresel piyasalarda 1995-1999 yılları arasında faiz oranlarının çok düşük seyretmesi, krediye kolay erişim ve girişim sermayedarlarının daha az seçici olmaları gibi nedenlerle internet ve teknoloji sektörüne yönelik hisse senedi fiyatları çok yüksek düzeylere çıkmıştır. Bütün bu gelişmeler, ekonomik performans açısından aşırı iyimserliğe yol açmış ve süreç “Teknoloji Köpüğü” olarak adlandırılmıştır (Denktaş, 2009: 146). Spekülatif aşırılıklar para ve kredinin genişlemesiyle hızlanmakta ya da bazı durumlarda para ve kredinin genişlemesiyle başlamaktadır. Söz konusu dönemde de para miktarı spekülasyonu kapsayacak şekilde sürekli genişletilmiştir (Kindleberger, 2007: 71).

Yükselen pazar ülkelerinden Güneydoğu Asya grubu, bu dönemde para birimlerini ABD dolarına endeksleyerek Dünya ekonomisinden büyük ölçüde sermaye çekmeyi başarmış, hızla büyümüş ve yükselen borsa fiyatlarıyla ekonomileri büyük bir “köpük” yaşamıştır. Ancak Çin’in yerel para birimini devalüe etmesi ve bu ülkelerin en önemli ticaret ortaklarından Japonya’nın yaşadığı durgunluk, Güneydoğu Asya ülkelerinin rekabet güçlerini olumsuz etkilemiştir. Buna teknoloji devrimi ve verimlilik artışı nedeniyle ABD dolarının değer kazanması eklenince, söz konusu ülkelerin cari açıkları büyümüş, kısa vadeli borçları artmış ve bölge ülkelerinden sermaye çıkışı yayılırken devalüasyonlar birbirini izlemiştir. Bu gelişmeler, henüz geçiş ekonomisi sorunlarını atlatamayan Rusya’yı petrol gibi hammaddelerin talebinin dibe vurması ve sermaye çıkışı nedeniyle olumsuz etkilemiş, Rusya para birimi %40 oranında devalüe edilmiş ve moratoryum ilan edilmiştir (Kazgan, 2012: 221-222).

1997 Güneydoğu Asya ve 1998 Rusya krizlerinden sonra Dünya ekonomisi tekrar canlanmaya başlamış, sanayileşmiş ülkeler 2000 yılının ilk yarısında son yılların en yüksek büyüme hızlarına ulaşmıştır. Ancak, FED’in politika faiz oranını 1999-2000 yıllarında altı kez artırması ve dolayısıyla ABD ekonomisinde uygulanan sıkı para politikası, özel sektör yatırımlarının hızlı bir şekilde düşmesine ve finansal piyasalarda teknoloji hisse senetlerine yönelik sert satışlara neden olmuştur. İyimser

sürecin tersine dönmesiyle birlikte, başta ABD olmak üzere gelişmiş ülkelerde 2000-2001 döneminde resesyona yaşanmıştır. Sanayileşmiş ülkelerdeki ekonomik durgunluk bir yandan dış ticaret üzerinde daralmaya yol açarken diğer taraftan da yabancı sermaye yatırımlarında ve finansman imkânlarında düşüselere neden olmuştur (Yükseler, 2009: 7).

Euro Bölgesi büyüme hızları da benzer şekilde 2000 yılının ikinci yarısında yavaşlamaya başlamış ve 2001 yılında yayılarak devam etmiştir. Ekonomik yavaşlama, yüksek petrol ve gıda fiyatlarının reel gelirden yarattığı baskı nedeniyle yavaşlayan iç talepten ve hisse senedi piyasalarındaki düşüşlerden kaynaklanmıştır. Yukarıda bahsi geçen gelişmeler nedeniyle küresel talebin zayıflaması sonucunda ihracat ve ithalat büyüme hızlarında yaşanan azalma da olumsuz sürece katkıda bulunmuştur. Enflasyon kaygısı nedeniyle ECB tarafından 2000 yılı boyunca faiz oranlarının artırılmış olması, bölgede ekonomik yavaşlamanın 2001 yılına yayılmasına neden olmuştur. Dolayısıyla ABD ekonomisindeki gelişmeler, Dünya ekonomisinin yönünü belirlemede önemli bir rol oynamıştır (TCMB, 2001a: 67).

Bu durgunluk süreci görece kısa sürmüş, finansal daralmanın ardından hızlı faiz indirimleriyle verilen sert para politikası tepkisi ABD ekonomisinin kısa zamanda toparlanmasını sağlamıştır. Dünya ekonomisindeki durgunluk nedeniyle, aynı şekilde diğer merkez bankaları da para politikalarını önemli ölçüde gevşetmiştir. Ancak yaşanan ekonomik durgunluk sonrası verilen agresif para politikası tepkileri, sonraki dönemde yeni bir finansal şişkinlik oluşumuna uygun ekonomik koşulları hazırlamıştır. İzlenen gevşek para politikası ve düşük faiz-yüksek likidite dönemi ile birlikte, sürekli ve yüksek seviyede sermaye girişleri elde edilmesi, finansal piyasalarda yüksek miktarda fon fazlasının birikmesine neden olmuştur.

Bu dönemde FED Başkanı Greenspan'ın öncülük ettiği para politikası; varlık fiyatlarındaki keskin bir yükseliş anında bunun düşürülmesi amacıyla faiz oranlarının artırılmasına karşı konulmasını, buna rağmen varlık fiyatlarındaki düşüşe ise faiz oranlarını indirerek sert bir politika tepkisi verilmesini temel almıştır. Enflasyon hedeflemesi konusunda ortaya çıkan bu tek yanlı bakış açısının, ancak kaldıraç işlemlerinin aşırıya kaçmasının önlenemediği bir ekonomik ortamda haklı görülebileceği anlaşılmıştır. Kaldıraç işlemlerinin yoğun olduğu, nispeten nakit

olmayan varlıklara güvenerek kısa vadeli borçların vadelerinin sürekli uzatıldığı ekonomilerin sonsuza kadar yaşaması, kaldıraç işlemlerinin denetimsiz büyüdüğü bir ortamda mümkün değildir (Reinhart ve Rogoff, 2010: 354).

Dünya ekonomisinde yaşanan bu tarz farklı özelliklere sahip ekonomik dalgalanmalar, 2000’li yılların başında finansal kriz sonrasında uygulanacak politikalar konusunda iki yaklaşımı ön plana çıkarmıştır. Bunlardan en yaygını olan IMF yaklaşımı, dış dengeyi sağlamak, döviz çıkışlarını durdurmak ve döviz kurunda büyük sıçramaları engellemek için sıkı para politikasının ve yüksek faiz oranının uygulanması gerektiğini savunmuştur. IMF’ye göre dış dengeyi sağlamak için iç talebi kısmaktan başka çare yoktur. Bu tür daraltıcı politikaların iç talepte gerileme ve ekonomide küçülme yaratabileceği IMF tarafından da kabul edilmektedir.

Türkiye’nin 2001 krizinden çıkış stratejisi de, para politikası açısından bu şekilde oluşturulmuş, ancak faiz ile kur artışı arasında ters yönlü ilişki olduğunu savunan IMF yaklaşımıyla bağdaşmayan sonuçlar ortaya çıkmıştır. Küresel boyutta IMF yaklaşımına yönelen eleştiriler Radelet ve Sachs (1998), Furman ve Stiglitz (1998) gibi teorisyenlerin savunduğu ikinci yaklaşıma ilgiyi artırmıştır. Bu yaklaşım, kriz sonrasında reel ekonominin zaten daralma sürecine girdiğini savunarak, kriz dönemlerinde para politikalarının gevşetilmesi ve reel faiz oranının düşürülmesi gerektiğini savunmuştur. Krizin getirdiği belirsizlik nedeniyle daralma eğilimine giren bir ekonomide, sıkı para politikasının uygulanması krizi derinleştirmektedir (Uygur, 2001b: 27-28).

1990’lı yıllar boyunca ve 2000’li yılların başında Dünya ekonomisinde yaşanan bu gelişmeler ve sermaye hareketlerinde görülen dalgalanmalar, Türkiye ekonomisinde yaşanan GSYH iniş-çıkışlarını etkilemiştir. Bu dönemde yükseliş ya da çöküş yılları yaklaşık bir yıl farkla Dünyada ve Türkiye’de aynıdır. 1998 yılında başlayıp 1999 ve 2001 yılında dip yapan Dünya ekonomisindeki krizler, Türkiye’deki gelişmelerle aynı çizgidedir.³¹ Ancak asıl dikkat çekici nokta, Türkiye’nin büyüme hızındaki dalgalanmaların Dünyadakinden çok daha şiddetli olmasıdır. Dünya ekonomisi durgunluk yaşarken Türkiye krize sürüklenmekte,

³¹ Daha detaylı bilgi için bkz. Kazgan, G. (2012), *Türkiye Ekonomisinde Krizler (1929-2009): “Ekonomi Politik” Açısından Bir İrdeleme*, 3. Baskı, İstanbul Bilgi Üniversitesi Yayınları, s.s. 197-220.

Dünya ekonomisinde yükseliş yaşanırken ise Türkiye ekonomisi büyüme rekorları kırmaktadır. Bütün bunlar, spekülâtif sermaye hareketlerinin Türkiye gibi gelişmekte olan ülkeleri nasıl etkilediğini açıkça ortaya koymaktadır (Kazgan, 2012: 216-217).

Dünya ekonomisinde yaşanan bu olumsuz gelişmeler, Türkiye ekonomisinde ihracat artışına ve sermaye hareketlerine olumsuz yansımıştır. 2000 yılının ilk yarısında artan sermaye girişleri ve ihracat ile ayakta duran Türkiye ekonomisi, önceki kısımda detaylı şekilde açıklanan faktörlerin de devreye girmesiyle Kasım 2000-Şubat 2001 krizlerini yaşamıştır. Dünya ekonomisinde ve akabinde Türkiye ekonomisinde belirsizliklerin artması, TL'nin aşırı değer kaybı, finansal piyasalardaki istikrarsızlıklar ve reel faiz oranlarının yüksek seviyelerde kalması ekonomide ciddi bir daralmaya neden olmuştur. Türkiye'de döviz kuru hedeflemesi nedeniyle faiz oranı politikasının devre dışı kalması, krizi daha da derinleştirmiştir. En önemlisi de, küresel konjonktürde hangi para politikası tedbirleri popüler olursa Türkiye'nin de kendine özgü ekonomik koşullarını dikkate almadan bu akımların peşinden sürüklenmesi olmuştur.

3.2.5. Kriz Sonrasında Türkiye'de Para Politikasının Yapısal Dönüşümü

Türkiye'de Kasım 2000-Şubat 2001 krizleri sonrasında döviz kuru rejiminin değişmesi ve kurun nominal çapa olarak kullanımına son verilmesi, para politikası stratejisinin yeniden düzenlenmesini gerektirmiştir. Bu çerçevede Merkez Bankası'nın yaptığı operasyonların geneline bakıldığında ise, Merkez Bankası'nın sermaye birikim sürecindeki işlevlerinden biri olan “özel zararların toplulaştırılmasını” yerine getirdiği görülmektedir (Akçay, 2009: 226).

Kriz sonrası dönemde dalgalı kur rejimi çerçevesinde TL'nin değerinde yaşanan hızlı düşüşün enflasyon üzerindeki etkilerini sınırlandırmak amacıyla para politikası daha aktif kullanılmaya başlanmıştır. Bu doğrultuda NİV için tavan, NUR için taban değerler revize edilmiş ve bunlar performans kriteri olarak belirlenmiştir. Döviz kuru çapasının ortadan kalkmasıyla birlikte para tabanı ara hedef ve nominal çapa olarak belirlenmiş, böylece ekonomik birimlerin enflasyon beklentilerinin oluşturulmasında bir kriter oluşturulması amaçlanmıştır (Eroğlu, 2009: 31-32).

Kriz ortamının para talebi ve para tabanı tahminleri açısından belirsizlikler oluşturması nedeniyle para tabanına gösterge niteliğinde dönemsel tavanlar getirilmiş ve 2001 yılında para tabanının öngörülen enflasyon ve büyüme oranı çerçevesinde artırılması benimsenmiştir. Bu uygulama ile birlikte, parasallaşmaya gidilmeyeceğine ve devalüasyonun enflasyonist etkilerine sınırlama getirileceğine dikkat çekilmiştir. Ayrıca kısa vadeli faiz oranları enflasyonist baskıları azaltmak yönünde kullanılmıştır. Ani ve geçici şokların önlenmesine yönelik olarak, döviz kurunun uzun dönem denge değerini etkilemekten kaçınarak konjonktürel dalgalanmalar altında döviz kurlarına müdahale edilmiştir.

2001 yılının Nisan ayında TL'nin değer kazanmaya başlaması ve döviz kurlarından kaynaklanan enflasyonist baskıların azalması nedeniyle TCMB Mayıs ayında İMKB repo-ters repo ve bankalararası para piyasalarında faiz oranlarını hızla düşürmüştür. Bu dönemde DİBS faiz oranları da düşüş eğilimini sürdürmüştür. Ancak, Mayıs ayı sonunda borçlanma vadesini uzatmak adına iç borç takası gündeme gelince, faiz oranlarında bir miktar yükseliş gözlenmiştir. Bu süreçte Hazine'nin faiz oranlarındaki yükselişi önlemek adına ihale tekliflerini daha düşük oranda karşılaması piyasalarda tedirginliği artırmıştır. Mevcut faiz oranlarının yeni programa göre yüksek seyretmesi ve bu durumun borçların sürdürülebilirliğini zorlaştıracağı yönündeki beklentiler, 2001 yılı Haziran ayı içinde iç borç takasına gidilmesine yol açmıştır (Akdoğan, 2012: 200-201; Somçağ, 2006: 121-123).

Çünkü kriz sonrasında Merkez Bankası'nın bankaların ihtiyaç duyduğu likiditeyi piyasaya sürmesi, piyasadaki para miktarını hızlı bir şekilde artırmıştır. Daha sonra ise piyasaya sürülen bu para miktarı yine Merkez Bankası tarafından geri toplanmıştır. Bu operasyonun kamu kesimine getirdiği ek yük, 2000 yılı sonunda %29 düzeyinde olan iç borç stokunun GSYH payını, 2001 yılı sonunda %69,2 düzeyine yükseltmesi olmuştur (TCMB, 2003: 13). Dolayısıyla Şubat 2001 krizi ile realize olan bilanço riskleri, dolaylı ve dolaysız olarak kamu borç yükünü artırmıştır (Akçay, 2009: 226).

Bu nedenlerle gerçekleştirilen iç borç takası ile ortalama vadesi 6 ay olan nominal 9.8 katrilyon lira tutarındaki senet, ortalama vadesi 37 ay olan tahviller ile değiştirilmiştir. Böylelikle 2001 yılı iç borç servisinden 6.4 katrilyon lira tasarruf

sağlanmıştır. İç borç stokunun vadesi bu şekilde uzatılırken, takas işlemiyle bankalara verilen dövize endeksli senetler ile bankacılık kesiminin döviz açık pozisyonu önemli ölçüde giderilmiştir. Ancak, bazı yapısal düzenlemelere ilişkin gecikmeler nedeniyle IMF'nin 1.6 milyar Dolarlık kredi dilimini serbest bırakmaması nedeniyle DİBS faiz oranları yükselmiştir. DİBS bileşik faiz oranı %76,9'dan %107,6'ya yükselirken TL de Dolar karşısında Merkez Bankası'nın müdahalesine rağmen %12,2 değer kaybetmiştir. Bir kredi derecelendirme kuruluşunun Türkiye'nin kredi görünümünü olumsuz çevirmesi ise sermaye çıkışına neden olurken piyasalarda tedirginlik artmıştır (TCMB, 2001a: 4).

Bu gelişmelerin etkisiyle ortaya çıkan döviz kuru yükselişi çerçevesindeki enflasyonist etkiyi hafifletmek ve piyasadaki fazla likiditeyi çekmek amacıyla TCMB Temmuz ayı ortalarında gecelik faiz oranlarını 4 puan artırarak %67'ye yükseltmiştir. Kısa vadeli faiz oranlarındaki bu yükselişe rağmen risk priminin artması nedeniyle döviz kurları hızlanmış ve TCMB yoğun miktarda döviz satışında bulunmuştur. Temmuz sonunda ise yeni bir iç borç takas işlemi yapılmış, bu doğrultuda kamu ve fon bankalarının piyasadaki gecelik borçlanmalarını azaltmak için, bu bankalardan kesin alımı yapılan 1 yıl vadeli 13.8 katrilyon liralık DİBS 2-6 yıl vadeli tahviller ile değiştirilmiştir.

Tablo 3.4: 2001 Yılı Parasal Program Hedefleri ve Gerçekleşmeler

Dönem	Para Tab. Üst Limit		NİV Tavanı		NUR Tabanı		Nihai Amaç
	Hedef	Gerçekleşme	Hedef	Gerçekleşme	Hedef	Gerçekleşme	
30.04.2001	-	5.850	-	6.739	-	-	Ödemeler sistemindeki tıkanıklıkları gidermek ve finansal istikrar
31.05.2001	-	5.815	-	7.942	-	-837	
30.06.2001	-	6.247	-	12.943	-	3.059	
31.08.2001	7.115	6.748	17.250	16.437	-2.500	-1.370	
31.10.2001	7.550	7.140	21.150	17.933	-3.250	-304	
31.12.2001	7.750	7.642	22.400	19.493	-3.546	-1.730	

* Para tabanı ve NİV trilyon TL olarak, NUR ise milyon ABD doları olarak verilmiştir.

Kaynak: TCMB (2001a), *Para Politikası Raporu*, Ankara: Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası, s. 20.

Tablo 3.4'te görüldüğü gibi, NİV ve NUR adına gelişmeler yeni programın öngörülere doğrultusunda gerçekleşirken para tabanındaki artış eğilimi bu dönemde devam etmiş, bu nedenle Temmuz sonunda TÜFE artış hedefi %52,5'ten %58'e revize edilmiştir. Dolayısıyla aynı zamanda para tabanı ve NİV büyüklükleri de yukarı yönlü revize edilirken NUR için hedefler aynen korunmuştur. İlerleyen aylarda, bir önceki kısımda açıklanan uluslararası alandaki ekonomik gelişmeler

nedeniyle, TCMB piyasalara gerektiğinde likidite sağlayacağını açıklamış ve faizler üzerindeki üst kotasyon oranını düşürmüştür (TCMB, 2001a: 5).

Diğer taraftan, “Yeni Merkez Bankası Kanunu” çerçevesinde, parasal otoritenin Hazine’ye ve kamu kurumlarına kredi açmasını yasaklayan hüküm 2001 yılının Kasım ayında yürürlüğe girmiştir. Bunun hemen öncesinde TCMB 15.8 katrilyon liralık DİBS’lerin vadelerini uzatarak faizlerini TÜFE’ye endekslemiştir. Böylelikle 2002 yılında para politikasının daha aktif kullanılabilmesi açısından uygun ortam oluşturulmuştur. Kriz sonrasında gerçekleşen bu gelişmeleri para politikası açısından üç aşamaya indirgemek mümkündür. Kriz yönetimi stratejisinin ilk aşamasında TCMB açısından en önemli konu, ödemeler sisteminin kesintisiz çalışmasını temin etmek olmuştur. İkinci aşamada Merkez Bankası sorunlu bankacılık kesiminin para piyasaları ve faiz oranları üzerindeki baskısını ortadan kaldırmaya odaklanmıştır. Son olarak ise riskleri azaltmak ve vadeleri uzatmak adına iç borç takas işlemi devreye sokulmuştur (BDDK, 2009: 7-8).

Sonuç olarak, Kasım 2000-Şubat 2001 krizi ve sonrasında para politikası yönetiminde oluşan dönüşümün önemi, yukarıda açıklanan kriz sonrası hayata geçirilen programın kapsamlı bir yapısal dönüşümün başlangıcını oluşturmasından kaynaklanmaktadır (Akçay, 2009: 216). Türkiye’nin yaşadığı bu kriz, beklenmedik bir ölçüde ekonomik daralmayla sonuçlanmasının ötesinde, ülkenin para politikası perspektifini değiştiren çok boyutlu yeni koşulları da beraberinde getirmiştir (Celasun, 2002: 1). Bu dönüşümün temelinde ise Merkez Bankası’nın bağımsızlığı temelinden hareketle Yeni Keynesyen para politikası uygulamalarının ülke ekonomisine egemen olması yatmaktadır. Dolayısıyla Türkiye’nin çağdaş para politikası uygulamalarına geçiş sürecini de ele almak gerekmektedir.

3.3. Türkiye’de Çağdaş Merkez Bankacılığına Geçiş

2001 yılında yaşanan ekonomik krizden sonra Hazine tarafından gerçekleştirilen iç borç takası ile vadeleri uzatılan kamu borçlarının çevrilme riski azaltılmış, böylece faiz oranları üzerindeki baskı hafifletilmiş ve bankacılık sisteminin açık pozisyon sorunu giderilerek ekonomi politikalarının dalgalı kur rejimi altında daha etkin sürdürülmesi sağlanmıştır. Bu bağlamda 2001 yılını birçok

açından olduğu gibi merkez bankacılığı açısından da bir dönüm noktası olarak görmek mümkündür. Güçlü Ekonomiye Geçiş Programı'nın getirdiği en önemli düzenleme, enflasyonla mücadelede aktif bir para politikası uygulanması ve gerekli koşullar sağlandığında enflasyon hedeflemesine geçilmesi olmuştur. Para politikası çerçevesinde TCMB, 2002 yılından itibaren tamamen fiyat istikrarına odaklanmıştır.

Bu bağlamda 2001 yılı öncesi için pasif para politikası, 2001 yılı sonrası için ise faiz oranlarının kontrolünü içeren aktif para politikası değerlendirmesi yapmak mümkündür. 2001 yılı sonrasında, ekonomik politikaların başarısı açısından kilit öneme sahip olan bir reform olarak TCMB yasa değişikliği gerçekleştirilmiş; TCMB tam operasyonel bağımsızlığa kavuşturulmuş, kamu kesimi ile ilişkisine yasal olarak son verilmiş, amacı netleştirilmiş ve para politikası kararlarında bağımsızlığı yasal güvence altına alınmıştır.

Merkez Bankası'nın temel amacı fiyat istikrarını sağlamaktır. Merkez Bankası, fiyat istikrarını sağlamak için uygulayacağı para politikasını ve kullanacağı para politikası araçlarını doğrudan kendisi belirler ve fiyat istikrarını sağlama amacıyla çelişmemek kaydıyla büyüme ve istihdam politikalarını destekler.³² Böylelikle Merkez Bankası'nın para politikasını yürütürken siyasi otoriteden bağımsız hareket etme kabiliyetinin yasal olarak güvence altına alınması öngörülmektedir (Akçay, 2009: 240).

3.3.1. Örtük Enflasyon Hedeflemesi Dönemi: 2002-2005

Fiyat istikrarına odaklanmış güvenilir bir para politikası; kurala dayalı politika tercihi, Merkez Bankası'nın amaç-araç bağımsızlığına sahip olması, maliye politikasının disipline edilmesi, şeffaf ve hesap verilebilir olunması gibi bileşenlerden oluşmaktadır. Enflasyon hedeflemesinin başarılı bir şekilde uygulanabilmesinde stratejinin öngördüğü ön koşulların belirli düzeyde sağlanması ve enflasyonun doğru şekilde tahmin edilebilmesi önem kazandığı için, öncelikle enflasyonun belirli bir düzeye düşürülmesi ve ihtiyaç duyulan yasal altyapının oluşturulması gerekmiştir (Kartal, 2011: 84).

³² 1211 sayılı eski Merkez Bankası yasınının 4. maddesinin 4651 sayılı yasa ve 1. maddesi uyarınca yeniden düzenlenmiş halidir.

Dolayısıyla örtük enflasyon hedeflemesi dönemini krizin etkilerinden kurtulup yapısal reformların, bütçe disiplininin ve tutarlı para politikalarının uygulanmasıyla dezenflasyon ve büyümenin sağlandığı, uzun dönemli istikrar programlarının kesintisiz uygulandığı, para politikası ve araçlarının çağdaş merkez bankacılığı ilkeleri çerçevesinde Yeni Keynesyen temellerden yola çıkarak yürütüldüğü dönem olarak tanımlamak mümkündür. Özellikle 2002 yılı para programı, para politikasının operasyonel çerçevesinde yapılan yapısal değişiklikler ile birlikte sonraki yılların para politikası uygulamalarının temelini oluşturması bakımından önemlidir.

Çünkü 2002 yılına gelindiğinde, parasal göstergelerle enflasyon arasındaki ilişkinin genelde istikrarlı olmaması nedeniyle sadece parasal hedefleme aracılığıyla enflasyon ile mücadelenin yeterli olmayacağı düşüncesi, TCMB tarafından enflasyon hedeflemesine geçilmesini gündeme getirmiştir. Ancak, özellikle kamu borcunun milli gelire oranının %100'ü aştığı bir dönemde enflasyon hedeflemesi stratejisine geçilmesi risk yaratacağı için, parasal büyüklükler kademeli olarak arka plana itilirken giderek daha çok enflasyon hedefine ve enflasyonla mücadeleye vurgu yapılmış ve böylelikle örtük enflasyon hedeflemesi stratejisine geçilmiştir (Öztürk ve Biner, 2008: 29-30).

Merkez Bankası, 2002-2005 yılları arasında enflasyon hedeflemesi rejiminin kurumsallaşma, teknik kapasite, şeffaflık, hesap verebilirlik gibi unsurlarına kademeli olarak yaklaşma stratejisi izlemiştir. Örtük enflasyon hedeflemesi çerçevesinde, Merkez Bankası hükümet ile birlikte enflasyon hedeflerini saptamış, kısa vadeli faiz oranlarını enflasyonla mücadelede kullanırken, para tabanını da ek bir çapa olarak belirlemiştir.

Böylelikle enflasyon hedeflerinin güvenilirliğinin artırılmasını amaçlamıştır. Merkez Bankası'nın bağımsızlığı yolunda atılan adımlar ile mali disiplin ve yapısal düzenlemeler Türkiye'de fiyat istikrarı yolunda kazanımları beraberinde getirmiştir. Piyasada dalgalı kur rejimine uyum artmış ve enflasyon hedeflemesi rejimine geçiş için elverişli bir ortam oluşmasına yönelik mesafe alınmıştır (TCMB, 2006: 73).

3.3.1.1. Yeni Dönemde Para Politikasının Değişen Yüzü

2002 yılında makroekonomik hedeflerle uyumlu bir parasal genişlemenin ötesine geçmemek ve geçilmeyeceğine ekonomik birimleri ikna etmek amacıyla parasal hedefleme politikası uygulanmıştır. Buna ek olarak nihai hedef olan fiyat istikrarı ile tutarlı bir enflasyon hedeflemesine resmi olarak geçilmeden önce “örtük enflasyon hedeflemesi” politikası izleneceği, gelecekte enflasyonun alabileceği değerler dikkate alınarak kısa vadeli faiz oranlarında değişikliğe gidilebileceği açıklanmıştır. Bu doğrultuda 2002 yılı çerçevesinde para programında hedefler enflasyon için %35, faiz dışı bütçe fazlası/GSYH oranı için %6,5 ve büyüme için %3 olarak öngörülmüştür (TCMB, 2003: 15). Para politikasının temel hedefi orta vadede enflasyonu tek haneli rakamlara indirmek ve fiyat istikrarını sağlamak olarak şekillenmiştir.

Bu bağlamda 2002 yılında gelecek dönem enflasyonuna odaklanan bir para politikası uygulaması benimsenmiştir. Söz konusu para programında bütçe disiplini, bankacılık reformları, sürdürülebilir büyümenin altyapısını oluşturma ve iktisadi reformların düzenli yapılacağı gibi amaçlar da yer almıştır. Bu stratejik plan, 2002-2005 yılları arasında “örtük” olarak adlandırılmıştır. Çünkü yüksek enflasyon oranları ve uygulanan politikalara kamuoyunun duyduğu güvensizlik nedeniyle bu dönemde Merkez Bankası açık şekilde ifade edilmeyen bir enflasyon hedeflemesi stratejisi uygulamıştır. Bu stratejiye de “örtük enflasyon hedeflemesi stratejisi” denilmiştir.

Bu ifadenin ortaya çıkmasının nedenlerinden biri, Para Politikası Kurulu'nun enflasyon odaklı bir ekonomik durum tartışması yapmakla birlikte faiz kararı almaması olmuştur. İkincisi, ileriye yönelik enflasyon tahminleri ve TCMB'nin olası politika tepkileri hakkında bilgi içeren bir üç aylık enflasyon raporu bu dönemde yayınlanmamıştır. Bunun yerine daha çok durum ağırlıklı bir üç aylık Para Politikası raporu yayınlanmıştır (Özatay, 2011b: 409). Ayrıca 2002-2005 döneminde bankacılık sektöründeki operasyonlar devam etmiştir. Yine aynı dönemde var olan mali baskınlık, yüksek düzeyde kamu borçlanma gereği, döviz kuru hareketlerinin enflasyonu belirlemede etkin bir rol oynaması ve Türkiye'de geçmiş enflasyona

dayalı bir fiyatlama alışkanlığının varlığı ilk etapta bu tür bir stratejinin benimsenmesine yol açmıştır (Özataç, 2009: 50).

2002 yılında parasal büyüklük olarak para tabanı belirlenirken, bunun GSYH büyüme hızı kadar artması hedeflenmiştir. Para tabanı bir performans kriterine dönüştürülmüştür. Programda bir diğer performans kriteri olarak NUR seçilmiş ve belirlenen sınırların altına inilmeyeceği vurgulanmıştır. Merkez Bankası'nın ne ölçüde para yarattığını ölçen NİV kalemi de gösterge niteliğinde bir büyüklük haline dönüştürülmüştür (TCMB, 2003: 75). 2002 yılına dönük performans kriterleri, göstergeler ve gerçekleştirmeler Tablo 3.5'ten takip edildiğinde, 2002 yılı para programı çerçevesinde Merkez Bankası'nın performans kriteri olarak belirlenen para tabanı ve NUR ile gösterge niteliğinde belirlenen NİV hedeflerine ulaştığı görülmektedir.

Tablo 3.5: 2002 Yılı Parasal Program Hedefleri ve Gerçekleşmeler

Dönem	Para Tab. Üst Limit		NİV Tavanı		NUR Tabanı		Nihai Amaç
	Hedef	Gerçekleşme	Hedef	Gerçekleşme	Hedef	Gerçekleşme	
28.02.2002	8.250 ^P	7.823	26.100 ^G	24.318	-6.500 ^P	-4.907	Gelecek dönem enflasyonuna odaklanmak
30.04.2002	8.900 ^P	8.680	27.700 ^G	25.197	-7.200 ^P	-4.926	
30.06.2002	9.089 ^P	9.009	28.739 ^G	26.374	-7.800 ^P	-5.755	
30.09.2002	10.600 ^P	10.104	31.139 ^G	28.551	-8.500 ^P	-5.889	
31.12.2002	10.850 ^P	10.720	33.139 ^G	28.603	-9.700 ^P	-4.614	

Not: Para tabanı ve NİV trilyon TL olarak, NUR ise milyon ABD doları olarak verilmiştir.

P: Performans kriteri; G: Gösterge değer.

Kaynak: TCMB (2003), *Yıllık Rapor 2002*, Ankara: Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası, s. 77.

Ayrıca Merkez Bankası bankalararası para piyasasında geç likidite penceresi uygulamasına başlamış; bu yolla teminat karşılığında bankaları limitsiz olarak fonlamıştır. Bununla birlikte, Merkez Bankası üstlendiği bu aracılık görevine 2002 yılının ikinci yarısında son vermiştir. Dalgalı kur rejimi altında temel politika aracı olarak kısa vadeli faiz oranları belirlenmiş ve sadece fiyat istikrarı hedefi doğrultusunda aktif olarak kullanılacağı belirtilmiştir (TCMB, 2003: 93).

Bu dönemde döviz kurlarındaki her iki yönde aşırı dalgalanmaların önlenmesi ve TL'deki hızlı değer kaybının enflasyonist etkilerinin sınırlanması amacıyla döviz kurlarının seviyesine yönelik olmayan sınırlı müdahaleler benimsenmiş, ters para ikamesi ve ödemeler dengesindeki olumlu gelişmeler doğrultusunda döviz rezervlerini artırmak için şeffaf döviz alım ihaleleri yapılmıştır. Piyasalarda oluşan

döviz arz fazlası sonucu, uluslararası rezerv pozisyonunun güçlendirilmesi hedefiyle uyumlu olarak 6 Mayıs 2003 tarihinde günlük döviz alım ihalelerine yeniden başlanmıştır. Artan ekonomik istikrarın da katkısıyla, ters dolarizasyon sürecinin başlaması sağlanmış, portföy tercihlerinde TL cinsinden yatırımların ağırlığı artmıştır (TCMB, 2005b).

2003 yılında piyasalarda görece istikrar ve TL'nin değer kazanması, verimlilik artışları ve reel ücretlerin seyri sonucunda maliyetlerdeki iyileşme, gıda ve tarım ürünleri fiyatlarında yavaşlama, kamu kesiminde enflasyon hedefiyle uyumlu fiyatlandırma ve gelirler politikası, iç talep baskısının olmayışı ve artan rekabet ortamı gibi nedenlerle enflasyon oranında önemli bir düşüş yaşanmıştır. 2004 yılında enflasyon hedefi %12 olarak belirlenmiş ve 2004 yılında enflasyon hedefleri ile bekleyişleri arasındaki fark 1,1 puana düşmüştür (Tablo 3.6). Bu yıl kamu sektöründe verimliliğin ve bütçe faiz dışı fazlasının kalitesinin artırılmasına yönelik reformların devamı, borç dinamiklerine ilişkin oluşturduğu olumlu etki vasıtasıyla, risk primindeki dalgalanmaları azaltmış ve temel politika aracının etkinliğini artırmıştır.

2005 yılı para politikası ise, bir geçiş programı özelliği taşıması itibarıyla önemlidir. 2005 yılında Merkez Bankası likidite yönetimini öncelikli olarak 1 haftalık repo ihaleleri ile gerçekleştirmeye başlamıştır. Ancak, NİV ya da parasal taban için hedefler oluşturulması enflasyon hedeflemesi rejiminde para politikasının etkinliğini azaltacağından, TCMB 2006 yılı için bu hedeflerin yerini enflasyon hedeflemesine ilişkin göstergelere bırakacağını belirtmiş ve açık enflasyon hedeflemesine geçme kararlılığını göstermiştir. Nitekim TCMB 1 Ocak 2006 tarihi itibarıyla açık enflasyon hedeflemesine geçmiştir (Yiğitbaş, 2009: 219-220).

3.3.1.2. Örtük Enflasyon Hedeflemesi Döneminin Sonuçları

TCMB örtük enflasyon hedeflemesi döneminde enflasyon hedeflerinin tümüne ulaşmış, güvenilirliği artmış ve piyasadaki enflasyon beklentileri hedeflere yakınsamıştır (Tablo 3.6). Kamu borç stokunun çevrilebilirliğine yönelik tartışmalar ortadan kalkmış, mali disiplinin sürekliliği konusundaki kaygılar büyük ölçüde hafiflemiştir. Finansal piyasaların derinliği artarken, kırılganlığı ise azalmıştır (Tablo

3.7). Döviz kurundaki, finansal piyasalardaki ve faiz oranlarındaki oynaklık azalmış ve dolayısıyla risk primi düşmüştür. Genel anlamdaki bu olumlu gelişmelere rağmen, örtük enflasyon hedeflemesi döneminde ekonomi çeşitli şoklarla karşılaşmış ve bu doğrultuda çeşitli para politikası tepkileri ortaya çıkmıştır.

Söz konusu dönemde siyasi belirsizlik kaynaklı ilk olumsuz şok nedeniyle, 2002 yılının başından itibaren düşme eğilimi gösteren döviz kuru, ikincil piyasa faiz oranı ve Türkiye'nin kredi riski keskin biçimde yukarıya doğru hareketlenmiştir. Bu gelişmelere rağmen TCMB; yüksek kamu borcu, bankacılık sektöründeki dönüşümün henüz tamamlanmamış olması ve ekonomiye duyulan güvenin henüz sağlanmamış olması gibi gerekçelerle Güçlü Ekonomiye Geçiş Programı'na bağlı kalmayı tercih etmiştir. Böylece, piyasa faizlerinde gözlenen keskin artışa karşın Merkez Bankası politika faiz oranı değiştirilmemiştir. Ancak belirsizlik ortadan kalktıktan sonra gecelik faiz oranları düşürülmüştür.

2002 yılının sonuna doğru risk algılamasının tekrar azalmaya başlaması ve faiz oranı ile döviz kurunun düşmesine rağmen örtük enflasyon hedeflemesinin başlangıcından itibaren yaşanan ikinci büyük olumsuz şok (Irak Savaşı) gerçekleşmiş; söz konusu oranlar tekrar yükselişe geçmiştir. TCMB, benzeri nedenlerle yine politika faiz oranını sabit tutmuş, olumsuz şokun ortadan kalkmasıyla politika faiz oranını indirmiştir. Bekleyişlerdeki iyileşmeye paralel olarak reel faiz oranı %15 düzeyine düşmüş, gecelik borçlanma faiz oranı altı defa indirilmiş ve böylece %59'dan %44'e kadar gerilemiştir.

Ancak, örtük enflasyon hedeflemesi döneminin üçüncü büyük olumsuz şoku 2004 yılının bahar aylarında ortaya çıkmış; FED'in beklenenden önce ve agresif bir biçimde faiz artırımına gidebileceği yönünde küresel mali piyasalarda ortaya çıkan bekleyişler risk iştahını azaltmıştır. TCMB, ana eğilimi belirleyen ekonomik temellerin sağlam olduğuna ve bu şokun etkisinin ortadan kalkmasıyla olumlu ana eğilime tekrar döneceğine vurgu yaparak ilk iki olumsuz şokta olduğu gibi politika faiz oranını değiştirmemiştir. 2004 sonbaharında küresel piyasalardaki risk algısının azalmasıyla Türkiye ekonomisine yönelik risk iştahı tekrar yükselmiş ve enflasyon gelişmelerinin hedeflerle uyumlu olması sonucunda TCMB ardı ardına faiz indirimlerine gitmiştir (Özatay, 2011b: 410-411).

Diğer taraftan söz konusu dönemde enflasyon açısından beklenti, hedef ve gerçekleştirmelere bakıldığında, ortaya çıkan olumlu durum Tablo 3.6'da görülebilmektedir. 2002 yılında yaşanan kısmi ekonomik başarı karşısında 2003 yılı hedefleri olarak enflasyon oranı için %20 ve büyüme oranı için %5 belirlenmiştir. 2003 yılında yıl sonu bekleyişleri ile hedeflenen enflasyon arasındaki fark 13 puandan 5 puana düşmüştür. Bu durum, uygulanan programa güvenin arttığının bir göstergesidir. 2004 yılında %12'lik hedeften daha düşük bir enflasyon oranının gerçekleşmesi ve tek haneli rakama ulaşılması (%9,3), Türkiye'nin enflasyonla mücadele sürecinde önemli bir aşama olarak vurgulanabilir. Bu gelişmeler Yakupoğlu'na (2010: 35) göre, Merkez Bankası'nın 2001 sonrası dönemde beklentileri yönlendirme konusunda büyük mesafe aldığını göstermektedir.

Tablo 3.6: Örtük Enflasyon Hedeflemesi Dönemi Enflasyon ve Büyüme Göstergeleri (%)

Yıllar	Yıl Sonu Enflasyon Hedefi	Yıl Sonu Beklenen Enflasyon Oranı	Saygınlık Açığı	Gerçekleşen Yıl Sonu Enflasyonu	Hedeften Sapma	GSYH Büyüme Hızı
2002	35	48,3	13,3	29,7	-5,3	6,2
2003	20	24,9	4,9	18,4	-1,6	5,3
2004	12	13,1	1,1	9,3	-2,7	9,4
2005	8	8,4	0,4	7,7	-0,3	8,4

Kaynak: www.tcmb.gov.tr.

Türkiye'de enflasyon hedefi ve beklentiler kanalında bu olumlu gelişmeler olurken, M2Y/GSYH oranının da aynı dönemde %31 düzeyine kadar düştüğü görülmektedir. Bu oranın gelişmiş piyasa ekonomilerinde %70'lerde olduğu dikkate alındığında, Türkiye ekonomisinde son derece düşük olduğu rahatlıkla söylenebilir. Toplam Finansal Varlıklar/GSYH oranı nispeten daha istikrarlı bir seyir izlemekle birlikte, düşüş eğilimi göstermiştir. Finansal derinleşmenin göstergesi olarak kullanılan söz konusu parasal büyüklüklerin finansal gelişmenin bir sonucu olarak yükselmesi beklenir. Bir ekonomide finansal derinlik para politikasının aktarım mekanizmasının etkin çalışması bakımından önemlidir. Ancak, Tablo 3.7 dikkate alındığında bu oranlarda bir yavaşlama gözlenmektedir (TSPAKB, 2012: 23).

Bununla birlikte, enflasyon hedeflemesinde faiz oranları önemli bir para politikası aracıdır ve Merkez Bankası'nın faiz oranlarını etkin bir şekilde kullanması mali baskınlığın olmamasına bağlıdır. Mali baskınlığın göstergelerinden biri olan

Bütçe Açığı/GSYH oranının Türkiye’de 2001 yılında çok yüksek düzeyde olduğu (%-12,4) ancak sonraki 4 yıl içinde %1 civarına kadar düştüğü görülmektedir (Tablo 3.7). Bu gelişmelerden, örtük enflasyon hedeflemesi döneminde yeterli finansal derinlik sağlanamasa da, döviz kurundaki ve finansal piyasalardaki oynaklık derecesinin azaldığı ve risk priminin düştüğü sonucu çıkarılmaktadır (Yiğitbaş, 2009: 221).

Tablo 3.7: Türkiye’de Mali Baskınlık, Finansal Derinlik ve Faiz Oranları (%)

Yıllar	Bütçe Açığı/GSYH	Yurtiçi Finansal Varlıklar/GSYH	M2Y/GSYH	Mevduat Faiz Oranı
2002	-11,9	84,7	33,0	48,2
2003	-8,8	80,1	30,0	28,6
2004	-5,4	77,6	30,0	22,1
2005	-1,3	77,7	31,1	20,4

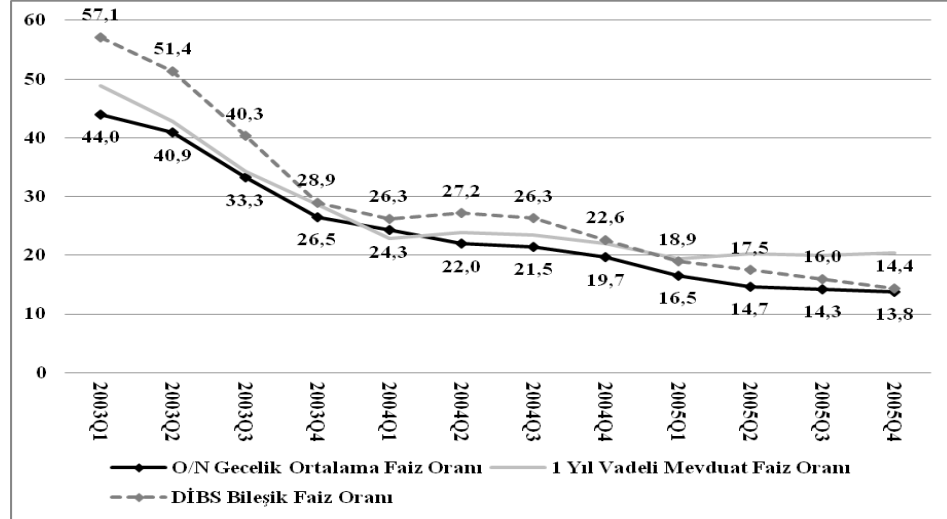
Kaynak: <http://www.dpt.gov.tr.>; DPT, Ekonomik ve Sosyal Göstergeler 1950-2010.

Böylece, Merkez Bankası 2000 yılından itibaren sürdürdüğü geçiş dönemi çalışmalarında Türkiye’nin son otuz yılda gösterdiği en yüksek ekonomik performansı yakalamış ve fiyat istikrarını sürekli kılmak yönünde ilk adım olan enflasyon hedeflemesi rejimine geçiş için gerekli ön şartları büyük ölçüde sağlamıştır. 2002-2005 yılları arasında kısa vadeli faiz oranlarının temel politika aracı olarak kullanıldığı örtük enflasyon hedeflemesi stratejisi çerçevesinde gerçekleştirilen reformlar, görece istikrar ortamı ve sağlanan mali disiplinin katkısıyla başarılı sonuçlar elde edilmiştir. Kamu borç stokunun çevrilebilirliğine ilişkin tartışmalar ekonomideki gündem maddeleri arasında ilk sıralarda yer almaktayken, bu durum ortadan kalkmış ve mali disiplinin sürekliliği konusundaki kaygılar büyük ölçüde hafifletilmiştir.

Aynı şekilde faiz oranlarındaki oynaklık da azalmış, örtük enflasyon hedeflemesinin uygulandığı dönemde %44 olan politika faiz oranı, enflasyon oranındaki gerilemeye paralel olarak açık enflasyon hedeflemesine geçilmeden önce 2005 yılının son çeyreğine %13,8’e gerilemiştir. Bu değişkenin oynaklık derecesi, Uygur’a (2001b: 18) göre, uygulanan para politikasının yarattığı belirsizliği yansıtmaktadır ve para politikasının etkinliği açısından düşük olması beklenir. Benzer biçimde DİBS bileşik faiz oranı düşüş trendi izlemiş ve politika faiz oranı ile arasındaki makas daralmıştır. Grafikte karışıklığa yol açmamak için 1 yıl vadeli

mevduat faiz oranı değerleri verilmemiştir ancak onun seyri diğer değişkenlere göre değerlendirilebilmektedir. Grafik 1.2’de de görüldüğü gibi mevduat faiz oranlarında daha yumuşak bir düşüş gerçekleşmiştir.

Grafik 1.2: Türkiye’de 2003-2005 Döneminde Faiz Oranlarının Görünümü (%)



Not: TCMB Elektronik Veri Dağıtım Sistemi’nden elde edilen veriler kullanılarak hazırlanmıştır.

Bütün bu gelişmeler ile birlikte para politikasının kurumsal altyapısının iyileştirilmesi Merkez Bankası’nın bağımsız, şeffaf ve hesap verebilir bir konuma gelmesini sağlamış ve enflasyonist beklentileri yönlendirebilme kabiliyetini artırmıştır. Enflasyonun düşük seviyelerde istikrara kavuştuğu normal şartlar altında, gerçekleşen enflasyonun sistematik olarak hedefin altında kalması olumsuz bir durum olarak değerlendirilmektedir. Ancak söz konusu dönemdeki kronik enflasyonist ortamda Merkez Bankası’nın amacı enflasyonu düşürmek olduğundan, hedeflerin altında kalınması beklentileri olumsuz etkilememiş, aksine enflasyondaki düşüşün süreceğine dair algıları kuvvetlendirmiştir (Yakupoğlu, 2010: 41).

Sonuç olarak, enflasyon hedefinin oluşturulup açıklanmasında enflasyon beklentisi büyük önem taşımaktadır. Çünkü beklentiden çok farklı olan bir hedef ve gerçekleşme, para politikasının güvenilirlik derecesini zedelemektedir. Bu bağlamda 2000’li yılların başlarında ortaya çıkan para politikası başarısızlıklarının önemli nedenlerinden biri, enflasyon hedefi ile beklentisi arasındaki farkın büyüklüğü olmuştur. Enflasyon hedefi oluşturulurken, hedef üzerinde bir mutabakat oluşması

önemlidir. Aksi takdirde, belirsizlik ortamında yükselen tahminler beklentileri şekillendirmektedir (Uygur, 2001b: 34).

3.3.2. Açık Enflasyon Hedeflemesi Stratejisine Geçiş: 2006-2008

Bir önceki kısımda ele alınan olumlu gelişmelere ek olarak, açık enflasyon hedeflemesi stratejisine geçilmesinde üç önemli gelişmeyi daha gerekçe olarak göstermek mümkündür. Birincisi, IMF ile 2005-2007 dönemini kapsayan yeni bir stand-by anlaşmasının yapılması, mali disiplinin devam edeceği görüşünü kuvvetlendirmiştir. İkincisi, Avrupa Birliği (AB) reform süreci olumlu gelişmelere sahne olmuş, bu da belirsizliği azaltmıştır. Son olarak, ülke gündemine sosyal güvenlik, vergi ve mali hizmetler gibi üç önemli yapısal reform gelmiştir. Dolayısıyla 2006 yılı, para politikası açısından örtük enflasyon hedeflemesinin tamamlanıp açık enflasyon hedeflemesine geçildiği yıl olmuştur.

3.3.2.1. Yeni Stratejide Para Politikasının Genel Çerçevesi

Bu dönemde, toplumun bütün kesimleri tarafından aylık olarak kolaylıkla takip edilebildiği ve günlük yaşam maliyetini en iyi ölçen gösterge olduğu için, enflasyon hedefinin TÜFE üzerinden tanımlanması tercih edilmiştir. Kamuoyu tarafından kolay anlaşılabilir olması nedeniyle enflasyon hedefi nokta hedef olarak belirlenmiştir (Özatay, 2009: 58). Bununla birlikte, para politikası uygulamalarından fazla etkilenmeyen ve çekirdek enflasyon görevi yapan özel kapsamlı enflasyon göstergelerinin de takip edileceği belirtilmiştir. 2006 yılından itibaren 3 yıllık bütçe tahminlerinin de yayınlanmaya başlamasıyla tutarlı olarak Merkez Bankası ekonomik birimlerin gelecek ufkunu netleştirmek ve bekleyişleri olgunlaştırmak için üç yıllık enflasyon tahminleri yayınlama kararı almıştır. Böylece, makroekonomik projeksiyonlarla uyum sağlanmak istenmiştir (Kartal, 2011: 87).

TCMB açık enflasyon hedeflemesi stratejisine geçerken temel para politikası aracı olarak Bankalararası Para Piyasası ve İMKB Repo-Ters Repo pazarında uygulanan gecelik faiz oranlarını belirlemiştir. Türkiye’de, bu stratejiyi uygulayan ülkelerin aksine, uzun süre politika faiz oranı için borç alma faiz oranı etkili olmuştur. Bunun temel nedeni ise, 2001 krizi sonrasında sorunlu bankaların

bilançolarını iyileştirmek amacıyla söz konusu bankalara ait DİBS'lerin TCMB tarafından satın alınması nedeniyle piyasada oluşan likidite fazlasıdır. Böylelikle TCMB net borçlanıcı konumuna gelmiş ve piyasalar açısından borç alma faiz oranı referans haline dönüşmüştür (Kara ve Orak, 2009: 137).

Enflasyonun istikrara kavuştuğu ekonomilerde para politikası, enflasyonun hedefin altında olmasından çok hedeflerle tutarlı olmasını amaçlamaktadır. Hedeften aşağı ya da yukarı yönlü sapmalar aynı şekilde olumsuz bir gelişme olarak değerlendirilmektedir. Bu nedenle nokta hedefler arasında ± 2 puan marj değerler konmuş, bu hedefin dışına çıkılması durumunda kamuoyuna hesap verileceği belirtilmiştir. Söz konusu belirsizlik aralığı, para politikasının gevşetileceği ya da herhangi bir hedef olduğu anlamına gelmemekte; hedeften her iki yönde aşırı sapma eşikleri için sadece gösterge niteliği taşımaktadır. Enflasyonu belirgin bir şekilde artıran veya azaltan geçici dışsal şoklarla mücadele edilirken makroekonomik dalgalanmaların en aza indirgenmesi açısından da söz konusu belirsizlik aralığına ihtiyaç duyulmaktadır (Ermişoğlu, 2011: 43-44).

Para politikasının denetimi dışındaki unsurlara bağlı olarak, hedeflerden çok büyük ve uzun süreli sapmalar ortaya çıkması ve orta vadeli hedeflerin anlamsız kalması durumunda, enflasyon hedefinin değiştirilebilmesi öngörülmüştür. Geçici şoklarla karşılaşılması durumunda, ilgili dönemde enflasyon hedeften uzaklaşsa bile bir yıl sonrasının enflasyon tahminleri üzerindeki etkisi çok sınırlı olacağı için, hedefin değiştirilmesine gerek duyulmayabilecektir. Enflasyon hedeflemesi stratejisinde para otoritesinin güvenilirliği çok önemli olduğu için, ekonomik birimler TCMB'nin vereceği sinyalleri yakından izlemektedir. Döviz rezervi, politika faiz oranı, açıklanan toplantı karar sonuçları ve değerlendirmeleri gibi çok sayıda gösterge ve faktör sinyalizasyon mekanizmasını oluşturmaktadır. Bu nedenle, TCMB'nin vermek istediği sinyallerin istenilen şekilde algılanabilmesi halinde para politikasının etkinliği ve sürdürülebilirliği artabilmektedir (Kartal, 2011: 88).

Dolayısıyla, 2006 yılında açık enflasyon hedeflemesine geçilmesiyle birlikte önceki birkaç yılda IMF programı kapsamında değerlendirilen NUR, performans kriteri olmaya devam etmiştir. Ancak parasal taban performans kriterinin ve NİV gösterge hedefinin yerini enflasyon gözden geçirme kriterleri almıştır (Kara ve Orak,

2009: 136). Rejim değişikliğini takiben, Merkez Bankası'nın temel iletişim aracı para politikası raporu yerine üç ayda bir yayımlanacak olan "Enflasyon Raporu" olmuş; basın toplantıları, teknik raporlar, çalışma tebliğleri, aylık fiyat gelişmeleri raporu gibi araçlarla iletişim politikası desteklenmiştir. Merkez Bankası Para Politikası Kurulu tavsiye veren konumdan karar alıcı konuma geçmiştir. Örtük enflasyon hedeflemesi döneminde faiz kararlarında belli bir ölçüde dışarıda bırakılan Para Politikası Kurulu, artık faiz kararlarının merkezine yerleşmiştir (TCMB, 2006: 74).

Gerek örtük gerekse açık enflasyon hedeflemesi dönemlerinde TCMB para politikası faiz oranını kademeli olarak indirerek piyasalarda likidite sıkışıklığı yaşanmasını engellemeye çalışmıştır. Çünkü Aydın'a (2007: 21) göre faiz indirimleri, gecelik para piyasasını doğrudan etkileme ve bir çeyrek dönem gecikme ile bankacılık sektöründe verilen kredilerin faiz oranlarını dolaylı olarak değiştirme gücüne sahiptir. Yakupoğlu'na (2010: 47) göre böylece Merkez Bankası piyasadaki kredi talebini kısa sürede istediği şekilde yönlendirmektedir. Bu etki kanallarına ek olarak, Domaç ve Mendoza'ya (2004: 23) göre, Merkez Bankası'nın faiz oranı üzerinde yaptığı değişiklikler döviz piyasasını istikrara kavuşturmak konusunda da olumlu etkilere sahiptir. Çünkü Kasapoğlu'na (2007: 71) göre Türkiye'de döviz kuru değişmeleri enflasyon oranını önemli ölçüde etkilemektedir.

Dolayısıyla dalgalı kur sistemi altında kura yapılan kontrollü müdahaleler, enflasyonu düşürmeyi hedefleyen bir stratejiyi benimseyen TCMB için önem arz etmektedir. Bu nedenle, açık enflasyon hedeflemesi stratejine geçerken TCMB ulusal ve uluslararası piyasalarda yaşanan dalgalanmalara paralel olarak döviz kuruna müdahale etmeye devam etmiştir. Merkez Bankası döviz kurundaki oynaklık derecesini takip etmiş ve her iki yönde oluşabilecek dalgalanmalara doğrudan müdahale etmiştir. Müdahaleler sadece geçmiş verilere bakılarak değil, geleceğe dönük potansiyel dalgalanmalar gözetilerek de yapılmıştır. Söz konusu dönemde TCMB tarafından yapılan doğrudan döviz alımlarının döviz piyasasında oynaklığı azalttığı görülmüştür (Çaşkurlu vd., 2008: 11-13).

Dışsal şokların geçici etkilerine hemen tepki verilmeyeceği şeklinde önemli bir ilke kararı da alınmıştır. Bu şokların bekleyişlere yansımaları ve bu yolla ücret, kira

ve diğer fiyatları kalıcı biçimde olumsuz yönde etkilemesi durumunda tepki verilmesi benimsenmiştir. Üçer yıllık hedeflerin açıklanması bu tür esnek bir uygulamaya müsaade etmiştir. Böyle bir şok yaşanması durumunda TCMB, kısa vadeli hedeften şok nedeniyle sapıldığını ama gerekirse alacağı önlemlerle orta vadeli hedefin tutturulabileceğini belirtebilme imkânına sahip olmuştur. Uygulama tasarımıdaki bir diğer önemli unsur, hedeflerin hangi koşullarda değiştirileceğine ancak olağanüstü koşullarda karar verilecek olmasıdır. Diğer bir ifadeyle, çıkış stratejisi kapsamında böyle bir değişikliğe ancak orta vadeli enflasyon hedeflerinin hiçbir anlamının kalmaması halinde gidileceği ifade edilmiştir (Özatay, 2011b: 413).

3.3.2.2. Yeni Stratejinin 2006-2008 Döneminde Karşılaştığı Sorunlar ve Elde Ettiği Sonuçlar

Açık enflasyon hedeflemesi stratejisinin uygulamaya konulduğu 2006 yılı, aynı zamanda Dünya ekonomisinde 2002 yılında başlayan yükselişin son bulduğu ve küresel iktisadi konjonktürde dalgalanmaların yaşanmaya başladığı döneme denk gelmiştir. Bu dalgalanma sürecinin başlamasıyla birlikte Türkiye ekonomisi de bir dizi şokla karşılaşmıştır. Bu nedenle, 2006-2008 döneminde Türkiye’de hedeflenen enflasyon oranlarının tutturulamaması büyük ölçüde para politikasının kontrolü dışındaki gelişmelerden kaynaklanmıştır (TCMB, 2008: 2). Diğer taraftan, açık enflasyon hedeflemesi döneminde enflasyon hedeflerine ulaşılamaması ve hedeflerin üst üste üç yıl aşılması enflasyon hedeflerinin beklentiler adına çapa olma fonksiyonunun zayıflamasına neden olmuştur (Ermişoğlu, 2011: 23).

Küresel mali piyasalarda başlayan dalgalanmalar ile birlikte 2006 yılının Mayıs ayında risk alma iştahı azalmış, Türkiye dâhil bazı gelişmekte olan ülkelerden sermaye çıkışları hızlanmış, DİBS ikincil piyasa gösterge faiz oranı yükselmiş, Türkiye’nin kredi riski artmış, döviz kuru yükselirken TL %30 değer kaybetmiş ve dolayısıyla enflasyon oranı hedeften sapma belirtileri göstermeye başlamıştır. Ancak, önceki yıllarda olduğu gibi pasif kalmak yerine TCMB bu gelişmelere politika faiz oranını artırarak tepki vermiş ve bu, enflasyon hedeflemesinin uygulanmaya başlandığı 2002 yılından itibaren ilk defa olmuştur. 2006 yılının Mayıs ayında %13,25 politika faiz oranı, Merkez Bankası’nın artırımlarıyla 2006 sonunda %17,50 düzeyine kadar yükselmiştir (TCMB, 2007: 39-40).

2006 yılı başında tüketici enflasyonu %7,7 düzeyindeyken 2006, 2007 ve 2008 için sırasıyla hedeflenen enflasyon %5, %4 ve %4 olarak belirlenmiş ancak henüz ilk yılda enflasyon Merkez Bankası'nın belirlediği belirsizlik aralığının üst sınırını aşmıştır. Bu dönemde enflasyon sürekli hedefin üzerinde gerçekleşmiş, hedeften sapma önemli boyutlara ulaşmış ve böylece yaşanan gelişmeler enflasyon beklentilerine de yansımıştır. 2006 yılı enflasyon oranının hedeften önemli ölçüde sapacağına ortaya çıkması, 2007 yılı sonuna ilişkin enflasyon beklentilerini belirgin biçimde yukarı çekmiştir (Giz ve Cekan, 2011: 135-136). Tablo 3.8'de görüldüğü gibi, 2007 yılı sonu hedefi %4 olmasına rağmen, 2007 yılının başında enflasyon için yıl sonu beklentileri %7 düzeyinde gerçekleşmiştir.

Tablo 3.8: Açık Enflasyon Hedeflemesi Döneminin İlk Yıllarında Enflasyon ve Büyüme Göstergeleri (%)

	Yıl Sonu Enflasyon Hedefi	Beklenen Yıl Sonu Enflasyonu	Saygınlık Açığı	Gerçekleşen Yıl Sonu Enflasyonu	Hedeften Sapma	GSYH Büyüme Hızı
2006	5	5,7	0,7	9,7	4,7	6,9
2007	4	7,0	3,0	8,4	4,4	4,7
2008	4	6,5	2,5	10,1	6,1	0,7

Kaynak: www.tcmb.gov.tr.

2006 ve 2007 yıllarında yaşanan arz yönlü şoklar, enflasyon hedeflerinin belirgin şekilde aşılmasına neden olurken, diğer taraftan da bütçe faiz dışı fazlası/GSYH oranı azalma eğilimi göstermiş ve böylelikle mali disiplinde gevşeme gözlenmiştir. Ayrıca 2007 yılında uluslararası piyasalarda petrol ve emtia fiyatlarının yükselmesi ve bunun neden olduğu fiyat ayarlamaları enflasyondaki oynaklığı artırmıştır. Bu süreçte TCMB para politikasında sıkılaştırmaya gitmenin yanı sıra döviz alım ihalelerine ara vermek, TL ve döviz likiditesine yönelik çeşitli düzenlemelere gitmek gibi politika tedbirlerine başvurmuştur (Yakupoğlu, 2010: 42).

Bütün bu olumsuz gelişmelere 2008 yılında başlayan küresel finans krizi de eklenince, enflasyon hedeflemesinin nominal çapa özelliği ortadan kalkmıştır. Türkiye ile birlikte gelişmekte olan bazı ülkelerde de enflasyon hedefinin tutturulamaması, bu stratejinin konjonktür özellikleri çerçevesinde sanıldığı gibi aksine zor bir para politikası stratejisi olduğunu göstermiştir. Enflasyon hedeflerinin tutmamasının arkasındaki nedenler sırasıyla; petrol fiyatlarındaki artışlar, uluslararası likidite koşulları ile küresel risk algılamasındaki değişiklikler, dolaylı vergiler,

kamunun fiyat ayarlamaları ve işlenmemiş gıda fiyatlarındaki öngörülemeyen hareketler olmuştur (Yılmaz, 2008: 4).

2008 yılı başından itibaren hedeflere ulaşılmasına dair beklenti ve izlenen politikalara duyulan güven artan şekilde zayıflamış, arz şoklarının ikincil etkileri³³ ve enflasyon katılığına ilişkin riskler artmıştır. Para politikası açısından yaşanan bu olumsuzluklara hem enerji fiyatları hem de gıda fiyatlarında gözlenen artışların devam etmesi de eklenmiştir. Para politikası stratejisi çerçevesinde TCMB, para politikasının kontrolü dışında bulunan petrol ve gıda fiyatlarının doğrudan yansımalarına tepki verilmeyeceğini ancak ikincil etkilerin ortaya çıkması halinde bu duruma kayıtsız kalınmayacağını açıklamıştır. Bununla birlikte, enflasyonun 2008 yılı sonunda %4 seviyesine inmesi için sadece ikincil etkileri değil, aynı zamanda 2008 ve 2009 yıllarında devam etmesi beklenen doğrudan etkileri de bertaraf edecek bir politika tepkisi verilmesi gerektiği vurgulanmıştır. Ancak, böyle bir tepkinin iktisadi faaliyette ve görece fiyatlarda arzu edilmeyen dalgalanmalara yol açabileceği ortaya çıkmıştır (Ermişoğlu, 2011: 24-45).

Türkiye’de enflasyon hedeflemesinin genel bir değerlendirmesi yapıldığında, gelişen ekonomilerde olduğu gibi enflasyon oynaklığını artıracak bazı risklerin söz konusu olduğu görülmektedir. Bunlar, daha önce de bahsedildiği gibi, sıcak para olarak tabir edilen kısa vadeli yabancı sermayenin ani çıkışı ile ortaya çıkan dışsal şoklar, merkez bankasının düşük kredibilitesi ve finansal kurumların zayıflığıdır. Kasım 2000-Şubat 2001 krizinden sonra Türkiye’de bankacılık sisteminde yapılan düzenlemeler ile finansal yapıda daha güçlü bir istikrar ortamı sağlanmıştır.

2006-2008 döneminde finansal göstergelerde olumlu gelişmeler elde edilmiş (Tablo 3.9), aynı dönemde enflasyon hedefleri tutturulamamasına rağmen, finansal alanda yaşanan bu olumlu gelişmeler ve makroekonomik yapının güç kazanması nedeniyle, Keller ve diğerlerine (2007: 20) göre, Türkiye ekonomisinin risk profili iyileşmiş, hem faiz oranları hem de faiz oranlarındaki oynaklık derecesi azalmış ve TL önceki yıllara göre daha istikrarlı bir yapıya kavuşmuştur.

³³ Genel fiyatlamaya davranışlarında bozulma görülmesini ifade etmektedir.

Tablo 3.9: Türkiye’de Mali Baskınlık, Finansal Derinlik ve Faiz Oranları (%)

Yıllar	Bütçe Açığı/GSYH	Yurtiçi Finansal Varlıklar/GSYH	M2Y/GSYH	Mevduat Faiz Oranı
2006	-0,6	74,4	34,1	23,7
2007	-1,6	74,4	36,3	21,0
2008	-1,8	78,4	38,2	25,7

Kaynak: www.dpt.gov.tr.; DPT, Ekonomik ve Sosyal Göstergeler 1950-2010.

Kara ve Orak (2009: 145-150) tüm ülkeler için ideal olarak nitelendirilebilecek bir enflasyon hedeflemesi stratejisinin bulunmadığını, enflasyon hedeflemesinin Türkiye örneğinin gelişmeler karşısında politika yapıcıların ihtiyaca göre esnek hareket etmesini sağlayabilecek bir deneyim olduğunu, ancak stratejinin başarısı konusunda zaman gerektiğini ifade etmiştir. Akyazıcı ve Ekinci (2009: 358) ise ekonomik durgunluk ortamında sadece para politikası kullanılarak enflasyonun hedeflenen seviyelere düşürülmeye çalışılmasının ekonomide daralma riskini beraberinde getireceğini vurgulamıştır. Türkiye’de açık enflasyon hedeflemesinin uygulamaya geçtiği ilk dönemde bu tartışmalar sürerken, önce ABD ekonomisinde başlayan sonra küresel bir boyut kazanan ve en sonunda Türkiye ekonomisini de olumsuz etkileyen finansal kriz ortaya çıkmıştır.

3.4. 2008 Küresel Finans Krizi Sürecinde Para Politikası

Büyük bir hızla küreselleşen finansal piyasalar nedeniyle, ABD gayrimenkul piyasalarında başlayan ve daha sonra likidite krizine dönüşen dalgalanma, ABD bankalarının borç verme riskini yabancı yatırımcılara aktarması sonucu başta Avrupa olmak üzere hızla yayılmış ve küresel piyasalarda sistemik risk artmıştır. Küresel finans krizinin nedenlerini gevşek para politikası, finansal piyasalarda risklerin olduğundan küçük değerlendirilmesi, şirket yönetimlerinin başarısızlığı, hane halklarının az tasarruf edip çok borçlanması ve bütçe açıkları ekseninde özetlemek mümkündür. İlk üç gerekçe, finans kurumlarında aşırı kaldıraç oranlarına yol açmış ve borsa balonuna neden olmuştur. Gerek hane halklarının aşırı borçlanması gerekse borsa balonlarının riski, kırılganlık derecesini artırarak ekonomileri küresel finans krizine sürüklemiştir (Aydoğuş, 2009: 32-33).

Dünya ekonomisinde 2000’li yılların başlarında yavaşlama eğilimi ağırlık kazanmış; ABD, Avrupa ve Japonya Merkez Bankaları resesyon ve durgunluk

ekonomisinin özelliklerini gösteren bu ekonomik süreci değiştirmek için para politikalarını gevşetmişlerdir. Bankalar, likidite bolluğuna bağlı olarak, kısa vadeli ve düşük faiz oranlarından borçlanıp uzun vadeli kredilendirme uygulamasına gitmişlerdir. Söz konusu kredilendirme davranışı konut sektörüne yönelik olunca, bir anda varlık fiyatları şişmiştir. Bankalar konut kredilerine olan talebi artırmak için kredi çeşitlendirmesine giderek, kredi koşullarını oldukça esnek tutmuşlardır. Ancak, kredi alan düşük gelir grubundaki kişilerin geri ödeme zorluğu yaşayacağı göz önünde tutulmamıştır (Eroğlu ve Eroğlu, 2010: 234-235).

FED, 2001 yılında ABD ekonomisinde oluşan teknoloji balonu ve bu krizin yol açtığı ekonomik durgunluğa cevap olarak faiz oranlarını 2004 yılına kadar sürekli indirmiştir. ABD ekonomisinde ortaya çıkan bu uzun süreli gevşek para politikası, eşik-altı (sub-prime) ipotek kredilerini finanse etmek için kullanılan para fazlalığının oluşmasına yol açmıştır. Ayrıca Avrupa'daki durgunluğun üstesinden gelmek için ECB de faiz oranlarında indirim gitmiştir. Düşük faiz oranları, yatırım fırsatları aranan ekonomilerde daha çok paranın dolaşması demektir. Dolayısıyla küresel piyasalarda oluşan tasarruf bolluğu, düşük kalitedeki kredilerin kontrolden çıkmasına neden olmuştur. Çünkü aşırı finansallaşan ekonomilerde 2000'li yıllarda fırsat olarak eşik altı ipotek kredileri öne çıkmıştır. 2005 yılında enflasyonist kaygılarla FED'in para politikasını sıkılaştırması ise finansal piyasalardaki bahar havasını sonlandırmış ve 2006 sonunda ABD ekonomisinde konut balonu patlamıştır (Neal, 2008: 19).

Böylece 2007 yılının ortalarında ABD gayrimenkul piyasasında konut kredisine dayalı menkul kıymetlerde yaşanan sorun, hızla yayılarak bankacılık sektörüne sıçramıştır. Bu sürecin alt yapısını, yatırımcının uzun vadeli düşük faizli finansal araçlar yerine, getirisi ve riski yüksek varlıklara yatırım yapma eğiliminin artması oluşturmuştur (Eroğlu ve Eroğlu, 2010: 235). Dünya ekonomisi, ABD kaynaklı bu krizin 2008 yılının Eylül ayında küresel finans krizine dönüşmesine tanık olmuş; bu gelişme geleceğe yönelik belirsizlikleri artırırken reel ekonomi üzerinde de olumsuz etkilere yol açmıştır. Bu sefer gelişmiş ülkelerin finansal piyasalarında başlayan kriz, hem talep hem de maliyet boyutuyla aşağı yönlü baskı yaratmış, bu doğrultuda ekonomik faaliyetlerdeki yavaşlama eğilimi derinleşirken,

döviz kuru, faiz oranı ve kredi riski üzerindeki oynaklık yükselmiştir. Düşen küresel talebe paralel olarak, 2008 yılının Ekim ayından itibaren enerji ve emtia fiyatları gerilemeye başlamıştır (TCMB, 2010: 30-31).

Enflasyonda yaşanan sert düşüşte iç ve dış talep koşullarındaki hızlı daralmanın yanı sıra emtia fiyatlarındaki gerilemeler ve mali önlemler çerçevesinde yapılan vergi oranlarındaki geçici indirimlerin de etkisi olmuştur. Kurlardaki sıçramalar enflasyon açısından karışık bir ortamın doğmasına neden olmuş, bu durum hem enflasyona hem de enflasyon öngörülerine yansımış, her ikisinde de önemli dalgalanmalar gözlenmiştir. Kriz sırasında Türkiye ekonomisinde de bir dezenflasyon dönemi yaşanmış, ülkeler küresel resesyona karşı hem maliye hem de para politikasını gevşetmişlerdir. Bütün bu gelişmeler Dünyada görece fiyat istikrarının sağlandığı bir ortamda gerçekleştiği için, para politikası açısından enflasyon hedeflemesi stratejisi tartışmalı hale gelmiş, diğer taraftan da krize karşı para politikasının sergilediği çaresizlik güven kaybına neden olmuştur.

3.4.1. Türkiye’de Kriz Öncesi Dönemde Para Politikası Uygulamaları

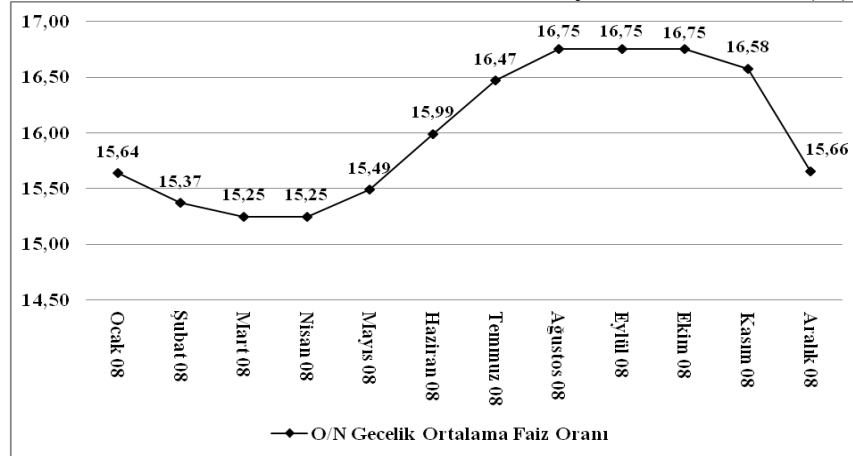
2001 krizinden sonra uygulamaya konan ekonomik programın kararlı bir şekilde yürütülmesi, sermaye girişleri ve yurtiçi yerleşiklerin portföy tercihlerinde yerli parayı tercih etmeleri TL’nin değerlenmesinde, dolayısıyla enflasyon oranının düşürülmesinde önemli katkı sağlamıştır. Bu faktörlerde meydana gelebilecek tersine bir gelişme, enflasyon oranlarında yükselişe yol açmaktadır. Nitekim 2008 küresel finans krizi öncesinde FED’in faiz artırımına gitmesi Türkiye’den sıcak para çıkışını hızlandırmıştır. Eş zamanlı olarak TL’nin değer kaybına uğraması da fiyatlar üzerinde baskı oluşturmuştur. Böyle bir ortamda, kurdan fiyatlara doğru yüksek derecede geçişkenliğin söz konusu olduğu Türkiye ekonomisinde, fiyat istikrarı hedefine ulaşmak için sürdürülen para politikasının, beklenenin tam tersine, kurlar vasıtasıyla fiyatları artırması ve yüksek faizler yoluyla borç stokunun olumsuz etkilenmesi kaçınılmaz olmuştur (Yiğitbaş, 2009: 222-223).

Bu kaygılarla yola çıkan TCMB, ABD ekonomisinden başlayarak küresel bir nitelik kazanan ve Dünya ekonomisinde durgunluk belirtileri görülmesine neden olan dalgalanma karşısında, enflasyon beklentileri ve temel enflasyon göstergelerinde

bozulma gözlemlendiğini, enflasyon katılığına ilişkin risklerin arttığını, bu nedenle 2008 yılında faiz artırımına gidilebileceğini ve para politikası duruşunun sıkılaştırılabileceğini ifade etmiştir. Nitekim 2008 yılında uluslararası piyasalarda artan dalgalanmaların etkisiyle Türkiye'nin risk priminde bir artış meydana gelmiş ve TCMB bu gelişmenin enflasyonda yukarı yönlü bir baskı yaratacağını düşünerek kısa vadeli faiz oranlarını yükseltmiştir. Bu doğrultuda küresel boyutta giderek ağırlaşan finansal kriz karşısında TCMB temel politika aracı olan kısa vadeli faiz oranını %16,75'e yükseltmiştir. Risk algılamasındaki artış ve parasal sıkılaşmanın etkisiyle takip eden dönemde iktisadi faaliyet yavaşlamıştır (TCMB, 2008-IV: 3-4).

Dünya ekonomisinde yaşanan ve reel ekonomiyi olumsuz etkileyen gelişmelere rağmen, fiyat istikrarını temel hedef olarak alan orta vadeli para politikası stratejisi çerçevesinde 2006 yılında uygulanmaya başlanan açık enflasyon hedeflemesine 2008 yılında devam edilmiştir. 2008 yılı için enflasyon hedefi, yıl sonu hedefi ile uyumlu üçer aylık enflasyon patikası ile hedef etrafında 2 yüzdelik puan belirsizlik aralığı olacak şekilde %4 olarak korunmuştur. Ancak yıl içinde süregelen arz şoklarının geçici olmadığı yönündeki algının güçlenmesi, küresel piyasalardaki dalgalanmaların artarak devam etmesi ve ikincil etkilerin görülmeye başlanması nedeniyle orta vadeli enflasyon tahminleri yukarı yönlü güncellenmiştir. Bu çerçevede enflasyon hedefleri 2009 yılı için %7,5 ve 2010 yılı için %6,5 ve 2011 yılı için %5,5 olarak revize edilmiştir (TCMB, 2009a: 31).

2008 yılında TCMB'nin para politikası kararlarını şekillendiren başlıca gelişmeler, 2007 yılından itibaren artan küresel mali piyasalardaki sorunların ve arz şoklarının döviz kurları ve risk primi üzerindeki olumsuz etkileri olmuştur. Bu gelişmeler enflasyon oranının belirlenen hedef patikasının üzerinde seyretmesine neden olmuş, para politikasının yılın son çeyreğine kadar sıkı bir duruş sergilemesini gerektirmiştir. Ancak bu süreçte küresel dalgalanmaların reel ekonomi için yarattığı riskler gözden kaçırılmış, yılın son çeyreğinde küresel ekonomide yaşanan belirgin yavaşlama ile birlikte yurtiçi talepte de daralma gerçekleşmiş, bu gelişmeler sonucunda Merkez Bankası yılın son iki ayında politika faiz oranını toplamda 175 baz puan düşürmüştür ve böylelikle bankalararası para piyasası gecelik faiz oranı %15,66 düzeyine gerilemiştir (Grafik 1.3).

Grafik 1.3: 2008 Yılı Bankalararası Para Piyasası Faiz Oranı (%)

Not: TCMB Elektronik Veri Dağıtım Sistemi'nden elde edilen veriler kullanılarak hazırlanmıştır.

Küresel finans piyasalarında yaşanan sorunların derinleşmesi ile birlikte artan belirsizlikler, ABD dolarına yönelik likidite talebinin aşırı yükselmesine neden olmuş ve bu doğrultuda TL değer kaybına uğramıştır. Ancak 2008 yılının ikinci yarısında iç talepte yaşanan yavaşlama, döviz kurundan fiyatlara geçiş etkisini sınırlandırmış ve böylece Türkiye ekonomisinde döviz kuru ile enflasyon arasındaki ilişki geçmiş dönemlere göre daha zayıf bir seyir izlemiştir.

Bütün bu gelişmeler doğrultusunda TCMB ekonominin işleyişini kontrol altında tutmak için 2008 yılında bir dizi önlem almıştır. Bu önlemlerin birincisi, TCMB nezdindeki döviz repo piyasasında aracılık faaliyetlerine tekrar başlanması olmuştur. İkinci olarak, bankaların likidite durumlarını daha da güçlendirmek amacıyla döviz alım ihalelerine ara verilmiştir. Üçüncüsü, döviz piyasalarındaki dalgalanmaları önlemek amacıyla piyasaya döviz satım ihaleleri yoluyla döviz likiditesi sağlanmasına karar verilmiştir (TCMB, 2008-IV: 6).

3.4.2. Küresel Finans Krizinin Türkiye Ekonomisine Yansımaları

ABD ekonomisinde 2004 yılından itibaren enflasyonist baskıların artmaya başlaması nedeniyle FED Temmuz 2004-Haziran 2006 döneminde faiz oranlarını aylık 25 baz puan artırmış ve bu durum, değişken faizli eşik-altı ipotek kredisi müşterilerinin ödemeleri gereken taksit tutarlarının artmasına yol açmıştır. Ayıca ABD ekonomisinde 2005-2006 döneminde kredi döngüsünün doyum noktasına ulaşması, konut sektöründe yaşanan kredi akışının kontrolden çıkmasına neden

olmuştur. Çünkü bu dönemde piyasada yatırım amaçlı kullanılabilir aşırı miktarda likiditenin varlığı, dar kâr marjlarının oluşmasına sebep olmuş ve bu gelişmeler kontrolsüz kredi akışının önünü açmıştır. Sürecin sonunda riskli konut kredisine dayalı yatırım araçlarının ve finansal araçların kredi derecelerinin düşürülmesi, bu yatırımların ve firmaların değerlerinin hızla erimesine neden olmuştur. Finansal ürünlerin nakde dönüştürülmesinde yaşanan sıkıntılar ve yatırımcıların paralarını geri alma isteği ile piyasalar likidite krizine sürüklenmiştir (Schwartz, 2009: 19-20).

Ancak Foster ve Magdoff'a (2009: 26-27) göre sorunun temeli daha derinlerde saklıdır. Bu temel, reel ekonomideki düşük büyüme oranı deneyiminde aranmalıdır. Çünkü düşük büyüme rakamları nedeniyle sermayenin yaşadığı sorunu bertaraf edecek gücün bulunması süreci, borçların ve spekülasyon kazançlarının artmasıyla, aşırı finansallaşmayı beraberinde getirmiştir. Finansal sisteme yönelik düzenlemelerin azaltılması, 2000 yılında "Yeni Ekonomi" hisse senedi balonunun çökmesinin etkilerine karşı koymak için FED tarafından faiz oranlarının aşırı düşürülmesinin konut balonunun oluşmasına neden olması ve konut alacak gücü olmayan pek çok insana büyük miktarda eşik-altı ipotek kredisi verilmesi ve son olarak mortgage bazlı sorunlu varlıkların küresel boyuttaki kurumsal yatırımcılara satılması aşırı finansallaşma sürecini krizle sonlandırmıştır.

2008 yılında ortaya çıkan finansal krizin arka planında yatan bir diğer faktör, ABD ekonomisinin sahip olduğu yüksek cari açıklar olmuştur. Bu durum bir yandan FED'in parasal taban yaratma davranışını şekillendirmiş, diğer yandan da ABD ekonomisinin para benzeri yaratma gücünü denetimsiz biçimde artırmıştır. Toksik varlık olarak nitelendirilen para benzerlerinin hacminde meydana gelen artış, ABD ekonomisinde parasal taban aleyhine bir likidite piramidi oluşturmuştur. Piyasa mekanizmasına dayalı bir ekonominin büyümesi dışsal fon kullanımının yaygınlaşmasına bağlı olduğu için, söz konusu likidite piramidi krizin temel kaynağı haline gelmiştir. Çünkü bu süreçte para benzerleri ile parasal taban arasındaki bağ kopmaktadır. Böyle bir ortamda likidite talebi ortaya çıkmadığı sürece ekonomi genişlemeye devam etmektedir (Çiftçi ve Uğur, 2010: 134).

Bu bağlamda 2000'li yıllar boyunca artan ABD cari açığı nedeniyle Dünya ekonomisine daha fazla Dolar ihraç edilmiş, böylelikle gelişmekte olan ülkelerin

döviz rezervleri artmış, bu durum ABD tahvillerine olan talebi artırmış ve sonuçta ABD iç faiz oranlarının düşmesiyle birlikte Türkiye gibi gelişmekte olan ülkelere sermaye girişleri çoğalmıştır. Ancak ABD ekonomisinden başlayarak likidite talebinin artması sonucunda ekonomik birimlerin bilançolarını küçültme girişimi sistemi kilitlemiş, mevcut sistemin nakit para ihtiyacını karşılaması mümkün olmamıştır. Bu gelişmeler ABD ekonomisinde finansal sektörü tıkanma noktasına getirmiş ve böylelikle ortaya çıkan ekonomik durgunluk Dünya ekonomisine hızla yayılmıştır. Önce ABD ekonomisinde başlayan ve sonra Dünya geneline yayılan finansal krizin oluşum süreci bu şekilde gerçekleşmiştir (Köse ve Togay, 2010: 8).

Dünya ekonomisinde bu gelişmeler olurken, Türkiye 2002 yılı ile birlikte yükselişe geçen ekonomisinin ve bu yolda özellikle dış kaynakların önemli katkısının da etkisiyle, Kasım 2000-Şubat 2001 krizine göre çok daha olumlu ekonomik koşullara sahipti. O dönemdeki sorunlu bankaların sermayeleri güçlendirildiği, düzenleme ve denetim sıkılaştırıldığı için ekonominin kırılabilirliği azalmıştı. Kamu bütçesinin durumu önceki yıllara göre olumlu bir seyir izlemiş, faiz oranları ve enflasyon çok daha düşük düzeylere inmiş ve kamu borçları içinde TL'nin ağırlığı artarken vade yapısı da uzamıştı. Tablo 3.10'da görüldüğü gibi, 2008 yılının ilk çeyreğinde yüksek bir büyüme hızı yakalanmış (%7,1), gecelik faiz oranları %15, 42'ye kadar düşmüş, TL reel olarak değer kazanmış ve ekonomiye ciddi miktarda net sermaye girişi gerçekleşmiştir. Söz konusu dönemde ekonominin en büyük sorunu yüksek düzeydeki cari açık olmuştur.

Ancak, uluslararası piyasalarda yaşanan dalgalanmalara bağlı olarak Türkiye ekonomisinde 2008 yılının ikinci ve üçüncü çeyreğinde büyüme oranı artış hızında gerçekleşen yavaşlamayı ve dolayısıyla ekonominin reel kesiminden gelen olumsuz sinyalleri politika uygulayıcılar dikkate almamıştır. 2008 yılının son çeyreğinde tarım ve finansal kesim hariç bütün sektörlerde gerçek anlamda bir çöküş ortaya çıkmıştır. 2008 yılının son çeyreğinden başlayarak bir yıl boyunca ekonomi sürekli küçülmüştür. Buna paralel olarak, Tablo 3.10'da görüldüğü gibi, sanayi üretim endeksinde gerilemeler yaşanmış, net sermaye girişi azalmış ve dolayısıyla Merkez Bankası'nın döviz rezervi önemli ölçüde daralmıştır. Çünkü Türel'e (2010: 41) göre,

yabancı yatırımcılar Türkiye gibi gelişmekte olan ülkeler ile ilgili önceki dönemlere ilişkin aşırı iyimser beklentilerini şok dönemlerinde düzeltmektedirler.

Tablo 3.10: Bazı Makroekonomik Göstergelerin 2008-2009 Krizindeki Görünümü

Göstergeler	2008				2009			
	QI	QII	QIII	QIV	QI	QII	QIII	QIV
GSYH Büyüme Hızı	7,01	2,63	0,86	-6,97	-14,74	-7,77	-2,77	5,86
Sanayi Üretim Endeksi	-3,56	5,47	-4,97	-9,14	-14,60	14,87	2,82	7,49
Enflasyon (TÜFE)	3,05	2,81	0,78	3,02	1,05	0,77	0,34	4,21
O/N Faiz Oranı	15,42	15,58	16,65	16,34	12,52	9,56	8,06	6,73
Reel Döviz Kuru*	185,43	175,40	189,07	171,03	163,13	166,87	168,07	170,27
Cari İşlemler Dengesi	-12.928	-15.461	-7.864	-5.901	-1.816	-5.229	-1.824	-4.501
Top. Net Sermaye Girişi	12.885	12.621	12.160	1.191	1.212	2.078	5.637	5.285
TCMB Brüt Rezerv Değ.	4,12	1,86	1,19	-9,24	-8,47	1,88	7,82	0,85

Not: Tabloda GSYH büyüme hızı sabit fiyatlarla %, sanayi üretim endeksi % değişme, enflasyon %, bankalararası para piyasası ağırlıklı ortalama gecelik faiz oranları %, reel döviz kuru 1995=100 endeks değeri, cari işlemler dengesi ile net sermaye girişi milyon Dolar ve merkez bankası brüt rezerv değişimleri % değişme olarak ifade edilmiştir.

* Reel döviz kurundaki artış TL'nin reel olarak değer kazandığını, tersi ise değer kaybettiğini göstermektedir.

Kaynak: www.tcmb.gov.tr.

2008 yılının son çeyrek döneminde dış talep azalışına bağlı olarak Türkiye'nin ihracatı 10 milyar Dolar kadar gerilemiş, aynı zamanda dış ticaret açığı 70 milyar Dolara dayanarak tarihsel rekorunu kırmıştır. İhracat üzerinden işleyen çöküş, ihracata dönük çalışan sanayileri olumsuz etkilemiş ve işsizlik 2009 yılının Şubat ayında %16,1 gibi rekor bir düzeye tırmanmıştır. Dolayısıyla 2009 yılının ilk çeyreğinde daralma şiddetlenerek sürmüş ve %14,74 ile ciddi oranda bir ekonomik küçülme yaşanmıştır. 2008 yılında yıllık %12,7 ile maliyet artışları yaratan Üretici Fiyat Endeksi (ÜFE), 2009 yılında dibe vurmuş ve aylık bazda altı ay negatif değerler almıştır. Bütün bunlar, krizin temelde reel sektörde yaşandığı algısını güçlendirmiş ve Türkiye krizi 2008'in son çeyreğinden 2009'un son çeyreğine kadar yaşamıştır (Kazgan, 2012: 282-287).

Küresel kriz döneminde en dikkat çeken durum ise, Türkiye ekonomisinde kriz dolayısıyla kur ve faiz oranları üzerinde önemli bir baskının oluşmamış olmasıdır. 2008 yılının üçüncü çeyreğinden 2009 yılının ilk çeyrek döneminin sonuna kadar TL sadece %15,90 değer kaybetmiştir. Bu dönemde TL'nin değerindeki değişimler ile gelişmekte olan ülkelerin para birimleri arasında belirgin bir ayrışma ortaya çıkmamıştır. Tarihsel açıdan oynaklık derecesi yüksek ve risk iştahına duyarlı olan TL, söz konusu dönemde görece olarak istikrarlı bir grafik

sergilemiştir. Çünkü, Tablo 3.10'da ortaya konulduğu gibi, TCMB rezervlerinde 2008 yılının son ve 2009 yılının ilk çeyrek dönemlerinde yaşanan rezerv kayıpları, TL'de yaşanabilecek aşırı değer kayıplarını önlemiştir. Daralan dış talep, buna bağlı olarak küçülen Türkiye ekonomisi ve dolayısıyla düşen iç talebin etkisiyle enflasyon oranı da 2009 yılının ilk üç çeyreğinde gerilemiş ve cari açık azalmıştır. 2008 yılının ilk çeyrek döneminde yıllık ortalama %8,5 düzeyine kadar gerilemiş olan enflasyon oranı, küresel krizin etkisiyle 2009 sonunda %6,3'e inmiştir.

Özatay'a (2011a: 144-149) göre, küresel krizin Türkiye ekonomisine bu şekilde yansımalarının nedenlerini; dış talepte yaşanan düşüş, dış kredi gerçekleşen azalma, yurtiçi kredide küçülme ve ekonomiye duyulan güvende azalma gibi etki kanallarında aramak gerekmektedir. Dünya ekonomisinde finansal kriz Türkiye ekonomisine kıyasla çok daha derin ve uzun süreli yaşandığı için, Türkiye'nin ihracat ürünlerin olan talep önemli miktarda azalmıştır. Buna bir müddet sonra iç talepteki daralma da eklenince rekor düzeyde ekonomik küçülme kaçınılmaz olmuştur. Kriz döneminde uluslararası ekonomide yer alan finansal kurumların iflas noktasına gelmesi, Türkiye'deki bankaların ve firmaların dış kaynak kanallarını tıkamıştır. Buna bağlı olarak, net sermaye girişi 2008 yılının son çeyrek döneminden başlayarak önemli miktarda azalmıştır (Tablo 3.10). Türkiye'de bankacılık kesiminin dış kaynakları tıkanınca, bu durum ülke içine yansımış ve iç kredi arzı da gerilemiştir. Bu gelişmeler ekonomide belirsizliği artırırken, hem tüketici hem de üretici güven kaybına uğramıştır.

Bu dönemde finansal kesimle ilgili gelişmelere bakıldığında, Türkiye ekonomisinin M2Y/GSYH oranı yükseliş trendinde iken küresel finans krizinin etkisine girdiği görülmektedir. 2009 yılının ilk çeyreğinde TL'nin %15,90 değer kaybetmesiyle, bu yükseliş trendi devam etmiştir. 2008 yılının ilk yarısında bir duraksama görülse de, kriz döneminde sıkı para politikası izlendiğini söylemek güçtür. Özel kesime açılan kredilerin GSYH oranı, kamu açıklarının 2002-2007 döneminde daraltılması nedeniyle artmış, 2008 yılındaki yükseliş grafiği 2009 yılının ilk çeyreğinde küçük bir darbe almış olsa da devam etmiştir. Dolayısıyla kriz sürecinde ne söz konusu oranda ne de reel kredi hacminde kayda değer bir gerileme yaşanmamıştır. Bu bağlamda Tablo 3.11'deki gelişmeler, Özatay'ın (2011a: 147)

çalışmasında bahsettiği, krizin Türkiye ekonomisine etki kanallarından iç kredide azalma savını doğrulamamaktadır.

Tablo 3.11: Bazı Finansal Göstergelerin 2008-2009 Krizindeki Görünümü

Göstergeler	2008				2009			
	QI	QII	QIII	QIV	QI	QII	QIII	QIV
M2Y/GSYH (%)	39,18	39,88	42,01	45,91	46,93	47,26	49,14	51,76
M2Y/Rezervler*	4,18	3,97	4,32	4,08	4,25	4,42	4,47	4,71
KVDB/Rezervler*	0,61	0,70	0,75	0,75	0,73	0,71	0,68	0,69
BTV/GSYH (%)	58,29	60,48	62,48	67,51	69,25	70,56	73,79	76,81
ÖSK/GSYH (%)	24,61	26,66	28,01	27,38	26,66	27,36	28,30	29,97
İMKB 100 Endeksi	44.989	40.688	38.309	26.362	25.018	32.531	43.234	49.177
Reel Faiz Oranı**	11,16	7,05	10,13	14,50	12,61	18,68	17,08	13,91

Not: Tabloda yer alan kısaltmalardan KVDB kısa vadeli dış borcu, BTV bankaların toplam varlıklarını ve ÖSK ise bankalar tarafından özel sektöre açılan kredileri ifade etmektedir.

* Bu değerler oran olarak ifade edilmiştir. Tabloda İMKB 100 Endeksi kapanış puanını gösterirken diğer değişkenler % olarak gösterilmiştir.

** 1 yıl vadeli mevduat faiz oranı ile TÜFE oranı arasında yapılan reel faiz hesaplaması aracılığıyla elde edilmiştir.

Kaynak: www.tcmb.gov.tr.

Ayrıca bankaların toplam varlıkları/GSYH oranı açısından Türkiye ekonomisinde 2008-2009 finansal kriz döneminde finansal varlık erimesinin yaşanmadığı, tersine bu oranın yükselişini kriz boyunca sürdürdüğü görülmektedir. Diğer taraftan, bu kriz döneminde Türkiye ekonomisinde “panik faiz artırımı” yaşanmadığı, buna karşın 2008 yılının üçüncü ve 2009 yılının ikinci çeyreğinde yükselmekle birlikte reel faiz oranının dalgalı bir seyir izlediği görülmektedir (Tablo 3.11). Türel’e (2010: 45) göre, finans kesiminde istikrarı koruyan, yabancı yatırımcılara hâlâ görece yüksek bir getiri sunan, fakat durgunluk içine giren bir ekonominin bu türden bir şoku kaldıramayacağı kabul görmektedir.

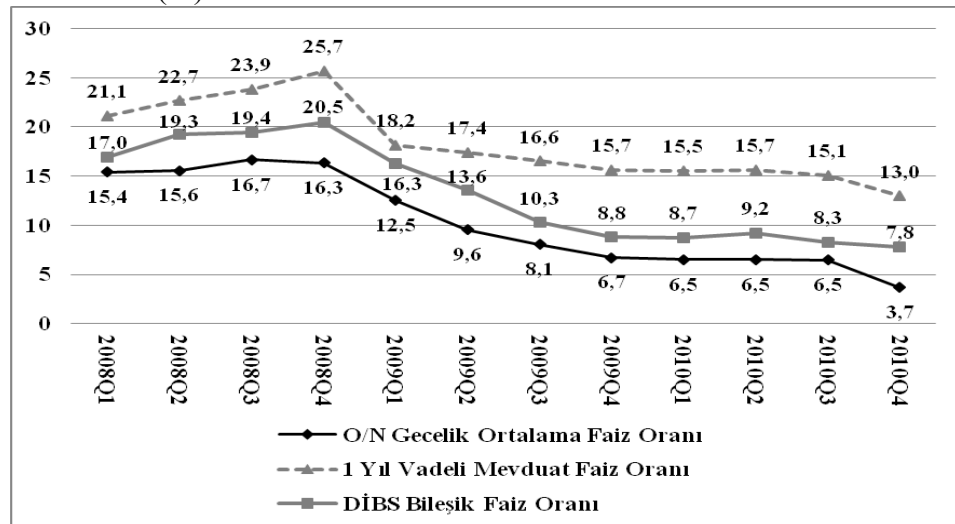
Kazgan’a (2012: 288) göre ise 2002-2007 döneminde sürekli kısa vadeli dış kredi borcunu yenileyip üstüne kredi alarak ekonomide faaliyette bulunan firmalar, krizle birlikte dış borçlarının bir bölümü için net geri ödeme yapmıştır. Kriz döneminde karşılıksız çek sayısı bir milyonu aşarken, bankaların aldığı krediyi ödeyemediği için haczettikleri gayrimenkullerin sayısı üç bine yaklaşmıştır. Bu gelişmeler de finansal baskıyı artırmıştır.

Daha önce ifade edildiği gibi, Merkez Bankası döviz rezervlerinin döviz spekülasyonu karşısında ne kadar caydırıcı olabileceğini gösteren M2Y/Rezervler oranı, Türkiye’de 2009 yılında sürekli yükselmiş ve kriz döneminde ekonominin

kırılganlığını açığa vurmuştur. En olumlu gelişme ise kısa vadeli dış borçların GSYH oranında yaşanmış ve kriz öncesinde, sırasında ve sonrasında sürekli 1,00 düzeyinin altında istikrarlı bir grafik sergilemiştir. Böylece Türkiye ekonomisi küresel finans krizi süresince kısa vadeli dış yükümlülüklerini karşılayamama riskini düşük tutmuştur. Bununla birlikte, Tablo 3.11’de görüldüğü gibi, Türkiye ekonomisinde GSYH büyüme hızı ile birlikte en sert düşüş İMKB 100 endeksinde yaşanmış ve 2009 yılının ilk çeyreğinde bir önceki yılın aynı dönemine göre %46,61 değer kaybetmiştir.

Faiz oranları açısından ise, küresel krizin Türkiye ekonomisine yansımaları önemli sıçramalar yaratmamıştır. Grafik 1.4’te görüldüğü ve daha önce vurgulandığı gibi, 2008 yılında artan belirsizlik karşısında TCMB uluslararası piyasalarda hızla yayılan ekonomik durgunluk olgusuna rağmen enflasyon kaygılarıyla politika faiz oranını 2008 yılının üçüncü çeyrek döneminde yükseltmiş ve aynı yılın dördüncü çeyrek döneminde büyük ölçüde sabit tutulmuştur. Ayrıca küresel finans krizinin banka boyutu Türkiye ekonomisine hiç yansımamış, bankacılık sektörü uluslararası piyasalarda yaygınlık kazanan toksik varlıklardan hiç almadığı için sağlam durabilmiştir.

Grafik 1.4: Türkiye’de 2008-2010 Döneminde Faiz Oranlarının Görünümü (%)



Not: TCMB Elektronik Veri Dağıtım Sistemi’nden elde edilen veriler kullanılarak hazırlanmıştır.

Ancak, uluslararası ekonomik dalgalanmaların iyice etkisini artırması ve Türkiye ekonomisine yansımaları ile birlikte önemli miktarda ekonomik küçülme yaşanınca, TCMB faize yönelik tavrını değiştirmek zorunda kalmıştır. Böylelikle 2009 yılı boyunca bankalararası para piyasası gecelik ortalama borçlanma faiz oranı sürekli düşüş eğilimi göstermiştir. Buna paralel olarak 1 yıl vadeli mevduat ve DİBS bileşik faiz oranları da düşüş trendine girmiştir. 1 yıl vadeli mevduat faiz oranlarında görece bir miktar oynaklık yaşanmış olsa da 2001 deneyimine göre piyasa faiz oranları oldukça istikrarlı bir seyir izlemiştir (Grafik 1.4).

Küresel krizin derinleştiği dönemde piyasa faiz oranlarında görülen oynaklık azalışını ve faiz indirimlerini, kredi notu düşük gelişmekte olan ülkeler içerisinde yer almasına rağmen Türkiye'nin risk primindeki bozulmanın görece düşük kalmasına bağlamak mümkündür. Çünkü kriz döneminde risk primlerindeki artış görece düşük kalan ülkeler daha yüksek miktarda faiz indirimine gidebilmektedir. Dolayısıyla Türkiye'de ekonomik birimlerin döviz borçluluğunun düşük seviyede olması, görece sağlam bir finansal yapı ve bunlara bağlı olarak risk primindeki bozulmanın sınırlı kalması nedeniyle TCMB, Grafik 1.4'te görüldüğü gibi, yüksek oranda faiz indirimlerine gidebilmiştir (Öztürk ve Gövdere, 2010: 389).

Sonuç olarak, gelişmiş ülkelerin finansal piyasalarında başlayarak 2008 yılının dördüncü çeyreğinden itibaren Türkiye ekonomisine yayılan küresel krizin yol açtığı belirsizlik ortamı, küresel ölçekte sıkılaştıran finansal koşullar ve bunlara bağlı olarak daralan yatırım ve tüketim harcamaları nedeniyle iç talepte sert bir daralma yaşanmıştır. Bu gelişmelere paralel olarak Türkiye ekonomisinde özellikle 2009 yılının ilk iki çeyrek döneminde oldukça sert yaşanan ekonomik küçülmeyi, ihracata dayalı üretim yapan sanayi sektöründe meydana gelen daralmaya bağlamak mümkündür (TCMB, 2009-III: 1).

Küresel boyutta ekonomik dalgalanmaların getirdiği talep belirsizliği firmaların üretim konusunda ihtiyatlı bir tutum sergilemelerine neden olmuştur. Dolayısıyla kapasite kullanım oranlarındaki düşük gerçekleştirmeler, istihdam koşullarında önemli düzeyde bozulmalara neden olmuştur (TCMB, 2009-IV: 5).

3.4.3. Türkiye’de Küresel Krize Yönelik Para Politikası Tepkisi

Küresel krizin Türkiye ekonomisini etkileme kanallarından en önemlisi kredi kanalı olmuş, Türkiye’deki bankalar ve firmalar bilançosu zarar gören uluslararası bankalardan kredi kullanamaz hale gelmişlerdir. Türkiye’ye yönelik finansman akımında hedge fonları ve özel yatırım fonları önemli birer araç olduğu için, küresel kriz nedeniyle portföy yatırımı kanalıyla aktarılan fonlar azalmış, böylelikle ortaya çıkan döviz likiditesi sorunları ise TL’nin değer kaybetmesine neden olmuştur.

Ayrıca, finansal krizin reel sektöre yansımaları ve Dünya ekonomisinde önemli oranda ekonomik küçülme yaşanması, dış ticaret kanalıyla Türkiye’nin ihracatını azaltmıştır. Son olarak ise, küresel kriz nedeniyle artan risk algılaması ve azalan güven neticesinde, beklentiler kanalıyla tüketici ve yatırımcı davranışları olumsuz etkilenmiştir. Bu bağlamda TCMB krize yönelik para politikası tepkisi ile söz konusu kanalların etkisini bertaraf etmeyi amaçlamıştır. Dolayısıyla kriz ortamında algı ve beklentilerin düzelmesi için para politikası açısından alınan kararların etkinliği ve ekonomiye uyum sağlaması önem kazanmaktadır.

2008 yılı boyunca gıda ve enerji fiyatlarındaki artış yaşanması ve küresel ekonomiye ilişkin belirsizliklerin artması gibi para politikasının kontrolü dışında gelişen faktörler nedeniyle, Türkiye’de 2008 yılı enflasyon hedefi tutturulamamış, ileriye dönük enflasyon hedefleri revize edilmiştir. 2008 yılında hedeflenen enflasyon oranı %4 iken yıl sonu enflasyonun %10,1 olarak gerçekleşmesi kaygıları artırmıştır (Tablo 3.8). Bu nedenle, gerek Dünya gerekse Türkiye ekonomisinde büyüme hızları yavaşlamaya başlarken, Türkiye’de politika uygulayıcılar söz konusu olumsuz gelişmeler hakkında algı gecikmesi yaşamışlardır. Dolayısıyla krize yönelik bir politika tepkisi ilk başlarda oluşmamıştır.

Öyle ki 2009 yılı için büyüme tahmini %4 olarak belirlenmiş ve Türkiye ekonomisi 2009 yılının ilk çeyreğinde %14,74 küçülmesine rağmen söz konusu tahmin ancak Nisan ayının ortasında değiştirilmiştir. Özatay’a (2011a: 153-154) göre bu politika tepkisizliğinin iki muhtemel nedeni bulunmaktadır. Birincisi, 2007 yılında seçim nedeniyle bozulmaya başlayan bütçe performansının 2009 yılına gelindiğinde iyice belirginleşmesi, politika uygulayıcılarda bir miktar tedirginlik

yaratmıştır. İkincisi ve daha önemlisi ise Türkiye’de normal koşullarda resesyona ya da durgunluk ile nasıl mücadele edileceğinin bilinmemesidir.

Bir önceki kısımda, 2007-2009 döneminde Türkiye ekonomisinde bütçe dengesi açısından yaşanan bozulmanın, 2001 yılındaki kriz deneyimi ile karşılaştırılmayacak kadar önemsiz olduğu ifade edilmiştir. Diğer taraftan, Kasım 2000-Şubat 2001 krizlerinde yaşanan ekonomik küçülme, Türkiye ekonomisinin yapısal bozukluklara sahip olduğu bir dönemde gerçekleştiği için, krizden çıkış politikaları her iki durumu da yeniden düzenleyecek şekilde uygulanabilmiştir. Ekonominin başlangıç koşulları zaten bozuk olduğundan, para politikasında sıkılaştırmaya giderek ve böylelikle ekonomide güven tahsis ederek harcamaların artması aracılığıyla durgunluktan çıkmak mümkün olmuştur. Hâlbuki 2008-2009 krizi Türkiye’ye durgunluğu ekonomik yapının görece sağlıklı olduğu bir dönemde getirmiş, politika uygulayıcılar bu tezat karşısında ne yapacağını bilememiştir.

Ekonomik durgunluk karşısında önerilen politika, ikinci bölümde vurgulandığı gibi, para politikasının gevşetilmesidir. Bu da öncelikle faiz oranlarının düşürülmesinden geçmektedir (Krugman, 2010: 59). Ancak gerek ekonomik yapının görece sağlıklı olması gerekse enflasyon hedeflemesi stratejisi çerçevesinde öncelikle fiyat istikrarının gözetilmesi nedeniyle TCMB 2008 yılı boyunca para politikasını gevşetmemiştir. 2008 yılının son çeyreğinden başlayarak Türkiye ekonomisinin ciddi oranda küçülmesi, 2009 yılının ilk çeyreği ile birlikte Merkez Bankası’nı politika faiz oranlarında önemli düzeyde indirime gitmeye mecbur bırakmıştır. Gerek dış gerekse iç talepte görülen aşırı daralma nedeniyle enflasyon oranları gerilemeseydi muhtemelen Merkez Bankası’nın politika faiz oranı tepkisi daha da gecikebilirdi.

Bu doğrultuda 2008 yılının Kasım ayından itibaren TCMB politika faiz oranını düşürmeye başlamış ancak bu müdahale 2009 yılının Ocak ayına kadar çok sınırlı gerçekleşmiştir. Nitekim Ekim 2008’de %16,75 olan politika faiz oranı, Aralık 2008’de sadece %15,66’ya gerilemiştir. 2009 yılının ilk dokuz ayında ekonomi küçülmüş, enerji fiyatları düşük düzeylerde seyretmiş ve bu nedenlerle TCMB politika faiz oranını 2009 yılı boyunca daha büyük oranlarda indirmiştir. Böylelikle para politikası faiz oranı 2009 yılının Nisan ayında %9,75 ile Cumhuriyet tarihinde

ilk defa tek haneye düşürülmüş, küresel fiyat ve faiz gelişmelerine bağlı olarak 2009 yılı sonunda ise %6,5'e çekilmiştir (TCMB, 2009-IV: 3-4).

Türkiye'de yakın geçmişte yaşanan krizlerin sağladığı deneyimin yanında, finansal sistemin sağlam yapısı, risk primindeki bozulmanın görece olarak sınırlı kalması ve açık enflasyon hedeflemesine geçilmesinden sonra ilk defa 2009 yılında enflasyon oranının hedefin altında gerçekleşmesi, küresel kriz sırasında para politikasının hareket alanını genişletmiştir. Dolayısıyla 2009 yılında geç de olsa TCMB iktisadi faaliyet üzerinde oluşan tahribatı sınırlamaya odaklanmış; bir yandan kısa vadeli faiz oranlarını hızlı bir şekilde aşağı çekerken, diğer yandan da dengeleyici bir likidite politikası izleyerek kredi piyasasındaki tıkanıklığı gidermeye çalışmıştır. Kriz sürecinde toplamda politika faiz oranını 1.025 baz puan indiren TCMB, enflasyon hedeflemesi uygulayan ülkeler içinde kriz döneminde en fazla faiz indirimine giden para otoritesi olmuştur (TCMB, 2009a: 2).

Türkiye'de son yıllarda yaşanan yapısal dönüşüm, geçmişte yüksek enflasyonla yaşamının getirdiği katılıklar ve gelişmiş ülkelere yakınsama süreci; bu aşamada gelişmiş ülkelere kıyasla görece yüksek bir enflasyon oranının hedeflenmesini daha uygun kılmaktadır. Ancak, belirlenecek olan enflasyon hedefinin Merkez Bankası'nın fiyat istikrarı ana hedefi ile uyumlu olması ve dolayısıyla iktisadi birimlerin karar alma süreçlerini olumsuz etkilemeyecek derecede düşük olması da göz önünde bulundurulmalıdır (TCMB, 2009a: 34). Çünkü Türkiye ekonomisinin krizden çıkış reçetesini Merkez Bankası'nın para politikası tepkisine bağlamak mümkün değildir. Hatta 2008 yılında küresel krizin yansımaları henüz Türkiye'de derinleşmemişken Merkez Bankası'nın para politikası açısından tepkisiz kalması, Türkiye'de krizin etkilerini daha da artırmıştır.

2009 yılının son çeyreğinde çıkışa geçen Türkiye ekonomisi, bunu döviz fiyatlarına, Dünya hammadde fiyatlarındaki gerilemeye, ÜFE ve faiz oranlarındaki sert düşümlere, reel ücretlerin gerilemesi ile üretim maliyetlerinde ortaya çıkan azalmaya ve bütün bu gelişmelerin maliyetleri düşürmesine borçludur. ABD ve AB ekonomilerinde krizden çıkış amacıyla yapılan harcamalar Dünya pazarında fon bolluğunu tekrar artırmaya başlamış, 2009 yılının üçüncü çeyreğinden başlayarak

Türkiye’de net sermaye girişi yine yükselmeye başlamıştır. Böylece TL tekrar değerlenirken İMKB 100 endeksi tırmanışa geçmiştir (Kazgan, 2012: 288-289).

Sonuç olarak, Türkiye’de küresel krizin yansımalarını sınırlandırmak ve iç talebi canlandırmak için geç de olsa genişletici para politikası devreye girmiştir. Kriz sırasında TCMB piyasadaki döviz ve TL likiditesini takip ederek, gerektiğinde politika araçlarını devreye sokmuştur. Bu politika araçlarından en önemlisi ve sık kullanılanı ise faiz oranı olmuştur. Kriz süresince TCMB piyasa koşullarını beklemeden faiz oranını kendisi ilan etmeyi tercih etmiştir. Ancak bu politikalar yeterli olmamış ve siyasi otorite istikrar tedbirleri bağlamında müdahale kapsamını genişletmiştir.³⁴

3.4.4. Dünya Ekonomisinde Küresel Krize Karşı Para Politikası Tepkisi

2000’li yılların sonuna doğru ABD ekonomisinde başlayan finans krizini; konut fiyatlarındaki sürekli artışlar, rekor dış ticaret ve cari işlemler açığından kaynaklanan bol miktarda ucuz yabancı sermaye girişi ve bu faktörler arasındaki dinamiği harekete geçirmeye olanak sağlayan esnek kuralcı politikaların ateşlediği gayrimenkul piyasasındaki balon tetiklemiştir. FED Başkanı Greenspan bu dönemde menkul kıymetleştirme ve opsiyon fiyatlaması gibi finansal yeniliklerin, riski dağıtan yeni ve daha iyi yollar ürettiğini ve böylece konut gibi geleneksel olarak likit olmayan varlıkları daha likit hale getirdiğini iddia etmiştir. Böylece riskli varlıklar için yüksek fiyatlar mazur gösterilmiştir. Greenspan’ın halefi Bernanke FED Başkanı olduğu dönemde, ABD ekonomisindeki borçlanma furyasını küresel tasarruf fazlasının bir sonucu olarak tanımlamıştır (Reinhart ve Rogoff, 2010: 268-270).

IMF (2008: 1), krizin etkilerinin zirvede olduğu 2008 yılı sonunda Dünya Ekonomik Görünüm Raporu’nu yayınlamış; yaşanan finansal krizin 1929 Büyük Buhranı’ndan bu yana karşılaşılan en büyük finansal şok olduğunu ve küresel büyümenin yavaşlayacağını ifade etmiştir. Nitekim 2008 yılının son çeyreğinde ekonomik faaliyetler küresel ölçekte yavaşlamış ve özellikle gelişmiş ülkelerde büyüme oranları belirgin şekilde düşmüştür. Bu olumsuz tabloya uluslararası talep ve

³⁴ Detaylı bilgi için bkz., Hazine Müsteşarlığı (2009), *Küresel Mali Krize Karşı Politika Tedbirleri*, http://www.hazine.gov.tr/doc/Guncel/Politika_Tedbirleri.pdf, Erişim Tarihi: 31.01.2011.

ihracat düşüşünün eklenmesiyle, Dünya ekonomisinin önemli bir kısmı ekonomik durgunluk periyoduna girmiştir. Ancak, özellikle daha az katı olan küresel döviz kuru rejimi nedeniyle para otoriteleri geçmişe göre daha esnek para politikası uygulamalarına gidebilmişlerdir.

Küresel kriz, finansal kesimin büyüklüğü ve karmaşıklığı dikkate alındığında, gerek bankaların gerekse bir bütün olarak finansal kesimin bilançolarındaki bozulmalara dayanmaktadır. Bu nedenle, uluslararası boyutta yaşanan ekonomik çöküş salt finansal krizmiş gibi okunmakta ve politika önerileri bunun üzerinden yapılmaktadır (Paya, 2013: 471-472). ABD ve krizden fazlasıyla etkilenen AB, faiz oranlarını teknik olarak indirebilecekleri en alt seviyeye indirmişler; aynı zamanda geleneksel olmayan para politikası yöntemlerini de uygulamaya koymuşlardır. Japonya'da deflasyon riskine karşı miktar genişlemesi, ABD'de kredi ve para piyasalarındaki sorunlara bağlı olarak kredi genişlemesi, Avrupa'da bankacılık sektörünün likidite ihtiyacına bağlı olarak kredi genişlemesi ve İngiltere'de finansal piyasaların istikrarı yakalaması için bankalardan doğrudan varlık alımı şeklinde varlık alım programı uygulamasına gidilmiştir (Özdemir, 2009a: 29-30).

Birçok ülkede yapılan politika müdahaleleri, banka bilançolarının finansal ve yapısal araçlarla yeniden yapılandırılmasına yönelik olmuştur. Getirilen mevduat garantileri ile bilançoların pasif tarafının, bankalararası borçlanmalara getirilen garantiler ile de bankaların borçlanmasının ve kredilerin olumlu etkilenmesi hedeflenmiştir. Sermaye enjeksiyonları ise hem nakit ve menkul kıymetlerle finansal kurumların bilançolarının aktif tarafını hem de özkaynaklar nedeniyle pasif tarafını güçlendirmeye yönelik gerçekleştirilmiştir. Bazı ülkeler hisse senedi alacaklarını açıklarken, bazı ülkeler de mali durumu zayıflayan kurumların birleşmelerini teşvik etmiştir.

Para piyasalarının işleyişini sağlamak ve bankalara olan erişimin kısıtlanmaması için hükümetler banka borçlarına garanti getirildiğini açıklamışlar, sorunlu aktiflerin satın alınması gibi yapısal önlemleri uygulamışlar ve konut sektörünün çökmesini önlemek için ipotekli konut kredisi tahvilleri almışlardır. Birçok ülkenin merkez bankası durgunluk karşıtı makroekonomik istikrar politikaları uygulamış ve politika faiz oranlarını düşürmüşlerdir. Birçok ülkede politika faiz

oranları sifıra yakın düzeye gerilemiştir. Merkez bankaları düzenli ihalelerle piyasalara likidite sunmuşlar ve teminat olarak kabul edilen aktiflerin kapsamını genişletmişlerdir (Erdönmez, 2009: 89).

Sonuç olarak, krizin başlarında merkez bankaları faiz oranlarını düşürerek tepki vermiş ancak bu politika yeterli olmayınca para politikası uygulama alanı genişletilerek maliye politikalarını da içinde barındıran devlet müdahaleleri haline dönüşmüştür. Bu bağlamda bankaların fon maliyetlerini azaltmak için faiz oranları hızla sifıra yakın düzeylere çekilmiş, likidite sıkıntısını çözmek için merkez bankaları tarafından büyük miktarlarda kamu kredisi verilmiş, bankaların ipotek zararlarına karşı dayanıklılığını artırmak ve ödeyememe risklerini azaltmak amacıyla yine bankalara büyük miktarda kamu fonu sağlanmış, halkın bankalara hücum etmesini önlemek için banka mevduatları garanti kapsamına alınmış, bankacılık sektörü üzerindeki baskıyı azaltmak için güçlü bankaların zayıf olanları alması teşvik edilmiş ve son olarak genişletici maliye politikaları devreye sokularak artırılan kamu harcamaları ile üretimdeki gerilemeye ve işsizlikteki artışa engel olunmaya çalışılmıştır (Lapavitsas, 2009: 14-15; Oktar vd., 2012: 130).

3.4.4.1. Bazı Ülkelerde Krize Yönelik Para Politikası Tepkisi

2000'lerin ilk yarısında uzun bir dönem yükselişini sürdüren ABD ekonomisi, enflasyon ve işsizlikte azalma, bütçe fazlaları ve teknik ilerlemeler neticesinde konjonktürel bunalımların azaldığı ve FED'in hızlı müdahaleleriyle finansal krizlerin yumuşadığı yeni bir döneme girmiştir. Ancak, bu yükseliş döneminde refah artışı asıl olarak tüketici harcamalarına dayanmış; bu da bir yandan varlık enflasyonuna diğer yandan da harcanabilir gelirin negatif tasarrufuna karşılık gelmiştir. Negatif borç dengesine ilave borçlanma ile finanse edilen ödemeler dengesi açıkları, Doların uluslararası itibarı sarsıldığı takdirde ciddi ekonomik sorunlara yol açma potansiyeline sahiptir. 2000'li yıllarda ABD ekonomisinde yaşanan dalgalanmalara böyle bakmak gerekir, çünkü ABD'nin ve Doların Dünyadaki ekonomik ve finansal önceliğini kaybetme ihtimali bulunmaktadır (Kindleberger, 2007: 289).

Buna karşılık, küresel kriz öncesinde ECB'nin para politikası stratejisine bakıldığında, bu stratejinin tam olarak ne bir parasal hedefleme ne de bir enflasyon

hedeflemesi olduğu görülmektedir. ECB para politikası çerçevesini belirlerken fiyat istikrarı tanımı yaparak işe başlamış; yıllık %2'nin altı fakat sıfırın üstünde %2'ye yakın bir enflasyon hedefi ortaya koymuştur. Bu tanım çerçevesinde ECB'nin nihai amacı orta vadede fiyat istikrarını korumak olmuştur. Orta vadeli hedef olarak belirlenmesinin nedeni, enflasyonun kısa vadede merkez bankası kontrolünde olmadığı ileri sürülmesidir. Böylece parasal büyüklükler enflasyon hedefinin tutturulmasında ECB bünyesinde politika kararlarını yönlendirecek önemli bir değişken olarak görülmüştür (Özdemir, 2009a: 37).

Böyle bir tabloda, ABD ekonomisinde 2007 yılında başlayan finansal krizin yarattığı büyüme kaygıları nedeniyle, FED'in finansal krize karşı ilk para politikası tepkisi faiz oranlarını indirmek olmuş, buna rağmen bankalar iskonto penceresinden yararlanmak konusunda isteksiz davranmıştır. Bu nedenle, FED 2007 yılının sonunda ek bir para politikası aracını³⁵ devreye sokmuş ve böylece bankaların merkez bankasından borçlanmalarını teşvik etmeye çalışmıştır. İskonto penceresinden borçlanmak isteyen bankalara yeni bir borçlanma imkânı sağlayan bu ek para politikası aracı ile önceden belirlenen yaklaşık bir ay vadeli kredi miktarı için açık artırma yapılmaya başlanmıştır (Krohn ve Gruver, 2008: 17).

ABD ekonomisinde 2008 yılının Eylül ayında finansal kriz şiddetlenmiş, ancak FED finansal kurumlara verilen ödünçlerdeki büyük oranlı artışı sterilize edememiştir. Bu dönemde gerek firmalara verilen krediler gerekse yabancı bankaların swap hatlarındaki artışlar nedeniyle FED'in kredi toplamında büyük bir yükseliş ortaya çıkmıştır. Böylece 2008 yılının Aralık ayında FED'in toplam aktifleri doruk noktasına ulaşmıştır. Finansal piyasalardaki gerilimin azalmasıyla düşüş yaşansa da, 2009 yılının ikinci çeyreğinde toplam aktifler yeniden artmaya başlamıştır. FED'in bilanço büyüklüğü ile parasal taban arasındaki ilişki çerçevesinde, 2008 yılının Eylül ayına kadar nispeten sabit olan parasal taban 2008 yılının dördüncü çeyreğinde keskin bir şekilde artmıştır. FED'in bu süreçte finansal krize yönelik politika tepkisi kredi kolaylığı olarak nitelendirilmiştir (Parasız, 2011: 343).

³⁵ Bu ek para politikası aracı Term Auction Facility (TAF) olarak adlandırılmaktadır. Detaylı bilgi için bkz., Krohn, G. A. ve W. R. Gruver (2008), "The Complexities of the Financial Turmoil of 2007 and 2008", *Journal of Applied Business and Economics*, Vol. 9, No: 4, s. 17.

Bu bağlamda, söz konusu krizin para yönlü olduğu ve parayla aşılacağı inancıyla ABD ekonomisinde 8 Ekim 2008'de banka kurtarma operasyonunu³⁶ içeren 850 milyar Dolarlık bir paket Temsilciler Meclisi ve Senato'da kabul edilmiştir. Ayrıca finansal piyasalara dönük 700 milyar Dolarlık Sorunlu Varlıkları Kurtarma Programı açıklanmış, hemen ardından FED 800 milyar Dolarlık yeni bir teşvik planı daha sunmuştur. Ancak, küresel krizden ötürü piyasada yaşanan dalgalanmaların likidite eksikliğinden kaynaklanmadığı anlaşılmıştır.

Bu çerçevede, yeni regülasyonlar ve finansal piyasalarda denetimin artırılması talepleri üzerine 2010 yılının Mayıs ayında ABD Senatosunda finansal reform paketi olarak sunulan tasarıyla, krize kaynaklık eden finansal türev ürünlerinin hızlı artışının dizginlenmesi gündeme gelmiştir. Sistemik risk denetiminin Hazine Bakanlığı'na bağlı Finansal İstikrar Denetleme Konseyi tarafından yapılması, Volcker Kuralı'nın³⁷ getirilmesi ve devlete batma riskiyle karşı karşıya olan bütün kuruluşlara el koyma yetkisinin verilmesi gibi öneriler devreye girmiştir (Üzümcü ve Dikkaya, 2010: 277).

ABD ekonomisinde piyasalara ciddi miktarda para sürülmesine rağmen, krizin yarattığı güvensizlik sorunu çözülememiştir. Genişletici para politikalarının tek başına yeterli olmadığı anlaşılınca, ABD'de zarar eden banka ve finans kuruluşlarının hisseleri alınmaya başlanmıştır. Kurtarma paketlerinin maliyetleri, yüksek transfer ödemeleri ve borç ödeme maliyetlerinin bir araya gelmesi nedeniyle düşen gelirler ve yükselen harcamalar; bütçe dengesinde hızlı ve belirgin bir bozulmaya yol açmıştır. Borç stoku dinamikleri nedeniyle, ABD ekonomisi için mali disiplin beklentisi belirginleşmiştir.

ABD ekonomisinde bu gelişmeler olurken, ECB öncelikli hedeflerinin enflasyon olduğunu vurgulamış ve faiz artırımlarına devam etmiştir. Bu nedenle Euro, Dolar karşısında oldukça değer kazanmış; artan petrol ve gıda fiyatları nedeniyle tırmanışa geçen enflasyon oranları, ECB'nin kaygılarını daha da artırmıştır. Euro Bölgesi ekonomilerinden gelen kötü sinyallere rağmen ECB,

³⁶ Bu operasyon; nakit koyma, mevduat garantisi verme, bankaları birleştirme ve statülerini değiştirme gibi unsurları içermektedir.

³⁷ Bankaların hedge fon ve girişim sermayesi faaliyetinde bulunmaması ve mevduat bankalarının yatırım bankacılığı faaliyetlerinde bulunmaması gibi kısıtları içermektedir.

enflasyonu hedeflediği düzeye çekmek konusunda taviz vermemiştir. Bu süreç, bölge ülkelerinden gelen negatif büyüme gerçekleştirmeleri ile sonuçlanmıştır. Ekonomik gelişmelerin bu noktaya gelmesi, ECB'nin faiz oranlarını indireceği yönündeki beklentileri artırmıştır (Apak ve Aytaç, 2009: 225).

Bu gelişmeler sonucunda, AB ülkeleri politika faiz oranlarını koordineli olarak düşürmüş, ardından finansal kuruluşların mevduat ve diğer yükümlülüklerine garanti vermek, sermaye desteği sağlamak, para ve maliye politikalarını gevşetmek gibi tedbirler almışlardır. Örneğin, İngiltere Merkez Bankası ilk başlarda faiz oranlarını sabit tutmasına rağmen, ekonomik büyümenin giderek daha çok yavaşladığı ortaya çıkınca faiz oranlarını indirmeye başlamıştır.

Euro Bölgesi'nde de 2008 yılının son çeyreğinde likidite ve kurtarma operasyonları genişleyerek devam etmiş ve mali destek paketleri tarihsel olarak görülmemiş boyutlara çıkmıştır. 2010 yılının ilk yarısında Euro Bölgesi'nde görülen toparlanma belirtileri ve özellikle Almanya ekonomisinin beklentilerin çok üzerinde büyümesi iyimserliğe yol açmış; dolayısıyla ECB, tahvil alım programını 2010 yılının Temmuz ayında sonlandırmış ve sağlamış olduğu likiditenin bir kısmını geri çekmiştir (TCMB, 2010-IV: 20).

Ancak, bu politika değişikliği nedeniyle Euro piyasasında likidite sıkışıklığı ortaya çıkmış, belirsizlik ve bankaların artan risk algısı nedeniyle borçlanma maliyetleri yükselmiştir. Mevcut iktisadi görünüm ve beklentiler çerçevesinde, AB ülkelerinde merkez bankalarının para politikalarında normalleşme süreci ötelenmiştir. İngiltere Merkez Bankası geleneksel olmayan araçlar kullanılarak para politikasının daha da gevşetilebileceğini tartışmaya açarken, ECB niceliksel gevşeme yoluyla ek parasal genişlemeye gidilmesine ilk etapta sıcak bakmamıştır. Sonraki dönemde ECB de teminatlı bono alacağını açıklayarak “genişletilmiş kredi yardım programı” olarak adlandırılan yöntemle geleneksel olmayan para politikası araçlarını kullanacağına dair sinyaller vermiştir (TCMB, 2010-IV: 24).

Sonuç olarak, finansal krizin 2008 yılının Eylül ayında derinleşmesinden itibaren, ilk etapta geleneksel araçlar kullanılarak API kanalıyla piyasalara likidite verilmeye başlanmıştır. Dolayısıyla para tabanları hızla artmış ve kısa vadeli faiz

oranları aynı hızla düşmüştür. FED bir adım daha ileri giderek, kredi genişletmesine başlamıştır. Bu kapsamda para tabanı artışını desteklemek için FED geleneksel olmayan para politikası araçlarını kullanarak kısa vadeli piyasalardan diğer uzun vadeli piyasalara ve kredi piyasalarına doğru varlık alım işlemi gerçekleştirmiştir. ECB ise, para tabanını genişletmek için ilk aşamada geleneksel para politikası araçlarını kullanmayı tercih etmiştir.

Ancak küresel kriz sırasında özellikle ECB tarafından alınan para politikası tedbirleri etkili olmaktan uzak kalmış, politikaların kapsamı genişletilmesine rağmen bütün bu çözüm çabalarının geri dönüşü, AB ülkelerinde peşi sıra ortaya çıkan borç krizleri olmuştur. Yunanistan, Portekiz, İspanya ve İrlanda gibi ülkelerde küresel krizin hemen ardından patlak veren borç krizlerinin her birinin çıkış noktası farklı olsa da, hepsinde ortak olan nokta, küresel krizden kaynaklanan panik havası olmuştur. Çünkü krizden kaynaklanan panik havasıyla bu ülkelerden çıkmak isteyen yatırımcılar, söz konusu ülkelerde reel faizlerin yükselmesine neden olmuş ve böylece bütçe açıkları daha da artmıştır. Bu durum ise, normal koşullar altında borçlarını çevirebilecek olan ülkelerin panik nedeniyle borcunu çeviremez duruma düşmesine yol açmıştır (USAK, 2011: 25).

3.4.4.2. Dünya Ekonomisi İçin Krizden Çıkarılan Politika Sonuçları

2007 yılının ikinci yarısı ile birlikte ABD ekonomisinde derinleşen ve sonra toksik varlıklar aracılığıyla Avrupa ekonomisine sıçrayarak küresel nitelik kazanan finansal kriz, birçok ülkede merkez bankalarını krize karşı uygulayacakları para politikaları konusunda bir ikilemeyle karşı karşıya bırakmıştır. Çünkü kriz ile birlikte bir taraftan mal piyasalarında artan enflasyon oranları beklentileri körüklemiş, diğer taraftan da finansal piyasalarda varlığa dayalı menkul kıymetlerden kaynaklanan olumsuz gelişmeler reel sektöre sıçramıştır. Böyle bir ortamda merkez bankaları, para politikası uygulamaları açısından enflasyon kaygısı ile finansal piyasalarda başlayan dalgalanmaların reel ekonomiye yayılmasını önlemek arasında kalmışlardır (BIS, 2008: 60).

Çünkü finansal krizin yol açtığı kredi tıkanıklığını aşmanın yolu faiz oranlarını düşürmekten geçmekte ancak bu politika enflasyonist baskı yaratmaktadır.

Tersi bir durumda, enflasyon artışını önlemek adına faiz oranlarının yükseltilmesi ise finansal krizi daha da şiddetlendirmektedir. Bu durum dolaylı yollardan ekonomik büyümeyi de olumsuz etkilemektedir. Taylor Kuralı çerçevesinde enflasyon ve büyüme artışı yaşandığında faiz oranlarını artırmak gerekirken bu iki faktörün ters yönde hareket etmesi durumunda merkez bankalarının politika kararsızlığı yaşaması krizin derinleşmesine yol açabilmektedir. Üstelik finansal istikrar ile büyüme arasındaki dolaylı ama doğrusal ilişki de bu ikilemi aslında bir üçlü çıkmaza dönüştürmektedir. Nitekim küresel kriz ile birlikte 2008 yılında enflasyon oranları yükselirken finansal piyasalarda likidite krizi yaşanmış ve büyüme rakamları gerilemiştir (Oktar vd., 2012: 131).

2008 yılında yaşanan olumsuz gelişmelere bağlı olarak ortaya çıkan politika-hedef karmaşası nedeniyle merkez bankaları finansal piyasalardaki dalgalanmaların uzun sürmeyeceğini düşünmüş ve buna bağlı olarak reel ekonomiye etkilerinin de sınırlı kalacağını varsaymışlardır. Bütün bu algı karmaşası, 2008 yılında küresel kriz derinleşirken merkez bankalarının müdahale etmekte geç kalmalarına yol açmıştır (Soros, 2009: 108). Bir önceki kısımda değinildiği gibi, benzer bir politika gecikmesi Türkiye ekonomisinde de yaşanmıştır. Bu süreçte para politikaları için dönüm noktası, Oktar ve diğerlerine (2012: 132) göre, 2008 yılının Eylül ayında Lehman Brothers'ın iflas etmesi ile finansal piyasalardaki bozulmanın uzun vadeli olabileceği inancının artması ve iktisadi faaliyetlerin giderek yavaşlaması olmuştur. Nitekim bu gelişmeleri takip eden Ekim ayında belli başlı merkez bankaları koordineli bir şekilde faiz indirimine gideceklerini açıklamışlardır.

Bernanke'ye (2010: 2) göre, 1929 Büyük Buhranı'ndan çıkarılan en önemli ders küresel koordinasyon yetersizliği olduğu için, 2008 yılında başlayan finansal kriz sırasında küresel koordinasyon konusunda görece daha başarılı bir süreç yaşanmıştır. Küresel koordinasyonun sağlanmasının gerekliliği, birçok ülkede kamu ve özel sektörün borçlarını geri ödeyememe riskinin varlığına dayanmaktadır. Çünkü Reinhart ve Rogoff'a (2010: 1) göre, uluslararası bankacılık krizlerinin ardından gelen birkaç sene içerisinde borçların geri ödenememesi ya da yeniden yapılandırılması sorunun ortaya çıkması, geçmiş krizlerden çıkarılan en önemli dersler arasındadır. Dünyanın herhangi bir ekonomisindeki borç krizinin diğer ülkeleri

etkileme ihtimali yüksektir. Bu nedenle, 2009 yılının Nisan ayında gerçekleşen G-20 zirvesinde söz konusu riske karşı IMF'nin kaynakları 250 milyar Dolardan 1 trilyon Dolara çıkarılmıştır (Aslanoğlu, 2011: 39-40).

Ulusal merkez bankaları para piyasalarındaki baskıyı azaltmak için bankalara sağlanan yeniden finansmanın vadesini uzatmış ve buna ek olarak faiz indirimleri ve swap hatlarının açılması için uluslararası işbirliğine gitmişlerdir. Bu süreçte merkez bankaları kısa vadeli faiz oranları ile kendi politika faiz oranlarının yakın seviyede seyretmesini hedeflemişler ve bu amaçla daha etkin bir rezerv yönetimi gerçekleştirmişlerdir. Böylelikle bankaları gecelik fonlara doğru yönlendirmeye çalışmışlardır (BIS, 2009: 5).

Krize karşı alınan önlem paketleri, krizden etkilenme derecesine bağlı olarak farklı sonuçlar ortaya çıkarmıştır. Krizden görece az etkilenen Asya-Pasifik ülkeleri dış ticaretlerinde görülen gerilemeye karşın hızlı toparlanma sürecine girmişlerdir. Buna karşın, krizin etkilerinin daha fazla hissedildiği İrlanda, İngiltere, Belçika başta olmak üzere birçok gelişmiş ülke resesyona sürüklenmiştir. Krizin etkilerini azaltmak ve küresel durgunluğun uzamasını önlemek için ülkeler bazında alınan önlemlerin artırılmasına yönelik G-8 ve G-20 zirvelerinde daha etkin ve koordineli bir kriz mücadelesi beklentisi oluşmuştur. Bu bağlamda 2009 yılının Mart ayında toplanan G-20 Londra Zirvesi önemli sonuçlar doğurmuştur. Söz konusu zirvede IMF kaynaklarının 1.1 trilyon ABD Doları kadar artırılması kararlaştırılırken, katılımcı ülkelerin yaklaşık 5 trilyon ABD Doları seviyesinde mali teşvik programı uygulamaları benimsenmiştir (TCMB, 2009a: 5-7).

IMF (2010a), Nisan 2010 raporunda küresel iyileşmenin beklenenden hızlı olduğu ve küresel finansal istikrarın önündeki risklerin zayıfladığı tespitinde bulunmuştur. Ancak, kriz sırasında verilen aşırı likiditenin oluşturabileceği olası enflasyonist baskının önlenmesi için orta vadede mali politikalarda yeniden konsolidasyona ihtiyaç duyulduğu belirtilmiştir. Takip eden dönemde IMF (2010b), ekonomik iyileşme sürecinin güçlü olduğunu, ancak uluslararası finansal istikrar sağlanamadığı için riskler bulunduğunu belirtmiş, Dünya ekonomik görünümünde yeni dengelenmeye doğru gidildiğini ifade etmiştir.

Küresel krizin hemen ardından devreye sokulan genişletici para ve maliye politikalarını uzun süre uygulamak ülke ekonomileri açısından mümkün değildir. Bu politikalar; artan bütçe açıkları, yükselen kamu borçları, enflasyon ve faizlerin risk altında olması gibi sakıncaları da beraberinde getirmektedir. Aslanoğlu'na (2011: 41) göre, bu politikalardan çıkış süreci para politikası ile başlamalıdır. Çünkü deflasyonist ortamlarda likidite tuzağı riskinin artması, para politikasının etkinliğini azaltmaktadır. Ayrıca, orta vadede mutlaka sıkı maliye politikası gerekmektedir. Çünkü yüksek kamu açıklarının uzun dönemde ekonomik büyümeyi negatif yönde etkileyebileceği, makroekonomik analizin temel önermelerinden birisidir. Ancak, ekonomi böyle bir noktaya geldiğinde, para politikasının tekrar gevşetilmesi gerekir. Her iki politikanın da aynı anda sıkılaştırılması ekonomilerde sert bir daralma riski yaratmaktadır.

Palley'e (2009: 19-20) göre, finansal kriz ve ekonomik durgunluk aslında ekonomi politikalarının değişimi için bir fırsattır. Finansal kriz sürecinin ücret kısıtlaması, gelir eşitsizliğinin artışı ve büyüyen ekonomik güvensizlik ortamı gibi birikmiş iktisadi gerginlik atmosferinin değişimini sağlamak adına bir fırsat olduğunu savunmaktadır. Nasıl ki 1930'larda Büyük Buhran ekonomide Keynesyen devrimi gerektirdiyse, 1970'lerdeki stagflasyon krizi de Monetarist ve Yeni Klasik görüşü ortaya çıkarmıştır. Kriz dönemlerinde mevcut politikalara alternatif geliştirmek ve onları canlı tutmak için imkânsız politikalar bile mümkün hale gelmektedir.

2000'li yıllarda merkez bankaları enflasyon hedeflemesi stratejisi ile donanmış ve böylelikle hem enflasyonu düşük tutacaklarına hem de üretime optimum düzeyde istikrar kazandıracaklarına inanmışlardır. Bu konudaki başarıları, bazı kurumsal ilerlemeler ve özellikle de merkez bankalarının bağımsızlığı üzerine kurulmuş olmasına rağmen, aşırı iyimser karşılanmıştır. Piyasadaki yatırımcılar, herhangi bir sorunla karşılaşıldığında merkez bankalarının kendilerine destek olacağına inanmışlardır. Ancak, bir canlanma döneminde oldukça mükemmel işleyen politikaların büyük bir durgunluk döneminde hiç de güçlü olmadığı yakın geçmişte anlaşılmıştır (Reinhart ve Rogoff, 2010: 353).

Çünkü gelinen noktada politika aracı olarak faiz oranı etkili olmamış ve para politikalarını API gibi araçlar ile yönetmek çözüm üretmemiştir. Kriz döneminde para politikalarının aktarım kanalları da etkin bir şekilde işlememiştir. Yatırımcılar kriz döneminde ekonomiye güvenmemeleri nedeniyle piyasaları fonlamak istememişler, bu da para politikasının etkinliğini iyice zedelemiştir. Nitekim kriz derinleştikçe ve krizin etkileri finansal piyasalardan para piyasalarına, oradan da reel ekonomiye yayıldıkça, merkez bankaları para politikası uygulamalarında Yeni Keynesyen temelli Taylor Kuralı'nın dışına çıkmaya başlamışlardır (Oktar vd., 2012: 135).

Küresel krizin finansal piyasalardaki aksaklıklardan kaynaklanması ve bu sürecin reel ekonomiyi olumsuz etkilemesi karşısında merkez bankalarının uyguladığı genişletici para politikalarının başarısız olduğu görülmüştür. Bu politika etkinsizliğinin nedenini öncelikle son yıllarda oldukça hızlı gelişen ve ortaya çıkan piyasalar ve finansal araçların çeşitlilik arz ettiği finansal yeniliklerde aramak gerekmektedir. Finansal ilişkiler ağının karmaşıklaşmasına ek olarak Dünya ekonomisinde Dolar tutma isteğinin azalması, bankaların sermaye tabanlarının bozulması ve kendilerine sağlanan likidite desteğini ekonomik birimlere aktarmak konusunda tedirgin davranmaları, uygulanan para politikalarının etkinliğini zedelemiştir (Soros, 2009: 116-117).

3.4.5. Türkiye'de Küresel Kriz Sonrası Para Politikasının Görünümü

Türkiye 2009 yılının son çeyreğinden itibaren iç talep kaynaklı hızlı bir büyüme sürecine girmiş ancak uluslararası ekonomide toparlanma çok daha yavaş olmuştur. Uluslararası boyuttaki yavaş toparlanma nedeniyle gelişmiş ülke merkez bankalarının özellikle 2010 yılında uyguladığı ikinci niceliksel genişleme paketleri, piyasalardaki fon miktarını artırmış ve böylelikle Türkiye'ye yoğun sermaye girişi gerçekleşmiştir. Dolayısıyla, Türkiye ekonomisindeki bu yükseliş trendinde yurtiçinde uygulanan gevşek para ve maliye politikaları kadar yüksek miktarda yabancı sermaye girişi de etkili olmuştur. Yoğun sermaye girişleri TL'de aşırı değerlenmeyi beraberinde getirmiş ve yurtiçi kredi kullanımına ivme kazandırmıştır. Bu gelişmeler sonucunda dış ticaret ve cari işlemler dengesinde önemli bir bozulma

yaşanmış, 2010 yılının sonunda cari açığın finansmanının büyük bir bölümü kısa vadeli sermaye ve portföy yatırımları ile sağlanmıştır (Kara, 2012: 3-4).

Aynı şekilde 2010 yılında para politikası da kriz dönemindeki gevşek yapısını korumuş ve 2010 yılı içerisinde önemli miktarda parasal genişleme yaşanmıştır. Türkiye’de küresel kriz döneminde piyasaya APİ aracılığıyla verilen fonlama aynı tutulurken, döviz alımlarından ortaya çıkan likidite sterilize edilmeden piyasada bırakılmıştır. Diğer bir ifade ile, kriz döneminde uygulanan genişletici para politikasından çıkış oldukça ağırdan alınmıştır. Bu ağırdan alışın yansıması ise, bankacılık sektörünün artan likiditeyi krediye dönüştürmesi olmuştur. Böylelikle özel sektör tüketim ve yatırım harcamaları yükselirken, mali politikaların sıkılaştırılması beklenmiş ama gerçekleşmemiştir. Çünkü sermaye hareketlerinin yönetiminde mali politika en etkin araçtır. Sıkılaştırılan mali politika talebi kısarken, reel döviz kuru üzerindeki baskıyı azaltmaktadır (Üçer, 2011: 48).

Ancak TCMB küresel krizin 2008 yılının Eylül ayında derinleşmesiyle ortaya koyduğu genişletici politikalara uzun süre devam etmiş, bankacılık sektörüne yönelik likidite desteğinden ve gerek yabancı para cinsi gerekse TL cinsi zorunlu karşılık oranlarında yaptığı indirimden geri adım atmamıştır. Küresel piyasalardaki dalgalanmaların yavaşlaması, sonra da finansal sistemdeki koşulların normalleşmeye başlaması ve en önemlisi de Türkiye’ye kısa vadeli sermaye girişinde yaşanan hızlı yükseliş, krize yönelik politika tedbirlerinin geri alınmasını gündeme getirmiştir. Bu bağlamda 14 Nisan 2010 tarihinde TCMB çıkış stratejisini yayınlamıştır. Bu çıkış stratejisi çerçevesinde yabancı para cinsi zorunlu karşılık oranları iki ayrı kararla 30 Nisan 2010 ve 6 Ağustos 2010’dan geçerli olmak üzere artırılmış, son olarak 23 Eylül 2010’da açıklanan üçüncü bir karar ile kriz öncesindeki düzeyine yükseltilmiştir. Aynı kararlar TL cinsinden zorunlu karşılık oranlarında da artırıma gidilmiş ancak bu oran kriz öncesindeki düzeyin altında kalmıştır. Dolayısıyla ekonominin ısındığı dönemlerde makroekonomik riskleri azaltıcı bir politika olarak zorunlu karşılık oranlarının daha aktif kullanılması söz konusu olmuş, böylelikle kredilerde görülen artışın engellenmesi amaçlanmıştır (Özatay, 2011c: 31).

Bütün bu hazırlık niteliğindeki gelişmelerin akabinde TCMB, 2010 yılının Kasım ayında, makro finansal riskleri de gözeterek yeni bir para politikası çerçevesi

tasarlayarak uygulamaya koymuştur. Yeni politika tasarımı, özellikle dış denge, kredi genişlemesi ve sermaye akımlarından kaynaklanan kırılganlıklara karşı ekonominin dayanıklılığını artıracak bir çerçeve oluşturmayı amaçlamıştır. Çünkü finansal istikrara makro perspektiften yaklaşan bir politika tasarımında krediler gibi geleneksel değişkenlerin yanında cari denge ve sermaye akımları da önemli değişkenler olarak ortaya çıkmaktadır. Bu bağlamda TCMB, 2010 yılının sonlarından itibaren uyguladığı politikalarla bir yandan ekonominin dengeli büyüme patikasına yönelmesini amaçlarken, diğer yandan da dış finansmanın kompozisyonunun daha sağlıklı bir hale getirilmesini hedeflemiştir (Kara, 2012: 5).

Türkiye ekonomisinde 2006 yılından itibaren açık biçimde uygulanan enflasyon hedeflemesinden farklı bir yapı oluşturulmuş, fiyat istikrarını sağlamak amacı korunurken finansal istikrar amacı fiyat istikrarı amacı ile aynı düzeye getirilmiştir. Bu doğrultuda finansal istikrar hedefine ulaşmak için, kısa vadeli sermaye girişlerini azaltmak ve kredi genişlemesini yavaşlatmak gibi iki ara amaç belirlenmiştir. Dolayısıyla kullanılan para politikası araçları da artmış, kısa vadeli faiz oranlarına ek olarak zorunlu karşılık oranları da kullanılmaya başlanmıştır. Ek olarak, kısa vadeli sermaye girişlerinin azaltılması amacıyla faiz koridorunun genişletilmesi benimsenmiştir. Özetle, iki amacı, iki ara amacı ve üç politika aracı olan bir para politikası çerçevesi oluşturulmuştur (Özatay, 2011c: 28).

TCMB (2011-I: 4-5) enflasyon raporunda, fiyat istikrarına odaklanan enflasyon hedeflemesi stratejisinin dışına çıkılmasının nedeni olarak, gelişmiş ülkelerin para politikalarının gelişmekte olan ülkelere yarattığı sorunlar gösterilmiştir. Bu rapora göre, gelişmiş ülkelerin para arzlarını keskin biçimde artırmaları ve faiz oranlarını son derece düşük düzeylerde tutmaları, gelişmekte olan ülkelere yönelik sermaye akımlarını artırmıştır. Bu sermaye akımları da genelde kısa vadeli olarak geldiği için cari denge bozulmakta, TL iktisadi temellerden kopuk biçimde değer kazanmakta, krediler artmakta ve böylelikle iç talep canlanmaktadır. Dolayısıyla ara malı ve tüketim malı ithalatı hızlanmakta ve cari denge daha da bozulmaktadır. TCMB tüm bu gelişmelerin makro finansal istikrarı bozduğunu düşünmüştür. Bunun nedeni, Özatay'a (2011c: 29) göre, Merkez Bankası'nın

finansal istikrar ile kredi artış hızı arasında ters yönlü bir ilişki olduğunu kabul etmesidir.

İkinci bölümün sonunda vurgulandığı gibi, görece fiyat istikrarının sağlandığı bir küresel ortamda çok büyük bir finansal krizin yaşanması, tek başına fiyat istikrarına odaklanılmasının yeterli olmadığını kanıtlamıştır. Bu nedenle TCMB yürütmekte olduğu enflasyon hedeflemesi stratejisine makro ihtiyat politikasını eklemiş ve makro ihtiyat politika aracı olarak, kredi arzındaki hızlı artışı azaltmak için zorunlu karşılık oranlarını kullanmıştır. Ayrıca, aynı amaca yönelik olarak Bankacılık Düzenleme ve Denetleme Kurumu (BDDK) kredi karşılık oranlarını değiştirmiştir (Özatay, 2012: 65). Çünkü özellikle finansal gerginlik dönemlerinde makro ihtiyat politika araçlarının ek olarak kullanılmasının yararlı olacağı savunulmaktadır.³⁸

Dolayısıyla TCMB yeni politika tasarımını oluştururken politika araçlarını da çeşitlendirmiştir. Kısa vadeli sermaye girişlerini azaltmak ve TL'nin değer kazanmasını engellemek için önce kısa vadeli faiz oranına araç olarak zorunlu karşılık oranlarını eklemiştir. Daha sonra aynı ara amaçlar doğrultusunda politika faizini düşürüp, bu faizin alabileceği değerler hakkındaki belirsizliği artırmak için üçüncü bir politika aracı olarak faiz koridorunu devreye sokmuştur. Bu amaçla TCMB borç verme ile borç alma faiz oranı arasındaki farkı genişletmiştir (Başçı ve Kara, 2011: 19-20). Bütün bunlara bankacılık kesiminin yükümlülüklerinin vadesinin uzatılması eklenince, yeni para politikası oldukça karmaşık bir yapıya bürünmüştür (Özatay, 2011c: 31).

TCMB, 2010 yılının Mayıs ayına kadar, politika faizi ile koridorun alt sınırını oluşturan borç alma faiz oranını eşit belirlemiştir. Ancak 20 Mayıs 2010 itibarıyla Merkez Bankası'nın politika faizi, haftalık vadede bankalara borç verme faizi, yani repo faizi olmuştur. 29 Kasım 2011'den sonra ise TCMB, günlük olarak değişen ve repo faizinden belirgin ölçüde sapabilen başka bir politika faizini kullanmaya başlamıştır. Dolayısıyla likidite yönetiminde esnekliğin sağlanması amacıyla politika

³⁸ Detaylı bilgi için bkz., Bailliu, J., Meh, C. ve Y. Zhang (2012), "Macprudential Rules and Monetary Policy When Financial Frictions Matter", *Bank of Canada Working Paper*, No: 2012-6; Ünsal, D. (2011), "Capital Flows and Financial Stability: Monetary Policy and Macprudential Responses", *IMF Working Paper*, No: WP/11/189.

faiz oranı olarak gecelik borçlanma faiz oranı yerine bir hafta vadeli repo ihale faiz oranı belirlenmiştir. Ancak politika faizinin koridorun içinde kalacak şekilde belirlenmesi anlayışı değişmemiştir (Özatay, 2012: 66).

Dış talebin zayıf seyri nedeniyle imalat sanayindeki kapasite kullanımının kriz öncesi seviyelere ulaşmasının zaman alacağı tahmin edilerek Ekim-Aralık 2010 döneminde koridorun alt sınırı olan gecelik borç alma faiz oranı %6,25'ten %1,5'e indirilmiştir. Buna karşılık, koridorun üst sınırı olan borç verme faiz oranı %8,75'ten %9'a yükseltilmiştir. Politika faizi olan bir hafta vadeli repo ihale faiz oranı 2010 yılının sonunda %6,5 düzeyine indirilmiştir. Peşi sıra gelen bu faiz kararlarının ana amacı, kısa vadeli sermaye girişlerini azaltmaktır. Öncelikle faiz koridoru genişletilerek bankalararası para piyasasında oluşacak denge faiz oranı hakkında belirsizlik artırılmıştır (TCMB, 2011-I: 105-106).

Bu dönemde TCMB makro ihtiyat politikasının etkisini artırmak için politika faizinin etkisinin azalmasını göze almıştır. Tablo 3.12'de görüldüğü gibi, Merkez Bankası 2011 yılının ikinci çeyrek dönemine kadar sürecek şekilde borç verme faiz oranını indirerek faiz koridorunu aşağı doğru genişletmiştir. Koridor üst sınırında ise 2010 sonunda küçük bir artış yaşanmıştır. Ayrıca, 2010 sonundan 2011'in ikinci çeyreğine kadar sürecek biçimde politika faiz oranı (repo faizi) %6,25'e indirilmiştir. Politika faiz oranındaki düşüş sonraki dönemde de devam etmiştir. Koridor ve politika faizinde bu gelişmeler olurken, aynı tarihlerde piyasada belirlenen faizin önemli ölçüde dalgalanmasına izin verilmiştir. Böylelikle günlük olarak piyasa faizinin politika faizinden önemli ölçüde sapsması sağlanmıştır (Özatay, 2012: 68-69).

Tablo 3.12: Kriz Sonrası Dönemde Kısa Vadeli Faiz Oranları (%)

Tarih/Faiz Oranları	Borç Verme	Borç Alma	Repo	Gecelik Ortalama	Standart Sapma
04.01.2010-17.05.2010	6,50	9,00	-	6,50	0,02
20.05.2010-16.09.2010	6,50	9,00	7,00	6,60	0,11
17.09.2010-14.10.2010	6,25	8,75	7,00	6,92	0,21
15.10.2010-11.11.2010	5,75	8,75	7,00	6,93	0,36
12.11.2010-16.12.2010	1,75	8,75	7,00	6,49	1,05
17.12.2010-19.01.2011	1,50	9,00	6,50	6,00	1,19
20.01.2011-03.08.2011	1,50	9,00	6,25	6,56	1,35
04.08.2011-19.10.2011	5,00	9,00	5,75	6,13	0,64
20.10.2011-20.02.2012	5,00	12,50	5,75	10,31	1,18

Kaynak: www.tcmb.gov.tr.

TCMB, makro ihtiyat politika araçları olan zorunlu karşılık oranları ve faiz koridorunun etkisini artırmak amacıyla piyasa faizinin dalgalanmasına izin vermiştir. Zorunlu karşılık oranlarının artırılması ve faiz koridorunun genişletilmesi yolu ile makro finansal dengesizlikleri azaltmak hedeflenmiştir. Bu doğrultuda kredi genişlemesini yavaşlatmak isteyen TCMB, zorunluluk karşılıklarının artırılmasıyla ortaya çıkan likidite açığının bankalar tarafından yine Merkez Bankası'ndan borçlanarak karşılanmasını engellemek istemiş ve bu nedenle kısa vadeli faiz oranlarının tahmin edilebilirliğini azaltmıştır. Çünkü faiz belirsizliğinin yüksek olduğu bir ortamda bankalar kısa vadeli fonlamalarını artırarak faiz riskini üstlenmek istemeyeceklerdir. Bu değerlendirme, zorunlu karşılık uygulamasıyla çekilen likiditenin tamamının merkez bankası kaynaklarından karşılandığı varsayımı altında yapılmaktadır (Başçı ve Kara, 2011: 15). Ancak bankaların yurtdışından borçlanabilme olanakları göz ardı edilmektedir. Bu detay ise makro ihtiyat politikası destekli para politikasının etkinliğini azaltmaktadır.

Üçer'e (2011: 49-50) göre, Merkez Bankası'nın uyguladığı faiz politikası ve politika faizini bu şekilde indirmesi sinyal etkisi bakımından ekonomik birimlerde algı karmaşası yaratmıştır. Çünkü söz konusu faiz indiriminin sıkılaştırma nosyonu ile tutarlı olarak algılanması çok zordur. Para politikası uygulamalarında algılamanın ve dolayısıyla beklentilerin ne kadar önemli olduğu bilinmektedir. Ayrıca bu süreçte teknik açıdan da bir çelişki ortaya çıkmış ve TCMB zorunlu karşılık uygulaması ile piyasadan likidite çekerken, diğer taraftan da piyasa faiz oranının politika faizinden çok farklılaşmamasını sağlamak adına piyasaya likidite vermiştir. Çünkü piyasa faizinin politika faizinden yüksek seyrettiği bir ortamda politika faiz oranının indirilmesi etkisini kaybetmektedir. Anlaşıldığı kadarıyla TCMB bu politika ile piyasa likiditesini hem fiyat hem de miktar olarak belirlemeye çalışmış ve bankaların bilançolarını ayarlayarak bu sürece uyum göstermesini beklemiştir. Ancak bunun gerçekleşmesi için kurumlar arası koordinasyonun sağlandığı, oldukça Ortodoks bir politika tepkisi gerekmektedir.

TCMB bunun yerine amaç kargaşası yaratmayı tercih etmiştir. Küresel krizin getirdiği yeni para politikası çerçevesi, enflasyon hedefinin yanına finansal istikrarın konmasını kabul edilebilir kılmaktadır ancak bunu enflasyon hedefini henüz

gerçekleştirememiş ve beklentileri de hedefler doğrultusunda çapalayamamış bir merkez bankası yaptığıında süreç hassaslaşmaktadır (Üçer, 2011: 50). Enflasyon ve faiz oranlarında peş peşe düşüşlerin yaşanmasını, izlenen politikaların başarısından ziyade küresel ve ulusal ekonomide yaşanan üretim düşüşü ve talep gerilemesine bağlamak gerekmektedir (Kartal, 2011: 90). Dolayısıyla enflasyon konusunda net bir başarının elde edilemediği bir ortamda hedef setini genişletmenin özellikle enflasyon açısından bir maliyet doğuracağını dikkate almak gerekmektedir.

Küresel kriz sonrası dönemde Merkez Bankası'nın yeni para politikası çerçevesinin başarısına bakıldığında, olumlu bir görünüm ortaya çıkmamaktadır. Hatırlanacağı gibi, bu yeni dönemde TCMB, TL'deki değerlenmeyi tersine çevirmek, yabancı sermaye girişini yavaşlatmak, kredi genişlemesini durdurmak ve mevduatın vadesini uzatmak gibi makro finansal amaçlar belirlemiştir. Tablo 3.13'te ortaya konulduğu gibi, Merkez Bankası'nın büyük ölçüde söz konusu amaçlara ulaşamadığı görülmektedir. Yeni para politikası çerçevesinde iki ara amaçtan biri olan kredi genişlemesinde belirgin bir yavaşlama görülmediği gibi, özel sektöre açılan kredilerin GSYH oranı da artmıştır. 2010 yılının son çeyreği ile 2011 yılının ikinci çeyreği arasında yavaşlama gözlense de yetersiz kalmıştır.

Tablo 3.13: Türkiye'de Küresel Kriz Sonrası Yeni Para Politikasının Hedefleri

Dönemler	ÖSK /GSYH	Cari İşlemler Dengesi	Net Yabancı Serm. Girişi	KVDB /GSYH	Reel Döviz Kuru*
2010/QI	28,22	-9.316	10.211	0,78	123,42
2010/QII	31,78	-10.432	16.314	0,85	127,84
2010/QIII	33,71	-10.131	13.288	0,88	127,22
2010/QIV	37,60	-16.764	21.849	0,96	129,27
2011/QI	34,71	-21.549	25.972	0,88	118,08
2011/QII	38,79	-23.218	29.570	0,90	116,26
2011/QIII	41,50	-15.812	12.434	1,01	105,84
2011/QIV	42,89	-16.562	10.054	1,07	108,93

* Reel döviz kurundaki artış TL'nin reel olarak değer kazandığını, tersi ise değer kaybettiğini göstermektedir. TÜFE bazlı reel efektif döviz kuru (2003=100) olarak alınmıştır.

** Tabloda ÖSK, özel sektöre açılan kredileri ve KVDB, kısa vadeli dış borçları ifade etmektedir. Cari işlemler dengesi ve net yabancı sermaye girişi milyon Dolar olarak verilmiştir.

Kaynak: www.tcmb.gov.tr.

İkinci ara amaç olan kısa vadeli yabancı sermaye girişinin yavaşlatılması da sağlanamamış, 2010 yılında toplamda yaklaşık 62 milyar Dolar düzeyinde gerçekleşen net yabancı sermaye girişi 2011 yılında 78 milyar Dolara yükselmiştir. Benzer şekilde kısa vadeli dış borçların GSYH oranı da katsayı olarak 1'in üzerine

çıkmiştir. Bu iki kalemdeki gelişmeye paralel olarak cari işlemler dengesindeki bozulma artarak devam etmiştir. 2010 yılında yaklaşık 38 milyar Dolar olan cari açık, 2011 yılında 77 milyar Dolara sızramıştır. Buna karşın, Üçer'e (2011: 50) göre TL bir miktar zayıflamış (Tablo 3.13) ve mevduatın vadesi biraz artmış, bu iki değişken üzerinden kısmi bir başarı elde edilmiştir. Yeni para politikası çerçevesinin bu şekilde etkisiz kalması karşısında TCMB zorunlu karşılık oranlarını beklenmedik ve agresif bir şekilde artırmıştır.

Sonuç olarak, 2008 yılında küresel boyutta yaygınlaşan ve 2009 yılında Türkiye ekonomisi üzerindeki etkileri ağırlaşan küresel finansal kriz, gerek iç gerekse dış talebin önemli miktarda daralmasına yol açmış, ekonomik durgunluk küresel boyutta yaygınlık kazanmış ve buna paralel olarak Türkiye'de 2009 ve 2010 yıllarında enflasyon oranları hedeflerin altında gerçekleşmiştir. Ancak makro finansal risklerin artması nedeniyle 2010 yılının sonunda TCMB para politikası çerçevesini değiştirmiş ve ek olarak makro ihtiyat politikası uygulamaya başlamıştır.³⁹ Ancak yeni para politikası çerçevesinin yarattığı amaç karmaşasının maliyeti, Tablo 3.14'te görüldüğü gibi, 2011 yılında enflasyonun hedeften %5 oranında sapması olmuştur.

Tablo 3.14: Küresel Kriz ve Sonrasında Türkiye'de Açık Enflasyon Hedeflemesi Dönemi Enflasyon ve Büyüme Göstergeleri (%)

	Yıl Sonu Enflasyon Hedefi	Beklenen Yıl Sonu Enflasyonu	Saygınlık Açığı	Gerçekleşen Yıl Sonu Enflasyonu	Hedefften Sapma	GSYH Büyüme Hızı
2009	7,5	7,6	0,1	6,5	-1,0	-4,8
2010	6,5	7,2	0,7	6,4	-0,1	9,2
2011	5,5	6,7	1,2	10,5	-5,0	8,5

Kaynak: www.tcmb.gov.tr.

TCMB (2012-I: 2-4), 2011 yılında enflasyonun hedefin 5 puan kadar üzerinde gerçekleşmesini, yıl genelinde ithalat fiyatlarının artması ve döviz kurunda gözlenen yükselme ile açıklamıştır. Hâlbuki 2011 yılının Ağustos ayına kadar TL'de gözlenen değer kaybı, makro finansal riskleri azaltmak amacıyla TCMB tarafından tasarlanan politikalardan kaynaklanmıştır. Üstelik bu politikanın, 2011 ortalarında

³⁹ Detaylı bilgi için bkz. Özatay, F. (2011), "Merkez Bankası'nın Yeni Para Politikası: İki Hedef-Üç Ara Hedef-Üç Araç", *İktisat İşletme ve Finans Dergisi*, 26(302), s.s. 27-43 ve Özatay, F. (2012), "Para Politikasında Yeni Arayışlar", *İktisat İşletme ve Finans Dergisi*, 27(315), s.s. 51-75.

Euro Bölgesi'nde ortaya çıkan dalgalanmalardan Türkiye'yi koruduğu vurgulanmıştır. Böylece Türkiye Euro Bölgesi'nde yaşanan çalkantılara aşırı değerli TL ve hızlı büyüyen kredi artışı ile yakalanmamış, risk iştahındaki ani bozulmanın bilançolara zarar vermesi ve ekonomide sert bir daralmaya yol açması engellenmiştir. Merkez Bankası'nın makro ihtiyat politikası doğrultusunda makro finansal riskleri azaltma çabasının orta ve uzun vadeli fiyat istikrarı hedefi ile uyumlu olması beklenirken, ortaya bir politika çelişkisinin çıktığı görülmektedir.

Nitekim TCMB bu gelişmelerin hemen ardından 2011 sonunda para politikasını sıkılaştırmış ve faiz koridorunu yukarı doğru genişletmiştir. Böylelikle piyasaya yapılan fonlamanın maliyeti belirgin şekilde artmıştır. Türkiye gibi, üretimde yüksek ithal girdi kullanımı olan bir ülkede TL'nin değerinin düşmesi, tüketici fiyatlarında artışa yol açmaktadır. Bunu engellemek için ara ürünlerde iç üretimi artırmak ve böylelikle dış dengeyi desteklemek gerekmektedir. Çünkü enflasyon hedeflemesi stratejisinin önemli koşullarından biri de, döviz kurlarının enflasyon ile bağının zayıf olması gerekliliğidir. Ayrıca Türkiye'nin dış dengesinin kısa vadeli sermaye hareketlerinin yoğun baskısından arındırılması gerekmektedir. 2001 krizi sırasında ve sonrasında görüldüğü gibi, Türkiye'de para politikası yine dış koşullara göre şekillenmekte ve sürekli dalgalanmaktadır.

3.5. Türkiye'de 2001 ve 2008 Kriz Deneyimlerinin Para Politikası Açısından Karşılaştırılması

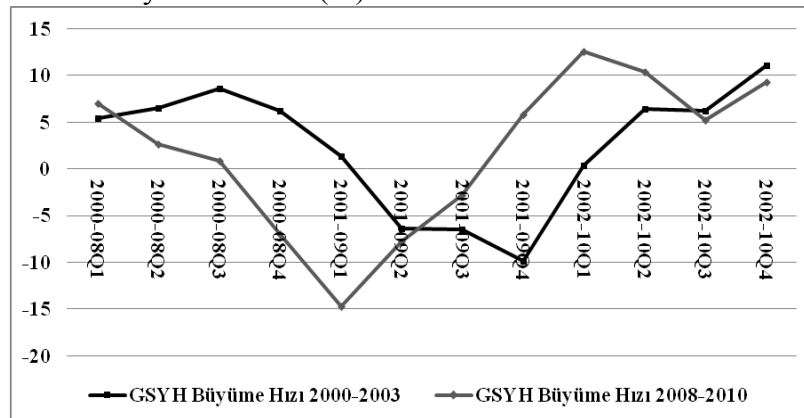
Türkiye ekonomisinin 2000'lerde karşılaştığı iki büyük kriz, gerek ulusal gerekse uluslararası ekonomik ortam ve koşullar bakımından farklılıklar göstermektedir. Türkiye'nin yaşadığı bu krizlerde ortak ve tetikleyici unsur spekülasyon sermaye hareketlerindeki ani yön ve hacim değişiklikleri olmakla birlikte, 2001 krizini bankacılık sektöründen kaynaklanan finansal bir kriz ve aynı zamanda bir para krizi⁴⁰, 2008 krizini ise uluslararası finansal krizin olumsuz etkileri ile oluşan bir reel kriz olarak görmek mümkündür.

⁴⁰ Para krizi deyimini ile reel döviz kurunun oldukça kısa bir zaman aralığında hızla yükselişi kastedilmektedir.

Hem 2001 hem de 2008 kriz deneyimlerinde Merkez Bankası'nın kur ve talep idaresine yönelik politikalarının uygulanma biçimi, önemi ve öncelikleri değişmiştir. Bu bölümde söz konusu farklılıklar ortaya konulmaya çalışılırken, bir yandan da Merkez Bankası'nın bu değişen koşullar karşısındaki politika tepkisi incelenmiştir. Bu bağlamda, Türkiye'nin yaşadığı son iki kriz sadece Türkiye'nin para politikası hatalarından değil, aynı zamanda uluslararası ekonomik düzenin işleyişine bağlı sistemik sorunlardan da kaynaklanmıştır. Gerek siyasi otoritenin gerekse para otoritesinin dış şokları ülkeye taşıyan aktarım mekanizmaları üzerinde etkili olabilecek önlemleri almaktan uzak durması bu tür krizlerin orta vadede Türkiye için tekrarlanabileceğini düşündürmektedir.

Her iki kriz öncesinde, sırasında ve sonrasında GSYH büyüme hızının izlediği seyir incelendiğinde, 2008 krizinin Türkiye'de çok daha şiddetli hasıla kayıplarına yol açtığı ve büyüme rakamlarında yaşanan gerilemenin çok daha hızlı olduğu Grafik 1.5'te görülmektedir. 2001 krizinde 2000Q3 zirve noktasından dip noktaya beş çeyrek dönemde ulaşılırken, 2008 krizinde 2008Q1 zirvesinden dört çeyrek dönemde dip noktaya ulaşılmıştır. Dolayısıyla 2001 krizinde kademeli, 2008 krizinde ise sert bir daralma yaşanmıştır. Her iki kriz de dört çeyrek dönem boyunca hasıla kayıplarına yol açmış ve sonrasında toparlanma başlamıştır. 2001 krizinde dört çeyrek dönem boyunca negatif değerler alan büyüme hızı yıllık ortalama %5,60 daralmaya yol açarken, 2008 krizinde yine dört çeyrek dönem süren küçülme yıllık ortalama %8,06'lık daralmayı beraberinde getirmiştir.

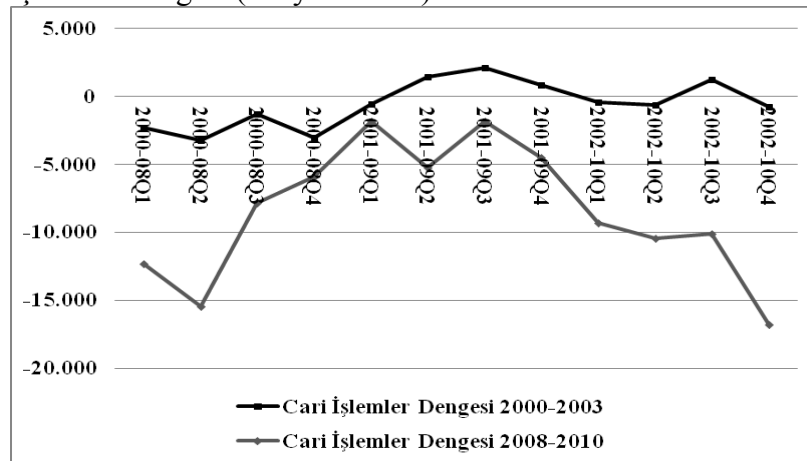
Grafik 1.5: Türkiye'de 2001 ve 2008 Kriz Dönemlerinde GSYH Büyüme Hızları (%)



Not: TCMB Elektronik Veri Dağıtım Sistemi'nden elde edilen veriler kullanılarak hazırlanmıştır.

GSYH bakımından oluşan bu farklılık, her iki kriz döneminde Merkez Bankası'nın verdiği para politikası tepkisi ve dış talebin seyri ile ilgilidir. 2001 krizi öncesinde TCMB uyguladığı döviz kuru hedeflemesini sürdürmekte ısrar etmiş, kriz ile birlikte kuru dalgalanmaya bırakmak zorunda kaldığında ise kurda önemli miktarda yükseliş yaşanmıştır. Kriz nedeniyle iç talepte oluşan daralmaya rağmen, TL'nin değer kaybetmesiyle ihracat üzerinden dış talep artışı telafi edici bir rol oynamıştır. 2008 krizinde ise daralan iç talebi telafi edici bir dış talep imkânı söz konusu olmamıştır. Çünkü 2008 krizi öncelikle uluslararası bir krizdir ve dış talepte önemli miktarda daralmaya yol açmıştır. TCMB uluslararası ekonomideki olumsuz gelişmeleri göz ardı ederek enflasyon hedeflemesi çerçevesinde fiyat istikrarını gözetmiş ve 2008 yılında faiz indirimine gitmemiştir. Bu ısrarın arkasında sermaye girişlerindeki ivmeyi kaybetme kaygısı da bulunmaktadır. Sonuçta, Merkez Bankası'nın müdahalede geç kalması iç talepte şiddetli bir daralmayı beraberinde getirmiş, bu sefer iç talepteki daralmayı telafi edecek bir dış talep imkânı da olmamıştır.

Grafik 1.6: Türkiye'de 2001 ve 2008 Kriz Dönemlerinde Cari İşlemler Dengesi (Milyon Dolar)



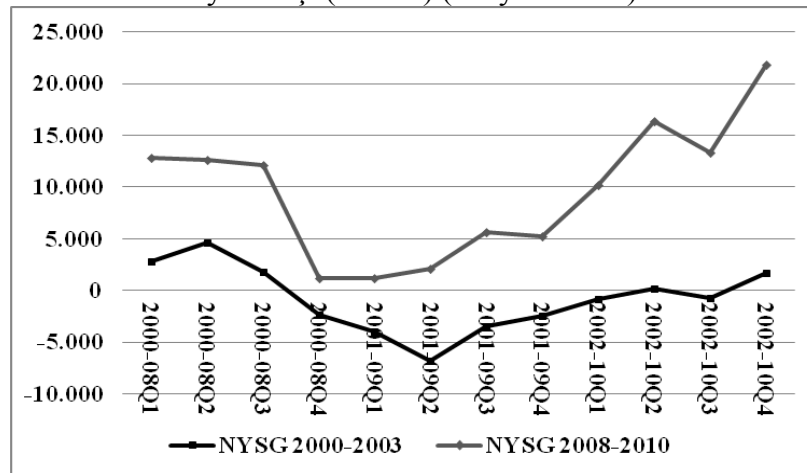
Not: TCMB Elektronik Veri Dağıtım Sistemi'nden elde edilen veriler kullanılarak hazırlanmıştır.

Her iki kriz döneminde ihracat olanaklarının yarattığı fark, Grafik 1.6'da ortaya konulan cari açıkların gelişiminden rahatlıkla görülmektedir. 2001 yılında toplamda 3.8 milyar Dolar cari fazla söz konusu iken, 2009 yılında 13.4 milyar Dolar cari açık ortaya çıkmıştır. 2008 yılında Türkiye'de cari açıkların rekor düzeylere ulaşması ve açıkların büyük ölçüde borç yaratan akımlarla finanse edilmesi,

uluslararası finansal krizin Türkiye'ye yansımalarının en önemli nedenlerinden biridir. Bu süreçte dış talebin yarattığı fark kadar kur farklılıkları da rol oynamıştır. 2001 krizi sonrasında “Güçlü Ekonomiye Geçiş Programı” ile birlikte benimsenen ve sonraki yıllarda devam ettirilen yüksek faiz-düşük kur politikası, her iki kriz dönemi arasında fark yaratan bir diğer unsur olmuştur. Bu politika 2002 sonrasında yabancı sermaye girişlerini artırmış, 2008 krizinin yaşandığı dönemde de Türkiye ekonomisi için önemli bir ivme sağlamıştır.

Öyle ki, 2001 yılında sermaye akımlarından gelen dış şokun yıllık değeri -16.7 milyar Dolar iken, kriz nedeniyle bir önceki yıla göre azalma yaşanmasına rağmen 2009 yılında 14.2 milyar Dolarlık sermaye girişi yaşanmıştır. 2008 yılında 38.8 milyar Dolar olan yabancı sermaye girişinin 2009 yılında 14.2 milyar Dolara gerilemesi ekonomik daralmanın nedenlerinden biri olsa da, bu göstergenin hiç negatif değerler almaması 2008 krizinin önemli farklılıklarından biridir. Bu rakamın 2010 yılında 61.7 milyar Dolara yükselmesi ise, 2008 krizi sonrasında yaşanan hızlı toparlanmanın en büyük kaynağı olarak görülmektedir. Grafik 1.7’de görüldüğü gibi, her iki şok döneminde de yabancı yatırımcılar Türkiye ile ilgili beklentilerini düzeltmişler ve bu doğrultuda sermaye çıkışı yaşanmış ancak yüksek faiz-düşük kur politikası nedeniyle sermaye hareketleri 2008 krizi döneminde sürekli pozitif değerler almıştır.

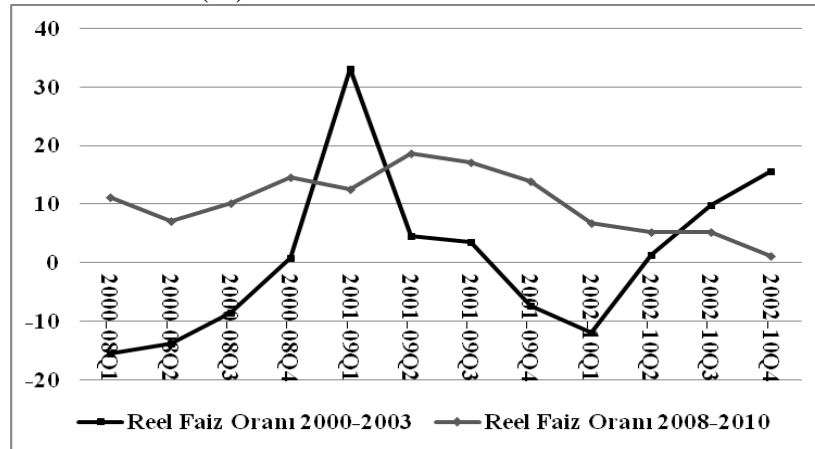
Grafik 1.7: Türkiye’de 2001 ve 2008 Kriz Dönemlerinde Net Yabancı Sermaye Girişi (NYSG) (Milyon Dolar)



Not: TCMB Elektronik Veri Dağıtım Sistemi'nden elde edilen veriler kullanılarak hazırlanmıştır.

Yüksek faiz-düşük kur politikasının bir sonucu olarak 2008-2010 dönemi reel faiz oranlarının, 2000-2002 dönemine göre sürekli pozitif ve yüksek olduğu görülmektedir. 2000-2002 döneminde ise reel faiz oranları ağırlıklı olarak negatif seyretmiştir (Grafik 1.8). 2000 yılının son çeyreğinden sonra bir yıl boyunca pozitif değerler alan reel faiz oranları, 2001 krizi nedeniyle çıkış eğiliminde olan sermaye hareketleri ile yakından ilişkilidir. Çünkü o dönemde yüksek reel faiz oranlarının sermaye kaçışını caydıracağı düşünülmüştür. Ayrıca 2001 krizinde gerçekleşen panik faiz artırımını, 2008 krizinde yaşanmamıştır. 2010 yılının son çeyreğinde reel faiz oranında yaşanan önemli düşüş, Merkez Bankası'nın aynı dönemde para politikası çerçevesini değiştirmesiyle yakından ilişkilidir. Söz konusu dönemde makro finansal risklerin artması nedeniyle, TCMB makro ihtiyat politikasını para politikası çerçevesine dâhil etmiş ve bu doğrultuda sermaye girişlerini sınırlamak için yüksek faiz-düşük kur politikasından vazgeçmiştir. Nitekim 2011 yılında reel faiz oranı negatif değerler almıştır.

Grafik 1.8: Türkiye’de 2001 ve 2008 Kriz Dönemlerinde Reel Faiz Oranları* (%)



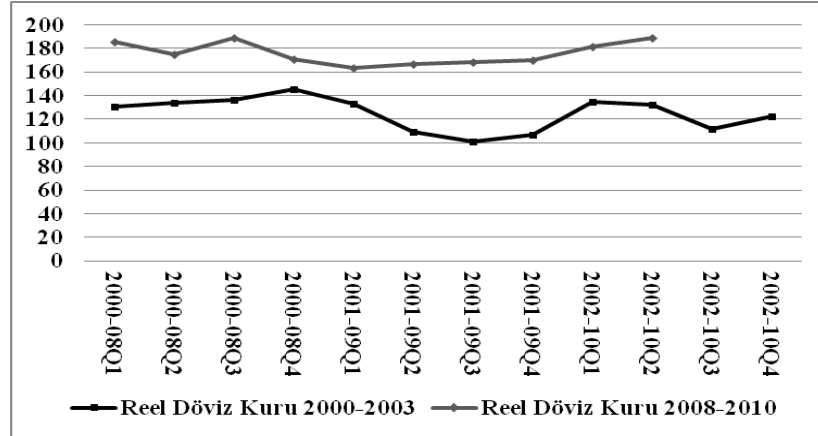
* 1 yıl vadeli mevduat faiz oranlarından TÜFE rakamları çıkarılarak elde edilmiştir.

Not: TCMB Elektronik Veri Dağıtım Sistemi'nden elde edilen veriler kullanılarak hazırlanmıştır.

Diğer taraftan, her iki kriz dönemindeki TCMB reel kur endeksi incelendiğinde, politika farklılığının kur boyutu da açık bir biçimde görülmektedir. Grafik 1.9'daki TCMB reel kur endeksinin yükselmesi, TL'nin reel olarak değer kazandığı anlamına gelmektedir. 2008 krizinde reel kur endeksinde yaşanan düşüş, 2001 krizine göre çok daha az olmuştur. Yani 2008 kriz döneminde TL yaklaşık %15

değer kaybederken, 2001 krizinde bu değer kaybı %45'i bulmuş ve üç çeyrek dönem gibi uzun bir zaman aralığına yayılmıştır. Ayrıca Türkiye her iki krizi de farklı kur rejimleri altında yaşamıştır. Serbestçe yüzen kur rejiminin krize karşı bir güvence oluşturacağı savı, 2008 kriz deneyimi tarafından doğrulanmamıştır.

Grafik 1.9: Türkiye’de 2001 ve 2008 Kriz Dönemlerinde TCMB Reel Kur Endeksi



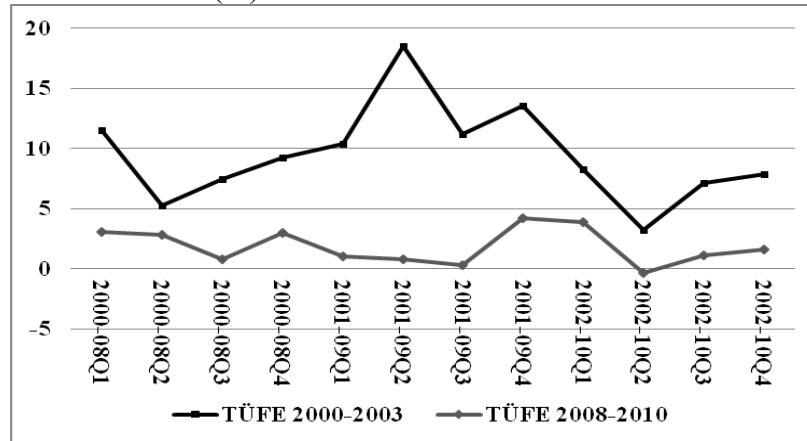
Not: TCMB Elektronik Veri Dağıtım Sistemi’nden elde edilen veriler kullanılarak hazırlanmıştır.

Yıldırım’a (2011: 89) göre, Türkiye’de talep şoklarının çıktı üzerindeki etkisi enflasyon üzerindeki etkisinden daha büyüktür. Bu durum, Türkiye ekonomisinde talepteki artışın büyük bir bölümünün yüksek ithalatla karşılandığını göstermektedir. Yüksek ithalatı olanaklı kılan temel faktör ise, yüksek reel faizle uyarılan yoğun dış kaynak girişidir. Yoğun dış kaynak girişlerine bağlı olarak TL’nin genellikle değerli olması, talepteki artışın önemli bir kısmının ithalatla karşılanmasını kolaylaştırmaktadır. Bu süreç, 2008 krizi sırasında çıktıda yaşanan sert daralmayı açıklamaktadır. Hem iç hem de dış talepte yaşanan negatif şok, Türkiye ekonomisinde ciddi ölçekli bir daralmayı beraberinde getirmiştir.

2000-2002 döneminde yüksek bütçe açıkları, bütçe açıklarının borçlanma ile finanse edilmesi, ekonomik birimlerin enflasyonist beklentileri, ithal edilen ara malların fiyatlarında yaşanan artışlar ve döviz kurundan enflasyona geçişkenliğin yüksek olması nedeniyle Türkiye’de yüksek ve istikrarsız enflasyon yaşanmıştır (Diboğlu ve Kibritçioğlu, 2004: 44). 2002-2006 döneminde mali disiplinin görece sağlanması ve yukarıda sayılan olumsuz faktörlerin bir çoğunun bertaraf edilmesi nedeniyle enflasyon düşmüş ve istikrar kazanmıştır. Grafik 1.10’da görüldüğü gibi,

2008-2010 döneminde TÜFE oranları, 2001 krizinin yaşandığı döneme göre çok daha istikrarlı ve düşük bir görünüm sergilemiştir. Bu süreçte iç ve dış talepte yaşanan şiddetli daralma kadar uluslararası ekonomilerde oluşan durgunluk ve deflasyon nedeniyle ithal girdi maliyetlerinin azalması da etkili olmuştur.

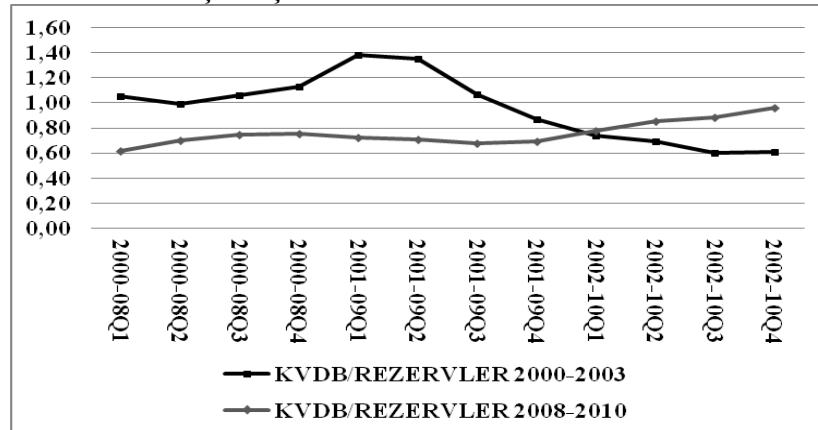
Grafik 1.10: Türkiye’de 2001 ve 2008 Kriz Dönemlerinde TÜFE Oranları (%)



Not: TCMB Elektronik Veri Dağıtım Sistemi’nden elde edilen veriler kullanılarak hazırlanmıştır.

Ayrıca 2002 sonrası dönemde uygulanan mali disiplinle birlikte bütçe açığının azalması, ekonomiye yönelik güvenin artması, yoğun dış kaynak girişi ve buna bağlı olarak TL’nin değerlenmesi, enflasyonun 2008 krizinin yaşandığı dönemde düşük ve istikrarlı bir seyir izlemesini sağlamıştır (Yıldırım, 2011: 82). Her iki kriz dönemi arasında fark yaratan göstergelerden biri de kısa vadeli dış borçların (KVDB) TCMB brüt rezervlerine oranı olmuştur.

Grafik 1.11: Türkiye’de 2001 ve 2008 Kriz Dönemlerinde Kısa Vadeli Dış Borçların TCMB Rezervlerine Oranı

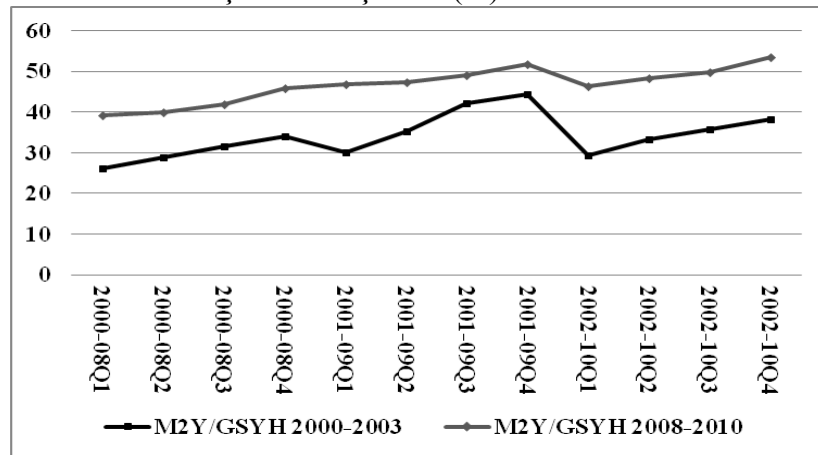


Not: TCMB Elektronik Veri Dağıtım Sistemi’nden elde edilen veriler kullanılarak hazırlanmıştır.

Spekülatif döviz taleplerini tırmandıran likidite sorunlarına işaret eden bu oran, Grafik 1.11’de görüldüğü gibi, 2001 krizinde sürekli 1’in üzerindeyken 2008 krizinde 1’in altında seyretmiştir. Bu oran, 2001 krizinde bir “ters V” görüntüsü çizerken, 2008 krizinde istikrarlı bir görünüm sergilemiştir. 2010 yılında yükselişe geçmesiyle Merkez Bankası’nın makro ihtiyat politikasına geçişi paralellik göstermektedir.

Özatat’ya (2009) göre, TCMB 2001 krizi öncesinde para politikasını TL aleyhine spekülasyona imkân verecek ölçüde gevşetmiştir. Grafik 1.12’de 2000 yılının ilk üç çeyreğinde para politikasındaki gevşeme görülmektedir. Ancak, krizin başlangıcı olan 2000 yılının son çeyreğinde bankaların likidite ihtiyacını karşılamayarak döviz kurunu korumayı tercih eden Merkez Bankası, para politikasını sıkılaştırmıştır. Bunun maliyeti ise Şubat 2001’de krizin derinleşmesi olmuştur. 2001 yılının ilk çeyreğinden sonra M2Y/GSYH oranında görülen sıçrama, para politikasının gevşetilmesi kadar devalüasyonun yabancı para cinsinden mevduatın TL eşdeğerini artırmasını da yansıtmaktadır (Türel, 2010: 43). Benzer bir hatayı Merkez Bankası’nın 2008 krizi döneminde yapmadığı ve uluslararası piyasalardaki eğilime uyarak para politikasını 2009 sonuna kadar gevşettiği görülmektedir.

Grafik 1.12: Türkiye’de 2001 ve 2008 Kriz Dönemlerinde Para Arzında Yaşanan Gelişmeler (%)

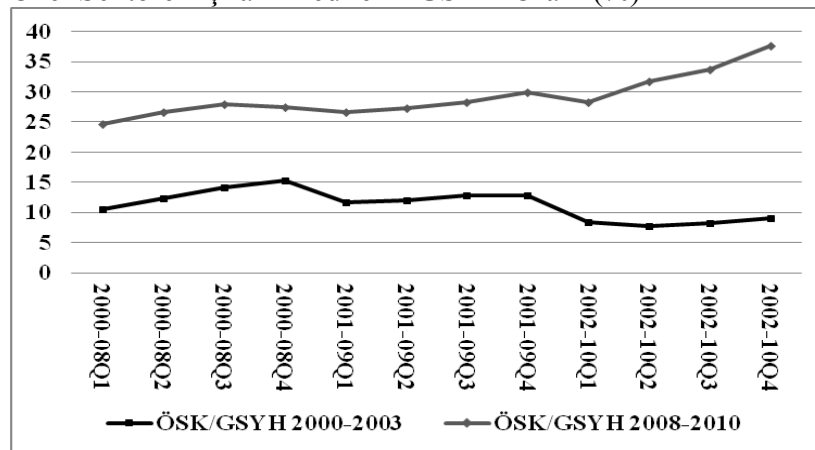


Not: TCMB Elektronik Veri Dağıtım Sistemi’nden elde edilen veriler kullanılarak hazırlanmıştır.

Diğer taraftan, 2001 krizi öncesinde özel bankaların portföylerinde önemli miktarda DİBS tuttuğu bilinmektedir. Buna rağmen, Türel’in (2010) vurguladığı gibi, 2000 yılında yürütülen gevşek para politikasının desteği ile kriz öncesi aylarda

özel sektöre açılan kredilerin GSYH oranı (ÖSK/GSYH) görece istikrarlı kalmış ve özel kesim kredi sıkışması ile karşılaşmamıştır. Ancak, 2001 krizi sırasında ciddi bir kredi sıkışması yaşandığı ve kredi kanalıyla krizin derinleştiği Grafik 1.13'ten izlenebilmektedir. Ticari bankaların bu dönemde maruz kaldığı şoklar ve BDDK'nın aşırı ihtiyatlı konjonktür yanlı düzenlemeleri nedeniyle özel kredilerin canlanması uzun sürmüştür. 2008 krizinde ise durum oldukça farklı seyretmiş, kamu açıklarının önemli ölçüde daraltılmış olması nedeniyle bankaların özel sektörü fonlama imkânı artmıştır. Merkez Bankası'nın bu süreçte para politikasını gevşetmesinin de etkisiyle kredi kanalı etkinliğini korumuştur. Dolayısıyla 2008 krizi sırasında yaşanan ekonomik daralmanın bankacılık sektörü ile ilgisi bulunmamaktadır. Bu noktada, uluslararası piyasaların aksine, Türk Bankacılık Sistemi'nin toksik varlıklara bulaşmamış olmasının payı büyüktür.

Grafik 1.13: Türkiye'de 2001 ve 2008 Kriz Dönemlerinde Özel Sektöre Açılan Kredilerin GSYH Oranı (%)



Not: TCMB Elektronik Veri Dağıtım Sistemi'nden elde edilen veriler kullanılarak hazırlanmıştır.

2001 yılında yaşanan kriz deneyimi, para politikasının kura yavaş tepki vermesi ya da şokların güçlü olması gibi nedenlerle, kuru sabitlemenin para politikası açısından sürdürülemez bir politika olduğunu göstermiştir. Çünkü şokların şiddetli ve sık olduğu bir ekonomide kura yönelik spekülasyon atakları başarılı olmaktadır. Nitekim Şubat 2001 krizine gelinirken Türkiye'de iç ve dış şoklar döviz kuru üzerinde yoğun bir baskı oluşturmuş, bankacılık sektörünün likidite ihtiyacı artmış ancak TCMB re-aktif bir para politikası izleyerek son ana kadar döviz kuru hedefini korumayı tercih etmiştir. Resmi kur aşırı değerlendirilmiş ve faiz oranları bu

nedenle yükselmiştir. Sürecin sonu ise Türkiye ekonomisi için spekülâtif atak ve şiddetli bir ekonomik kriz olmuştur.

Domaç ve Mendoza (2004) çalışmalarında, Merkez Bankası'nın belli bir döviz kurunu savunmak yerine müdahale etmesi ve pro-aktif bir para politikası yürütmesi durumunda, söz konusu dönemde geçici döviz kuru şoklarının enflasyon ve finansal istikrar üzerindeki olumsuz etkilerinin azalacağını savunmuşlardır. 2001 krizi sırasında yapılması gereken şey, Mishkin'e (2004) göre, Merkez Bankası'nın dalgalanmaları ortadan kaldırmak için faiz oranlarını kullanarak kura müdahale etmesidir. Böylece Merkez Bankası kuru değil fiyat istikrarını ve onu etkileyen her şeyi önemseydiğini göstermiş olacaktır. Ancak o dönemde benimsemiş olduğu döviz kuru hedeflemesi ile TCMB faiz oranı aracını pasifleştirmiştir.

Merkez Bankası, 2001 sonrası dönemde fiyat istikrarını olumsuz etkileyecek her türlü arz ve talep şokuna tepki vermiştir. Bu bağlamda, Merkez Bankası'nın 2003-2005 döneminde yaşanan pozitif arz şokuna yönelik politika tepkisi, ihtiyatlı faiz indirimi ve düzenleme-denetlemelerin sıkılaştırılması gibi faiz dışı araçlar olmuştur. 2006 yılının ikinci çeyrek döneminde yaşanan güçlü talep ve negatif arz şokuna Merkez Bankası güçlü parasal sıkılaştırma ile karşılık vermiştir. 2007 yılında ABD ekonomisinde başlayan ve 2008 yılında küresel bir nitelik kazanan finansal kriz ortamında, Türkiye'de 2008 yılının ikinci çeyreğinde yaşanan negatif arz şokuna Merkez Bankası hedef revizyonuna giderek ölçülü faiz artırımını ile karşılık vermiştir. Ancak 2008 yılının son çeyreğinde küresel krizin de derinleşmesi ile birlikte ortaya çıkan negatif talep şoku karşısında Merkez Bankası geç de olsa faiz indirimine gitmiştir (TCMB, 2009b; Yıldırım, 2011).

2008 yılında para politikası uygulamasında oluşan bu algı gecikmesini Merkez Bankası'nın kriz ortamında fiyat istikrarı hedefine odaklanmasına bağlamak mümkündür. Ancak geleneksel para politikası çerçevesinde enflasyon hedeflemesinin çıktıda yaşanan dalgalanmaları azalttığı yönündeki görüş, 2008 kriz deneyiminin Türkiye'de 2001 krizine göre çok daha şiddetli hasıla kayıplarına yol açması nedeniyle tartışmalı hale gelmiştir. Çünkü Süslü'ye (2013) göre, dışa açık küçük bir ülke olan Türkiye ekonomisinin enflasyon hedeflemesi stratejisini

izlemesi, olası dışsal şoklar ve arz şokları karşısında toplam talepteki dalgalanmaları artırmakta ve bu da ekonomik büyümede daha büyük dalgalanmalara yol açmaktadır.

Bu sav, Yıldırım'ın (2011: 94) çalışmasında yapmış olduğu analiz ve sonucunda elde ettiği bulgularla da desteklenmektedir. Türkiye'de toplam talep şoklarının çıktı üzerindeki etkisi, enflasyon üzerindeki etkisinden daha büyüktür. Türkiye ekonomisinin genel karakteristik özelliği olan yoğun dış kaynak girişi, buna bağlı değerli TL ve yüksek ithalat hacmi, bu bulguyu desteklemektedir. Ayrıca, Süslü ve Dişbudak'a (2012) göre, katı enflasyon hedeflemesi Türkiye gibi dışa açık küçük ülkelerde döviz kurunun aşırı değerlenmesine yol açarak varlık fiyatlarındaki dalgalanmayı artırmaktadır. TCMB için önemli bir kontrol değişkeni olan kısa vadeli faiz oranlarının toplam talep üzerindeki etkisinin zayıf olduğu ortaya çıkmıştır. Bu durum, faiz aktarım mekanizmasının sağlıklı bir biçimde işlemediğinin göstergesidir. Para arzının içselleşmesi ile beraber, Merkez Bankası'nın politika aracı olan kısa vadeli faiz oranının piyasadaki diğer faiz ve menkul getiriler üzerindeki etkinliği azalmıştır (Süslü ve Dişbudak, 2012: 79).

3.6. Genel Değerlendirme

Bu bölümde Türkiye'de 2001 ve 2008 kriz deneyimleri karşılaştırılmış, ekonomik görünümün 2008 öncesinde çok daha ılımlı olduğu ve dolayısıyla ekonominin daha az kırılgan olduğu ortaya konulmuştur. Faiz oranları ve enflasyon, 2001 öncesi ile karşılaştırılamayacak kadar düşük bir düzeyde seyretmiştir. Kamu borcu önceki dönemlere göre daha uzun vadeli bir yapıya sahip olmuş ve ağırlıklı olarak TL cinsinden oluşmuştur. Aynı şekilde kamu bütçesi de önceki yıllara göre daha sağlıklı bir görünüm taşımıştır. Üstelik bankacılık sektörü 2001 krizinden güçlenerek çıkmış ve 2008 öncesinde sistemde kalan bankaların sermayeleri güçlendirilmiş, düzenleme ve denetim sıkılaştırılmıştır. Ekonomik göstergeler açısından her iki dönemin ortak noktası, yüksek düzeydeki cari açıklar olmuştur.

2000'li yıllar boyunca Türkiye'de spekülatif sermaye hareketlerinde gözlemlenen ani yön ve hacim değişiklikleri, 2001 ve 2008 kriz deneyimleri açısından ortak ve tetikleyici unsur olarak görülmektedir. Uluslararası ekonomide sermaye akımlarının hacim, bileşim ve oynaklığı, Türkiye'de kriz oluşumları ve

krize yönelik para politikaları açısından belirleyici olmaktadır. Türkiye'nin yaşadığı 2001 ve 2008 kriz deneyimleri sadece para politikası hatalarından değil aynı zamanda uluslararası konjonktür ile ilgili sistemik sorunlardan da kaynaklanmıştır.

Her iki kriz deneyiminde de kur ve talep idaresine yönelik politikaların uygulama biçimi ve öncelikleri farklılıklar göstermiştir. Çünkü söz konusu krizler gerek ulusal gerekse uluslararası ekonomik koşullar bakımından farklı ortamlarda gerçekleşmiştir. Politika uygulayıcıların dış şokları ülkeye taşıyan aktarım mekanizmalarına yönelik tedbirler almaktan kaçınmaları, bu tür krizlerin orta vadede tekrarlanabileceğini ve para politikalarının çözümsüz kalacağını düşündürmektedir (Türel, 2010: 27).

Türkiye'de 2001 krizi ulusal bir finans krizi olarak değerlendirilirken, 2008 krizi ise uluslararası konjonktürün getirdiği bir reel kriz olarak görülmektedir. 2008 krizinin Türkiye'de büyük ölçekli hasıla kayıplarına yol açmasının nedeni de, uluslararası konjonktürün olumsuz görünümü olmuştur. Gerek 2001 gerekse 2008 kriz deneyimleri Türkiye'de orta vadeli çevrimin iniş evrelerinde gerçekleşmiştir. Sabit kur rejimi 2001 krizinin en önemli nedeni olarak görülmüş ancak sonraki dönemde geçilen esnek kur sistemi Türkiye'de 2008 krizine karşı bir güvence oluşturmamıştır.

Üstelik 2001 krizi öncesinde Türkiye'nin sahip olduğu olumsuz ekonomik göstergeler, 2008 krizi öncesi cari açık dışında söz konusu olmamıştır. Türel'e göre (2010: 37) göre, Türkiye'de cari açıkların borç yaratan akımlarla finanse edilmesi, 2008 krizini tetikleyen en önemli unsur olmuştur. Türkiye'de 2001 ve 2008 kriz deneyimlerinin 12-16 aylık bir dönemde reel hasıla kayıplarına yol açtığı ve sonrasında toparlanmanın başladığı görülmektedir.

2001 yılında yaşanan kriz ile karşılaştırıldığında, 2008 krizinde Türkiye'de kur ve faiz üzerinde önemli bir baskı oluşmamış ve yukarı yönlü sıçramalar yaşanmamıştır. Bu farkı, aynı zamanda 2002 sonrasında bankalararası gecelik faiz oranının belirlenmesinde yapısal değişikliğe gidilmesine bağlamak mümkündür. Çünkü yeni dönemde gecelik faiz oranlarının dalgalandığı belli bir aralık tespit edilmiş ve bu koridorun belirleyici unsurları olarak da merkez bankası borç alma ve

borç verme faiz oranları devreye sokulmuştur. Böylelikle 2002 sonrası dönemde piyasa üzerindeki baskı ve dalgalanmalar kontrol altına alınmıştır. Diğer taraftan, Merkez Bankası'nın faiz politikalarının kriz dönemlerinde öncelikle net sermaye çıkışını gözettiği anlaşılmaktadır. Çünkü her iki kriz döneminde de reel faiz oranları kriz öncesinde yükselmeye başlamış ve net sermaye çıkışları ile paralel bir tavır sergilemiştir.

Ayrıca, Merkez Bankası'nın döviz rezervleri 2001 kriz deneyiminde çok daha hızlı azalmıştır. Küresel kriz yaşanırken 2008 yılı ortalarında Merkez Bankası döviz rezervlerinde azalma başlamış ve bu yolla bankacılık sektörünün döviz likiditesi açısından rahatlatılması amaçlanmıştır. 2001 krizinde ise IMF destekli bir ekonomik program uygulanırken, Merkez Bankası Kasım 2000'deki ilk spekülasyon atağı karşılayıp döviz kurunun sıçramasını engellemeye çalışmıştır. Dolayısıyla 2001 ve 2008 kriz deneyimleri açısından Merkez Bankası'nın önemli bir yaklaşım farkı bulunmaktadır. Özetle, Türkiye 2008 krizi sırasında kur ve faiz oranlarındaki yükselme ve Merkez Bankası döviz rezervlerinde azalma bakımından daha ılımlı bir görünüm sergilemiştir. Ancak, bu görece sağlamlık ve yarattığı güven ile ortaya çıkan algılama güçlüğü, Merkez Bankası nezdinde 2008 krizine karşı para politikası tepkisinin gecikmesine yol açmıştır (Özatatay, 2011a: 139-142).

TCMB, tahmin edilen enflasyon oranları ile belirlenen kur artış oranları çerçevesinde reel kur dalgalanmalarını engellemeye çalışırken, 2001 yılı itibariyle kur artış oranlarını hedeflenen enflasyona göre belirlemeye başlamış ve uygulamıştır. Bu dönemde kur rejimi enflasyon hedefine yönelik uygulanmaya başlanmıştır. Böylece edilgen kur politikası uygulaması yerini etken kur politikası uygulamasına bırakmıştır. 2001 krizine yönelik en önemli eleştirilerden biri, Merkez Bankası'nın döviz kuru hedeflemesi ile faiz politikasını devre dışı bırakması ve politika etkinliğinden uzaklaşmasıdır. Üstelik 2001 krizinin ilk ayağı olan Kasım 2000 krizi sonrasında da bu politikadan vazgeçilmemiştir. Bu dönemde uygulanan kurala dayalı para politikası, krizin sebebi olmasa bile, derinleşmesine katkıda bulunmuştur. Krizin ikinci ayağı olan Şubat 2001 sonrasında ise Türkiye'de para politikası uygulamaları açısından yeni bir dönem başlamıştır.

2001 krizi öncesinde sabit kur rejimi, parasal hedefleme ve sabit faiz uygulamasından oluşan bir para politikası çerçevesine sahip olan Türkiye, Şubat 2001 sonrasında dalgalı kur rejimi ve parasal hedefleme kombinasyonuna geçmiştir. Bu geçiş dönemini 2002 sonrasında dalgalı kur rejimi altında örtük enflasyon hedeflemesi stratejisi izlemiş, 2006 ile birlikte yerini dalgalı kur rejimi altında açık enflasyon hedeflemesine bırakmıştır. 2008 küresel finans krizinin fiyat istikrarının sağlandığı bir ortamda gerçekleşmesi ve finansal istikrar açısından kaygıları artırması nedeniyle Türkiye 2010 sonunda açık enflasyon hedeflemesi stratejisine makro ihtiyat politikasını eklemiştir (Tablo 3.15).

Tablo 3.15: Türkiye’de 2000 Yılı Sonrası Uygulanan Para Politikası Stratejileri

Ocak 2000 Şubat 2001	Şubat 2001 Aralık 2001	2002-2005	2006-2010	2010 Yılı Sonu ve Sonrası
Döviz Kuru Hedeflemesi	Geçiş Dönemi	Örtük Enflasyon Hedeflemesi (ikili hedefleme)	Açık Enflasyon Hedeflemesi	Açık Enflasyon Hedeflemesi + Makro İhtiyat Politikası

Kaynak: Haydar Akyazıcı ve Aykut Ekinci’nin (2009) çalışmasından yola çıkılarak revize edilmiştir.

2008 krizi küresel boyutta fiyat istikrarının finansal istikrarı ve dolayısıyla ekonomik büyümeyi garanti altına alacağına olan inancı yıkmış ve fiyat istikrarının her durumda finansal istikrarı garanti edemeyeceğini göstermiştir. Dolayısıyla Türkiye’de 2001 sonrasında olduğu gibi 2008 sonrasında da para politikası yapı değiştirmeye başlamıştır. TCMB’nin 2010 sonunda makro ihtiyat politikasını para politikası çerçevesine dâhil etmesi ve pro-aktif bir para politikası izlemeye başlaması bunun bir göstergesidir. Bu dönemde amaçların artması ve uygulamada para politikasındaki değişikliklerin etkilerinin gecikmeli olarak ortaya çıkması, birden fazla para politikası aracının kullanılmasını gündeme getirmiştir. Böylelikle Merkez Bankası’nın para politikası yönetiminde araç, ara amaç ve amaç çeşitliliği ortaya çıkmıştır. Bu gelişmeler TCMB’nin temel amaçlarını, kullanılan araçlar ile ara amaçlar arasındaki uyumu tartışmaya açmış ve para politikası sorgulanmaya başlanmıştır. Bütün bunlar, TCMB açısından kredibilite tartışmalarını tekrar gündeme getirmiştir (Kartal, 2011: 95).

TCMB, para politikası duruşunu belirlerken orta vadeli enflasyon görünümünün hedefle uyumlu seviyelerde olmasını gözetmektedir. Enflasyonun

kontrolü talep ve maliyet kanalları üzerinden yapılırken, ilkinde krediler ikincisinde ise döviz kuru etkin bir rol oynamaktadır. Kısa vadeli faizlerin bugünkü seviyesi ve gelecek dönemde izleyeceği seyir, piyasada oluşan getiri eğrisini şekillendirerek parasal duruşu belirlemektedir. Bankalar da bu parasal duruşu göz önüne alarak kredi faizlerini ve koşullarını ayarlamaktadır. Kısa vadeli faizlerin döviz kuru üzerindeki etkisi ise temelde karşılanmamış faiz paritesi ilişkisi üzerinden işlemekte ve aralarında ters yönlü bir ilişki olduğu kabul edilmektedir. Diğer taraftan, makro ihtiyat politikası çerçevesinde para politikasına dâhil olan zorunlu karşılıklar, krediler üzerindeki etkisini asıl olarak likidite kanalıyla göstermektedir. Bu kanal, faiz koridoru ve etkin likidite yönetimi ile etkileşim halinde işlemektedir (Kara, 2012: 9-13).

Ancak, bankaların yurtdışı kaynaklı borçlanma olanaklarının artması Merkez Bankası'nın banka kredileri üzerindeki kontrol gücünü zayıflatmaktadır. Türkiye'de finansal derinleşme arttıkça kredi kanalının toplam talep üzerindeki etkisinin artması beklenmektedir (Kara, 2012: 14). Türkiye'de üretimde ithal ara girdi mallarının yoğun olarak kullanılması nedeniyle, döviz kuru maliyet kanalıyla enflasyonu etkilemektedir. Dolayısıyla TCMB'nin enflasyon hedeflemesi çerçevesinde belli bir kur politikası olmadığı yönündeki beyanı gerçeği yansıtmamaktadır (Süslü ve Dişbudak, 2012: 81). Ayrıca faiz ile kur arasında olduğu varsayılan ters yönlü ilişkinin yeterince güçlü olmadığı görülmektedir (Karaca, 2005; Gül vd., 2007). Zorunlu karşılık oranları yükseltilerek kredi genişlemesinin yavaşlatılması amaçlanırken, bankaların kredi açılabilir mevduat miktarındaki azalmayı Merkez Bankası'ndan aldıkları borç ile telafi etmemeleri gerekmektedir. Buna karşın, zorunlu karşılıklar ile piyasadaki çekilen likiditenin TCMB fonlaması ile ikame edildiği ve likidite kanalının zayıfladığı görülmektedir (Özatay, 2012: 68).

Diğer taraftan, düşük faiz-yüksek kur politikası ekonomik büyümenin temel unsuru olarak görülmesine rağmen, Türkiye'de 2000'li yıllarda yabancı sermayeyi ülke ekonomisine çekmek için yüksek faiz-düşük kur politikası uygulanmıştır. Düşük faiz oranları nedeniyle kredi maliyeti düşerken, piyasada kredi genişlemesi yaşanmakta, yüksek döviz kurları ise ithalatın maliyetinin yükselmesine ve dolayısıyla döviz açığının kısıtlanmasına katkı sağlamaktadır. Böylece yerli

üreticilerin satış miktarını artıracak bir ortam gerçekleşmektedir. Ancak, yüksek faiz-düşük kur politikası ile gelen yabancı sermaye, ülkedeki yüksek faiz oranlarından büyük kârlar elde etmek için kısa vadeli konumlanmakta ve faiz oranları düştüğünde ülkeyi terk etmektedir. Bu ani çıkış, döviz kurunun yükselmesine, faiz oranlarının artmasına ve ekonomide kriz çıkmasına yol açmaktadır. Türkiye ekonomisinde yürütülen politikaların yaşadığı ikilemi bu şekilde özetlemek mümkündür.

2000’li yıllar boyunca süregelen gelişmelere bakıldığında, bütün bu ikilemlerin çözümünün Merkez Bankası’ndan beklendiği görülmektedir. Merkez Bankası’nın döviz kuru düştüğünde piyasadan döviz alıp kuru yükseltmesi, ekonomik durgunluk ortaya çıktığında faiz oranlarını düşürüp ekonomiyi canlandırması, cari işlemler açığı büyüdüğünde döviz kurunu yükseltip ithalat talebinin kısılmasını sağlaması gerekmektedir. Bütün bunlar Merkez Bankası’na yüklenirken fiyat istikrarı hedefi zorunlu olarak ikinci planda kalmaktadır. Asıl önemli nokta, Merkez Bankası’nın kendi bastığı para kapsamında para miktarını kontrol edebilme kabiliyeti söz konusuysen ekonomide para ikamesinin ortaya çıkmasıdır. Çünkü bu durum Merkez Bankası’nın para miktarı üzerindeki kontrolünü zayıflatmaktadır. Nitekim sıkı para politikası çerçevesinde faiz oranları yükseltildiğinde, yabancı sermaye girişiyle birlikte yabancı para miktarı artmakta ve sonuç olarak toplam para tabanı genişlemektedir (Kartal, 2011: 94-95).

Türkiye’de para politikasının aktif bir rol üstlenemediği, daha çok ekonomide ortaya çıkan olumsuz koşulların sistemi çökertmesine engel olmak için kullanıldığı görülmektedir. 2002 yılından itibaren Türkiye’de egemen olmaya başlayan çağdaş para politikası çerçevesi sayesinde para politikası giderek aktifleşmektedir. Ancak gerek politik gerekse iktisadi gelişmeler ve en önemlisi de Dünya konjonktüründe yaşanan dalgalanmalar para politikasının arzulanan etkinlik düzeyine ulaşmasına engel olmaktadır. Yaşanan ekonomik gelişmeler Merkez Bankası’nın kendi bilançosuyla piyasadaki para miktarı arasında anlamlı bir ilişki kurmasına imkân vermemektedir. Bu bağlamda, Merkez Bankası’nın yürüttüğü para politikaları piyasalarda çoğu zaman etken değil, edilgen olmaktadır.

Dolayısıyla para politikası çeşitli ekonomik gelişmelerin takipçisi durumuna düşmektedir. Türkiye’de 2002 yılında para politikası çerçevesinde enflasyon

hedeflemesi stratejisine geçilmesinin para politikasını daha etkin hale getirdiği vurgulanmaktadır. Ancak, para politikası çeşitli dönemlerde enflasyon hedefi dışındaki değişkenleri de gözetmek durumunda bırakıldığından, söz konusu etkinlik tartışmalı olmaktadır. Küresel finans krizinin yarattığı durgunluk ortamını aşmak amacıyla Türkiye ekonomisinde uygulanan faiz indirim süreci ve döviz kurunda yaşanan düşüşleri engellemek için Merkez Bankası'nın düzenlediği döviz alım ihaleleri, enflasyon hedeflemesi stratejisi ile çelişebilmektedir. Son yıllarda enflasyon hedeflerinde yaşanan sapmaların kaynağını bu gelişmelerde aramak gerekir (Eğilmez ve Kumcu, 2011: 277-278).

Türkiye gibi finansal serbestleşme sonrası uyum süreci yaşayan, tasarruf-yatırım dengelerinde kalıcı yapısal açıklar veren, kalıcı işsizlik sorunları ile uğraşan ve mali kurumlarına gevşek bir denetim uygulayan gelişmekte olan ülkeler kriz çevrimleriyle yaşamaya mahkûmdur. Söz konusu ekonomik kırılganlıkların kaynağını hem para politikası hatalarında hem de özel ve finansal piyasaların aşırı kâr peşinde olmalarında bulmak mümkündür. Bu koşullara sahip Türkiye gibi ülkeler, etkin para politikası uygulamalarından uzaklaşarak hızlı büyüme, dış dengenin bozulması ve kriz sarmalına girmektedir. Her iki kriz deneyiminde de politika uygulayıcılar krizlerin dış kaynak girişlerinin canlanması ile kendiliğinden sona ereceğini düşünmüş, bu nedenle alınan önlemler geç ve yetersiz kalmış, ekonomik toparlanmanın orta vadeye yayılan bir durgunluk sürecine dönüşme riski göz ardı edilmiştir. Dolayısıyla finansal kesimde başlayan sorunlar hızla reel sektörü de içine alarak krize dönüşmüştür (Türel, 2010: 48-50).

Bir taraftan büyüme, istihdam, finansal istikrar ve yabancı sermaye hareketlerinin öncelik kazandığı; diğer taraftan da fiyat istikrarı hedefinin arka planda kalmaya başladığı bir konjonktürde para politikası stratejisi olarak tercih edilen enflasyon hedeflemesinin varlığını hangi koşullarda devam ettirebileceği belirsizliğini korumaktadır. Mevcut konjonktürde TCMB, kısmen kendi etki alanı dışındaki faktörlerle belirlenen enflasyon ortamında hedefe ulaşma konusunda 2009 ve 2010 yıllarında ciddi bir sorun yaşamamıştır.

Ancak, enflasyon üzerindeki baskıların artmaya başladığı 2011 yılı ile birlikte gelecek dönemde istihdam, büyüme ve sermaye akımlarına ilişkin kaygıların ağırlık

kazanması halinde, enflasyon tehlikesine karşı tek araç olan politika faizinin kullanılması mümkün görünmemektedir. Krizlerin kaynağının yapısal sorunlar ve parasal faktörler olduğuna ilişkin görüşlerin yaygınlık kazandığı bir ortamda, para politikasının sadece mevcut konjonktür ve baskılara göre değil, aynı zamanda orta vadede karşılaşılabilecek etkiler de dikkate alınarak şekillendirilmesi gerekmektedir.

Baydur ve Süslü'ye (2010: 131) göre, Türkiye tasarruf açığı bulunduğu için dış kaynağa bağımlı bir ekonomi görünümü sergilemektedir. Bu bağımlılık, kriz dönemlerinde yabancı yatırımcıların risk alma iştahının azalması nedeniyle Türkiye'den çekilmeleri ile birlikte kaynak sıkıntısına yol açmaktadır. Bu durum, krizin getirdiği resesyonu derinleştirmekte ve para politikasının etkinliğini azaltmaktadır. Bu bağlamda kriz dönemlerinde maliye politikası para politikası ile bağdaştırılabilirse, Türkiye ekonomisi resesyon sürecinden daha az maliyetle çıkabilir. Bu bakımdan TCMB'nin küresel kriz döneminde enflasyon hedeflemesi politikasını sürdürmesi durgunluk ile mücadele açısından tutarsız bir politika çerçevesi sunmaktadır. Kriz sırasında ortaya çıkan resesyon döneminde enflasyon hedeflemesine devam eden Merkez Bankası'nın faiz indirim politikası etkisini kaybetmektedir.

Üçer (2011: 51) çalışmasında bu görüşü farklı bir açıdan desteklemektedir. Türkiye gibi tasarruf açığı olan ülkelerde makro açıdan en etkin politikanın mali politikalar olduğunu vurgulamaktadır. Özellikle sermaye hareketlerinin yönetiminde hem bankacılık otoritesinin rolü hem de mali politikalar önem arz etmektedir. Çünkü böyle çoklu amaçlara sadece para politikasıyla ulaşmaya çalışmak Merkez Bankası'nın kredibilitesi açısından risk oluşturmaktadır. Özatay'a (2011c: 43) göre de TCMB'nin kısa vadeli sermaye girişlerine karşı yapabilecekleri oldukça sınırlıdır. Bu nedenle asıl görev maliye politikasına düşmektedir. Kriz sonrası ekonomilerde orta vadede sıkı maliye politikası uygulanmalıdır.

2000'li yıllarda yaşanan iki krizden yola çıkarak Türkiye'de para politikası uygulamaları açısından bir değerlendirme yapıldığında, yapılması gerekenin ilk etapta para politikasını gevşetmek olduğu görülmektedir. Çünkü iç talep açısından yaşanan çöküşü tersine çevirmek ve resesyondan çıkış sürecini başlatmak için bu politikaya ihtiyaç vardır. Bu politika süreci, Post-Keynesyen görüş doğrultusunda, iç

talebi canlandırmaya katkı sağlayacak şekilde bir miktar maliye politikası ile desteklenebilir.

Ancak, orta vadede bu genişletici politikaların telafi edileceği ve sıkılaştırılacağı önceden açıklanmalıdır. Çünkü yeni para politikası çerçevesinde beklentiler son derece önemlidir. Genişletici politikaların süreceği beklentisinin oluşması süreci tersine çevirecektir. Bütün bunlar olurken, yapısal bozulmaların ivedilikle ortadan kaldırılması da önem arz etmektedir. En önemlisi de, kriz dönemlerinde kredi kanalının işler halde tutulmasıdır. Çünkü iç talebi canlandırmaya yönelik genişletici politikaların amaca ulaşması için, firmaların işleyen bir kredi sisteminin verdiği güvene sahip olması gerekmektedir.

Sonuç olarak, Türkiye’de 2000’li yıllarda döviz kuru ve enflasyon hedeflemesi gibi birbirinden farklı iki para politikası stratejisi uygulanmış, söz konusu politikaların uygulanabilirliği, etkinliği ve başarısı bu bölümde tartışılmıştır. Türkiye’nin her iki stratejiyi de benimsemesinden önce geçen süreç incelenerek bu politikaların uygulanabilir olup olmadığı, bu politikaların uygulanabilmesi için geçerli ön koşulların sağlanıp sağlanmadığı ve bu politikaların benimsenmesinin ülke ekonomisi için faydalı olup olmadığı ele alınmıştır. Söz konusu stratejilerin 2000’li yıllarda Türkiye’de yaşanan iki büyük ekonomik krize yönelik politika tepkileri ve bu tepkilerin beklenen sonuçları verip vermediği, akademik literatür çerçevesinde ortaya konulmuştur. Bu bağlamda dördüncü bölümde literatürde yer alan ampirik çalışmaların yöntemleri ve sonuçları itibarıyla Türkiye’de 2000’li yıllarda yürütülen para politikalarının etkinliği analiz edilecektir.

DÖRDÜNCÜ BÖLÜM

TÜRKİYE'DE 2001 VE 2008 KRİZ DÖNEMLERİNİN PARA POLİTİKASI AÇISINDAN KARŞILAŞTIRMALI ANALİZİ

Türkiye 2001 krizi sonrası sabit kur rejimi ve parasal hedefleme ile sabit faiz uygulamasını terk etmiş, 2002 sonrası dalgalı kur rejimiyle birlikte örtük enflasyon hedeflemesi, 2006 sonrası ise açık enflasyon hedeflemesi uygulamıştır. Kazgan'a (2012: 217) göre, Türkiye'de 2000 yılında ve 2002-2006 döneminde yaşanan ekonomik yükselişler, Dünya ekonomisindeki gelişmelere koşut ortaya çıkmıştır. Küresel krizin 2008 yılında yol açtığı finansal yıkım ve ekonomik durgunluk, 2008 yılının son çeyreğinden başlayarak Türkiye ekonomisine reel kriz olarak yansımış ve bu kriz süreci de aynı 2001 krizinde olduğu gibi Türkiye'de para politikasının görünümünü değiştirmiştir.

Türkiye'nin ekonomik açıdan karakteristik özelliği olan dışa bağımlılık doğrultusunda 2009 yılının son çeyreğinden itibaren yükselişe geçen yabancı sermaye girişleri, bunun yol açtığı kredi genişlemesi ve hızlı büyüme, 2010 yılı sonunda enflasyon hedeflemesinin yanına makro ihtiyat politikasının eklendiği bir para politikası çerçevesini gerekli kılmıştır. Gerek 2001 krizi gerekse 2008 krizi para politikası uygulaması açısından Türkiye'de sağlam bir bankacılık sisteminin önemini gözler önüne sermiş, TCMB'nin kısa vadeli faiz oranlarını kullanarak sadece fiyat istikrarını hedeflemesinin yeterli olmadığı ortaya çıkmıştır. Bu süreçte finansal istikrarın Merkez Bankası'nın amaçları arasına dâhil olması; amaç, ara amaç ve araçlar açısından para politikası çerçevesinde karmaşık bir yapıya yol açmıştır.

2001 ve 2008 krizlerinin öncesinde, sırasında ve sonrasında TCMB tarafından yürütülen para politikası bir takım iç ve dış şokların olumsuz etkileriyle de mücadele etmek zorunda kalmıştır. 2001 krizi sonrasında kurtarılan bankaların bıraktığı yüksek miktarda kamu borcu, yüksek dolarizasyon ve enflasyonda atalet makroekonomik sorunlara yol açmış, bu nedenle bir süre örtük enflasyon hedeflemesi uygulanarak makroekonomik koşulların uygun hale getirilmesi sağlanmıştır. Söz konusu olumsuz

göstergelere 2003 yılında ABD'nin Irak işgali, 2004 ve 2006 yıllarında küresel risk iştahında yaşanan azalma nedeniyle Türkiye'de yaşanan döviz çıkışı, 2007 Cumhurbaşkanlığı seçimi, 2008 sonrası küresel kriz ve son olarak 2009 yılında Avrupa'da yaşanan borç krizi eklenmiştir. Bu zorlu ekonomik ve siyasi ortamda TCMB bir yandan beklentileri yönlendirerek enflasyonu düşürmeye çalışmış, diğer yandan da döviz piyasasında yaşanan çalkantıları minimize etmek için piyasaya müdahalelerde bulunmuştur (Yakupoğlu, 2010: 51-52).

Bu doğrultuda ilk üç bölümde ortaya konan kavramsal ve teorik çerçeveden yola çıkarak, uygulama kısmını oluşturan dördüncü bölümde, TCMB'nin söz konusu dönemde kullandığı alternatif para politikası araçlarının fiyat ve çıktı üzerindeki etkileri analiz edilmiştir. Bu amaçla, öncelikle Bai-Perron çoklu yapısal kırılma testi ile politika değişkenleri, fiyat ve çıktıda yaşanan kırılma dönemleri incelenmiştir. Oluşturulan tahmin modeli çerçevesinde ARDL⁴¹ sınır testi yöntemi kullanılarak değişkenlerin fiyat üzerindeki etkisi araştırılmıştır. Bunun için öncelikle Türkiye'de para politikasının etkinliği üzerine yapılmış ampirik çalışmalar ortaya konulmaktadır. Daha sonra, dördüncü bölümde yöntem açısından izlenecek olan yol teorik olarak ele alınmaktadır. Bu bağlamda çalışmada kullanılan birim kök testleri, Bai-Perron yapısal kırılma testi ve ARDL sınır testi yönteminin genel çerçevesi hakkında bilgiler verilmektedir. Son aşamada ise ekonometrik tahmin modelleri ve Türkiye için elde edilen tahmin sonuçları ortaya konulmaktadır.

4.1. 2000'li Yıllarda Para Politikasının Etkinliğine Yönelik Literatür

İktisat literatüründe para politikalarının etkinliği, geniş tartışma alanlarından birini oluşturmaktadır. Çünkü bir ülkede uygulanan politikalardan hangisinin daha etkili olduğunun bilinmesi son derece önemlidir. Uzun dönemde para politikalarının yansız olduğu nispeten genel kabul gören bir görüş olsa da, kısa dönem etkileri üzerinde yoğun bir fikir ayrılığı bulunmaktadır. Parasal aktarım mekanizmalarının çeşitliliğinin artmasına paralel olarak, söz konusu tartışmaların uzun süre devam edeceği tahmin edilmektedir. Ekonominin karşılaştığı şoklar, yaşanan konjonktürel dalgalanmalar ve sonuçta ortaya çıkan ekonomik krizler ve bu süreçte yeniden

⁴¹ Autoregressive Distributed Lag: Gecikmesi Dağıtılmış Otoregresif Model.

şekillenen parasal aktarım mekanizması, para politikasının etkinliği açısından irdelenmesi gereken önemli noktalar olarak öne çıkmaktadır.

Ayrıca para politikası faiz kararlarının reel ekonomiyi etkileme mekanizmalarının anlaşılması, merkez bankaları açısından büyük önem taşımaktadır. Üstelik 2001 yılında yaşanan krizden sonra Türkiye ekonomisi genelinde yaşanan yapısal dönüşüm sürecinin parasal aktarım mekanizması üzerinde belirsizlikler yaratması, TCMB açısından durumu daha da önemli hale getirmektedir. Ekonomide hâkim olan aktarım kanallarının bilinmesi, karşılaşılan şoklar sonrasında uygulanan para politikalarının etkinliği için gereklidir. Dolayısıyla, bu alanda Türkiye ekonomisi için yapılmış çalışmaların ayrı başlıklarda incelenmesi yararlı olacaktır.

4.1.1. Türkiye’de Şoklar ve Ekonomik Dalgalanmalar Karşısında Para Politikasının Etkinliği

Ekonominin karşılaştığı şoklar karşısında konjonktürün daralma ya da canlanma dönemlerinde para politikasının ne şekilde tepki verdiği ya da vereceği ayrı bir önem taşımaktadır. Bu bağlamda Çetin (2005), konjonktürel dalgalanmaların daralma ve canlanma dönemlerini etkileyen politika değişkenlerini VAR modeli ile analiz etmiş; konjonktürel dalgalanmalar üzerinde faiz oranı ve reel döviz kuru şokunun negatif, yabancı sermaye ve hisse senedi fiyat şokunun ise pozitif etkiye sahip olduğunu tespit etmiştir. Üretim sürecindeki en önemli açıklayıcı değişken ise faiz oranı olmuştur. Güloğlu ve Orhan (2008) ise, çalışmalarında konjonktürel dalgalanmaların daralma ve canlanma dönemlerinde uygulanan para politikalarının makroekonomik etkilerini, parasal aktarım mekanizması aracılığıyla SVAR⁴² modeli kullanarak ortaya koymuşlardır. Bu çalışmadan elde edilen bulgulara göre para politikası şokları; faiz oranı, nominal ve reel döviz kuru ve de fiyatlar genel düzeyi üzerinde teorik beklentilere uygun etkilere yol açmaktadır.

Özata (2007), hazırlamış olduğu doktora tezinde Türkiye ekonomisi için 1987-2005 yılları arasında üçer aylık verileri kullanarak şokların ekonomi üzerindeki etkilerini ve buna yönelik politika tepkilerini VAR modeliyle analiz etmiştir. Elde edilen bulgular sonucunda, Dünya faiz oranlarında yaşanan şokun genelde reel döviz

⁴² Yapısal Vektör Hata Düzeltme Modeli.

kurunu azaltıcı etkiler yarattığı ve bu doğrultuda Türkiye’de faiz oranlarının nispeten yüksek seyretmesi nedeniyle ülkeye giren büyük miktardaki kısa vadeli yabancı sermaye çerçevesinde TL’nin aşırı değer kazandığı vurgulanmıştır. Bu açıdan bakıldığında, her yıl artan cari açık baskısı ve denge değerinden sapan reel döviz kuru, Türkiye’de ortaya çıkan düşük makroekonomik performansın kaynağı olmaktadır. Çalışmadan çıkan sonuçlardan biri de, nominal şokların enflasyon üzerindeki en etkili şoklar olmasıdır. Para arzındaki artış ve azalışlarla birlikte enflasyon oranlarında büyük dalgalanmalar görülmektedir. Çalışmaya göre, arz ve talep şokları enflasyon üzerinde beklenen yapıda bir etki göstermemektedir. Özata (2007), bu durum için yıllardır sürmekte olan enflasyonla mücadeleyi, sıkı para politikası uygulamalarını ve istisna olmaktan çıkıp kural haline gelen ekonomik krizleri gerekçe göstermektedir.

Ahmet Çetin ve Birol Çetin (2007), Türkiye’de uygulanan para, maliye ve kur politikalarının makroekonomik değişkenler üzerindeki etkilerini VAR analiziyle araştırdıkları çalışmalarında; para politikası aracı olarak faiz oranı alındığında reel döviz kuru ve enflasyon oranının pozitif, reel GSYH’nin ise negatif etkilendiği sonucuna ulaşmışlardır. Buna karşılık, para politikası aracı olarak para arzı alındığında, sadece borç oranı pozitif tepki vermiştir. Dolayısıyla, para politikası aracı olarak faiz oranı kullanıldığında para politikası etkin iken; politika değişkeni para arzı olduğunda döviz kuru baskın duruma gelmektedir.

Kasapoğlu (2007), TCMB nezdinde gerçekleştirdiği tez çalışmasında, karmaşık eş zamanlı denklem modellerine göre daha iyi sonuçlar vermesi nedeniyle VAR modelini tercih etmiş; 1990-2006 dönemine ait verileri kullanarak Türkiye’de parasal şokların hangi aktarım kanalları yoluyla fiyatları ve reel aktiviteyi etkilediğini tespit etmeye çalışmıştır. Çalışmada elde edilen bulgular ve etki-tepki fonksiyonları doğrultusunda, faiz oranlarına yönelik dışsal bir şoka döviz kurlarının ve enflasyonun artarak tepki verdiği görülmüştür. Çünkü döviz kurlarındaki spekülasyon baskıya ya da enflasyon beklentilerindeki yükselişe Merkez Bankası, politika faizini yükselterek müdahale etmiş; bu müdahaleye rağmen kurlardaki ya da enflasyondaki artış bir süre daha devam etmiştir.

Ergeç (2007), hazırlamış olduğu doktora tez çalışmasında, Türkiye ekonomisi için şoklar karşısında para politikasının tepkisini incelemiş ve 1990-2006 dönemine ilişkin aylık veriler çerçevesinde iki aşamalı En Küçük Kareler (EKK) yöntemini kullanmıştır. Çalışmadan elde edilen bulgular ışığında, para politikasının ekonomik durgunlukla mücadele kapsamında güçlü bir araç olmadığı ifade edilmiştir. Çünkü elde edilen analiz sonuçlarına göre; pozitif para politikası şoklarının çıktı üzerindeki etkisi, negatif para politikası şoklarının çıktı üzerindeki etkisine göre daha zayıftır. Fiyat istikrarı amacı doğrultusunda yapılan değerlendirmede; sıkı para politikalarının fiyatları düşürme gücünün, genişletici para politikalarının fiyatları artırma gücüne göre daha şiddetli olduğu görülmüştür. Bunun nedeni; fiyatların pozitif para politikası şoklarına oranla, negatif para politikası şoklarına daha güçlü tepki vermesidir. Dolayısıyla enflasyonla mücadele sürecinde para politikalarının başarılı olma şansı, deflasyonla mücadeleye göre daha yüksektir.

Koyuncu (2009), Türkiye’de büyüme üzerinde etkili olan şokları 1987-2007 dönemine ilişkin üçer aylık veriler kullanarak kısıtsız VAR yöntemiyle analiz ettiği doktora tezinde, Türkiye ekonomisi için canlanma ve daralma dönemlerini açıklayan en önemli değişkenin cari açıklar olduğunu tespit etmiştir. Elde edilen bulgulara göre, Türkiye’de konjonktürel dalgalanmaların kaynağını arz şokları oluşturmakta ve buna karşılık ortaya çıkan bir istikrarsızlık durumunda para otoritesinin izleyeceği politikanın aktif olmaması gerekmektedir. Eğer karşılaşılan bir arz şoku sonrasında genişletici para politikası izlenirse; bu politika sadece fiyatlar genel düzeyini artıracak, istihdam ve çıktı gibi reel değişkenler üzerinde etkili olmayacaktır. Diğer taraftan enflasyonu düşürmek için izlenecek daraltıcı politikalar da ekonomideki durgunluğu artıracaktır.

Diğer taraftan, Akyazı ve Ekinci (2009) Türkiye ekonomisi için enflasyon-büyüme ilişkisini analiz ettikleri çalışmalarında, 1991-2007 dönemine ait aylık verilerden yararlanarak Granger nedensellik analizini uygulamışlardır. Çalışmada, Türkiye’nin %10’un altında enflasyon oranlarını yaşadığı 2006 yılı sonrasında enflasyonu istediği seviyelere düşüremediği; küresel finans krizi sonrasında Türkiye’nin mevcut ekonomik altyapısı ile sadece para politikasını kullanarak

enflasyonu hedeflenen seviyelere düşürmeye çalışmasının da ekonomide durgunluk riskini beraberinde getirebileceği vurgulanmıştır.

Düzgün (2010), 1987-2007 dönemine ilişkin üçer aylık veriler yardımıyla ARDL yöntemini kullandığı çalışmada, Türkiye ekonomisi üzerinde hangi politikaların daha etkili olduğunu araştırmıştır. Para politikası için para arzı ve maliye politikası için kamu harcamaları değişkenlerinin kullanıldığı analiz sonucunda; Türkiye ekonomisi için para politikasının pozitif ama anlamsız, maliye politikasının ise negatif ve anlamlı bir etkiye sahip olduğu ifade edilmiştir. Yani, genişletici para politikası ekonomiyi canlandırırken; genişletici maliye politikası ekonomiyi daraltmaktadır. Ancak, para politikasını temsil eden değişkenin anlamsız çıkması, para politikasının ekonomi üzerinde etkisiz olduğunu göstermektedir. Genişletici maliye politikasının neden olduğu bütçe açığı, faizler kanalıyla özel yatırım harcamalarını azaltmakta ve ekonomiyi daraltmaktadır. Bu nedenle, ekonomik krizden çıkış için daraltıcı maliye politikası önerilmektedir. Toplam talep düzeyindeki dalgalanmaları dengeleme konusunda maliye politikaları daha önemli bir araç haline gelmiştir.

Son olarak, Atay (2010) hazırladığı yüksek lisans tezinde, para politikalarının Türkiye ekonomisindeki konjonktür hareketlerine etkisini araştırmış; 1987-2009 dönemine ilişkin üç aylık veriler yardımıyla VAR modelini kullanmıştır. Para arzı (para politikası), kamu harcamaları (maliye politikası) ve yatırım harcamalarının ekonominin daralma ve canlanma dönemlerindeki etkilerinin irdelendiği çalışmada, konjonktür hareketlerinin önlenmesinde para arzı artış hızında istikrarlı bir seyrin önemli olduğu sonucuna ulaşılmıştır.

Atay'a (2010) göre, Türkiye'de para politikası etkindir ve para arzının konjonktür hareketlerini etkileme süresi 30 aydan daha fazla bir süreyi kapsamaktadır. Maliye politikasının konjonktür hareketlerini etkileme süresinin ise daha kısa olduğu tespit edilmiştir. Çalışmaya göre, Türkiye ekonomisinde 1980 yılı sonrasında uygulanan para politikaları Monetarist görüşü haklı çıkarmış; kurala göre para politikası uygulamasının Türkiye ekonomisinde konjonktür hareketlerinin şiddetini azaltabileceği ifade edilmiştir.

4.1.2. Türkiye’de Para Politikası Aktarım Kanallarının Etkinliği

Parasal aktarım mekanizmasının işleyişı ülkeden ülkeye farklılık göstermektedir. Çünkü her bir ülke ekonomisinin yapısı, büyüklüğü, dışa açıklığı farklıdır ve zaman içerisinde değişebilmektedir. Parasal aktarım mekanizmasının anlaşılması için söz konusu ülkedeki ekonomik koşullardan ve ampirik araştırmalardan çıkarım yapmak mümkündür. Literatüre bakıldığında, ampirik araştırmalarda yaygın olarak VAR modellerinin kullanıldığı görülmektedir. Para politikası şoklarının makroekonomik değişkenler üzerindeki etkisinin dinamik gösterimini mümkün kılan VAR modellerinin, parasal aktarım mekanizmasının ampirik testine elverişli olduğu kabul edilmektedir (Cengiz, 2009: 242).

Geleneksel aktarım mekanizmasında öncelikle vurgulanması gereken nokta, politika faizi kararlarından mali piyasalara aktarım sürecidir. Bunun sebebi; gecelik faizle fonlamanın sadece bankalar tarafından yapılabilmesi, reel ekonominin ise gecelik faiz oranı yerine daha uzun vadeli faizlere, hisse senedi fiyatlarına, döviz kuruna ve risk primine tepki vermesidir. Dolayısıyla, merkez bankasının reel ekonomi üzerinde bir etkisinin olabilmesi için, para politikası kararlarının öncelikle ekonomik birimlerin kararlarında rol oynayan piyasa faizlerini ve diğer finansal değişkenleri etkileyebilmesi gerekmektedir (Aktaş vd., 2008: 2). Merkez bankaları için para politikası açısından önemli olan nokta, hane halkı ve firmaların karşılaştığı uzun dönem faiz oranlarının enflasyon hedefiyle açıkça ilişkili olacak şekilde değiştirilebilmesidir. Merkez bankalarının politika faizi değişiklikleri, uzun vadeli faiz oranları ve döviz kurları gibi mali piyasa fiyatlarını etkileyebildiği ölçüde ekonomik birimlerin harcama kararlarını değiştirebilmektedir (Woodford, 2003: 19).

Bu bağlamda Çiçek (2005), Türkiye ekonomisi için parasal aktarım mekanizmasını incelediği çalışmasında, Türkiye’de parasal daralma sonucu reel üretimin altı aylık dönem sonunda minimum noktasına geldiği sonucuna varmıştır. Çalışmada ayrıca kredi kanalının etkin çalışmadığı, aktif fiyatları ve kredi kanallarının aktarım mekanizmasının etkinliğini azalttığı bulgusuna ulaşılmıştır. Son olarak, Türkiye’de hisse senedi üzerinden çalışan aktarım kanalının işlediğine dair yeterli kanıt bulunamamıştır. Bunun sebebi hisse senedi piyasasının yeterince derin olmamasına bağlanırken, kredi kanalının etkin çalışmaması ise bankaların yatırımlar

için fon sağlamak yerine devlet iç borçlanma senetlerine yönelmelerine dayandırılmıştır.

Şengönül ve Thorbecke'in (2005), Türkiye ekonomisi için elde ettikleri bulgular, parasal aktarım mekanizmasında kredi görüşüne destek vermiştir. Bu çalışmada, daraltıcı para politikasının likiditesi düşük bankaların kredi arzını daha fazla etkilediği ortaya konulmuştur. Cengiz ve Duman (2008), Türkiye ekonomisi için banka kredi kanalının önemini 1990-2006 dönemi için incelemişlerdir. Çalışmada Türkiye için veriler analiz edilmiş; kredi kanalının işlemesi için gerekli koşulların geçerli olduğu değerlendirilmiştir. Etki tepki fonksiyonları, daraltıcı para politikasının ardından bankaların ellerindeki menkul kıymetleri satmak yerine kredi arzını kısıtığını göstermiştir. Bu gelişme, Cengiz ve Duman (2008) tarafından, 1990 yılı sonrası yaşanan yüksek kamu borçlanma süreci ile açıklanmıştır. Çünkü kamu borçlanma senetlerinin en önemli alıcısı haline gelmiş bankaların, getirisi yüksek ve riski düşük menkul kıymet stokunu daraltmak yerine, artan faiz oranları nedeniyle daha riskli hale gelen kredileri kısması avantaj taşımaktadır.

Kadıoğlu (2006), Türkiye'de örtük enflasyon hedeflemesi dönemindeki parasal aktarım mekanizmasının işleyişini, yapısal bir model oluşturarak incelemiştir. Çalışmada 2001-2005 dönemi veri seti için kullanılan ve Türkiye ekonomisine göre düzenlenen modelin parasal aktarım mekanizmasını ne derece yansıttığını görebilmek amacıyla para politikasına, toplam talebe ve risk primine yönelik üç dışsal şok uygulanmıştır. Sonuçlara göre, faiz oranlarında gerçekleşen bir standart sapmalık artış; enflasyonun düşmesine ve geleneksel ekonomi teorisinin tersine çıktı açığının artmasına neden olmuştur. Çünkü faiz oranlarının yükselmesi, yerli varlıklara olan talebi artırmakta ve sermaye girişleri TL'nin değerlenmesine yol açmaktadır. Dolayısıyla, Türkiye'de reel maliyet kanalının çıktı açığı üzerinde talep kanalından baskın olduğu görüşüyle tutarlı bir şekilde, TL'deki değerlenme toplam talebi artırıcı etkide bulunmaktadır. Enflasyon ise, ithalat fiyatlarındaki gerileme dolayısıyla düşmektedir. Bu gelişmeler, para politikası ile toplam talep arasındaki ilişkinin gelişmiş ülke ekonomilerine göre Türkiye'de daha zayıf olduğunu göstermektedir.

Brooks (2007), 2006 yılının Mayıs ve Haziran aylarında finansal piyasalarda yaşanan dalgalanma sırasında Türkiye’de para politikasının etkinliğini inceleyerek, para politikasında uygulanan sıkılaştırmaya bankaların kredi arzının nasıl tepki verdiğini analiz etmiştir. Türkiye’de banka kredi kanalının çalışıp çalışmadığına yönelik 33 bankaya ilişkin verilerle kesit veri analizinin gerçekleştirildiği bu çalışmada, parasal aktarım mekanizmasında bankaların önemli bir rol oynadığı bulgusuna ulaşılmıştır. Bankaların likidite durumlarının kredi arzı üzerinde önemli etkisi olduğu tespit edilmiş; böylece para politikasının etkisinin, likidite pozisyonlarına bağlı olarak bankacılık sektörü tarafından güçlendirilebileceği ifade edilmiştir.

Kademli (2007), Türkiye’de faiz oranı, döviz kuru ve banka kredileri kanallarının çalışıp çalışmadığını 1990-2006 dönemine ait üçer aylık verilerle analiz etmiş ve bunun için üç ayrı VAR modeli kullanmıştır. Bu çalışmaya göre; faiz oranı kanalının para arzında yaşanan bir şoka kısa süreli de olsa anlamlı tepkiler verdiği, döviz kuru kanalının yaşanan şoka anlamsız ve ilgili teoriyle uyumsuz tepkiler verdiği, banka kredileri kanalının ise para arzındaki şoka anlamlı fakat kısa dönemli ve zayıf tepkiler verdiği bulgularına ulaşılmıştır. Bu bulgular doğrultusunda, Türkiye’de para politikasının etkinliği açısından faiz oranı kanalının işlediği, döviz kuru ile banka kredileri kanallarının ise çalışmadığı değerlendirilmiştir.

Kasapoğlu’na (2007) göre, Türkiye’de döviz kuru kanalı fiyatlar genel seviyesini önemli ölçüde etkilerken reel sektör üzerinde belirleyici değildir. Türkiye’de üretim çoğunlukla ithal girdilerle gerçekleştirildiği için, döviz kuru şoklarının reel aktivitede yarattığı olumsuz etkilerin, ihracat artışının olumlu etkisiyle karşılandığı düşünülebilir. Bununla birlikte, Türkiye’de varlık fiyatları ve kredi kanallarının çalıştığına yönelik bulgular da elde edilememiştir. Çalışmada elde edilen bu sonuçlara gerekçe olarak; hisse senedi piyasasının derin olmaması, bütçe açıklarının iç borçlanma ile finanse edilmesi ve dolayısıyla reel faizlerin yükselmesi ve bankaların finansal aracılık faaliyeti yerine DİBS’e yönelmesi gibi gelişmeler gösterilmiştir.

Akkılıç (2007) hazırladığı doktora tezinde Türkiye’de parasal aktarım mekanizmasını etkileyen çeşitli faktörleri incelemiş; 1995-2006 dönemi için

Türkiye’de faiz ve döviz kuru kanallarının etkinliğini VAR modeline dayanarak test etmiştir. Teoride daraltıcı para politikasının, yani faiz oranındaki artışların fiyatlar genel seviyesini düşürmesi beklenir. Dışa açık makro ekonomilerde faiz oranlarının yükselmesinin reel kurları yükselteceği düşünülür. Ancak, çalışmada aksi yönde olgularla karşılaşılmış; TEFE faiz şokuna birikimli olarak yaklaşık %3 düzeyinde artış şeklinde tepki verirken, reel efektif döviz kuru da faizlerdeki bir standart sapmalık şoku %1’lik düşüş ile karşılamıştır. Bu sonuçlar çerçevesinde, döviz kuru hedeflemesi enflasyonun kontrolünde daha etkin olsa da ödemeler bilançosunun sürdürülebilirliği açısından faize göre daha riskli bir politika aracı olmaktadır.

Aktaş ve diğerleri (2008) çalışmalarında, 2004-2008 dönemi için yaptıkları regresyon analizleri ile Türkiye’de geleneksel aktarım mekanizmasını incelemişlerdir. Bu çalışmada elde edilen bulgulara göre, politika faizi değişiklikleri mali piyasalarda, özellikle de bono-tahvil faizleri üzerinde etkili olmaktadır. Hisse senedi fiyatlarının para politikası sürprizlerine istatistiksel olarak anlamlı tepki vermedikleri, döviz kuru tepkisinin ise küçük olduğu bulunmuştur. Para politikası aktarım mekanizmasının faiz kanalı, piyasa faiz oranları aracılığıyla etkili olmaktadır. Ancak, bu bulgular elde edilen örneklem ile sınırlıdır. İncelenen dönemde para politikası sürprizleri belli büyüklükleri aşmamış ve Türkiye ekonomisi genel bir büyüme eğilimi içinde olmuştur.

Topçu (2008), döviz kuru kanalının çalışıp çalışmadığını, 1989-2007 dönemine ilişkin üçer aylık verilerle VAR modelinden faydalanarak araştırmıştır. Bu çalışmaya göre, Türkiye’de döviz kuru hareketleri çıktı üzerinde önemli bir etkiye sahiptir. Cengiz’e (2009) göre, Türkiye ekonomisi için döviz kuru kanalı işlemekte ve özellikle fiyatların gelişimi açısından döviz kuru değişkeni önem arz etmektedir. Örnek (2009) ise, çalışmasında parasal aktarım mekanizması kanallarının işleyişini 1990-2006 dönemine ait üçer aylık verilerle kurduğu VAR modeli aracılığıyla incelemiştir. Çalışmada, VAR modelinden elde edilen etki-tepki fonksiyonları ve varyans ayrıştırması sonuçları çerçevesinde, Türkiye’de geleneksel faiz oranı ve döviz kuru kanallarının çalıştığı, varlık fiyatları kanalının alt dalı olan hisse senedi fiyatları kanalı ile banka kredi kanalının ise çalışmadığı sonucuna ulaşılmıştır.

Son olarak, Karaca (2010) hazırladığı yüksek lisans tezinde, 2002-2009 dönemine ilişkin aylık verileri kullanarak VAR modelinden elde edilen etki-tepki fonksiyonlarına göre faiz oranı, döviz kuru, varlık fiyatları ve kredi kanallarını analiz etmiştir. Çalışmada varyans analizinden elde edilen sonuçlar, etki-tepki fonksiyonlarının analizinden elde edilen sonuçları desteklemiştir. Yapılan ampirik analiz sonucunda, Türkiye’de 2001 krizi sonrasındaki dönemde para politikasının etkinliği açısından, faiz oranı ve varlık fiyatları kanallarının çalıştığı; buna karşılık döviz kuru ve kredi kanallarının çalışmadığı sonucuna ulaşılmıştır.

4.1.3. Para Politikasının Etkinliğine Yönelik Temel Çalışmalar

Son zamanlarda ekonometri alanında zaman serisi analizlerinde yaşanan hızlı gelişmeler, enflasyon ve üretim üzerinde etkili olan temel para politikası araçlarının daha ayrıntılı olarak incelenmesine olanak tanımıştır. Böylece para politikasının etkinliği için sadece faiz oranının kullanılması gerektiği yönündeki teorik ve ülke örneklerine dayalı yerleşik görüş değişmeye başlamıştır. Tablo 4.1’de özetlenen çalışmaların tamamı dikkate alındığında, uygulamalı çalışmalarda net bir görüş birliğinin sağlanamadığı, özellikle gelişmekte olan ülkelerde para politikasının etkinliği açısından makroekonomik istikrarı sağlamak adına sadece faiz oranının kullanılmasının yeterli olmadığı ortaya çıkmaktadır.

Literatürdeki uygulamalı çalışmaların para politikası araçları ile enflasyon arasında istikrarlı ve öngörülebilir bir ilişki olması gerektiği üzerine odaklandığı görülmektedir. Bu doğrultuda söz konusu çalışmalarda ilk başta temel para politikası aracı olarak faiz oranının enflasyon üzerindeki etkisi incelenmiş, daha sonra ise özellikle gelişmekte olan ülkeler için faiz oranına ek olarak para arzı ve döviz kurunun etkileri de analize dâhil edilmiştir. Böylelikle kurala dayalı para politikasının sorgulandığı bir literatür çerçevesi ortaya çıkmıştır. Faiz oranı, döviz kuru ve para arzı gibi temel para politikası araçlarının enflasyonu düşürmek ve uzun dönemde fiyat istikrarını sağlamak konusundaki etkileri nedeniyle, para politikası stratejilerine yönelik tercihler büyük önem kazanmaktadır. Çünkü fiyat istikrarının aynı zamanda finansal istikrar ve makroekonomik istikrar için gerekli koşul olduğu varsayılmaktadır. Bu bağlamda 2002-2012 yılları arasında yapılan uygulamalı çalışmalara ilişkin literatür özeti Tablo 4.1’de verilmiştir.

Tablo 4.1: Temel Para Politikası Araçlarının Etkinliğine Yönelik Literatür

Literatür	Ülkeler/Dönem	Yöntem	Sonuç
Pongsaparn (2002)	Türkiye/1989Q2-2002Q1	VAR, VECM, Eşbütünleşme	FO ve DK etkin
Alper (2003)	Türkiye/1987:1-2002:12	VAR, ECM, ARIMA	FO, MS ve DK etkin
Woglom (2003)	G.Afrika/ 1990Q1-2002Q4	VAR	FO ve DK etkin
Altinkemer (2004)	Türkiye/1992:6-2003:9	Eşbütünleşme, VECM	FO ve DK etkin
Örnek (2004)	Türkiye/1987Q1-2002Q4	Eşbütünleşme, Nedensellik	FO, MS ve DK etkin
Diboğlu&Kibritçiğlu (2004)	Türkiye/1980Q1-2002Q3	VAR	FO, MS ve DK etkin
El Sakka&Ghali (2005)	Mısır/1969-2000	Eşbütünleşme	FO, MS ve DK etkin
Saatçiğlu&Korap (2006)	Türkiye/1988:1-2004:12	VAR	FO ve DK etkin
Hu (2006)	66 Ülke/1980-2000	Panel Veri Analizi	FO etkin
Yılmazkuday (2007)	Türkiye/2001:8-2005:1	GMM	FO etkin
Yapraklı (2007)	Türkiye/2001:3-2007:3	VAR	FO ve MS etkin
Peker (2007)	Türkiye/1988:1-2004:12	VAR	FO, MS ve DK etkin
Gürbüz (2008)	Türkiye/1987Q1-2008Q1	VAR	FO ve DK etkin
Poon&Tong (2009)	Malezya/1976:1-2007:12	Eşbütünleşme	FO, MS ve DK etkin
Nogueira&Ledesma (2009)	Brezilya/1995:1-2007:12	EKK, VAR	FO etkin
Aliyu&Englana (2009)	Nijerya/1986Q1:-2006Q4	VAR	FO ve DK etkin
Cerisola&Gelos (2009)	Brezilya/2001:1-2006:7	EKK, GMM	FO ve DK etkin
Kaytancı (2009)	Türkiye/2002:1-2007:12	VECM	FO ve DK etkin
Koçyiğit (2009)	Türkiye/1996:12-2008:12	SVAR	1996-2001: DK etkin 2002-2008: FO etkin
Perera (2010)	Sri Lanka/2003:2-2008:2	VAR, Nedensellik	FO ve DK etkin
Cavoli (2010)	4 Güneydoğu Asya Ülkesi/1999:1-2008:11	VAR	FO etkin
Filho (2010)	EH uygulayan ülkeler/2001Q1-2009Q2	EKK	FO etkin
Poon (2010)	Güneydoğu Asya Ülkeleri/1980Q1-2004Q4	ARDL	DK etkin
Karagöz&Ergün (2010)	Türkiye/1987Q1-2007Q4	ARDL	FO, MS ve DK etkin
Düzgün (2010)	Türkiye/1987Q1-2007Q3	ARDL	MS etkin değil
Berger ve Osterholm (2011)	Euro Bölgesi/ 1970Q3-2006Q4	VAR, Nedensellik	FO ve MS etkin
Kibritçi Artar (2011)	Türkiye/2003:1-2008:9	VAR	FO etkin
Benchimol ve Fourçans (2012)	Euro Bölgesi/ 1990Q1-2009Q4	DSGE Tahmini	MS etkin, FO etkisi azalmış
Yapraklı ve Kaplan (2012)	Türkiye/2006:5-2011:4	Eşbütünleşme, VECM	FO ve DK etkin
Cambazoğlu ve Karaalp (2012)	Türkiye/2005:1-2010:7	VAR	MS etkin
Süslü ve Dişbudak (2012)	Türkiye/2002Q1-2011Q2	ARDL	DK etkin

Not: Tabloda faiz oranı için FO, döviz kuru için DK, para arzı için MS, vektör otoregresyon analizi için VAR, yapısal vektör otoregresyon analizi için SVAR, genelleştirilmiş momentler yöntemi için GMM, vektör hata düzeltme mekanizması için VECM, hata düzeltme mekanizması için ECM, en küçük kareler yöntemi için EKK, dinamik stokastik genel denge tahmini için DSGE ve gecikmesi dağıtılmış otoregresif model için ARDL kısaltmaları kullanılmıştır.

Kaynak: Yapraklı ve Kaplan'ın (2012:191) çalışmasından yola çıkılarak hazırlanmıştır.

Hu (2006), Nogueira ve Ledesma (2009) ve Cavoli (2010) tarafından yapılan çalışmalarda, finansal yenilikler nedeniyle para arzının ve reel kurlarda şiddetli dalgalanmalara ve dolayısıyla ekonomik istikrarsızlıklara yol açan döviz kuru ayarlamalarının para politikası açısından etkinliklerini yitirdikleri ortaya konulmuştur. Bu çalışmaların sonuçlarına göre, esnek döviz kuru sistemi altında önceki dönem değerine bağımlılığı yüksek olan faiz oranı, faiz düzleştirmesi yoluyla öngörülebilirliği yüksek ve özel kesim enflasyon beklentilerini yönlendirme gücüne sahip olmaktadır.

Woglom (2003), Cerisola ve Gelos (2009), Aliyu ve Englama (2009) ve Perera (2010) tarafından yapılan çalışmalarda ise özellikle küçük ve dışa açık ekonomilerde dışa bağımlılık, dalgalanma korkusu ve para ikamesi gibi nedenlerle döviz kurunun dikkate alınması gerektiği belirtilmiştir. Sadece faiz oranına dayanan bir para politikası çerçevesi ancak dışa kapalı ekonomilerde uygulanabilmektedir. Diğer taraftan, Berger ve Osterholm (2011) para arzının tamamen içselleşmediğini ve enflasyon üzerinde hâlâ etkilere sahip olduğunu ortaya koymuştur. Yazarlara göre, enflasyon beklentilerini kırabilmenin yolu para arzına sınırlar koymaktan geçmektedir. Buna rağmen, para politikası kurala dayalı olarak değil ekonominin koşullarına göre faiz oranı ve para arzı çerçevesinde kullanılmalıdır.

El Sakka ve Ghali (2005) ile Poon ve Tong (2009) yaptıkları çalışmalarda, sadece faiz oranına dayanan bir para politikası çerçevesinin makroekonomik istikrar için yeterli olmadığını vurgulamışlardır. 2000'li yıllarda uluslararası ekonominin geldiği nokta nedeniyle faiz oranı, para arzı ve döviz kuru gibi temel para politikası araçlarından oluşan ve hem fiyat hem üretim hem de finansal istikrarı hedefleyen yeni bir kural benzeri para politikası stratejisinin benimsenmesi gerektiğini ifade etmişlerdir. Poon (2010) başka bir çalışmasında Güneydoğu Asya ülkeleri için aktarım mekanizmasının temel unsurlarından oluşan bir para politikası seti oluşturmaya çalışmış, ARDL yöntemini kullandığı çalışmasında döviz kurunun faiz oranına göre dışa açık küçük ülkelerde daha etkin olduğu sonucuna varmıştır.

Diğer taraftan, Filho (2010) çalışmasında 2008 küresel finans krizi sırasında enflasyon hedeflemesi uygulayan ve uygulamayan ülkelerin ekonomik performanslarını para politikası açısından karşılaştırmalı olarak analiz etmiştir.

Enflasyon hedeflemesinin getirdiği politika esneklikleri nedeniyle, bu stratejiyi uygulayan ülke ekonomilerinin kriz sırasında GSYH ve istihdam açısından enflasyon hedeflemesi uygulamayan ülkelere göre daha iyi performans gösterdiğini ortaya koymuştur.

Benchimol ve Fourçans (2012) çalışmalarında Euro Bölgesi için krizler sırasında para politikasının rolünü iki ayrı dinamik stokastik genel denge (DSGE) modeli üzerinden test etmişlerdir. Euro Bölgesi'nin maruz kaldığı üç farklı kriz (1992, 2001 ve 2007) boyunca para politikasının çıktı üzerindeki rolünün anlamlı biçimde azaldığı tespit edilmiştir. Kriz dönemlerinde çıktıda meydana gelen dalgalanmalar üzerinde para arzının rolünün giderek arttığı ortaya konulmuştur. En önemlisi de 2007 yılında ABD ve Euro Bölgesi'nde etkisini gösteren ve 2008 yılında küresel boyuta yayılan finansal kriz sırasında para politikasının çıktı dalgalanmalarını etkilemekte yetersiz kaldığı vurgulanmıştır.

Türkiye üzerine yapılan uygulamalı çalışmaların bir kısmında⁴³ para politikasının etkinliği açısından döviz kurunun da dikkate alınması gerektiği sonucuna ulaşılmış ve faiz oranı ile döviz kurunun fiyat ve makroekonomik istikrar üzerinde etkili olduğu vurgulanmıştır. Diğer çalışmalarda⁴⁴ faiz oranı, para arzı ve döviz kurunun makroekonomik istikrar üzerinde etkili olduğu yönünde bulgular elde edilmiş ve bu üç temel para politikası aracı arasındaki ilişkilerin politika etkinliğine olumsuz yansıdığı ifade edilmiştir. Azınlıkta kalan bir grup çalışma⁴⁵ ise esnek döviz kuru sistemi altında uygulanan para politikası çerçevesinde faiz oranının fiyat istikrarını sağlamak adına etkin olacağını iddia etmiştir.

Türkiye üzerine yapılan son uygulamalı çalışmalardan biri olan Cambazoğlu ve Karaalp (2012), esnek döviz kuru rejimini benimseyen Türkiye'de döviz kuru kanalının çıktı ve fiyat üzerindeki etkinliğini VAR modeliyle sorguladıkları çalışmalarında, faiz kanalı etkilerini de içeren döviz kuru kanalının etkin olduğu sonucuna ulaşmışlardır. Diğer bir çalışmada, Yapraklı ve Kaplan'a (2012: 203) göre,

⁴³ Pongsaparn (2002), Altınkemer (2004), Saatçioğlu ve Korap (2006), Gürbüz (2008) ve Kaytancı (2009).

⁴⁴ Alper (2003), Diboğlu ve Kibritçioğlu (2004), Örnek (2004), Peker (2007), Yapraklı (2007) ve Karagöz ve Ergün (2010).

⁴⁵ Yılmazkuday (2007), Koçyiğit (2009) ve Kibritci Artar (2011).

döviz kuru ile enflasyon arasında var olan ilişki, 2000'li yıllarda Türkiye'de yürütülen para politikasının etkinliğine zarar vermektedir. Çalışmada TCMB'nin döviz kuruna yönelik müdahalelerinde daha şeffaf ve faiz ile döviz kuruna yönelik para politikası uygulamalarında daha dikkatli olması gerektiği savunulmuştur. Çünkü Türkiye ekonomisinde enflasyon, faiz oranı ve döviz kuru birbirini etkilemektedir. Bu çalışmaya göre, Türkiye'de para politikasının etkin olabilmesi için, enflasyon ile döviz kuru ve para arzı arasındaki ilişki zayıflatılmalıdır.

Süslü ve Dişbudak (2012), ARDL yöntemini kullandıkları çalışmalarında Merkez Bankası'nın toplam talebi yönlendirmek konusundaki etkinliğini araştırmış ve politika faizi aracının bu doğrultuda etkinliğinin zayıf olduğu sonucuna ulaşmışlardır. Süslü ve Dişbudak'a (2012) göre, Türkiye'de toplam talebi yönlendirmek konusunda döviz kuru önemli bir etkiye sahiptir ve Merkez Bankası para politikası setini oluştururken döviz kurunu dikkate almak zorundadır.

4.2. Ekonometrik Metodoloji

Zaman içinde gözlemlenen ölçümlerin bir dizisi olarak tanımlanan ve uygulamalı ekonometri çerçevesinde geniş bir uygulama alanı bulan zaman serileri analizi, bir zaman serisinin kendi olasılık yapısının belirlenmesi ve gelecekteki durumunun öngörülmesi veya birden fazla zaman serisi arasındaki ilişkilerin belirlenmesi işlemi olarak özetlenmektedir. Bir iktisadi zaman serisini tanımlayan stokastik sürecin birim kök taşıyıp taşımadığı, iktisadi denge analizi ile yakından ilişkili olan önemli bir sorundur. Ekonomik kriz başta olmak üzere pek çok neden, zaman serilerinde yapısal kırılmalar meydana getirebilmekte ve bu durum analiz sürecini zorlaştırmaktadır. Dolayısıyla bu kısımda çalışmanın temel ekonometrik yöntemi de dâhil olmak üzere, söz konusu uygulama süreçlerinin teorik olarak tanıtılması gerekmektedir.

4.2.1. Birim Kök Testleri

Zaman serisi verileriyle yapılan regresyon analizinde, geçmiş ve gelecek değerler arasındaki tarihsel ilişkiler durağanlık kavramı ile biçimlendirilmektedir. Zaman serilerinin durağan olması, varyansın ve ortalamasının zaman içinde sabit

olması ve gecikmeli iki zaman periyodundaki değişkenlerin ko-varyansının değişkenler arasındaki gecikmeye bağlı olup, zamana bağlı olmaması durumunu ifade etmektedir. Durağanlık koşulunun sağlanamaması durumunda zaman serileri trend içermektedir. Zaman serilerinin durağan olmaması, stokastik ya da deterministik trend içermelerine neden olmaktadır. Bu özelliklere sahip zaman serilerinin kullanıldığı model tahminlerinde ve regresyon denklemlerinde sahte regresyon benzeri aldatıcı durumlar ortaya çıkmaktadır (Stock ve Watson, 2011: 549-551).

Zaman serileri üzerinden yapılacak ekonometrik analizlerde anlamlı sonuçlara ulaşabilmek ve değişkenler arasında anlamlı bir uzun dönemli ilişkiden söz edebilmek için, serilerin durağan olması gerekmektedir. Yani değişkenlerin ortalama ve varyans gibi özelliklerinin zaman içinde değişmemesi gerekmektedir. İktisadi zaman serilerinin çoğu, çeşitli faktörlerin etkisi nedeniyle zaman içinde durağan olmayan bir seyir izleyebilmektedirler. Durağan olmayan zaman serileri ise birinci ya da ikinci farkları alındığında genellikle durağan hale gelmektedir (Karagöz ve Ergün, 2010: 177-178). Ancak, ikinci dereceden durağan bir seri, zayıf durağan olarak adlandırılmaktadır. Durağan özellikler sergileyen seriler geçmişe ilişkin çok az bilgi taşımakta ve böylelikle herhangi bir şokun etkisi geçici olmaktadır. Durağan olmayan seriler ise geçmişte yaşanan bir şokun kalıcı etkilerini barındırmaktadırlar (Elma, 2008: 9).

Bir değişkeni durağan hale getirmek amacıyla kaçınıcı kere farkı alınıyorsa o dereceden bütünleşik hale gelmektedir. Farkının alınmasına gerek kalmayan ve düzey değerinde durağan olan bir değişken $I(0)$ olarak ifade edilmektedir. Durağanlaştırma sürecinde bir kere farkı alınan değişken eğer birinci fark ile birlikte durağan hale gelirse, birinci dereceden bütünleşik, yani $I(1)$ olmaktadır (Karagöz ve Ergün, 2010: 179). Durağanlaştırma sürecinin amacı, serinin bünyesinde barındırdığı kalıcı şokların etkisini ortadan kaldırmak ve sadece geçici şokların kalmasını sağlamaktır. Bir zaman serisinin birim kök içermesi, o serinin durağan olmadığı anlamına gelmektedir.

Zaman serilerinin bütünleşme derecelerini belirlemek için uygulamalı literatürde en sık kullanılan test Dickey ve Fuller tarafından geliştirilen Genişletilmiş

(Augmented) Dickey-Fuller (ADF) testidir. ADF testi hata terimlerinin istatistiki olarak bağımsız ve sabit varyansa sahip olduklarını varsaymaktadır. Bu nedenle ADF testi uygulanırken hata terimleri arasında korelasyon olmadığına ve sabit varyansa sahip olduklarına emin olmak gerekir. Bu doğrultuda Phillips ve Perron tarafından ADF testine alternatif olarak hata terimindeki seri korelasyon ve değişen varyansı göz önünde bulunduran parametrik olmayan bir test yöntemi geliştirilmiştir. ADF ve Phillips-Perron (PP) testleri gecikmelere karşı oldukça duyarlıdır (Kutlar, 2005: 307-308). Literatürde Kwiatkowski, Phillips, Schmidt ve Shin (1992) tarafından geliştirilen, KPSS testi olarak ifade edilen ve boş hipotezin birim kök yoktur şeklinde kurulduğu alternatif bir birim kök testi de dâhil birçok birim kök testi olmasına rağmen, bu bölümün kısıtları itibariyle sadece ADF ve PP testleri ile Zivot-Andrews kırılmalı birim kök testi hakkında bilgi verilecektir.⁴⁶

4.2.1.1. Genişletilmiş Dickey-Fuller Kırılmasız Birim Kök Testi

ADF yöntemi yaygınlık kazanmadan önce Dickey ve Fuller (1979) tarafından geliştirilen ve gözlenen serilerde birim kökün varlığını araştıran Dickey-Fuller (DF) testi kullanılmıştır.⁴⁷ Ancak, bu testin çeşitli açılardan yetersiz kaldığı yönündeki eleştirilerin sıklaşması nedeniyle yapılan çalışmalar, yine aynı yazarlar tarafından ADF testinin geliştirilmesini sağlamıştır.⁴⁸ DF testinde otokorelasyon sorunu ile karşılaşılması, DF denkleminin sağ tarafına otokorelasyonu giderecek kadar bağımlı değişkenin gecikmeli değerini eklemeyi gerekli kılmıştır. Hata terimindeki otokorelasyon ve zaman serilerinin hepsinin birinci dereceden otoregresif süreçler şeklinde ifade edilememesi olasılığı nedeniyle ADF testi tercih edilmektedir (Sevüktekin ve Nargeleçekenler, 2005: 288-289).

⁴⁶ Detaylı bilgi için bkz., İgde, E. (2010), *Yapısal Değişiklik Altında Birim Kök Testleri ve Bazı Makro İktisadi Değişkenler Üzerine Uygulamalar*, Yüksek Lisans Tezi, Çukurova Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Adana; Elma, Ç. A. (2008), *Yapısal Kırılmalar Altında Birim Kök Testleri ve Eşbütünleşme Analizi: Para Talebi İstikrarı*, Yüksek Lisans Tezi, Gazi Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Ankara.

⁴⁷ Detaylı bilgi için bkz., Dickey, D. A. ve W. A. Fuller (1979), "Distribution of the Estimators For Autoregressive Time Series with a Unit Root", *Journal of the American Statistical Association*, Vol: 74, s.s. 427-431.

⁴⁸ Detaylı bilgi için bkz., Dickey, D. A. ve W. A. Fuller (1981), "Likelihood Ratio Statistics for Autoregressive Time Series with a Unit Root", *Econometrica*, Vol: 49, No: 4, s.s. 1057-1072.

ADF testi, yüksek dereceden korelasyon sorununu kontrol edebilmek için, bağımlı değişkene ait gecikmeli fark terimlerini açıklayıcı değişkenler arasına dâhil etmektedir. Gecikmeli fark terimlerinin sayısı genellikle ampirik olarak belirlenmektedir. Durağan olmama durumu nedeniyle hipotez sınaması için t istatistiği yerine τ (tau) istatistiği kullanılmaktadır. Sınama için kullanılan E-Views bilgisayar paket programı, τ istatistiğinin MacKinnon kritik değerlerini vermektedir. Bu bağlamda ADF testi için (4.1) numaralı denklem kullanılmaktadır (Tarı, 2010: 389-390).

$$\Delta Y_t = b_0 + b_1 t + \delta Y_{t-1} + \alpha_i \sum_{i=1}^m \Delta Y_{t-i} + \varepsilon_t \quad (4.1)$$

Yukarıdaki denklemde Δ birinci sıra fark operatörünü, m gecikme uzunluğunu, t zaman trendini ve ε_t hata terimini göstermektedir. Hata teriminin ortalamasının 0, varyansının sabit, birbirinden bağımsız ve aynı dağılıma sahip olduğu varsayılmaktadır. H_0 hipotezi, $\delta=0$ ve Y 'de birim kök vardır, dolayısıyla Y durağan değildir şeklinde kurulmaktadır. (4.1) numaralı denklemde H_0 hipotezi üzerinden $\delta=0$ olup olmadığı sınanmaktadır. τ istatistiğinin mutlak değeri %1, %5 ve %10 anlamlılık düzeylerine göre bulunan MacKinnon kritik değerlerinin mutlak değerinden küçükse H_0 hipotezi kabul edilmekte ve serinin durağan olmadığı sonucuna varılmaktadır. Diğer taraftan, büyükse serinin durağan olduğu kabul edilmektedir.

ADF testi açısından en önemli sorun, gecikme uzunluğunun seçilmesidir. Çünkü ADF testinin gücü ve boyut özellikleri modele dâhil edilen gecikme sayısına oldukça duyarlıdır. Artan gecikme uzunluğu serbestlik derecesini azaltmaktadır. Bu nedenle, gecikme uzunluğu m belirlenirken, serbestlik derecesini dikkate alan nispeten küçük ve aynı zamanda hata terimindeki otokorelasyonun varlığını hesap edecek kadar büyük olan seçilmektedir (Elma, 2008: 17). Otoregresif süreçlerde uygun gecikme sayısının belirlenmesinde Akaike Bilgi Kriteri (AIC), Schwarz-Bayesian Kriteri (SBC) ve Hannan-Quinn (HQ) gibi kriterler kullanılmaktadır. Uygulamada yaygın olan AIC ve SBC bilgi kriterleridir. Uygun gecikmenin belirlenmesi için, söz konusu bilgi kriterlerinin minimum değere sahip olması gerekmektedir (İğde, 2010: 17).

4.2.1.2. Phillips-Perron Kırılmasız Birim Kök Testi

DF testlerinde hata terimlerinin istatistiki olarak bağımsız oldukları, normal dağılıma ve sabit varyansa sahip oldukları kabul edilmektedir. Dolayısıyla rassal şoklar arasında otokorelasyon olmadığı varsayılmaktadır. Otoresif (AR) ya da hareketli ortalamalı (MA) olabilen zaman serileri için DF testi AR özelliğini dikkate almaktadır. Bu metodoloji kullanılırken hata terimleri arasında korelasyon olmadığına ve sabit varyansa sahip olduklarına emin olmak gerekmektedir. Aksi takdirde testin gücü azalmaktadır. Bu bağlamda Phillips ve Perron (1988) çalışmalarında geliştirdikleri bir yöntemle ADF testi çerçevesinde kabul edilen varsayımları belli bir ölçüde yumuşatmışlardır.⁴⁹

Phillips ve Perron (1988) Dickey ve Fuller (1981) tarafından ortaya konan hata terimleri ile ilgili varsayımı genişletirken, birim kök için parametrik olmayan yeni bir test geliştirmişlerdir. Geliştirilen bu test ile Phillips ve Perron (1988), rassal şokların dağılımları ile ilgili yeni bir varsayımda bulunmaktadır (Sevüktekin ve Nargeleçekenler, 2005: 307). Çünkü ADF testi birim kökü ve yakın birim kökü ayırt etmek konusunda yetersiz kalmaktadır (Tarı, 2010: 399). DF ve ADF testlerine yönelik bu gibi eksiklikleri eleştiren Phillips ve Perron (1988) literatürde Phillips-Perron (PP) testi olarak bilinen birim kök testini geliştirmişlerdir. DF ve ADF testlerine göre daha esnek bir yapı ortaya koyan PP testini anlamak için aşağıdaki regresyonun dikkate alınması gerekmektedir (Kutlar, 2005: 321).

$$Y_t = m_0 + m_1 Y_{t-1} + \varepsilon_t \quad (4.2)$$

$$Y_t = m^*_0 + m^*_1 Y_{t-1} + m^*_2(t-T/2) + \varepsilon_t \quad (4.3)$$

Yukarıdaki denklemlerde T gözlem sayısını, ε_t hata terimlerinin dağılımını göstermektedir ve hata terimlerinin beklenen ortalaması sifıra eşittir. $E(\varepsilon_t)=0$ olarak ifade edilen bu durum nedeniyle, hata terimleri arasında içsel bağlantı (seri korelasyon) olmaması veya homojen olmaları gibi bir zorunluluk bulunmamaktadır. PP testinde m , m^* ve m_i katsayılarına karşı H_0 hipotez sınamasına başvurulmaktadır. PP birim kök testi sonucunda hesaplanan değerlerin çeşitli anlamlılık düzeylerinde

⁴⁹ Detaylı bilgi için bkz., Phillips, P. C. ve P. Perron (1988), "Testing For A Unit Root In Time Series Regression", *Biométriya*, Vol: 75, s.s. 335-346.

MacKinnon kritik değerlerinden büyük olması durumunda H_0 hipotezi reddedilmekte ve seri durağan hale gelmektedir.

Sonuç olarak, PP testi ADF testinin aksine hata terimleri arasındaki zayıf bağımlılığa ve heterojenliğe izin vermektedir. ADF testindeki AR süreci, PP testinde ARMA sürecine dönüştürülmektedir. PP testinde MA sürecinin analize dâhil edilmesi, trend durağanlık kavramının testini daha güçlü kılmaktadır. Trend içeren serilerde MA süreçlerinin artan olması, PP testini daha güçlü yapmaktadır. MA süreçlerinin azalan olması, yani hata terimlerinin beklenen ortalamasının sıfıra yaklaşması ise ADF testini daha güçlü hale getirmektedir.

4.2.1.3. Zivot-Andrews Yapısal Kırılmalı Birim Kök Testi

Ekonomi politikasında ya da ekonomik yapıda ortaya çıkan değişimler ve ekonomik krizler, örneklemin seyrinde değişikliklere ve böylelikle kitle regresyon fonksiyonunda değişmeye yol açmaktadır. Bir ekonomide bu tür değişimler ya da kırılmalar gerçekleşiyorsa, bu gelişmeleri ihmal eden bir regresyon modeli, çikarsama ve öngörü yapmak açısından yanıltıcı olacaktır. Kırılmalar ya farklı bir tarihteki kitle regresyon katsayılarında oluşan değişimin kesikli olmasından ya da uzunca bir süre katsayıların kademeli gidişatından kaynaklanmaktadır. Bu açıdan makroekonomik verilerdeki kırılmanın bir kaynağı makroekonomik politikadaki büyük bir değişim olabilmektedir (Stock ve Watson, 2011: 570-571).

Dolayısıyla makroekonomik değişkenlere ait zaman serilerinde herhangi bir dönemde başlayan ve belli bir süre etkisini sürdüren değişimler, yapısal kırılma olarak adlandırılmaktadır. Serideki trend değerinde ani sıçrama, trendin eğiminde ani değişim veya birim kökte ani değişim, yapısal kırılma olarak görülmektedir (Tarı, 2010: 403). Ekonometrik analizlerde kullanılan ve yukarıda açıklanan birim kök testleri, serilerdeki yapısal kırılmaları dikkate almamaktadır. Kullanılan zaman serilerinde kırılma olması durumunda, bu kırılma dikkate alınmadan yapılan birim kök testlerinde serilerin durağan çıkmama yönünde güçlü bir eğilimi olduğu görülmektedir. Ancak, kırılmalar dikkate alındığında durağan çıkmayan birçok seri durağan özellikler göstermektedir. Bu nedenle, birim kök testlerinden daha gerçekçi

sonuçlar elde etmek için serideki kırılmaları dikkate alan birim kök testlerinin kullanılması gerekmektedir (Elma, 2008: 2).

Bu testlerden Perron (1989) ve Zivot-Anreus (1992) birim kök testleri, DF, ADF ve PP testlerine alternatif olarak serideki yapısal kırılmaları dikkate almış ve değişkenlerin durağanlıklarını incelemiştir. Perron (1989), zaman serilerinde yapısal kırılma ortaya çıktığında ADF birim kök testinin gücünün azaldığını göstermiş ve yapısal kırılmaya uygun bir test prosedürü geliştirmiştir.⁵⁰ Bu yeni yaklaşımda yapısal kırılma tarihinin önceden bilinmesi gerekmektedir. Zivot ve Andrews (1992) ise çalışmalarında, verilerin görsel incelenmesi veya ön bilgiye dayanarak kırılma tarihinin önceden seçilmesinin, birim kök ön savının reddedilmesi olasılığını artıracaklarını iddia etmişlerdir (Hasanov, 2008: 200). Zivot-Andrews birim kök testinin temelini teşkil ettiği için öncelikle Perron (1989) tarafından geliştirilen testi kısaca ele almak gerekmektedir.

Perron (1989), birçok makroekonomik zaman serisinin birim kök ile karakterize edilemeyeceğini ifade etmiş, zaman boyunca meydana gelen önemli yapısal değişimlerin dikkate alınması durumunda bu serilerin durağan hale gelebileceğini öne sürmüştür ve yapısal kırılma tarihinin bilindiği varsayımı altında, söz konusu kırılmanın modele dâhil edildiği bir birim kök testi geliştirmiştir (Yılcı, 2009: 326). Bunu yaparken, sistem üzerinde kalıcı etkilere neden olan rassal şoklardan oluşan hipotezleri reddetmiştir. Perron (1989) tarafından geliştirilen yapısal kırılma durumundaki birim kök testi, tek kırılma tarihinin “dışsal” olarak belirlenmesine dayanmaktadır.

Perron (1989), T_B 'nin kırılma zamanını gösterdiği varsayımı altında, trend fonksiyonunda dışsal değişmeye maruz kalan deterministik zaman trendinin durağan olduğu alternatif hipotezine karşılık, $\{Y_t\}_1^T$ serisinin sabit ile birlikte birim köke sahip olduğu ve $1 < T_B < T$ zamanında bir dışsal yapısal kırılmanın olduğu H_0 hipotezini test etmiştir. Bu doğrultuda, yapısal kırılma altında serileri incelemek için üç farklı model geliştirmiştir. Modellerden ilki serinin düzeyinde, ikincisi ise büyüme oranında dışsal

⁵⁰ Detaylı bilgi için bkz., Perron, P. (1989), “The Great Crash, The Oil Price Shock and the Unit Root Hypothesis”, *Econometrica*, Vol: 57, No: 6, s.s. 1361-1401.

bir değişikliğe izin verirken, üçüncüsü her iki değişikliği de göstermektedir. Temel hipotez altında üç model şu şekildedir (Perron, 1989: 1364);

$$\text{Model A: } Y_t = \mu + \alpha Y_{t-1} + \delta_1 D(T_B)_t + \varepsilon_t \quad (4.4)$$

$$\text{Model B: } Y_t = \mu + \alpha Y_{t-1} + \delta_2 DU_t + \varepsilon_t \quad (4.5)$$

$$\text{Model C: } Y_t = \mu + \alpha Y_{t-1} + \delta_1 D(T_B)_t + \delta_2 DU_t + \varepsilon_t \quad (4.6)$$

Bu modellerde yer alan t zamanı göstermek üzere, Model A için $t = T_B + 1$ iken $D(T_B)_t = 1$ ve aksi durumda $D(T_B)_t = 0$ olduğu H_0 hipotezi serinin düzeyde birim kök olduğunu göstermektedir. Burada $D(T_B)$ düzeydeki değişimi gösteren bir gölge değişkenidir. Serinin eğimindeki değişimi gösteren Model B için $t > T_B$ olduğunda $DU_t = 1$, diğer durumlarda ise 0 değerini almaktadır. Modelde $t > T_B$ iken eğim $\mu + \delta_2$ ve tersi durumda μ olmaktadır. Hem düzeyde hem de eğimdeki değişimi gösteren Model C dâhil olmak üzere bütün modellerde H_0 hipotezi incelenen zaman serisinin birim kök, alternatif hipotez ise durağan olmasını ifade etmektedir.

Karar aşamasında hesaplanan test istatistik değerinin Perron (1989) tablo kritik değerinden mutlak değer olarak büyük olması ya da diğer bir ifadeyle daha negatif olması durumunda H_0 hipotezi reddedilmekte ve seride birim kök olmadığı sonucuna ulaşılmaktadır. Böylelikle analiz edilen serinin kırıklı bir trend doğrusu etrafında durağan olduğu ve şokların geçici bir etkiye sahip oldukları ortaya çıkmaktadır. Ancak, yukarıdaki sınama açısından tersi yönde bir sonuç ortaya çıktığında H_0 hipotezi reddedilememekte ve seride birim kök tespit edilmektedir.

Perron (1989), birçok iktisadi zaman serisinin Model A ve Model C'den faydalanarak modellenebileceğini belirttiği için, kırılmalı birim kök testlerinde genellikle bu iki model kullanılmaktadır (Yılcı, 2009: 327). Diğer taraftan, bu testin getirdiği kırılma noktasının bilindiği varsayımı üzerinden yapılan eleştiriler, kırılma tarihinin dışsal olarak belirlenmesi nedeniyle veriden bağımsız olduğu varsayılan test stratejisinin tutarlı olmadığını savunmaktadır (Libanio, 2005: 155). Bu noktadan yola çıkan Zivot ve Andrews (1992), söz konusu test yaklaşımı yerine

serideki yapısal kırılma dönemi hakkında önsel bir bilgiye sahip olunmadan kırılmayı içsel olarak alan başka bir test geliştirmişlerdir.⁵¹

Zivot-Andrews kırılmalı birim kök testi çerçevesinde, kırılma noktasının veriye bağlı bir süreçte gerçekleştiği vurgulanmakta ve böylelikle veri kaybının önlenmesi savunulmaktadır. Kırılma noktaları seçilirken önceki gözlemlerin dikkate alınmaması, ön test ile ilgili sorunlar ortaya çıkarabilmektedir. Bu test süreci için temel amaç, trend durağanlığını en çok destekleyen kırılma noktasını hesaplamaktır. Bu bağlamda Zivot-Andrews birim kök testi için aşağıdaki üç model dikkate alınmaktadır (Zivot ve Andrews, 1992: 254);

$$\text{Model A: } Y_t = \mu + \beta_t + \alpha Y_{t-1} + \theta_1 DU(\varphi) + \sum_{i=1}^k c_i \Delta Y_{t-i} + \varepsilon_t \quad (4.7)$$

$$\text{Model B: } Y_t = \mu + \beta_t + \alpha Y_{t-1} + \theta_2 DT(\varphi) + \sum_{i=1}^k c_i \Delta Y_{t-i} + \varepsilon_t \quad (4.8)$$

$$\text{Model C: } Y_t = \mu + \beta_t + \alpha Y_{t-1} + \theta_1 DU(\varphi) + \theta_2 DT(\varphi) + \sum_{i=1}^k c_i \Delta Y_{t-i} + \varepsilon_t \quad (4.9)$$

Perron kırılmalı birim kök testinde olduğu gibi Model A düzeyde, Model B eğimde ve Model C ise hem düzeyde hem de eğimde meydana gelen yapısal değişimi yansıtmaktadır. Burada $t = 1, 2, 3, \dots, T$ tahmin dönemini, $\varphi = T_B/T$ kırılma noktasını ve T_B kırılma zamanını göstermektedir. Kukla değişkenlerden $DU(\varphi)$ düzeyde kırılmayı ifade etmekte ve $t > T_B$ iken $DU(\varphi) = 1$, tersi durumda ise 0'a eşit olmaktadır. Diğer gölge değişken $DT(\varphi)$ trend üzerinde meydana gelen yapısal değişimi göstermekte ve $t > T_B$ iken $DT(\varphi) = t - T_B$ değerini almaktadır. Diğer durumda ise yine $DT(\varphi) = 0$ değeri ortaya çıkmaktadır (Çatık, 2006: 10). Hata terimindeki olası otokorelasyonu engellemek için denklemlerin sağ tarafına ΔY_{t-i} terimleri eklenmektedir (Antoshin vd., 2008: 6-7).

⁵¹ Detaylı bilgi için bkz., Zivot, E.ve D. Andrews (1992), "Further Evidence on the Great Crash, The Oil-Price Shock and the Unit Root Hypothesis", *Journal of Business&Economic Statistics*, Vol: 10, No: 3, s.s. 251-270.

Zivot-Andrews kırılmalı birim kök testinin uygulanmasında örneklem içindeki her bir dönem olası kırılma dönemi olarak alınmakta ve böylelikle kukla değişkenler oluşturulmaktadır. Bu süreçte α katsayısı için t istatistikleri elde edilmekte ve örneklemin tümü için uygulandıktan sonra söz konusu t istatistiğinin minimum elde edildiği dönem kırılma dönemi olarak seçilmektedir. Bunun için de elde edilen t istatistiği Zivot ve Andrews (1992) tarafından oluşturulan kritik değerler ile karşılaştırılmaktadır. Elde edilen t istatistiği mutlak değer olarak kritik değerlerden küçük olursa, serinin birim kök içerdiğini ifade eden H_0 hipotezi kabul edilmektedir. Tersine gerçekleşir ve t istatistiği büyük olursa, bu durumda H_0 hipotezi reddedilmekte ve serinin yapısal kırılmayla birlikte durağan olduğunu belirten alternatif hipotez kabul edilmektedir. Bu test seride tek bir kırılmanın varlığını araştırmasına karşın, uzun dönemde birden fazla kırılmayı dikkate alan testler gerekebilmektedir (Barışık ve Çevik, 2008: 117-118).

4.2.2. Bai-Perron Çoklu Yapısal Kırılma Testi

Makroekonomik zaman serilerinde krizler ve politika değişiklikleri gibi nedenlerle zaman içerisinde yapısal değişiklikler oluşabilmekte ve bazı durumlarda ekonometrik analizlerde tahminlerin doğruluğunu ve güvenilirliğini artırmak için söz konusu kırılmaların modellere dâhil edilmesi gerekebilmektedir (İlgün, 2010: 242). Bir önceki kısımda incelenen ve tek kırılmalı birim kök testi olarak bilinen Zivot-Andrews birim kök testi, Perron'un (1989) çalışmasından yola çıkarak serilerdeki tek kırılmayı vermektedir. Ancak bazı durumlarda belli bir dönem itibarıyla yaşanan ekonomik dalgalanmalar ve şoklar nedeniyle birden fazla kırılma ortaya çıkabilmektedir. Stock ve Watson'a (2011: 571) göre kırılmalar, kitle regresyonun zaman içinde genişlemesi ile çok yavaş şekilde de meydana gelebilmektedir. Ekonomi politikasında zamana yayılan yavaş gelişmeler ve ekonomik yapıda süregelen değişimler nedeniyle bu tür durumlar görülebilmektedir.

Bu bağlamda serilerde çoklu yapısal kırılmanın tespiti için Bai ve Perron (1998) tarafından alternatif bir yaklaşım geliştirilmiştir. Serilerdeki yapısal kırılmaları içsel olarak belirleyen bu analiz, Zivot-Andrews gibi aynı zamanda bir birim kök testi değildir. Bu yöntem, kırılmalar tespit edilirken teste açıklayıcı değişkenler eklemekte ve böylelikle önemli bir avantaj sunmaktadır. Dinamik

programlamaya dayanan bu test, hata kareleri toplamının global minimizasyonunu sağlayan bir algoritma geliştirmiştir. Bu algoritma her bir kırılma noktası için EKK yöntemini gerektirmektedir. Y ifadesi t zamanında gözlenen bağımlı değişkeni, x ve z sırasıyla $(p \times 1)$ ve $(q \times 1)$ boyutlu bağımsız değişken vektörlerini göstermek üzere m kırılmalı çoklu doğrusal regresyon denklemi aşağıdaki gibi gösterilmektedir (Bai ve Perron, 1998: 48-49):

$$Y_t = x_t' \beta + z_t' \delta_j + u_t \quad t = T_{j-1} + 1, \dots, T_j \quad \text{ve} \quad j = 1, \dots, m + 1 \quad (4.10)$$

Bu modelde β ve $\delta_j, j = 1, \dots, m + 1$ olmak üzere katsayılar vektörünü ve son olarak u_t ise t zamanına karşılık gelen hata terimini göstermektedir. Kırılma noktaları olarak tanımlanan T_1, \dots, T_m 'lerin önceden bilinmediği varsayılmaktadır. Dolayısıyla $T_0 = 0$ ve $T_{m+1} = T$ eşitlikleri söz konusu olmaktadır. Burada β parametresi değişimlere bağlı olmadığı için yukarıdaki model kısmi yapısal değişim modeli olmaktadır. Modelin tahmini tüm dönem kullanılarak gerçekleştirilmektedir. Bu bağlamda $p = 0$ olması durumunda bütün parametrelerin değişebilirliğinin söz konusu olduğu salt model elde edilmektedir. Bütün bunlar gerçekleşirken hata terimi u_t 'nin varyansının sabit olması gerekmektedir (Emirmahmutoğlu vd., 2010: 12).

Bai ve Perron (2003: 13-15) çalışmalarında kırılma sayısının belirlenmesi çerçevesinde üç test önermişlerdir. Birinci test istatistiği, $m = k$ kadar kırılma bulunduğunu öne süren alternatif hipotez karşısında $m = 0$ ile kırılma bulunmadığını öne süren H_0 hipotezini test etmek için, SupF tipi testi dikkate almaktadır. İkincisi UDmax $F_t(M, q)$ ve WDmax $F_t(M, q)$ testleri olarak ifade edilmektedir. Diğer adı double maksimum testleri olan ikinci testin hipotezleri, H_0 kırılma yoktur ve alternatif hipotez en fazla m tane ($1 \leq m \leq M$) yapısal kırılma vardır şeklinde oluşturulmaktadır. Üçüncü istatistik, $l + 1$ kırılma olduğunu öne süren alternatif hipotezi l tane yapısal kırılma olduğunu ileri süren H_0 hipotezine karşı test etmektedir. Bu test ardışık F testi olarak tanımlanmakta ve $\text{Sup}F_t(l + 1 | l)$ olarak ifade edilmektedir.

Analizde ilk önce ilk iki teste bakılmaktadır. En az bir kırılmanın varlığı tespit edildiğinde ise, üçüncü test yardımıyla kırılma sayısı tespit edilmektedir (İlgün, 2010: 243). Modelin belirlenmesi aşamasında Bai ve Perron (2003) tarafından geliştirilen ve kırılmaların ardışık olarak tahminine olanak veren Ardışık Bilgi

Kriterinin (RSS) yanı sıra yapısal kırılma sayısını tahmin etmek için Bayezyen Bilgi Kriteri (BIC) ve Değiştirilmiş Schwarz Kriteri (LWZ) kullanılabilir. Bu çalışmada Bai-Perron yapısal kırılma testi için E-Views bilgisayar paket programı çerçevesinde BIC ve RSS yöntemleri kullanılacaktır.

4.2.3. ARDL Sınır Testi Yaklaşımı

Zaman serileri arasında uzun dönemli eşbütünleşme ilişkisinin olup olmadığını test eden birçok yöntem bulunmaktadır. Bu yöntemler arasında en sık kullanılanları, Engle-Granger (1987), Stock-Watson (1988) ve Johansen-Juselius (1990) eşbütünleşme testleridir. Ancak, bu testlerde kullanılan değişkenlerin aynı düzeyde durağan olmaları koşulu bulunmaktadır (Düzgün, 2010: 234). Çünkü değişkenler arasında anlamlı bir uzun dönemli ilişkiden söz edebilmek için değişkenlerin durağan olmaları gerekmektedir. Bu koşula rağmen, iktisadi zaman serilerinin büyük bir bölümü, çeşitli faktörlerin etkisi ile zaman içinde durağan olmayan bir seyir izleyebilmektedirler. Durağan olmayan zaman serileri ise farkları alındığında farklı düzeylerde durağan hale gelebilmektedir (Karagöz ve Ergün, 2010:177).

Farklı düzeylerde durağan serilerin varlığı durumunda, Pesaran ve Shin (1999) ile Pesaran ve diğerleri (2001) tarafından geliştirilen ARDL yaklaşımı kullanılmaktadır. Bu test, değişkenler farklı düzeylerde durağan olsalar bile, eşbütünleşme ilişkisinin olabileceğini ortaya koymaktadır. ARDL yaklaşımı, zaman serilerinin durağanlık düzeylerinin $I(0)$ veya $I(1)$ olmasına izin vermektedir. Bu yaklaşım, küçük örneklerde güçlü (robust) sonuçlar elde edilmesine imkân tanımaktadır. Modeldeki değişkenlerin farklı gecikme uzunluklarına sahip olmasına olanak sağlayan analiz yöntemi, hem kısa hem de uzun dönem ilişkileri aynı anda sunabilmektedir (İlgün, 2010: 241). Hata düzeltme modeli (ECM) ile birlikte, kısa dönem dinamikleri ile uzun dönem dengesi, uzun dönem bilgisini kaybetmeden bütünleşebilmektedir (Pesaran vd., 2001: 290).

Sınır testi yaklaşımı olarak da anılan ARDL yöntemi, Johansen-Juselius (1990) testi gibi çok değişkenli eşbütünleşme yöntemlerinin aksine, modelin gecikme uzunluğunu EKK yöntemi ile tahmin ettikten sonra eşbütünleşme ilişkisinin varlığını

belirlemektedir. Bu test, yine Johansen-Juselius (1990) testinden farklı olarak, birim kök testi modeline dâhil edilen değişkenlerin ön testlerinin yapılmasını da gerektirmemektedir. Sınır testi, modeldeki serilerin I(2) olması dışında, bütünüyle I(0) ve I(1) veya hepsinin karşılıklı eşbütünleşik I(1) olup olmadığına bakılmaksızın uygulanabilmektedir (Altıntaş ve Taban, 2010: 1719).

Pesaran ve diğerleri (1996: 3-4) çalışmalarında n değişkenli bir ARDL(p, q₁,..., q_n) modelini ortaya koyarken, elde edilen uzun dönem ilişkinin geçerli olabilmesi için, hata düzeltme formundaki değişkenlerin düzey gecikmelerinin anlamlılığının Wald veya F testi ile sınanması gerektiğini belirtmişlerdir. Bu bağlamda ARDL süreci üç aşamadan oluşmaktadır. İlk aşama, Pesaran ve diğerleri (1996) tarafından verilen aşağıdaki kısıtsız hata düzeltme modeline Wald veya F testinin uygulanması ve böylece değişkenler arası uzun dönemli ilişkinin varlığının araştırılmasına dayanmaktadır.

$$\Delta y_t = \alpha_0 + \sum_{i=0}^{p-1} \alpha_1 \Delta y_{t-i} + \sum_{i=0}^{q_1-1} \alpha_2 \Delta y_{1t-i} + \dots + \sum_{i=0}^{q_n-1} \alpha_n \Delta y_{nt-i} + \beta_0 y_{t-i} + \beta_1 x_{1t-1} + \dots + \beta_n x_{nt-1} + u_t \quad (4.11)$$

Buradan yola çıkarak eşbütünleşmenin olmadığı şeklindeki H₀ hipotezi sınanmaktadır. Bu süreçte genelde F istatistiği kullanılmaktadır. Ancak, hesaplanan F istatistiğinin dağılımı, değişkenlerin bütünleşme dereceleri ne olursa olsun standart dağılıma uymamaktadır. Bu nedenle, elde edilen değer, Pesaran ve diğerleri (2001) tarafından oluşturulan ve farklı değişken sayıları için uygun kritik değerleri gösteren tablo değerlerinin alt ve üst sınırları ile karşılaştırılır. Test istatistiğinin değerinin üst sınırdan büyük olması, değişkenler arasında uzun dönem ilişkinin varlığını doğrularken, iki değer arasında yer alması durumunda yorum yapılamamakta ve alt sınırdan küçük olması durumunda ise eşbütünleşmenin olmadığı sonucuna ulaşılmaktadır.

Değişkenler arasındaki uzun dönem ilişkisine ait bir kanıt elde edildikten sonra ikinci aşamada, Pesaran ve diğerleri (1996) tarafından ortaya konulan n değişkenli ARDL(p, q₁,..., q_n) şeklindeki uzun dönem denklemi tahmin edilmektedir. Parantez içindeki değerler, modelde yer alan değişkenler için istatistiksel kriterlere

göre belirlenen en uygun gecikme uzunluklarıdır. ARDL modelinde uygun gecikme sayısının tespitinde Akaike (AIC), Schwarz-Bayesian (SBC) ve Hannan-Quinn gibi kritik değerlerden yararlanılmakta ve en küçük bilgi kriterini sağlayan gecikme sayıları kullanılarak model tahmin edilmektedir. Literatürde daha düşük gecikme verdiği için genellikle SBC önerilmektedir (Pahlavani, 2005; Karagöz ve Ergün, 2010: 179).

Burada seçilen kritik değerin en küçük olduğu gecikme uzunluğu ile oluşturulan modelin otokorelasyon problemi içermesi durumunda, ikinci en küçük kritik değeri sağlayan gecikme uzunluğu alınmalıdır. Gerektiği takdirde otokorelasyon problemi ortadan kalkıncaya kadar bu işleme devam edilmelidir. Modelde bağımlı değişkenin de gecikmeli değeri yer aldığı için, otokorelasyon sürecinde Durbin-Watson (DW) istatistiği yerine Breusch-Godfrey otokorelasyon testi kullanılmalıdır (Altıntaş ve Taban, 2010: 1720). Uzun dönem ilişkisinin tahminleri elde edildikten sonra üçüncü aşamada, hata düzeltme modelinin tahmini yapılmakta, elde edilen ARDL modeli için tanısal istatistiklerin de olumlu sonuç vermesinin ardından değişkenler arasındaki uzun ve kısa dönem ilişkilere ait katsayılar elde edilmektedir (İlgün, 2010: 242).

4.3. Çalışmada Kullanılan Yöntem

Bu çalışmada 2000’li yılların farklı zamanlarında uyguladığı döviz kuru hedeflemesi, parasal hedefleme ve enflasyon hedeflemesi stratejileri ile fiyat istikrarını hedefleyen TCMB’nin politika etkinliği iki yöntemle analiz edilmiştir. İlk olarak, 1999:01-2011:12 döneminde politika değişiklikleri ve değişkenlerde ortaya çıkan yapısal kırılmalar arasındaki ilişkiler Bai-Perron çoklu yapısal kırılma testi ile incelenmiştir. İkinci aşamada ise, para politikası değişkenlerinin fiyat istikrarı doğrultusundaki etkinliği ARDL yaklaşımı ile test edilmiştir. Bu bağlamda modelde yer alan değişkenlerin durağanlık durumlarını tespit etmek için ADF ve PP birim kök testleri kullanılmıştır. Söz konusu birim kök testleri, yapısal kırılmayı dikkate alan Zivot-Andrews birim kök testi ile desteklenmiştir. Çalışma kapsamında yapılan birim kök testleri ve Bai-Perron çoklu yapısal kırılma testi ve bunlara ilişkin tahminler E-Views 7.1 paket programı, ARDL sınır testi ise Microfit 4.0 paket programı kullanılarak yapılmıştır.

4.3.1. Veri Seti ve Tahmin Modeli

TCMB, üçüncü bölümde detaylı bir şekilde tartışıldığı gibi, Şubat 2001 krizi yaşanıncaya kadar para politikası çerçevesini döviz kuru hedeflemesi stratejisi üzerine kurmuştur. Söz konusu dönemde, para politikası açısından nominal çapa olarak döviz kuru kullanılmıştır. 2001 krizi sonrasında yeni para politikası stratejisine geçiş dönemi olarak görülen 2002-2005 yılları arasında enflasyon ile mücadelede kısa vadeli faiz oranları kullanılırken, para tabanı ek nominal çapa olarak belirlenmiştir. Geçiş döneminde gerekli koşulların sağlanması ve yasal zeminin oluşturulması ile birlikte, 2006 yılının ilk ayından başlayarak TCMB enflasyon hedeflemesi stratejisini açık bir biçimde uygulamaya koymuş ve bu doğrultuda tek nominal çapa kısa vadeli faiz oranları olmuştur.

Üçüncü bölümde, bu politika çerçevesinden yola çıkılarak 1999 yılında IMF ile imzalanan Yakın İzleme Anlaşması sonrasında TCMB'nin para politikasının 2000'li yıllarda hangi sebeplerle ne gibi değişiklikler geçirdiği ortaya konulmuştur. Bunu yaparken, Türkiye ekonomisinin 2000'li yıllarda yaşadığı iki önemli ekonomik kriz merkeze alınmış ve 2001 ile 2008 krizleri çerçevesinde Merkez Bankası'nın politika etkinliği karşılaştırılmıştır. Bu dönemde Merkez Bankası'nın döviz kuru hedeflemesi, parasal hedefleme ve enflasyon hedeflemesi stratejilerini uyguladığı ve fiyat istikrarını para politikası açısından nihai amaç olarak belirlediği görülmüştür. Model belirleme sürecinde de bu unsurlar dikkate alınmıştır.

Artık ulusal ekonomiler dışa açık olduğu için, enflasyon hedeflemesi çerçevesinde Taylor Kuralı gibi kapalı ekonomi modellerinin döviz kuruna yer vererek güncellenmesi gerekmektedir. Bu gereklilik, ilk üç bölümde tartışıldığı gibi, para politikasının ekonomiyi faiz kanalı kadar döviz kuru kanalıyla da etkilemesinden kaynaklanmaktadır. Bu nedenle Ball (2000), Burger ve Knedlik (2004), Süslü ve Dişbudak (2012) çalışmalarında parasal durum indeksi (MCI) görüşünden yola çıkmakta, faiz oranı ve döviz kurunu para politikası aracı olarak tartışmaktadırlar. Bu çalışmalardan ve Merkez Bankası'nın 1999-2011 döneminde uyguladığı hedefleme stratejilerinden yola çıkılarak tahmin modelinde faiz oranı, döviz kuru ve para arzına para politikası değişkenleri olarak yer verilmiştir.

Bu bağlamda, modelde bağımlı değişken olarak Merkez Bankası'nın nihai amacını gösteren fiyat istikrarını temsilen TÜFE kullanılmıştır. TÜFE üzerindeki etkileri araştırılan bağımsız değişkenler ise para politikası değişkenleri ve kontrol değişkenleri olmak üzere iki gruba ayrılmıştır. Modeldeki para politikası değişkenleri bankalararası para piyasası gecelik ağırlıklı ortalama faiz oranı, TCMB tarafından ilan edilen ABD doları alım kuru ve M2 para arzı olarak belirlenmiştir. Modelde finansal piyasaları temsilen kapanış fiyatlarına göre İMKB 100 endeksi, bankacılık sektörünü temsilen toplam yurtiçi kredi hacmi ve yabancı sermaye hareketlerini temsilen net yabancı sermaye girişleri kontrol değişkenleri olarak seçilmiştir (Koçyiğit, 2009; Poon, 2010; Filho, 2010; Karagöz ve Ergün, 2010; Yapraklı ve Kaplan, 2012; Süslü ve Dişbudak, 2012). Bu doğrultuda tahmin modelini oluşturan değişkenler ve kısaltmaları Tablo 4.2'de sunulmaktadır.

Tablo 4.2: Tahmin Modelinde Kullanılan Değişkenler ve Kısaltmaları

Değişkenler	Kısaltmalar
Tüketici Fiyatları Endeksi (1994=100)*	P
Bankalararası Gecelik Ortalama Basit Faiz Oranı (%)	ONI
TCMB Dolar Alış Kuru (ortalama)	E
Para Arzı (bin TL)	M2
Kapanış Fiyatlarına Göre İMKB 100 Endeksi	İMKB
Bankacılık Sektörü Toplam Yurtiçi Krediler	DC
Net Yabancı Sermaye Girişi (milyon Dolar)	FCI
2001 ve 2008 Krizleri İçin Gölge Değişken	D

* 2006 yılının Ocak ayı itibarıyla 2003=100 endeksine göre.

Tablo 4.2'de görülen değişkenlerden yola çıkılarak para politikası açısından 2001 ve 2008 kriz dönemlerinin karşılaştırmalı analizi için 1999:01-2011:12 dönemi aylık verileri kullanılmıştır. Bu karşılaştırmayı yapabilmek adına 2001 krizi için D_1 ve 2008 krizi için D_2 gölge değişkenleri tahmin modeline dâhil edilmiştir. Makroekonomik değişkenler genellikle gerçek değerleri yerine logaritmik değerleri üzerinden doğrusal olduğu için ve değişkenler arasında paralelliğin sağlanması amacıyla, FCI hariç bütün değişkenlerin logaritması alınmıştır. Bazı dönemlerde negatif değerler alan FCI için ise pozitifleştirme yöntemi uygulanmış ve sonrasında logaritması alınmıştır. Bu koşullarda belirlenen tahmin modeli aşağıda sunulmaktadır.

$$\ln P_t = \alpha_0 + \alpha_1 \ln ONI_t + \alpha_2 \ln E_t + \alpha_3 \ln M2_t + \alpha_4 \ln IMKB_t + \alpha_5 \ln DC_t + \alpha_6 \ln FCI_t + \alpha_7 D_1 + \alpha_8 D_2 + u_t \quad (4.12)$$

Oluşturulan tahmin modelinin temel hareket noktası, TCMB'nin 2001 ve 2008 kriz dönemlerindeki para politikası performansını nihai amaç olan fiyat istikrarı üzerinden değerlendirmek ve bu bağlamda belirlenen değişkenler ile fiyatlar arasındaki ilişkiyi ölçmektir. Bunun için (4.12) numaralı denklemdeki değişkenler arasında hem uzun hem de kısa dönem ilişkisinin olup olmadığını belirlemek amacıyla ARDL yöntemi kullanılacaktır.

Bu yöntem, değişkenlerin uzun dönemli ilişkisini açıklamak için kullanılan bir eşbütünleşme testidir. Burada verilerin farklı düzeylerde durağan olmaları önem arz etmediği için öncelikle durağanlık sınaması yapılmıştır. Tahmin modelinde yer alan değişkenlere ait aylık veriler TCMB Elektronik Veri Dağıtım Sistemi ve TÜİK veri tabanından elde edilmiştir.

4.3.1.1. Değişkenlerin ADF ve PP Kırılmasız Birim Kök Testi Sonuçları

Tahmin modelinde yer alan değişkenlere ait seriler, ele alınan dönem itibariyle 1999:01-2011:12 için öncelikle standart birim kök testleri ile analiz edilmiştir. Bu bağlamda uygulamalı çalışmalarda yaygın olarak kullanılan ve önceki kısımda detaylı bir şekilde açıklanan ADF ve PP testlerine yer verilmiştir. Burada ADF ve PP testleri için H_0 hipotezi serilerin durağan olmadığını, yani birim kök içerdiklerini ifade etmektedir. Alternatif hipotez ise serilerde birim kök sürecinin olmadığını ifade etmektedir. Birim kök testleri, sabit ve trendli olmak üzere iki model için yapılmıştır. Elde edilen sonuçlar %5 anlamlılık düzeyinde değerlendirilmiştir. Tahmin modelinde ele alınan makroekonomik değişkenlere ait birim kök testi sonuçları Tablo 4.3'te sunulmuştur.

Tablo 4.3'te görüldüğü gibi, ADF birim kök testi sonuçlarına göre, değişkenlere ait seriler $I(0)$ ve $I(1)$ gibi farklı düzeylerde durağan bulunmuştur. Değişkenlerden P ve FCI serileri hem sabit hem de trend değerleri açısından düzeyde H_0 hipotezini reddedebilmekte ve $I(0)$ koşulunu yansıtarak durağan hale gelmektedirler. Modeldeki diğer tüm değişkenler ise düzeyde H_0 hipotezini reddedememekte ve ancak birinci farkları alındığında boş hipotezi reddederek durağan hale gelmektedirler. Dolayısıyla söz konusu değişkenler $I(1)$ durumunu sergilemektedir.

Tablo 4.3: ADF ve PP Kırılmasız Birim Kök Testi Sonuçları

Değişken	Düzy/ Birinci Fark	ADF Test İstatistiği			PP Test İstatistiği			Sonuç
		Sabit	Trendli		Sabit	Trendli		
P	Düzy	-5,32 (1)	-3,58 (1)		-8,82 (4)	-4,11 (4)		I(0)
	Birinci Fark	-4,74 (0)	-6,34 (0)		-4,84 (10)	-6,50 (9)		
ONI	Düzy	-1,50 (3)	-3,70 (3)		-1,48 (2)	-4,94 (6)		I(1)
	Birinci Fark	-6,11 (2)	-6,09 (2)		-21,67 (2)	-21,60 (2)		
E	Düzy	-2,22 (1)	-2,45 (1)		-2,17 (3)	-2,23 (3)		I(1)
	Birinci Fark	-8,44 (1)	-8,46 (1)		-8,48 (2)	-8,48 (2)		
M2	Düzy	-2,67 (0)	-1,46 (0)		-2,67 (0)	-1,38 (2)		I(1)
	Birinci Fark	-13,02 (0)	-13,53 (0)		-13,01 (4)	-13,54 (2)		
IMKB	Düzy	-2,96 (0)	-3,17 (0)		-2,74 (5)	-3,47 (5)		I(1)
	Birinci Fark	-9,50 (0)	-9,58 (0)		-9,45 (3)	-9,53 (3)		
DC	Düzy	-1,04 (3)	-3,06 (6)		-1,14 (7)	-1,77 (7)		I(1)
	Birinci Fark	-4,06 (2)	-4,13 (2)		-12,28 (7)	-12,34 (7)		
FCI	Düzy	-3,87 (1)	-5,28 (1)		-6,45 (8)	-8,48 (8)		I(0)
	Birinci Fark	-14,41 (1)	-14,37 (1)		-21,50 (2)	-21,41 (2)		
MacKinnon Kritik Değerleri	Sabit	%1	%5	%10	%1	%5	%10	Trendli
		-3,47	-2,88	-2,58	-4,01	-3,43	-3,14	

Not: ADF testinde parantez içindeki değerler Schwarz Bayesian Kriteri (SBC) kullanılarak seçilen gecikme uzunluklarıdır. Maksimum gecikme uzunluğu 13 olarak alınmıştır. PP testinde ise optimal gecikme uzunluğu, Bartlett Kernel (default) Spectral Estimation yöntemi ve Newey-West Bandwidth (automatic selection) Kriterinden yararlanarak belirlenmiştir.

Aynı değişkenler üzerinden PP birim kök testi sonuçları değerlendirildiğinde, ADF birim kök testi sonuçlarını destekleyen bulgular elde edildiği görülmektedir. PP birim kök testi sonuçlarına göre, yine P ve FCI değişkenlerine ait seriler düzeyde durağanlaşarak I(0) durumunu sergilerken, diğer değişkenlere ait seriler birinci farkta durağanlaşarak I(1) durumunu ortaya koymuşlardır. Gerek ADF gerekse PP birim kök testleri açısından, tahmin modelinde yer alan hiçbir değişken I(2) durumunu yansıtmamaktadır. Ancak, makroekonomik değişkenlerin sosyo-ekonomik değişimlere duyarlılık göstermesi ve analiz edilen 1999:01-2011:12 döneminde Türkiye’de iki büyük ekonomik kriz yaşanmış olması, dolayısıyla bu faktörlere bağlı olarak değişen politika uygulamaları, ADF ve PP gibi kırılmasız birim kök testi sonuçlarını tartışmalı hale getirmektedir. Bu bağlamda, izleyen başlık altında yapısal değişimlerin etkilerini dikkate alan Zivot-Andrews kırılmalı birim kök testini analize dâhil etmek yararlı olacaktır.

4.3.1.2. Değişkenlerin Zivot-Andrews Kırılmalı Birim Kök Testi Sonuçları

Bir önceki kısımda sonuçları irdelenen ADF ve PP birim kök testleri, değişkenlere ait serilerdeki yapısal kırılmaları dikkate almadıkları için yanlış sonuçlar verebilmektedirler. Zivot ve Andrews (1992), 4.2.1.3. numaralı kısımda detaylı

şekilde açıklandığı gibi, yapısal kırılmayı modele dâhil ederek daha güçlü test sonuçları elde etmişlerdir. Bu çalışma kapsamında da, yapısal kırılma altında serilerin durağanlıklarını analiz etmek için Zivot-Andrews birim kök testi kullanılmıştır.

Zivot-Andrews birim kök testinde T_B ile gösterilen kırılma zamanı içsel olarak belirlenmektedir. Hesaplanan t istatistiği Tablo 4.4'ün altında verilen kritik değerler ile karşılaştırılmaktadır. Hesaplanan minimum t istatistiğinin %1, 5 veya 10 anlamlılık düzeylerinde kritik tablo değerinden büyük olması durumunda, T_B zamanında meydana gelen kırılmayla durağan olduğu yönündeki alternatif hipotez kabul edilmektedir. Dolayısıyla seride yapısal kırılma olmadan birim kökün varlığını gösteren H_0 hipotezi reddedilmektedir. Model C, Model B'deki eğim değişikliklerini de dikkate aldığı için, literatürdeki uygulamalı çalışmalarda genelde Model A ve Model C analiz edilmekte ve yorumlanmaktadır.

Tablo 4.4: Zivot-Andrews Tek Kırılmalı Birim Kök Testi Sonuçları

Değişken		Zivot-Andrews Birim Kök Test İstatistiği								
		Model A			Model B			Model C		
P	α	-7,29			-5,40			-7,13*		
	T_B	2001M03			2001M11			2001M03		
	k	2			2			1		
ONI	α	-4,53			-4,57			-4,81		
	T_B	2009M10			2008M11			2007M03		
	k	4			4			4		
E	α	-4,67*			-4,88			-6,10		
	T_B	2001M02			2001M07			2001M02		
	k	1			3			3		
M2	α	-2,55			-3,35			-8,38		
	T_B	2005M06			2006M12			2005M12		
	k	0			0			0		
IMKB	α	-3,88			-3,30			-3,87		
	T_B	2004M06			2006M11			2004M06		
	k	3			3			3		
DC	α	-3,43			-2,57			-3,52		
	T_B	2004M03			2007M05			2004M03		
	k	3			3			3		
FCI	α	-4,09			-5,45*			-4,79		
	T_B	2008M09			2001M03			2008M09		
	k	4			1			4		
Kritik Değerler		% 1	% 5	% 10	% 1	% 5	% 10	% 1	% 5	% 10
		-5.34	-4,93	-4,58	-4,80	-4,42	-4,11	-5,57	-5,08	-4,82

Not: k gecikme uzunluğunu göstermektedir ve BIC seçim kriterine göre belirlenmiştir.

* Maksimum gecikme 1 olarak alınmıştır.

Tablo 4.4’te değişkenlere ait serilerin kırılmalı birim kök testleri %5 ve %10 anlamlılık düzeylerinde değerlendirilmiştir. P değişkeni için H_0 hipotezi gerek Model A gerekse Model C açısından %5 anlamlılık düzeyinde reddedilmekte ve 2001 yılının üçüncü ayında meydana gelen kırılmayla durağan olduğu yönündeki alternatif hipotez kabul edilmektedir. P değişkeni için kırılma tarihi olarak tespit edilen 2001 yılı Mart ayı, Şubat 2001 krizinin hemen sonrasına denk gelmektedir. E değişkeni için de Model A’da %10 anlamlılık düzeyinde, Model C’de ise %5 anlamlılık düzeyinde boş hipotez reddedilmekte ve 2001 yılının Şubat ayında meydana gelen kırılmayla durağan olduğu görülmektedir. Kırılmanın tespit edildiği 2001 yılı Şubat ayı, dövize yönelik spekülatif saldırıların arttığı Şubat 2001 krizini yansıtmaktadır. Bu dönemde kriz ile birlikte döviz kuru dalgalanmaya bırakıldığı için sonuç tutarlıdır.

Tahmin modelinde yer alan diğer değişkenler için, Model A ve Model C bakımından seride yapısal kırılma olmadan birim kökün varlığını gösteren H_0 hipotezi reddedilememektedir. Sadece M2 değişkeninin, serilerin hem sabit hem de eğim katsayılarındaki kırılmaları göz önüne alan Model C çerçevesinde, %5 anlamlılık düzeyinde 2005 yılının Aralık ayında meydana gelen kırılmayla durağan olduğu tespit edilmiştir. Bu kırılma tarihi, gerek para politikasında meydana gelen strateji değişikliği gerekse M2 para arzı tanımında yapılan kapsam değişikliği nedeniyle önem taşımaktadır. Çünkü 2006 yılının Ocak ayında geçilen açık enflasyon hedeflemesi stratejisi ile para politikası çerçevesinde para arzı pasifleştirilmiştir. Ayrıca M2 tanımında yapılan kapsam değişikliği, bu dönemde veriler açısından bir sıçramaya işaret etmektedir.

Özetle, seride yapısal kırılma olmadan birim kökün varlığını gösteren H_0 hipotezinin reddedildiği P, E ve M2 değişkenleri için çeşitli dönemlerde yapısal kırılmanın varlığı altında durağanlık saptanırken, diğer değişkenler için H_0 hipotezi reddedilememiş ve birim kök tespit edilmiştir. Sonuç olarak, Zivot-Andrews kırılmalı birim kök testinden elde edilen sonuçların, yapısal kırılmaları dikkate almayan ADF ve PP birim kök testlerinden elde edilen $I(0)$ ve $I(1)$ gibi farklı düzeylerde durağanlık durumlarını yansıtan sonuçları etkilemediği görülmüştür. Bir sonraki aşamada, Zivot-Andrews testi ile elde edilen tek kırılma dönemlerinin

tutarlılığı ve serilerde birden fazla kırılma olup olmadığının tespiti açısından Bai-Perron çoklu yapısal kırılma testini uygulamak gerekmektedir.

4.3.1.3. Bai-Perron Çoklu Yapısal Kırılma Testi Sonuçları

Analiz açısından ele alınan dönemde 2001 ve 2008 olmak üzere iki kriz dönemi geçiren, 2003 yılında ABD'nin Irak işgali, 2004 ve 2006 yıllarında küresel risk iştahında azalma ve buna mukabil yaşanan döviz çıkışı, 2007 Cumhurbaşkanlığı seçimi ve son olarak 2009 yılında Avrupa'da yaşanan borç krizi olmak üzere birçok iç ve dış şok ile karşılaşan Türkiye ekonomisi için tek yapısal kırılma tarihi belirlemek yeterli ve gerçekçi değildir. Bu nedenle, çalışmada söz konusu süreci değerlendirebilmek için, hem yapısal değişim tarihlerini içsel olarak veren hem de birden fazla değişim tarihi bulunmasını sağlayarak para politikasında meydana gelen değişiklikleri yorumlama imkânı tanıyan Bai-Perron çoklu yapısal kırılma testine başvurulmuştur. Bu test, ARDL test sürecinden bağımsız olarak yürütülmüştür.

Üçüncü bölümde detaylı bir şekilde ortaya konulduğu gibi, 2001 krizi sırasında Merkez Bankası uzun süre re-aktif para politikası izlemiş ve nominal çapa olan kuru korumak adına krize müdahale etmemiştir. Şubat 2001'de dövizde yönelik spekülasyonun önünde durulamayacağı anlaşıldığında ise kur dalgalanmaya bırakılmış ve piyasanın likidite ihtiyacı karşılanmıştır (TCMB, 2002). 2003-2005 döneminde yaşanan pozitif arz şokuna yönelik TCMB politika tepkisi, ihtiyatlı faiz indirimi ve düzenleme-denetlemelerin sıkılaştırılması gibi faiz dışı araçlar olmuştur. 2006 yılının ikinci çeyreğinde yaşanan güçlü talep ve negatif arz şokuna güçlü parasal sıkılaştırma ile karşılık veren Merkez Bankası, 2008 yılında küresel bir nitelik kazanan finansal kriz nedeniyle Türkiye'de 2008 yılının ikinci çeyreğinde yaşanan negatif arz şokuna ölçülü faiz artırımını ile karşılık vermeyi tercih etmiştir (TCMB, 2009b). 2008 yılının son çeyreğinde küresel krizin derinleşmesi ile birlikte ortaya çıkan negatif talep şoku karşısında Merkez Bankası politikasını değiştirerek faiz indirimine gitmek zorunda kalmıştır (TCMB, 2010).

Dolayısıyla tahmin modelinde yer alan değişkenlere ait serilerin ortalamalarında meydana gelen değişim dönemlerini veren Bai-Perron testi sonuçlarını Türkiye açısından bu çerçevede değerlendirmek gerekir. Bu bağlamda, E-

Views 7.1 bilgisayar paket programı ile yapılan Bai-Perron testi sonucunda, kırılma olmadığını ifade eden H_0 hipotezi, bütün değişkenler için maksimum 5 kırılmaya kadar olan alternatif hipotez karşısında reddedilmiştir. Pelipas'a (2011) göre, çoklu kırılma testi, tüm serilerde yapısal kırılmaların varlığına işaret etmektedir. Serilerde ortaya çıkan kırılmaların politika değişiklikleri sonrasında gerçekleşmiş olması gerekmektedir. Çünkü bu testin sonucuna bağlı olarak ekonomide meydana gelen yapısal değişimlerin (kırılmaların) para politikası değişikliklerinin göstergesi olduğu düşünülmektedir.

Tüketici fiyatları serisi için Tablo 4.5'te görülen test sonuçları, üç farklı politika dönemi olduğunu ortaya koymaktadır. Türkiye'de ele alınan dönemde 2001 Eylül, 2003 Ağustos ve 2008 Aralık ayları için tüketici fiyatları serisinin ortalamasında yapısal kırılmalar olduğu saptanmıştır. İlk yapısal değişimin gerçekleştiği 2001 yılı Eylül ayı, Şubat 2001 krizi sonrası kurun dalgalanmaya bırakıldığı ve Güçlü Ekonomiye Geçiş Programı çerçevesinde para politikasında bir dizi değişikliğe gidildiği döneme denk gelmektedir.

Bu dönemde kurun nominal çapa olarak kullanılmasına son verilmiş ve yerine kısa vadeli faiz oranları ile para tabanı birlikte nominal çapa olarak kullanılmaya başlanmıştır (TCMB, 2002). Bu tarih, 2001 krizi sonrasında uygulamaya konulan mali disiplin tedbirleri ve yapısal politika değişimlerinin yaşandığı dönemi göstermesi açısından önem arz etmektedir. Belirlenen ilk kırılma tarihi, alınan politika tedbirlerinin tüketici fiyatlarında yapısal kırılmaya neden olduğunu düşündürmektedir. Çünkü takip eden süreçte enflasyon oranında yaşanan düşüş politika etkinliğine işaret etmektedir.

Tablo 4.5: TÜFE (P) İçin Bai-Perron Çoklu Kırılma Testi

Kırılma Noktaları	0	1	2	3	4	5
BIC	16,53811	-614,5327	-681,6885	-710,1850	-697,4590	-684,2229
Log-Lik	-0,694271	322,4159	363,5686	385,3916	386,6034	387,5601
RSS	9,215435	0,146379	0,086366	0,065289	0,064282	0,063498
N. Coefs	3,000000	6,000000	9,000000	12,000000	15,000000	18,000000
Seçilen Kırılma Sayısı	3	Kırılmalar	2001M09, 2003M08 ve 2008M12			

2003 yılında yaşanan pozitif arz şoku fiyat istikrarını olumsuz etkilediği için Merkez Bankası toplam talebi artıracak şekilde ihtiyatlı faiz indirimi uygularken

(TCMB, 2004), 2003 yılı Ağustos ayı olarak bulunan ikinci kırılma tarihi de bu süreci destekler niteliktedir. Tüketici fiyatları için tespit edilen son kırılma tarihi olan 2008 yılı Aralık ayı ise küresel krizin Dünya ekonomisinde derinleştiği ve Türkiye ekonomisine yansımaya başladığı 2008 yılının son çeyreğini işaret etmektedir. İç ve dış talepteki şiddetli daralmanın sonucu olarak söz konusu dönemde tüketici fiyatlarında önemli gerilemeler yaşanmış, durgunluk belirtileri nedeniyle Merkez Bankası politika faiz oranını bu dönemde düşürmeye başlamıştır (TCMB, 2010). Ancak bu kırılma döneminin hem iç hem de dış talep şokundan kaynaklandığı düşünülmektedir. Merkez Bankası para politikasını gevşetmesine rağmen, tüketici fiyatları düşmeye devam etmiştir.

Yapısal kırılmalar ile politika değişiklikleri arasında kurulan ilişkiye üretim cephesinden bakıldığında, Tablo 4.6'da görüldüğü gibi, elde edilen kırılma noktalarından ilki olan 2000 yılı Kasım ayı, 2001 krizi olarak tanımlanan sürecin ilk işareti olan Kasım 2000 krizine denk gelmektedir. Merkez Bankası'nın kuru korumayı tercih ettiği ve herhangi bir politika değişikliğine gitmediği bu dönemde krizin etkin rol oynadığı görülmektedir. Aynı şekilde üçüncü kırılma noktası olan 2008 yılı Kasım ayında da küresel krizin etkin olduğu düşünülmektedir. Çünkü küresel kriz giderek yaygınlaşırken fiyat istikrarı hedefi doğrultusunda Merkez Bankası 2008 yılının ilk üç çeyreğinde politika faizini artırmış, Kasım 2008'de üretim cephesinde durgunluk belirtilerinin belirginleşmesi ile politika faizini ihtiyatlı biçimde indirmiştir (TCMB, 2009b). Dolayısıyla kriz dönemlerinde Merkez Bankası'nın para politikasını üretim yönünden etkin bir şekilde kullanamadığı açıkça görülmektedir.

Tablo 4.6: Sanayi Üretim Endeksi İçin Bai-Perron Çoklu Kırılma Testi

Kırılma Noktaları	0	1	2	3	4	5
BIC	-261,8495	-293,2816	-337,6800	-361,1143	-354,8518	-341,6024
Log-Lik	138,4995	161,7903	191,5643	210,8563	215,2998	216,2499
RSS	1,547040	1,147681	0,783508	0,611826	0,577946	0,570949
N. Coefs	3,000000	6,000000	9,000000	12,000000	15,000000	18,000000
Seçilen Kırılma Sayısı	3	Kırılmalar	2000M11, 2004M12 ve 2008M11			

TCMB 2008 yılının Kasım ayında ihtiyatlı biçimde politika faizini indirmeye başlasa da, bu konuda önemli adımları 2009 yılının ilk ayında atmaya başlamıştır. Nitekim kısa vadeli faiz oranı için belirlenen üçüncü kırılma tarihi de bu döneme

işaret etmektedir. Tablo 4.7’de görüldüğü gibi, 2000 yılı Kasım ayı için tespit edilen ilk kırılma noktası ise tamamen kriz koşullarından ve Merkez Bankası’nın kuru korumak adına piyasaya likidite sürmekten kaçınmasında kaynaklanmaktadır. Çünkü 2001 krizi döneminde kısa vadeli faiz oranları para politikası açısından pasif bir görünüm sergilemektedir (TCMB, 2002). İkinci kırılma noktası olan 2006 yılı Mayıs ayı ise daha karmaşık bir sürece denk gelmektedir. Bu tarih, gerek 2006 yılının ilk yarısında küresel risk iştahında yaşanan azalma nedeniyle gerçekleşen döviz çıkışını gerekse negatif arz şoku ve güçlü talep nedeniyle tüketici fiyatlarında görülen yükselmeyi engellemek için Merkez Bankası’nın politika faizini artırmaya başladığı dönemi yansıtmaktadır (TCMB, 2007). Diğer taraftan, 2006 yılı Merkez Bankası’nın açık enflasyon hedeflemesi stratejisine geçtiği yıl olarak da önem arz etmektedir. Çünkü TCMB 2006 yılı itibariyle faiz oranını temel politika aracı olarak kullanmaya başlamıştır. Dolayısıyla 2006 yılının Mayıs ayında faiz oranında ortaya çıkan kırılma bu rejim değişikliğini de ifade etmektedir.

Tablo 4.7: O/N Faiz Oranı (ONI) İçin Bai-Perron Çoklu Kırılma Testi

Kırılma Noktaları	0	1	2	3	4	5
BIC	198,4989	170,1291	141,8965	127,7962	140,8226	154,4341
Log-Lik	-91,67466	-69,91497	-48,22392	-33,59898	-32,53738	-31,76836
RSS	29,58582	22,38351	16,94943	14,05158	13,86163	13,72564
N. Coefs	3,000000	6,000000	9,000000	12,000000	15,000000	18,000000
Seçilen Kırılma Sayısı	3	Kırılmalar	2000M11, 2006M05 ve 2009M01			

Tablo 4.8’de yer alan döviz kuru ile ilgili Bai-Perron yapısal kırılma testi sonuçlarına göre, incelenen zaman diliminde dört kırılma tarihi tespit edilmiştir. 2001 yılı Mart ayı ile ilk kırılma tarihi, Şubat 2001 krizi ile birlikte Merkez Bankası’nın döviz kurunu dalgalanmaya bıraktığı süreci yansıtmaktadır ve politika değişikliği ile tutarlıdır. İkinci kırılmayı yansıtan 2003 yılı Nisan ayı ise ABD’nin Irak işgali ve pozitif arz şokunun yaşandığı döneme denk gelmektedir.

Sermaye hareketlerinin istikrarsız bir yapı sergilediği dönemde tüketici fiyatları üzerinde aşağı yönlü oluşan baskıyı bertaraf etmek isteyen Merkez Bankası toplam talebi artırmak için bu gelişmelere ihtiyatlı faiz indirimi ile karşılık vermiştir (TCMB, 2004). Bu kırılma döneminde döviz kurunda yaşanan düşüş ve TL’nin değerlenmesi, Merkez Bankası’nın fiyat yönlü kaygılarıyla örtüşmektedir.

Tablo 4.8: Döviz Kuru (E) İçin Bai-Perron Çoklu Kırılma Testi

Kırılma Noktaları	0	1	2	3	4	5
BIC	47,67687	-165,8961	-234,8785	-279,7154	-302,4952	-269,8933
Log-Lik	-16,26365	98,09760	140,1636	170,1568	189,1215	180,3954
RSS	11,25134	2,596897	1,514386	1,030951	0,808434	0,904130
N. Coefs	3,000000	6,000000	9,000000	12,00000	15,00000	18,00000
Seçilen Kırılma Sayısı	4	Kırılmalar	2001M03, 2003M04, 2006M05, 2008M09			

2006 yılında küresel risk iştahında azalma yaşanması Türkiye’den sermaye çıkışına yol açmış, döviz kuru yükselmiş ve 2006 yılı Mayıs ayında döviz kuru için üçüncü kırılma yaşanmıştır. Bu süreçte ülke içinde güçlü talep ve negatif arz şokunun ortaya çıkması enflasyonist kaygıları daha da artırmış ve Merkez Bankası bütün bu gelişmelere politika faiz oranını yükselterek tepki vermiştir (TCMB, 2007). Döviz kurunun dördüncü kırılma tarihi olan 2008 yılı Eylül ayı ise, küresel krizin yol açtığı yoğun sermaye çıkışı ile ilişkilendirilebilir. Çünkü negatif arz şokunun yaşandığı 2008 yılında enflasyonist kaygılarla politika faizini yükselten Merkez Bankası, aynı zamanda sermaye girişlerini korumaya çalışmış ancak küresel krizin derinleşmesi bir yandan negatif talep şokunun şiddetini artırırken diğer yandan da sermaye çıkışlarını tetiklemiştir (Yakupoğlu, 2010; Kartal, 2011).

Ancak, döviz kurunda yaşanan bu son kırılmayı, uluslararası kredi piyasalarında yaşanan sorunlarla ve bunun yol açtığı finansal sistemin kırılganlığına ilişkin kaygılarla açıklamak daha doğrudur. Bu dönemde Merkez Bankası artan küresel ekonomik kaygılara bağlı olarak pek çok ülke ekonomisinde yaşanan likidite sorunlarını dikkate almıştır. Bu bağlamda 2008 yılının Ekim ayında Merkez Bankası döviz piyasasının etkin bir şekilde çalışmasına ve likidite akışında yaşanabilecek sorunların önlenmesine yönelik olarak bankacılık sisteminin döviz likiditesini güçlendirmek üzere döviz satım ihalelerine başlamış ve döviz alım ihalelerini durdurmuştur (TCMB, 2009a). Dolayısıyla bu kırılma tarihi aynı zamanda döviz kuru politikasında bir değişikliği de ifade etmektedir.

Ayrıca, Tablo 4.9’da yer alan net yabancı sermaye girişlerini yönelik kırılma tarihleri, Türkiye’de yabancı sermaye çıkışlarının krizleri tetiklediğini ve akabinde döviz kurunda yükselişler yaşandığını açıkça göstermektedir. Ayrıca döviz kuruna ilişkin 2003 yılı Nisan ayı ve 2006 yılı Mayıs ayı kırılma tarihleri Merkez Bankası’nın fiyat istikrarına yönelik müdahaleleri ile de örtüşmektedir. Dolayısıyla

döviz kurunun Türkiye’de fiyat istikrarı açısından önemli bir değişken olduğunu vurgulamak gerekmektedir.

Tablo 4.9: Net Yabancı Sermaye Girişi (FCI) İçin Bai-Perron Çoklu Kırılma Testi

Kırılma Noktaları	0	1	2	3	4	5
BIC	2880,925	2866,699	2861,944	2864,674	2874,724	2887,746
Log-Lik	-1432,888	-1418,200	-1408,248	-1402,038	-1399,488	-1398,424
RSS	8,69E+08	7,19E+08	6,33E+08	5,85E+08	5,66E+08	5,58E+08
N. Coefs	3,000000	6,000000	9,000000	12,000000	15,000000	18,000000
Seçilen Kırılma Sayısı	2	Kırılmalar	2001M01 ve 2008M08			

Tablo 4.10’da yer verilen Bai-Perron test sonuçlarına göre, M2 tanımı çerçevesinde para arzı üzerinden 2001 Şubat, 2003 Kasım ve 2005 Kasım olmak üzere üç kırılma tarihi elde edilmiştir. Burada 2001 yılı Şubat ayı şu açıdan önem taşımaktadır: Şubat 2001 krizi öncesinde uzun süre kuru korumak adına bankacılık sektörünün likidite ihtiyacını karşılamamakta ısrar eden Merkez Bankası, bu tarihte krizin derinleşmesiyle piyasaya likidite arz etmeye mecbur kalmıştır (Celasun, 2002). 2005 yılı Kasım ayında gerçekleşen kırılma ise, Merkez Bankası’nın 2005 sonunda para arzı tanımlarında ve özellikle M2 tanımında yaptığı kapsam değişikliklerine denk gelmesi açısından önem arz etmektedir. Üstelik bu tarihten sonra M2 için herhangi bir kırılma tarihinin bulunmamış olması, para politikası çerçevesinde para arzının pasifleştirildiğinin bir göstergesi olarak da yorumlanabilir. Dolayısıyla 2005 yılı sonu Merkez Bankası’nın para arzına ilişkin politika değişikliğini de ifade etmektedir.

Tablo 4.10: Para Arzı (M2) İçin Bai-Perron Çoklu Kırılma Testi

Kırılma Noktaları	0	1	2	3	4	5
BIC	-55,77507	-366,6610	-573,8397	-574,8261	-568,7856	-551,4053
Log-Lik	35,46232	198,4801	309,6442	317,7122	322,2667	321,1513
RSS	5,796961	0,717030	0,172421	0,155477	0,146659	0,148771
N. Coefs	3,000000	6,000000	9,000000	12,000000	15,000000	18,000000
Seçilen Kırılma Sayısı	3	Kırılmalar	2001M02, 2003M11 ve 2005M11			

Çalışmada finansal piyasaları temsilen yer verilen İMKB 100 endeksi üzerinden yapılan Bai-Perron testi sonucunda, Tablo 4.11’de görüldüğü gibi, dört kırılma tarihi saptanmıştır. Bu kırılma dönemleri, Türkiye’de finansal piyasaların iç ve dış şoklardan sıklıkla etkilendiğini göstermektedir. Bunlardan ilki olan 2001 yılı Kasım ayı, 2001 krizinin ilk ayağını oluşturan Kasım 2000 krizine denk gelmektedir.

Krizin başlangıcı ile birlikte İMKB 100 endeksinde sert bir düşüş yaşanmıştır. Son kırılma tarihi 2009 yılı Temmuz ayı ise, 2001 krizinin aksine, 2008 krizi sonrası ekonominin toparlanma dönemine işaret etmektedir. 2009 yılının üçüncü çeyreğinde yükselmeye başlayan yabancı sermaye girişlerinin hem İMKB 100 endeksinin yükselişinde hem de Türkiye ekonomisinin toparlanmasında önemli bir rol oynadığı düşünülmektedir.

Tablo 4.11: İMKB 100 Endeksi İçin Bai-Perron Çoklu Kırılma Testi

Kırılma Noktaları	0	1	2	3	4	5
BIC	93,69685	61,00911	-13,40919	-33,92174	-62,34459	-57,03843
Log-Lik	-39,27364	-15,35499	29,42895	47,26001	69,04622	73,96792
RSS	15,11197	11,12103	6,263159	4,983246	3,768854	3,538392
N. Coefs	3,000000	6,000000	9,000000	12,00000	15,00000	18,00000
Seçilen Kırılma Sayısı	4	Kırılmalar	2000M11, 2003M09, 2007M06 ve 2009M07			

Bütün bu değişkenler arasında, incelenen dönemde en fazla yapısal kırılmanın yaşandığı seri, Tablo 4.12’de görüldüğü gibi, bankacılık sektörüne ilişkin toplam yurtiçi krediler olmuştur. 2000’li yıllarda Türkiye ekonomisinin sıklıkla karşılaştığı iç ve dış şoklardan fazlaca etkilendiği gözlenen yurtiçi kredilerde 2001 yılı Şubat ayında gerçekleşen kırılma, toplam kredilerin 2001 krizi sırasında önemli bir rol oynadığını göstermektedir. 2008 yılının son çeyreğinde Türkiye’de reel bir krize dönüşen küresel kriz sürecinde yurtiçi kredilerin iddia edildiği gibi daralmadığı (Türel, 2010), Bai-Perron test sonuçlarıyla da görülmektedir. 2010 yılı Ocak ayı kırılma tarihi ise, kriz sonrasında özellikle yabancı sermaye girişinin katkısıyla yükselişe geçen Türkiye ekonomisinde yurtiçi kredilerdeki aşırı genişlemeye işaret etmektedir. Nitekim Merkez Bankası 2010 yılının sonunda para politikası çerçevesini değiştirerek makro ihtiyat politikasını da uygulamaya başlamış ve bu doğrultuda öncelikle yurtiçi kredileri kontrol altına almayı amaçlamıştır (TCMB, 2011).

Tablo 4.12: Toplam Krediler (DC) İçin Bai-Perron Çoklu Kırılma Testi

Kırılma Noktaları	0	1	2	3	4	5
BIC	-164,1189	-236,1132	-371,5631	-448,9883	-565,4777	-581,4504
Log-Lik	89,63424	133,2062	208,5059	254,7933	320,6128	336,1739
RSS	2,894528	1,655673	0,630543	0,348331	0,149802	0,122709
N. Coefs	3,000000	6,000000	9,000000	12,00000	15,00000	18,00000
Seçilen Kırılma Sayısı	5	Kırılmalar	2001M02, 2003M01, 2006M03, 2008M02, 2010M01			

Tahmin modeli üzerinden ARDL yaklaşımı ile yapılacak karşılaştırmalı analizden bağımsız olarak, 1999:01-2011:12 döneminde bazı değişkenlere ait çoklu yapısal kırılma dönemlerini inceleyen Bai-Perron testi, hem Zivot-Andrews testi ile elde edilen tek kırılma dönemine ilişkin sonuçların tutarlılığını göstermiş hem de değişkenlere ait serilerde birden fazla kırılma olup olmadığını görme imkânı vermiştir. Bai-Perron test sonuçlarına göre, 2001 ve 2008 kriz dönemlerinde Merkez Bankası'nın para politikası tepkilerinin çıktı üzerinde herhangi bir etki yaratmadığı, tam tersine krizlerin çıktı üzerinde büyük bir etkiye sahip olduğu görülmektedir.

Merkez Bankası'nın tüketici fiyatları üzerindeki etkisine bakıldığında ise, 2001 krizi sonrasında para politikasında yaşanan değişim ile TÜFE'de yaşanan 2001 Eylül tarihli kırılmanın örtüştüğü ortaya çıkmaktadır. Ancak, 2008 krizinde tüketici fiyatlarında yaşanan gelişmelerin tamamen iç ve dış talepte yaşanan gelişmelere ve kriz koşullarına göre şekillendiği, Merkez Bankası'nın müdahalelerinin bir etki yaratmadığı görülmektedir.

Merkez Bankası 2001 krizi döneminde döviz kurunu korumak adına faiz oranlarındaki yükselişi göze almış ve bu dönemde faiz oranlarının pasifleştirmiştir. 2008 krizi sırasında en aktif para politikası aracı olan faiz oranında kriz başladıktan çok sonra ancak 2009 yılı Ocak ayında kırılma ortaya çıktığı görülmektedir. Bu noktadan hareketle, 2008 krizi sırasında ve sonrasında politika faizinin etkin olmadığını söylemek mümkündür. Kriz koşullarının etkisi altında hareket eden çıktı ve fiyat gelişmeleri de bu tespiti doğrulamaktadır. Ayrıca çoklu kırılma test sonuçlarından 2006 yılının ilk ayından itibaren para politikası açısından para arzının pasifleştirildiği görülmektedir. İncelenen dönemde en fazla kırılmanın yaşandığı değişkenler yurtiçi krediler, döviz kuru ve İMKB 100 endeksi olurken; döviz kurunu, kredileri ve finansal piyasaları dikkate almayan bir para politikası çerçevesinin etkinlikten uzaklaşacağı anlaşılmaktadır.

4.3.1.4. ARDL Sınır Testi Yaklaşımı ve Eşbütünleşme Analizi

Gerek ADF gerekse PP birim kök testi sonuçlarına göre, yedi değişkenden ikisinin $I(0)$ beşinin ise $I(1)$ dereceden durağan olması, eşbütünleşme ilişkisinin araştırılması konusunda Engle-Granger ve Johansen gibi değişkenlerin aynı

dereceden bütünleşik olmalarını öngören geleneksel yöntemlerin kullanılmasını engellemektedir. Bu nedenle, değişkenler arasındaki eşbütünleşme ilişkisinin varlığı Pesaran ve diğerleri (2001) tarafından önerilen ve 4.2.3. numaralı kısımda detaylı bir şekilde açıklanan farklı derecelerden bütünleşme durumuna imkân veren ARDL sınır testi yaklaşımı ile araştırılmıştır.

Ancak, bu analiz sürecinde oluşturulan tahmin modeli ile ilgili bir takım sorunlarla karşılaşmıştır. 1999:01-2011:12 dönemi için oluşturulan (4.12) numaralı tahmin modeli test edildiğinde, hem diagnostic testlere hem de modelin istikrarlı yapısına yönelik olumsuz sonuçlar elde edilmiştir. Üstelik tahmin modeline 2001 ve 2008 kriz dönemlerindeki para politikası değişkenlerini karşılaştırmak için yerleştirilen gölge değişkenler de (D_1 ve D_2) istatistiksel olarak anlamsız çıkmış ve modeli istikrarsız hale getirmiştir. Bunun gerekçeleri, Türkiye’de para politikası açısından Ocak 2006’da yaşanan rejim değişikliğinde aranmıştır. Merkez Bankası’nın 2006 yılının Ocak ayında resmen açık enflasyon hedeflemesine geçmesi ile başlayan yeni dönemde, değişkenlere ait serilerin önceki döneme göre farklılaştığı saptanmıştır.

Örneğin, TCMB 2005 yılının sonunda para arzı tanımlarını değiştirmiş, özellikle M2 para arzının içeriği ve kapsamı farklılaşmıştır. 2005 yılının Aralık ayından itibaren, bu tarihe kadar M2Y içerisinde izlenmekte olan “yurtiçi yerleşiklerin yabancı para mevduatları” ve M3 içerisinde izlenmekte olan “diğer genel yönetim mevduatları” vade gruplarına göre ayrıştırılarak M1 ve M2 içeriklerine dağıtılmıştır. Buna bağlı olarak M2Y, M2YR, M3Y ve M3YR kalemleri para arzı tanımından çıkarılmıştır. Bu durum, gerek Zivot-Andrews gerekse Bai-Perron yapısal kırılma testleri ile desteklenmektedir. Her iki test de 2005 yılının sonu için para arzı değişkeni açısından kırılma vermektedir. Ayrıca TÜİK tarafından temin edilen tüketici fiyatları endeksi, 2005 yılının sonuna kadar 1994=100 endeksiyle verilmekteyken 2006 Ocak ayından itibaren ise 2003=100 endeksi ile açıklanmaktadır.

Diğer taraftan, üçüncü bölümde sıklıkla tartışıldığı gibi, 1999:01-2011:12 döneminde finansal piyasalar açısından da bir farklılık ortaya çıktığı bilinmektedir. Enflasyon hedeflemesi stratejisinin koşullarından biri olan gelişmiş finansal

piyasaların 2006 öncesinde söz konusu olmadığı ve bu nedenle 2002-2005 geçiş döneminde mali baskınlık gibi sorunların çözülmesinin amaçlandığı üçüncü bölümde makroekonomik göstergeler yardımıyla ortaya konulmuştur. Dolayısıyla finansal göstergelerin yetersiz ve riskli özellikler taşıdığı 2006 öncesi dönemle, finansal piyasalara ilişkin koşulların sağlandığı 2006 sonrası dönem farklılık arz etmektedir. Çiçek (2005) çalışmasında benzer sonuçlara ulaşmış ve 2005 öncesinde Türkiye’de finansal piyasaların etkin olmadığını tespit etmiştir. Bu durum kendini tahmin modelinde İMKB 100 endeksi ile göstermekte ve bu değişkenin 2006 yılından başlayarak tahmin modeline dâhil edilmesini gerektirmektedir.

Bütün bu gerekçeler, başta oluşturulan tahmin modelini, Koçyiğit (2009: 162-170) tarafından yapılan çalışmadan yola çıkarak, iki döneme ayırmayı gerekli kılmıştır. Bu bağlamda, tahmin modeli 1999:01-2005:12 olarak tanımlanan “Birinci Dönem” ve 2006:01-2011:12 olarak tanımlanan “İkinci Dönem” üzerinden ARDL yaklaşımı ile ayrı ayrı test edilmiştir. Değişkenlere ait gözlemlerin bu şekilde azalması, ARDL yaklaşımı düşük gözlem sayılarıyla analize imkân verdiğinden, sorun oluşturmamıştır.

Dönemin ikiye bölünmesine istinaden birim kök testleri söz konusu dönemler itibariyle tekrarlanmış ve testlere ilişkin sonuçlar ekte sunulmuştur. İki dönem için tekrarlanan birim kök testleri, ARDL yaklaşımının ön koşullarından olan $I(0)$ ve $I(1)$ durağanlık düzeyi farklılıklarını desteklemektedir. Bu doğrultuda her iki dönem için eşbütünleşme araştırması yapılmış, sonrasında ARDL analizi ile kısa ve uzun dönem sonuçları ortaya konulmuştur.

4.3.1.4.1. Birinci Dönem (1999-2005)

1999:01-2005:12 aralığı için analize tabi tutulan birinci dönemde kısa vadeli faiz oranı, döviz kuru ve para arzından oluşan para politikası değişkenleri ile yurtiçi krediler ve yabancı sermaye girişlerinden oluşan kontrol değişkenlerinde meydana gelen değişikliklerin tüketici fiyatları üzerindeki etkileri incelenmiştir. Böylelikle Merkez Bankası’nın nihai amacı olarak ön plana çıkan fiyat istikrarını etkileyen değişkenler tespit edilmeye çalışılmıştır. Türkiye’de birinci dönem olarak tanımlanan süreçte finansal piyasalar yeterli derinliğe ve etkinliğe sahip olmadığı için, birinci

dönemin tahmin modelinden IMKB değişkeni çıkarılmıştır. Ayrıca 2001 krizini temsilen modele yerleştirilen gölge değişken hem modeli hem de sonuçları bozduğu için tahmin modelinden çıkarılmış ve birinci dönem için tahmin modeli şu şekilde oluşturulmuştur:

$$\ln P_t = \alpha_0 + \alpha_1 \ln ONI_t + \alpha_2 \ln E_t + \alpha_3 \ln M2_t + \alpha_4 \ln DC_t + \alpha_5 \ln FCI_t + u_t \quad (4.13)$$

Ancak, ARDL yönteminde iki aşama söz konusu olduğu için, öncelikle eşbütünleşme olmadığına işaret eden boş hipotez, eşbütünleşme olduğuna işaret eden alternatif hipotez karşısında test edilmelidir. Hipotezler sınanırken kullanılan F istatistiği, Pesaran ve diğerleri (2001) ile Narayan (2005) tarafından hesaplanan kritik değerler ile karşılaştırılmıştır. H_0 hipotezinin reddedilebilmesi için, bulunan F istatistiğinin söz konusu kritik değerlerin üst sınırından büyük olması gerekmektedir.

Tablo 4.13'te görüldüğü gibi, elde edilen F istatistiği (4,92), Pesaran ve diğerleri (2001) ile Narayan (2005) kritik değerlerinin üst sınırından büyük bulunmuştur. Bu, bütünleşme derecelerine bakılmaksızın, P ile diğer değişkenler arasında uzun dönemli bir ilişki bulunmadığını öne süren H_0 hipotezinin reddedildiği anlamına gelmektedir. Buna göre ONI, E, M2, DC ve FCI uzun dönemde P değişkenindeki değişimi açıklayıcı değişkenler olarak kullanılabilir.

Tablo 4.13: Birinci Dönem (1999-2005) Eşbütünleşme Sonuçları

k	F İstatistiği	Pesaran vd. (2001) Kritik Değerler		Narayan (2005) Kritik Değerler	
		Alt Sınır	Üst Sınır	Alt Sınır	Üst Sınır
7	4,92	2,86	4,57	2,48	3,75

Not: Kritik değerler, 7 açıklayıcı değişken (k) için %5 anlamlılık düzeyinde Durum 3'e (kısıtsız sabitli ve trendsiz) karşılık gelen tablo değerleridir.

Değişkenler arasında uzun dönem ilişkisine ait kanıt elde edildikten sonra testin ikinci aşamasına $\ln P$ için ARDL yaklaşımı çerçevesinde kısa ve uzun dönem denklemleri tahmin edilmektedir. Her iki denklemin analizinde de maksimum gecikme uzunluğu 2 olarak alınmıştır.⁵² Bu aşamada öncelikle ECM tahminini de içeren (4.14) numaralı kısa dönem denklemi test edilmiştir.

⁵² SBC değerini minimum yapan gecikme uzunluğu seçilmiştir.

$$\Delta \ln P_t = \alpha_0 + \sum_{i=1}^p \alpha_1 \Delta \ln P_{t-i} + \sum_{i=0}^{q_1} \alpha_2 \Delta \ln ONI_{t-i} + \sum_{i=0}^{q_2} \alpha_3 \Delta \ln E_{t-i} + \sum_{i=0}^{q_3} \alpha_4 \Delta \ln M2_{t-i} + \sum_{i=0}^{q_4} \alpha_5 \Delta \ln DC_{t-i} + \sum_{i=0}^{q_5} \alpha_6 \Delta \ln FCI_{t-i} + \delta ECM_{t-1} + u_t \quad (4.14)$$

SBC esas alınarak belirlenen gecikmeli terim sayılarına göre tahmin edilen ARDL(2,0,0,1,0,1) doğrultusunda ECM katsayı tahminleri ve kısa dönem sonuçları Tablo 4.14'te verilmiştir. Hata düzeltme teriminin katsayısı, kısa dönemde dengeden sapmaların ne kadarının sonraki dönemde düzeltildiğini göstermektedir. ECM'nin kararlı olabilmesi için hata düzeltme teriminin katsayısının negatif işaretli olması gerekmektedir. Negatif katsayı, kısa dönemde dengeden uzaklaşan bağımlı değişkenin tekrar dengeye ulaştığını ifade etmektedir.

Tablo 4.14: Birinci Dönem (1999-2005) ARDL(2,0,0,1,0,1) Hata Düzeltme Modeli Sonuçları (Bağımlı Değişken: $\ln P$)

Değişken	Katsayı	Std. Hata	t-istatistiği
$\ln P1$	0,302	0,085	3,568 (0,001)
$\ln ONI$	0,003	0,004	0,723 (0,472)
$\ln E$	0,043	0,010	4,259 (0,000)
$\ln M2$	0,021	0,022	0,981 (0,330)
$\ln DC$	-0,019	0,014	-1,404 (0,164)
$\ln FCI$	0,184	0,803	0,229 (0,820)
$\ln DC$	-0,233	0,118	-1,976 (0,052)
ECM(-1)	-0,120	0,021	-5,667 (0,000)
F İstatistiği	29,472(0,000)	R²	0,741
DW	1,847	Düzeltilmiş R²	0,709

Tablo 4.14'te görüldüğü gibi, hata düzeltme teriminin katsayısı teorik beklentiye uygun şekilde negatif çıkmış ve -0,120 değerini almıştır. Tahmin edilen katsayı %1 düzeyinde anlamlıdır ve bir şokun etkisinin ilk iki ayda %12 düzeyinde giderilerek dengeye yaklaşıldığını göstermektedir. ARDL modelinin kısa vadeli sonuçlarına bakıldığında, fiyat istikrarını temsilen atanan tüketici fiyatlarını etkileyen temel değişkenin döviz kuru olduğu ortaya çıkmaktadır. Döviz kuru ile tüketici fiyatları arasında %1 anlamlılık düzeyinde pozitif yönlü bir ilişki bulunmaktadır. Döviz kuru değer kazandıkça tüketici fiyatları artmaktadır. Türkiye ekonomisine ilişkin üçüncü bölümde ortaya konulduğu gibi, bu sonucun en önemli nedeni üretimin dışa bağımlılığıdır. Tahmin modelinde yer alan birinci döneme ilişkin diğer

değişkenlerin tüketici fiyatları üzerinde herhangi bir etkiye yol açmadığı sonucuna ulaşılmıştır.

Tüketici fiyatları ile onu etkileyebileceği düşünülen para politikası değişkenleri ve kontrol değişkenleri arasındaki ilişkinin yapısı hakkında karar verebilmek için, uzun vadeli düzey ilişkilerinin tahmin edilmesi gerekmektedir. Bu bağlamda ARDL yaklaşımı ile birinci dönem için uzun vadeli ilişkileri ortaya koyabilmek adına (4.15) numaralı denklem analiz edilmiştir.

$$\ln P_t = \alpha_0 + \sum_{i=1}^p \alpha_1 \ln P_{t-i} + \sum_{i=0}^{q_1} \alpha_2 \ln ONI_{t-i} + \sum_{i=0}^{q_2} \alpha_3 \ln E_{t-i} + \sum_{i=0}^{q_3} \alpha_4 \ln M2_{t-i} + \sum_{i=0}^{q_4} \alpha_5 \ln DC_{t-i} + \sum_{i=0}^{q_5} \alpha_6 \ln FCI_{t-i} + u_t \quad (4.15)$$

Birinci dönem için uzun vadeli ilişkinin katsayılarının ARDL tahminleri Tablo 4.15'te verilmiştir. Buna göre, uzun dönemde döviz kuru ve M2 para arzı tüketici fiyatları üzerinde anlamlı bir etkiye sahip görünmektedir. Her iki değişken için de katsayıların işaretleri beklentilere uygundur. Dolayısıyla döviz kuru %1 anlamlılık düzeyinde tüketici fiyatlarını pozitif yönlü etkilemektedir. Para arzı ile tüketici fiyatları arasında %1 anlamlılık düzeyinde pozitif yönlü kuvvetli (0,732) bir ilişki bulunmaktadır. Tablo 4.15'te görüldüğü gibi, birinci döneme ilişkin tahmin modelinde otokorelasyon problemi bulunmamaktadır.⁵³

Tablo 4.15: Birinci Dönem (1999-2005) ARDL(2,0,0,1,0,1) Uzun Dönem Sonuçları (Bağımlı Değişken: lnP)

Değişken	Katsayı	Std. Hata	t-istatistiği
lnONI	0,023	0,032	0,728 (0,469)
lnE	0,353	0,067	5,306 (0,000)
lnM2	0,732	0,125	5,852 (0,000)
lnDC	-0,160	0,102	-1,565 (0,122)
lnFCI	-1,206	0,987	-1,221 (0,226)
C	-1,941	0,830	-2,337 (0,022)
Serisel Korelasyon	0,894 (0,558)	Normallik	7,697 (0,021)
Fonksiyonel Yapı	0,274 (0,602)	Değişen Var.	0,731 (0,395)

⁵³ Tahmin modelinin istikrarlılığını gösteren grafikler ekte verilmiştir.

Yapılan analizler sonucunda elde edilen bulgular, hem kısa hem de uzun dönemde beklendiği gibi döviz kurunun tüketici fiyatları üzerinde pozitif yönlü etkisi olduğunu göstermektedir. Para arzı ise kısa dönemde anlamlı çıkmazken, uzun dönemde tüketici fiyatlarını pozitif yönlü ve kuvvetli bir şekilde etkilemektedir. Söz konusu dönemde Merkez Bankası'nın Şubat 2001 krizine kadar döviz kuru hedeflemesi stratejisini yürüttüğü, kriz sonrasındaki geçiş döneminde para politikasını parasal hedefleme ile desteklediği düşünülürse, elde edilen bulgular süreçle tutarlı görünmektedir. Kısa vadeli faiz oranlarının 2001 krizi öncesinde ve sırasında para politikası çerçevesinde pasif bir role sahip olması, bu döneme ilişkin analizde kısa vadeli faizlerin fiyatlar üzerinde herhangi bir etkiye sahip olmadığı yönündeki bulguyu da desteklemektedir. TCMB 2001 krizi sonrasında kısa vadeli faiz oranlarını politika aracı olarak kullanmaya başlamasına rağmen, o dönemde para politikası ve finansal piyasalar açısından gerekli koşullar sağlanamadığı için para tabanını ek nominal çapa olarak politika çerçevesine dahil etmiştir.

4.3.1.4.2. İkinci Dönem (2006-2011)

TCMB, politika yapısında ve finansal piyasaların koşullarında iyileşme sağlandıktan sonra, 2006 Ocak itibariyle kısa vadeli faiz oranını açık enflasyon hedeflemesi doğrultusunda temel politika aracı olarak benimsemiştir. Bu doğrultuda para arzı para politikası içerisinde pasifleştirilmiştir. Dolayısıyla 2006:01-2011:12 olarak belirlenen ikinci dönemde IMKB değişkeni modele dâhil edilirken M2 değişkeni tahmin modelinden çıkarılmış ve ikinci dönem için tahmin modeli şu şekilde oluşturulmuştur:

$$\ln P_t = \alpha_0 + \alpha_1 \ln ONI_t + \alpha_2 \ln E_t + \alpha_3 \ln IMKB_t + \alpha_4 \ln DC_t + \alpha_5 \ln FCI_t + u_t \quad (4.16)$$

Birinci dönem için yapılan analize benzer bir süreç izlenerek öncelikle eşbütünleşme olmadığına işaret eden boş hipotez, eşbütünleşme olduğuna işaret eden alternatif hipotez karşısında test edilmiştir. Tablo 4.16'da görüldüğü gibi, elde edilen F istatistiği (10,05), Pesaran ve diğerleri (2001) ile Narayan (2005) kritik değerlerinin üst sınırından büyük bulunmuştur. Bu, bütünleşme derecelerine bakılmaksızın, P ile diğer değişkenler arasında uzun dönemli bir ilişki bulunmadığını öne süren H_0 hipotezinin reddedildiği anlamına gelmektedir. Dolayısıyla ONI, E,

IMKB, DC ve FCI uzun dönemde P değişkenindeki değişimi açıklayıcı değişkenler olarak kullanılabilir.

Tablo 4.16: İkinci Dönem (2006-2011) Eşbütünleşme Sonuçları

k	F İstatistiği	Pesaran vd. (2001) Kritik Değerler		Narayan (2005) Kritik Değerler	
		Alt Sınır	Üst Sınır	Alt Sınır	Üst Sınır
7	10,05	2,86	4,57	2,49	3,79

Not: Kritik değerler, 7 açıklayıcı değişken (k) için %5 anlamlılık düzeyinde Durum 3'e (kısıtsız sabitli ve trendsiz) karşılık gelen tablo değerleridir.

İkinci döneme ait tahmin modelindeki değişkenler arasında uzun dönem ilişkisi tespit edildikten sonra bağımlı değişken $\ln P$ için ARDL yaklaşımı çerçevesinde kısa ve uzun dönem denklemleri tahmin edilmiştir. Her iki denklemin analizinde de maksimum gecikme uzunluğu 2 olarak alınmıştır. SBC esas alınarak belirlenen gecikmeli terim sayılarına göre tahmin edilen ARDL(1,0,0,0,0,0) doğrultusunda ECM katsayı tahminleri ve kısa dönem sonuçları, (4.17) numaralı kısa dönem denklemi ile test edilmiştir.

$$\Delta \ln P_t = \alpha_0 + \sum_{i=1}^p \alpha_1 \Delta \ln P_{t-i} + \sum_{i=0}^{q_1} \alpha_2 \Delta \ln ONI_{t-i} + \sum_{i=0}^{q_2} \alpha_3 \Delta \ln E_{t-i} + \sum_{i=0}^{q_3} \alpha_4 \Delta \ln IMKB_{t-i} + \sum_{i=0}^{q_4} \alpha_5 \Delta \ln DC_{t-i} + \sum_{i=0}^{q_5} \alpha_6 \Delta \ln FCI_{t-i} + \delta ECM_{t-1} + u_t \quad (4.17)$$

Tablo 4.17'de görüldüğü gibi, hata düzeltme teriminin katsayısı teorik beklentiye uygun şekilde negatif çıkmış ve -0,109 değerini almıştır. Tahmin edilen katsayı %5 düzeyinde anlamlıdır ve ekonomik şokun etkisinin bir ay gecikmeyle %11 düzeyinde giderilerek dengeye yaklaşıldığını göstermektedir.

ARDL modelinin kısa vadeli sonuçlarına bakıldığında, ikinci dönemde ONI ve E gibi para politikası değişkenlerinin tüketici fiyatları üzerinde anlamlı bir etkiye sahip olmadığı görülmektedir. Bankacılık sektörünü temsil eden yurtiçi krediler (DC) kısa vadede tüketici fiyatlarını %5 anlamlılık düzeyinde pozitif yönlü etkilemektedir. Birinci bölümde tartışıldığı gibi, kredilerin artması toplam talebi artırmakta ve bu da fiyatları yükseltmektedir. Dolayısıyla bu sonuç teoriyle tutarlı görünmektedir.

Tablo 4.17: İkinci Dönem (2006-2011) ARDL(1,0,0,0,0,0) Hata Düzeltme Modeli Sonuçları (Bağımlı Değişken: $\ln P$)

Değişken	Katsayı	Std. Hata	t-istatistiği
$\ln ONI$	0,002	0,004	0,527 (0,600)
$\ln E$	0,005	0,012	0,387 (0,700)
$\ln IMKB$	0,008	0,011	0,714 (0,478)
$\ln DC$	0,036	0,017	2,148 (0,035)
$\ln FCI$	-0,948	0,556	-1,706 (0,093)
dC	0,248	0,213	1,166 (0,248)
ECM(-1)	-0,109	0,048	-2,260 (0,027)
F İstatistiği	1,384 (0,227)	R²	0,415
DW	2,150	Düzeltilmiş R²	0,365

Diğer anlamlı değişken FCI ise tüketici fiyatlarını %10 anlamlılık düzeyinde kuvvetli (-0,948) şekilde ve negatif yönlü etkilemektedir. Yabancı sermaye girişinin ülke ekonomisinde döviz miktarını artırarak döviz kurunu düşürmesi ve böylelikle ulusal paranın değer kazanmasını sağlayarak enflasyonu düşürmesi beklenir. Türkiye ekonomisinin dışa bağımlılığı ve üretimin büyük oranda ithal girdilerle gerçekleştiriliyor olması nedeniyle söz konusu süreç bir yandan da üretim maliyetlerini düşürmektedir. Dolayısıyla ikinci döneme ilişkin bu sonuç, birinci bölümde ortaya konulan teori ile uyumlu görünmektedir.

Ancak, P ile onu etkileyebileceği düşünülen ONI, E, IMKB, DC ve FCI değişkenleri arasındaki ilişkinin yapısı hakkında karar verebilmek için, uzun vadeli düzey ilişkilerinin de tahmin edilmesi gerekmektedir. Bu bağlamda ARDL yaklaşımı ile ikinci dönem için uzun vadeli ilişkileri ortaya koyabilmek adına (4.18) numaralı denklem analiz edilmiştir.

$$\ln P_t = \alpha_0 + \sum_{i=1}^p \alpha_1 \ln P_{t-i} + \sum_{i=0}^{q_1} \alpha_2 \ln ONI_{t-i} + \sum_{i=0}^{q_2} \alpha_3 \ln E_{t-i} + \sum_{i=0}^{q_3} \alpha_4 \ln IMKB_{t-i} + \sum_{i=0}^{q_4} \alpha_5 \ln DC_{t-i} + \sum_{i=0}^{q_5} \alpha_6 \ln FCI_{t-i} + u_t \quad (4.18)$$

Birinci dönem için uzun vadeli ilişkinin katsayılarının ARDL tahminleri Tablo 4.18’de verilmiştir. Bu sonuçlara göre, uzun dönemde sadece yurtiçi krediler (DC) tüketici fiyatları üzerinde anlamlı bir etkiye sahip görünmektedir. Kısa vadede olduğu gibi uzun vadede de yurtiçi krediler teoriye uygun şekilde enflasyonu

artırmaktadır. Dolayısıyla yurtiçi krediler %1 anlamlılık düzeyinde tüketici fiyatlarını pozitif yönlü etkilemektedir. İkinci döneme ait tahmin modelinde otokorelasyon problemi bulunmamaktadır.⁵⁴

Tablo 4.18: İkinci Dönem (2006-2011) ARDL(1,0,0,0,0) Uzun Dönem Sonuçları (Bağımlı Değişken: lnP)

Değişken	Katsayı	Std. Hata	t-istatistiği
lnONI	0,017	0,034	0,500 (0,619)
lnE	0,042	0,111	0,376 (0,708)
lnIMKB	0,071	0,109	0,657 (0,513)
lnDC	0,332	0,055	6,014 (0,000)
lnFCI	-0,869	0,593	-1,465 (0,148)
C	2,277	1,298	1,754 (0,084)
Serisel Korelasyon	1,324 (0,236)	Normallik	5,012(0,082)
Fonksiyonel Yapı	1,081 (0,303)	Değişen Var.	0,256(0,987)

İkinci dönemde TCMB için önemli bir para politikası değişkeni haline gelen kısa vadeli faizlere ilişkin değişkenin (ONI) anlamlı çıkmaması, kısa vadeli faizlerin toplam talep üzerindeki etkisinin zayıf olduğunu ortaya çıkarmıştır. Bu sonuç, Türkiye’de faiz kanalının sağlıklı bir şekilde işlemediğini göstermektedir. Post-Keynesyen yaklaşımın vurguladığı gibi, para arzının içselleşmesi ile birlikte TCMB’nin politika faizinin piyasadaki diğer faiz ve menkul getiriler üzerindeki etkinliği azalmıştır. Hem kısa hem de uzun vadede kredilerin tüketici fiyatlarını etkiliyor görünmesi, enflasyon hedeflemesi stratejisinin esnekleştirilerek 2010 yılı sonunda makro ihtiyat politikasının politika setine dâhil edilmesini desteklemektedir. TCMB 2010 yılı sonundan itibaren toplam kredileri azaltmaya çalışarak toplam talebi ve dolayısıyla tüketici fiyatlarını yönlendirmeye çalışmıştır.

4.3.2. Sonuçların Değerlendirilmesi

Dışa açık küçük bir ülke olan Türkiye için, ekonomik krizlerin yoğunlaştığı 2000’li yıllarda uygun para politikası çerçevesinin (4.12) numaralı denklem yardımıyla araştırıldığı bu bölümde iki aşamalı bir analiz benimsenmiştir. Bir taraftan Bai-Perron çoklu yapısal kırılma testi ile politika ve kontrol değişkenlerinin fiyat ve üretim cephesinden etkinliği araştırılmış, diğer taraftan da ARDL yaklaşımı ile değişkenler arasındaki kısa ve uzun dönem ilişkiler ortaya konulmaya

⁵⁴ Tahmin modelinin istikrarlılığını gösteren grafikler ekte verilmiştir.

çalışılmıştır. Bu analiz sürecindeki amaç, dışa açık küçük bir ülke olan Türkiye’de para politikasının etkinliğini iki kriz dönemi itibariyle ortaya koymaktır.

Bu bağlamda ARDL modelinin birinci döneme ait kısa vadeli sonuçlarına bakıldığında, Merkez Bankası’nın nihai amacı olan fiyat istikrarını temsilen atanan tüketici fiyatlarını para politikası değişkenlerinden sadece döviz kurunun etkilediği görülmektedir. Diğer para politikası değişkenlerinin (ONI ve M2), 2001 krizini de içine alan birinci dönemde, tüketici fiyatlarını etkilediğine dair bir bulguya rastlanmamıştır. Şubat 2001 krizi sırasında ve öncesinde kısa vadeli faizler Merkez Bankası tarafından aktif bir biçimde kullanılmamıştır. Dolayısıyla birinci dönemde faiz oranlarının etkisiz olması beklentilerle tutarlıdır.

Uzun dönem sonuçları da döviz kurunun birinci dönemdeki etkinliğini desteklemektedir. Üstelik uzun dönemde beklentilere uygun olarak M2 para arzının da fiyatlar üzerinde etkilere sahip olduğu saptanmıştır. 2001 krizinden sonra geçiş döneminde para tabanının Merkez Bankası tarafından ek nominal çapa olarak kullanılması bulgularla örtüşmektedir. Söz konusu dönemde bankacılık sektörünün yaşadığı sorunlar ve 2001 krizinin sonuçta bir bankacılık krizi olması, kredilerin istatistiksel olarak anlamlı çıkmamasını desteklemektedir. Türkiye’de 2000’li yılların ilk yarısında sermaye piyasalarının taşıdığı yetersizlikler, birinci dönemde beklentilerin aksine yabancı sermaye girişlerinin istatistiksel olarak anlamsız çıkmasını açıklamaktadır.

ARDL modelinin ikinci döneme ait kısa vadeli sonuçları ise birinci döneme göre çok farklı sonuçlar sunmaktadır. İkinci dönemde hiçbir para politikası değişkeni, tüketici fiyatları üzerinde etkiye sahip görünmemektedir. 2006 başında açık enflasyon hedeflemesine geçilmesine ve bu süreçte kısa vadeli faiz oranları temel politika aracı olarak kullanılmasına rağmen, kısa vadeli faizlerin toplam talep ve dolayısıyla tüketici fiyatları üzerinde bir etkiye sahip olmaması önemli bir bulgudur.⁵⁵ Üçüncü bölümde tartışıldığı gibi, finansal piyasaların giderek aktifleştiği ve para arzının içselleştiği bir ekonomik düzende para politikasının fiyat istikrarı

⁵⁵ Benchimol ve Fourçans (2012) ile Süslü ve Dişbudak (2012) çalışmalarında faiz oranının etkisinin azaldığını bulmuşlardır. Ancak, faiz oranıyla ilgili elde edilen bu bulgu Cavoli (2010), Filho (2010), Kibritci Artar (2011), Yapraklı ve Kaplan (2012) gibi çalışmalarla tutarlılık göstermemektedir.

doğrultusunda politika faiz aracıyla etkin bir şekilde yürütülmesi mümkün görünmemektedir.

İkinci dönemde, ilk dönemin aksine döviz kurunun istatistiksel olarak anlamsız çıkması beklentilerimizle ve literatürdeki çalışmalarla⁵⁶ örtüşmemektedir. Süslü ve Dişbudak (2012: 78-79) tarafından da ortaya konulduğu gibi, Türkiye ekonomisinde döviz kuru ile toplam talep arasında kuvvetli bir ilişki olduğu düşünülmektedir. Ancak, analiz sonucunda ikinci döneme ait elde edilen bulgular bu beklentileri doğrulamamaktadır. Buna karşılık, ikinci döneme ait kısa vadeli analiz sonuçlarına göre yabancı sermaye girişleri tüketici fiyatları üzerinde etkin görünmektedir. 2000'li yılların ikinci yarısında Türkiye'de yabancı sermaye hareketlerine ilişkin hızlı bir büyüme yaşanması ve sermaye girişlerindeki hacmin birinci döneme göre oldukça artması, bu sonuçta etkin görünmektedir. 2008 krizinin Türkiye'de sermaye hareketleri açısından şiddetli dalgalanmalara yol açması da bu süreci desteklemektedir.

İkinci dönem analiz bulgularına göre, gerek kısa vadede gerekse uzun vadede tüketici fiyatları üzerinde toplam kredilerin etkili olduğu sonucuna ulaşılmıştır. Benzer şekilde, Brooks da (2007) Türkiye ekonomisi üzerine yaptığı uygulamalı çalışmasında banka kredilerine dikkat çekmiştir. Birinci dönemde kısa ve uzun vadede döviz kurunun etkin olduğu para politikası çerçevesi elde edilmesine rağmen, ikinci dönemde bu durum yerini toplam kredilerin etkinliğine bırakmıştır. Küresel ekonomide yaşanan gelişmeler ve finansal piyasaların hızlı gelişimi, bankacılık sektörünün sadece yurtiçi kaynaklardan değil uluslararası kaynaklardan da beslenmesini kolaylaştırmıştır. Dolayısıyla yurtiçindeki likidite koşullarından etkilenmeksizin yurtdışından borçlanabilen bankalar, ulusal piyasada bu kaynakları rahatlıkla krediye dönüştürebilmektedir. Bu gelişmeler, hem Merkez Bankası'nın kredileri ve dolayısıyla toplam talebi kontrol etmesini zorlaştırmakta hem de kredilerin toplam talep üzerindeki etkinliğini artırmaktadır.

Analiz sonucunda ikinci döneme ilişkin kredilerle ilgili elde edilen bulgu, TCMB tarafından da dikkate alınmış görünmektedir. Çünkü 2010 yılının sonunda

⁵⁶ Gürbüz, 2008; Kaytancı, 2009; Poon, 2010; Karagöz ve Ergün, 2010; Yapraklı ve Kaplan, 2012; Süslü ve Dişbudak, 2012.

Merkez Bankası para politikası setini genişleterek zorunlu karşılıklar vasıtasıyla toplam kredileri gözetmeye başlamıştır. Bu müdahale doğru olmakla birlikte, özellikle ikinci bölümde vurgulanan uluslararası ekonominin yeni koşulları nedeniyle, Merkez Bankası'nın politika çelişkisine yol açmadan kredileri kontrol edebilmesi mümkün görünmemektedir. Özatay (2012) tarafından da vurgulanan bu çelişki, makro ihtiyat politika aracı ile politika faizi aracının birlikte kullanılmalardan doğmaktadır. Kredileri kontrol etmek amacıyla kullanılan makro ihtiyat politikası aracı, politika faizinin ekonomiyi istenilen yönde etkilemesini zorlaştırmaktadır. Bunun nedenleri üçüncü bölümde ortaya konulmuştur. Üstelik bu çalışmada yapılan analiz sonucunda politika faizinin Türkiye'de enflasyonu yönlendirmek konusunda etkin olmadığı sonucuna ulaşılmıştır.

Türkiye'de 1999-2011 döneminin ikiye ayrılarak 2001 ve 2008 kriz dönemleri çerçevesinde analize tabi tutulduğu bu çalışmada, döviz kuru hedeflemesinin enflasyonun kontrolünde enflasyon hedeflemesine göre daha etkin olduğu sonucuna ulaşılmıştır. Çünkü Türkiye için birinci dönemde döviz kurunun fiyatlar üzerinde etkin olduğuna dair bulgulara ulaşılrken, ikinci dönemde kısa vadeli faiz oranlarının fiyatlar üzerinde bir etkiye sahip olmadığı tespit edilmiştir. Kadioğlu (2006) ve Kasapoğlu (2007) çalışmalarında benzer sonuçlara ulaşmış ve bu çalışmada analiz edilen ilk döneme paralel olarak Türkiye'de döviz kurunun fiyatları etkilediğini tespit etmişlerdir. Akkılıç (2007) ve Poon (2010) tarafından yapılan çalışmalarda da dışa açık küçük ülkelerde para politikası açısından döviz kurunun faiz oranına göre daha etkin bir araç olduğu sonucuna ulaşılmıştır.

Bu çalışmada ayrıca yer verilen Bai-Perron çoklu yapısal kırılma testi sonuçları da göstermiştir ki, Türkiye'de politika faizi aracı fiyat ve çıktıda yaşanan dalgalanmaları yönlendirme etkinliğine sahip değildir. Küresel krizin dış ve iç talepte yarattığı sert düşüş tüketici fiyatlarında 2008 yılının Aralık ayında kırılmaya yol açarken, çıktıda kırılma aynı yılın Kasım ayında ortaya çıkmıştır. Faiz oranındaki kırılmanın 2009 yılının Ocak ayında oluştuğu dikkate alındığında, kriz sırasında Merkez Bankası'nın hem müdahalede geç kaldığı hem de faiz indirimlerinin fiyat ve çıktı üzerinde bir etki yaratmadığı görülmektedir. Ergeç'in de (2007) çalışmasında

belirttiği gibi, enflasyon hedeflemesi çerçevesinde kullanılan politika faizi aracı, kriz dönemlerinde ortaya çıkan durgunlukla mücadelede başarılı olamamaktadır.

Aynı test sonuçları, 2001 krizi döneminde döviz kuru için 2000 yılı Mart ayında, para arzı için 2001 yılı Şubat ayında ve tüketici fiyatları için 2001 yılı Eylül ayında kırılma yaşandığını göstermektedir. Birinci dönem ARDL test sonuçları ile paralellik arz eden bu durum, o dönemde fiyatlar üzerinde döviz kuru ve para arzının etkin olduğunu ifade etmektedir. 2000 yılının Kasım ayında faiz oranı ve çıktıda kırılma ortaya çıkması ise, hem 2001 krizinin ilk işareti olan Kasım 2000 krizini hem de Merkez Bankası'nın kur çapasını koruma ısrarının likidite sıkışıklığına yol açarak faiz oranlarını yükselttiğini göstermektedir. Çünkü söz konusu dönemde Merkez Bankası faiz oranlarını sabitlemiş ve para politikası aracı olarak kullanmamıştır.

SONUÇ

Ana akım merkez bankacılığının modelleme özelliği, ortaya koyduğu savların bir modele dayanmasını beraberinde getirmektedir. Bu model, geleneksel para politikası yaklaşımının önemli kabul ettiği birkaç değişkene ve bu değişkenler arasında var olduğu düşünülen nedensellik ilişkisine dayanmaktadır. Bu bağlamda karmaşık ekonomik süreçleri basite indirgemek için kullanılan modelleme tekniği, aşırı matematik kullanımı sonucu para politikasını soyutlaştırmış ve geleneksel para politikasının dikkatini ekonominin sorunlarından uzaklaştırarak fiyat istikrarına odaklanılmasına neden olmuştur.

Çünkü her modelin kendi değişkenleri ile sınırlı bir çerçevesi bulunmaktadır. Bu sınırlamalar, politika uygulayıcılarının çoğu zaman finansal piyasaları ve reel ekonomiyi ihmâl etmesine yol açmaktadır. Finansal piyasaların ve günümüz ekonomi koşullarında yakından ilişkili olduğu reel ekonominin makroekonomik açıdan ne kadar önemli olduğu, 2008 yılında yaşanan küresel finans krizi ile birlikte bir kez daha anlaşılmıştır. Çünkü küresel boyutta fiyat istikrarının görece sağlandığı bir ortamda gerçekleşen finansal kriz, tek başına fiyat istikrarının makroekonomik istikrar açısından yeterli olmadığını ortaya koymuştur.

Buna rağmen, sermaye hareketlerinin serbest olduğu dışa açık ekonomilerde para politikasının etkinliğini artıran stratejinin, bünyesinde esnek kur rejimini barındıran, şokları bertaraf edebilen ve makro değişkenlerdeki bozulmaları azaltabilen enflasyon hedeflemesi stratejisi olduğu görüşü ağırlık kazanmıştır. Sadece fiyat istikrarına odaklanan bir merkez bankasının politika faizindeki değişimin enflasyon üzerindeki net etkisini tahmin etmesi yeterli görüldüğü için, kredi ve döviz kuru kanallarının ayrı ayrı etkilenmesine gerek duyulmamıştır. Çünkü 2000'li yılların ortalarına kadar merkez bankaları açısından hangi kanalın kullanıldığı ve bu kanalların makro finansal riskleri nasıl etkilediği birincil düzeyde önem taşımamıştır.

Ancak, hem kredilerin hem de döviz kurunun istenilen yönde hareket etmesi için parasal otoritenin kısa vadeli faizle birlikte başka araçları da devreye sokması gerekebilmektedir. Dolayısıyla yeni politika tasarımı çerçevesinde finansal istikrarı

da dikkate alan bir parasal otorite, politika araçlarını faiz koridoru, haftalık repo faizi, likidite yönetimi ve zorunlu karşılıklar gibi uygulamalarla zenginleştirirken, bu süreçte kredi kanalı ve döviz kuru kanalı ön plana çıkmıştır.

Nitekim banka dışı finansal sektördeki gelişmeler, hem küresel finans krizine giden süreci hazırlamış hem de merkez bankalarının krizden çıkış için uyguladıkları geleneksel para politikalarını etkisizleştirmiştir. Bu gelişmeler merkez bankalarının geleneksel çerçevenin dışına çıkmalarına yol açarken, aynı zamanda para politikalarının makroekonomik istikrar için tek başına yeterli olmadığını ve maliye politikalarının da aktif olarak uygulanması gerektiğini göstermiştir. Fiyat istikrarı ile birlikte finansal istikrarın da sağlanabilmesi noktasında merkez bankalarının ve politika faizinin tek başlarına yeterli olamayacakları tartışılmaya başlanmış, böylece para politikası setine makro ihtiyat politikası dâhil edilmiştir. 1990'lerden sonra finansal kaynaklı krizlerin sıklaşması ve son olarak yaşanan 2008 finansal krizi, para politikası uygulamaları açısından bu adımların atılmasını zorunlu kılmıştır.

Dolayısıyla finansal ve reel sektöre ilişkin değişkenlerin para politikasının uygulama sürecine eklenmesi ve bu doğrultuda mevcut modellerin yeniden düzenlenmesi gerekmektedir. Çünkü enflasyon odaklı para politikaları yürüten merkez bankaları, varlık fiyatlarında meydana gelen dalgalanmaların yol açacağı konjonktür dalgasını ve dolayısıyla krizi öngörememektedir. Ancak, geleneksel para politikasının sunduğu çerçevenin eleştirilmesi kolay olmakla birlikte, yeni bir para politikası seti oluşturmak kısa vadede zor görünmektedir. Para politikası açısından amaç, ara amaç ve araç çerçevesinin çeşitlendirilmesi, merkez bankalarının kredibilite ve yönetim sorunları yaşamalarına ve politika çelişkileri ortaya çıkmasına yol açabilmektedir. Bu noktada merkez bankalarının krizlerle mücadele edebilmesi için diğer denetleyici ve düzenleyici kurumlarla iş birliğine gitmesi kaçınılmazdır. Bu nedenle makroekonomik politika çerçevesini parasal politika, maliye politikası ve finansal politika olmak üzere üç ayaklı bir yapıda yürütmek gerekmektedir.

Literatürde kriz öncesinde, sırasında ve sonrasında uygulanabilecek en etkin para politikası stratejisi olarak doğru şekilde uygulanan ve finansal koşullar hakkındaki tüm bilgileri kullanan esnek enflasyon hedeflemesi ağırlık kazanmıştır.

Çünkü finansal istikrarsızlık, para politikasının aktarım mekanizmasında aksaklıklara neden olmakta, böylelikle para politikasının etkinliği azalmakta ve politika faizi araç niteliğini kaybetmektedir. Bu doğrultuda, enflasyon hedeflemesi stratejisinin finansal istikrarı da gözetecek şekilde esnekleştirilmesi önerilmekte; geleneksel enflasyon hedeflemesi modeline finansal bir değişken eklendiğinde faiz tepki denkleminin nasıl değişeceği ve birden fazla para politikası aracının kullanılması üzerinde durulmaktadır.

Dünya ekonomisinde bu gelişmeler olurken, Türkiye’de 2000’li yıllarda döviz kuru ve enflasyon hedeflemesi gibi birbirinden farklı iki para politikası stratejisi uygulanmış, söz konusu politikaların uygulanabilirliği ve etkinliği tartışılırken 2001 ve 2008 yıllarında iki önemli ekonomik kriz yaşanmıştır. Türkiye gibi finansal serbestleşme sonrası uyum süreci yaşayan, tasarruf-yatırım dengelerinde kalıcı yapısal açıklar veren, kalıcı işsizlik sorunları ile uğraşan ve mali kurumlarına gevşek bir denetim uygulayan gelişmekte olan ülkeler kriz çevrimleriyle yaşamaya mecbur kalmaktadır. Politika uygulayıcıların dış şokları ülkeye taşıyan aktarım mekanizmalarına yönelik tedbirler almaktan kaçınmaları, bu tür krizlerin orta vadede tekrarlanabileceğini ve para politikalarının çözümsüz kalacağını düşündürmektedir.

Bu koşullar altında, Türkiye gibi ülkeler etkin para politikası uygulamalarından uzaklaşarak hızlı büyüme, dış dengenin bozulması ve kriz sarmalına mahkûm olmaktadır. Her iki kriz deneyiminde de politika uygulayıcılar krizlerin, dış kaynak girişlerinin canlanması ile kendiliğinden sona ereceğini düşünmüş, bu nedenle alınan önlemler geç ya da yetersiz kalmış, ekonomik toparlanmanın orta vadeye yayılan bir durgunluk sürecine dönüşme riski göz ardı edilmiştir. Tasarruf açığı bulunan Türkiye, dış kaynağa bağımlı bir ekonomi görünümü sergilemektedir. Bu bağımlılık, kriz dönemlerinde yabancı yatırımcıların risk alma iştahının azalması nedeniyle Türkiye’den çekilmeleri ile birlikte kaynak sıkıntısına yol açmaktadır. Bu durum, krizin getirdiği resesyonu derinleştirmekte ve para politikasının etkinliğini azaltmaktadır.

Bu bağlamda, Türkiye’de spekülative sermaye hareketlerinde gözlemlenen ani yön ve hacim değişiklikleri, 2001 ve 2008 kriz deneyimleri açısından ortak tetikleyici unsur olarak görülmektedir. Türkiye’de yabancı sermayeyi ülke

ekonomisine çekmek için 2000'li yıllarda yüksek faiz-düşük kur politikası uygulandığı unutulmamalıdır. Uluslararası ekonomide sermaye akımlarının hacim, bileşim ve oynaklığı, Türkiye'de kriz oluşumları ve krize yönelik para politikaları açısından belirleyici olmaktadır. Yabancı sermaye çıkışları, döviz kurunun yükselmesine, faiz oranlarının artmasına ve ekonomide kriz çıkmasına ya da krizin derinleşmesine yol açmaktadır. Merkez Bankası'nın faiz politikalarının kriz dönemlerinde öncelikle net sermaye çıkışını gözettiği anlaşılmaktadır. Çünkü her iki kriz döneminde de reel faiz oranları kriz öncesinde yükselmeye başlamış ve net sermaye çıkışları ile paralel bir tavır sergilemiştir.

Türkiye'de 2001 yılında yaşanan kriz deneyimi, para politikasının kura yavaş tepki vermesi ya da şokların güçlü olması gibi nedenlerle, kuru sabitlemenin para politikası açısından sürdürülemez bir politika olduğunu göstermiştir. Çünkü şokların şiddetli ve sık olduğu bir ekonomide kura yönelik spekülasyon ataklar başarılı olmaktadır. Nitekim Şubat 2001 krizine gelinirken Türkiye'de iç ve dış şoklar döviz kuru üzerinde yoğun bir baskı oluşturmuş, bankacılık sektörünün likidite ihtiyacı artmış ancak TCMB re-aktif bir para politikası izleyerek son ana kadar döviz kuru hedefini korumayı tercih etmiştir. Dolayısıyla döviz kuru hedeflemesi ödemeler bilançosunun sürdürülebilirliği açısından faize göre daha riskli bir politika aracıdır.

Merkez Bankası, 2001 krizi sonrası dönemde ise fiyat istikrarını olumsuz etkileyecek her türlü arz ve talep şokuna tepki vermiştir. 2008 yılının ikinci çeyreğinde Türkiye'de yaşanan negatif arz şokuna enflasyonist kaygılar nedeniyle Merkez Bankası faiz artırımını ile karşılık vermiş ancak 2008 yılının son çeyreğinde küresel krizin de derinleşmesi ile birlikte ortaya çıkan negatif talep şoku karşısında geç de olsa faiz indirimine başlamıştır. Buna rağmen, döviz kuru hedeflemesinin uygulandığı 2001 krizine göre çok daha büyük oranda bir ekonomik gerileme yaşanmıştır. TCMB için önemli bir kontrol değişkeni olan kısa vadeli faiz oranlarının toplam talep üzerindeki etkisinin zayıf olduğu ortaya çıkmıştır.

Geleneksel para politikası çerçevesinde enflasyon hedeflemesinin çıktıda yaşanan dalgalanmaları azalttığı yönündeki görüş, 2008 kriz deneyiminin Türkiye'de 2001 krizine göre çok daha şiddetli hasıla kayıplarına yol açması nedeniyle tartışmalı hale gelmiştir. Görülmektedir ki, dışa açık küçük ülke konumundaki Türkiye'nin

enflasyon hedeflemesi stratejisini izlemesi, olası dışsal şoklar ve arz şokları karşısında toplam talepteki dalgalanmaları artırmakta ve bu da ekonomik büyümede daha büyük dalgalanmalara yol açmaktadır. Türkiye’de toplam talep şoklarının çıktı üzerindeki etkisi, enflasyon üzerindeki etkisinden daha büyüktür. Türkiye ekonomisinin genel karakteristik özelliği olan yoğun dış kaynak girişi, buna bağlı değerli TL ve yüksek ithalat hacmi bu görüşü desteklemektedir.

Gerek 2001 gerekse 2008 kriz deneyimleri Türkiye’de orta vadeli çevrimin iniş evrelerinde gerçekleşmiştir. Sabit kur rejimi 2001 krizinin en önemli nedeni olarak görülmüş ancak sonraki dönemde geçilen esnek kur sistemi Türkiye’de 2008 krizine karşı bir güvence oluşturmamıştır. Üstelik 2001 krizi öncesinde Türkiye’nin sahip olduğu olumsuz makroekonomik göstergeler, 2008 krizi öncesi cari açık dışında söz konusu olmamıştır. Ancak, bu görece sağlamlık ve yarattığı güven ile ortaya çıkan algılama güçlüğü, Merkez Bankası nezdinde 2008 krizine karşı para politikası tepkisinin gecikmesine yol açmıştır. Her iki kriz deneyiminde de kur ve talep idaresine yönelik politikaların uygulama biçimi ve öncelikleri farklılıklar göstermiştir. Çünkü söz konusu krizler gerek ulusal gerekse uluslararası ekonomik koşullar bakımından farklı koşullarda gerçekleşmiştir.

Dolayısıyla Türkiye’de 2001 sonrasında olduğu gibi 2008 sonrasında da para politikası değişime uğramıştır. 2001 krizi öncesinde sabit kur rejimi, parasal hedefleme ve sabit faiz uygulamasından oluşan bir para politikası çerçevesine sahip olan Türkiye, Şubat 2001 sonrasında dalgalı kur rejimi ve parasal hedefleme kombinasyonuna geçmiştir. 2008 küresel finans krizinin fiyat istikrarının sağlandığı bir ortamda gerçekleşmesi ve finansal istikrar açısından kaygıları artırması nedeniyle TCMB 2010 sonunda açık enflasyon hedeflemesi stratejisine makro ihtiyat politikasını eklemiş ve pro-aktif bir para politikası izlemeye başlamıştır.

Bu gelişmeler TCMB’nin temel amaçlarını, kullanılan araçlar ile ara amaçlar arasındaki uyumu tartışmaya açmış ve para politikası sorgulanmaya başlanmıştır. Çünkü zorunlu karşılık oranları yükselttilerle kredi genişlemesinin yavaşlatılması amaçlanırken, bankaların azalan kredi açılabilir mevduat miktarını Merkez Bankası’ndan aldıkları borç ile telafi etmemeleri gerekmektedir. Buna karşın, zorunlu karşılıklar ile piyasadan çekilen likiditenin TCMB fonlaması ile ikame

edildiği ve likidite kanalının zayıfladığı görülmektedir. Ayrıca, Türkiye’de bankacılık sektörünün yurtdışı kaynaklı borçlanma olanaklarının artması, Merkez Bankası’nın banka kredileri üzerindeki kontrol gücünü zayıflatmaktadır.

Türkiye’nin 2000’li yıllarda yaşadığı bu iki kriz deneyimi incelendiğinde, Merkez Bankası’nın döviz kuru düştüğünde piyasadan döviz alıp kuru yükseltmesi, ekonomik durgunluk ortaya çıktığında faiz oranlarını düşürüp ekonomiyi canlandırması, cari işlemler açığı büyüdüğünde döviz kurunu yükseltip ithalat talebinin kısılmasını sağlaması beklenmektedir. Dolayısıyla Türkiye’de para politikasının aktif bir rol üstlenemediği, daha çok ekonomide ortaya çıkan olumsuz koşulların sistemi çökertmesine engel olmak için kullanıldığı görülmektedir. Gerek politik gerekse iktisadi gelişmeler ve en önemlisi de Dünya konjonktüründe yaşanan dalgalanmalar para politikasının arzulanan etkinlik düzeyine ulaşmasına engel olmaktadır. Yaşanan ekonomik gelişmeler Merkez Bankası’nın kendi bilançosuyla piyasadaki para miktarı arasında anlamlı bir ilişki kurmasına imkân vermemektedir. Dolayısıyla para politikası çeşitli ekonomik gelişmelerin takipçisi durumuna düşmektedir.

Bu doğrultuda tezin amacı, krizlerin yoğunlaştığı 2000’li yıllarda Türkiye’de para politikasının etkinliğini 2001 ve 2008 kriz deneyimleri itibariyle ortaya koymak olarak belirlenmiştir. Dışa açık küçük bir ülke olan Türkiye’de para politikası araçları ile enflasyon arasında istikrarlı ve öngörülebilir bir ilişkinin olmadığı hipotezinden yola çıkılarak yapılan ampirik analizden, Merkez Bankası’nın ortaya çıkan dalgalanmaları ve krizleri yönlendirmek konusunda etkinlikten uzak olduğu sonucuna ulaşılmıştır.

Bu bağlamda öncelikle ekonomi politikasında ortaya çıkan değişimleri tespit etmek için tahmin modelinde yer alan değişkenler yapısal kırılma testlerine tabi tutulmuştur. Tek kırılmalı Zivot-Andrews testi sonucunda fiyat ve döviz kuru değişkenleri için Şubat 2001 krizini takip eden Mart ayı için kırılma tespit edilmiştir. 2006 yılının Ocak ayında para politikası rejiminde gerçekleşen değişimi yansıtması bakımından para arzı değişkeni için 2005 yılının onikinci ayında tespit edilen kırılma önemlidir. Ancak, 2000’li yıllarda Türkiye’de iki önemli kriz yaşanması nedeniyle

tek yapısal kırılma üzerinden değerlendirme yapmak yeterli görülmemiş ve ek olarak Bai-Perron çoklu yapısal kırılma testine başvurulmuştur.

Yapılan Bai-Perron testi ile elde edilen bulgular, hem Zivot-Andrews testinin sonuçlarını desteklemiş hem de 2000’li yıllarda Türkiye’de tahmin modelinde yer alan değişkenlere ilişkin birden fazla kırılma olduğunu ortaya koymuştur. Bai-Perron test sonuçlarına göre, 2001 ve 2008 kriz dönemlerinde Merkez Bankası’nın para politikası tepkilerinin özellikle çıktı üzerinde olumlu bir etki yaratmadığı, tam tersine kriz dönemlerinin çıktı üzerinde olumsuz etkilere yol açtığı görülmüştür. Spekülatif sermaye hareketlerinin 2001 ve 2008 kriz deneyimleri açısından ortak tetikleyici unsur olduğu yönündeki görüşü destekleyen bulgulara ulaşılmış; 2001 ve 2008 krizlerinin hemen öncesinde FCI değişkeninde kırılma tespit edilmiştir. Ayrıca, politika faizinin tüketici fiyatlarında yaşanan dalgalanmaları yönlendirme konusunda etkinliğe sahip olmadığı sonucuna ulaşılmıştır.

Küresel krizin dış ve iç talepte yarattığı sert düşüş tüketici fiyatlarında 2008 yılının Aralık ayında kırılmaya yol açarken, çıktıda kırılma aynı yılın Kasım ayında ortaya çıkmıştır. Faiz oranındaki kırılmanın 2009 yılının Ocak ayında olduğu dikkate alındığında, kriz sırasında Merkez Bankası’nın hem müdahalede geç kaldığı hem de faiz indirimlerinin fiyat ve çıktı üzerinde bir etki yaratmadığı görülmektedir. 2001 krizi döneminde ise döviz kuru için 2000 yılı Mart ayında, para arzı için 2001 yılı Şubat ayında ve tüketici fiyatları için 2001 yılı Eylül ayında yaşanan kırılmalar, döviz kuru ve para arzının 2001 krizinde fiyatları yönlendirmek konusunda etkin olduğunu göstermiştir.

Tezin temel analiz yöntemi olan ARDL sınır testi sonuçlarına göre ise, 2001 krizi döneminde tüketici fiyatlarını kısa vadede sadece döviz kurunun, uzun vadede ise hem döviz kurunun hem de para arzının etkilediği yönünde bulgulara ulaşılmıştır. Söz konusu dönemde Merkez Bankası tarafından döviz kuru ve para arzına atfedilen önem göz önüne alındığında, bu analiz sonuçları konjonktürle örtüşmektedir. 2008 krizi döneminin analiz sonuçlarına göre, hiçbir para politikası değişkeni tüketici fiyatları üzerinde etkin çıkmamış, bunun yerine kısa ve uzun vadede toplam kredilerin tüketici fiyatları üzerinde etkin olduğu bulgusuna ulaşılmıştır. 2006 başında açık enflasyon hedeflemesine geçilmesine ve bu süreçte kısa vadeli faiz

oranları temel politika aracı olarak kullanılmasına rağmen, kısa vadeli faizlerin toplam talep ve dolayısıyla tüketici fiyatları üzerinde bir etkiye sahip olmaması önemli bir bulgudur. Para arzının içselleşmesi ile beraber Merkez Bankası'nın politika aracı olan kısa vadeli faiz oranının piyasadaki diğer faiz ve menkul getiriler üzerindeki etkinliği azalmıştır.

Bu sonuç, 2010 yılının sonunda TCMB tarafından para politikası setine toplam kredilerin dâhil edilmesini desteklemektedir. Küresel ekonomide yaşanan gelişmeler ve finansal piyasaların hızlı gelişimi, bankacılık sektörünün sadece yurtiçi kaynaklardan değil uluslararası kaynaklardan da beslenmesini kolaylaştırmıştır. Dolayısıyla yurtiçindeki likidite koşullardan etkilenmeksizin yurtdışından borçlanabilen bankalar, ulusal piyasada bu kaynakları rahatlıkla krediye dönüştürebilmektedir. Bu gelişmeler, hem Merkez Bankası'nın kredileri ve dolayısıyla toplam talebi kontrol etmesini zorlaştırmakta hem de kredilerin toplam talep üzerindeki etkinliğini artırmaktadır.

Sonuç olarak, Türkiye'de para politikası araçlarından faiz oranı ile enflasyon arasında istikrarlı ve öngörülebilir bir ilişkinin olmadığı tespit edilmiştir. Merkez Bankası ortaya çıkan dalgalanmaları ve krizleri politika faizi aracılığıyla yönlendirmek konusunda etkinlikten uzaktır. Çünkü para politikasının etkinliğini artırabilmek için, bir taraftan enflasyon ile döviz kuru ve para arzı arasındaki ilişkilerin zayıflatılması, diğer taraftan da faiz oranı ile güçlendirilmesi gerekmektedir. 2006-2011 döneminde, ilk döneme göre enflasyon ile döviz kuru ve para arzı arasındaki ilişkilerin zayıfladığı tespit edilmesine rağmen, faiz oranının etkisiz olduğu sonucuna ulaşılmıştır. Dolayısıyla enflasyon hedeflemesi çerçevesinde kullanılan politika faizi, kriz dönemlerinde ortaya çıkan durgunlukla mücadelede başarılı olamamaktadır.

2000'li yıllarda yaşanan iki krizden yola çıkarak para politikası uygulamaları açısından Türkiye için bir değerlendirme yapıldığında, yapılması gerekenin ilk etapta para politikasını gevşetmek olduğu görülmektedir. Çünkü iç talep açısından yaşanan çöküşü tersine çevirmek ve resesyondan çıkış sürecini başlatmak için bu politikaya ihtiyaç vardır. Bu politika süreci, Post-Keynesyen görüş doğrultusunda, iç talebi canlandırmaya katkı sağlayacak şekilde bir miktar maliye politikası ile

desteklenebilir. Kriz dönemlerinde maliye politikası para politikası ile bağdaştırılabilirse, Türkiye ekonomisi resesyon sürecinden daha az maliyetle çıkabilir. Bu bakımdan TCMB'nin küresel kriz döneminde enflasyon hedeflemesi politikasını sürdürmesi durgunluk ile mücadele açısından tutarsız bir politika çerçevesi sunmaktadır.

Türkiye gibi tasarruf açığı olan ülkelerde makro açıdan en etkin politikanın maliye politikası olduğu bilinmektedir. Özellikle sermaye hareketlerinin yönetiminde maliye politikası önem arz etmektedir. Çünkü TCMB'nin kısa vadeli sermaye girişlerine karşı yapabilecekleri oldukça sınırlıdır. Kriz sonrası ekonomilerde orta vadede sıkı maliye politikası uygulanmalıdır. Genişletici politikaların orta vadede telafi edileceği ve sıkılaştırılacağı önceden açıklanmalıdır. Çünkü yeni para politikası çerçevesinde beklentiler son derece önemlidir. İç talebi canlandırmaya yönelik genişletici politikaların amaca ulaşması açısından kriz dönemlerinde kredi kanalının işler halde tutulması gerekir. Çünkü firmalar işleyen bir kredi sisteminin verdiği güvene sahip olmalıdır.

Günümüzde merkez bankaları fiyat ve çıktıda meydana gelen dalgalanmaların sadece faiz oranındaki değişimler ile ortadan kaldırılamayacağını düşündükleri için para politikalarını esnekletmektedirler. Esnek enflasyon hedeflemesi çerçevesinde aynı zamanda döviz kurundaki ani dalgalanmalar da göz önünde bulundurulmaktadır. Böylece merkez bankaları sadece fiyat istikrarına odaklanmamakta, aynı zamanda toplam talep istikrarını da gözetmektedirler.

Ancak, ekonomik krizler karşısında para politikası beklenmeyen tepkiler verebilmektedir. Bu nedenle para politikası çerçevesinde savunulabilecek tek bir doğru bulunmamaktadır. Ülkelerin makroekonomik koşullarına ve uluslararası ekonomideki konumlarına göre para politikası çerçevesi değişebilmektedir. Bu bağlamda Yeni Keynesyen para politikası çerçevesi Türkiye gibi dışa açık küçük ülke konumundaki gelişmekte olan ülkelerde istenen ve beklenen sonuçları vermeyebilmektedir. Çünkü iktisat biliminde bazı varsayımlar düşüncelere o kadar güçlü bir şekilde yerleşir ki, çoğu zaman onların sadece birer varsayım olduğu fark edilememektedir.

KAYNAKÇA

- AGENOR, P. R. ve P. J. MONTIEL (1999), *Development Macroeconomics*, Princeton, New Jersey: Princeton University Press.
- AKAT, A. S. (2004), “Dalgalı Kur ve Para Politikası: Bir Parasal Kural Önerisi”, iç. *Gülten Kazgan’a Armağan: Türkiye Ekonomisi*, İstanbul Bilgi Üniversitesi Yayınları, s.s. 57-79.
- AKAT, A. S. (2009), *İktisadi Analiz*, 2. Baskı, Ankara: Eflatun Yayınevi.
- AKÇAĞLAYAN, A. (2007), “2001 Krizi ve Sonrasında Uygulanan Para Politikasının Döviz Kuru Üzerindeki Etkisi”, 8. *Türkiye Ekonometri ve İstatistik Kongresi*, 24-25 Mayıs 2007, İnönü Üniversitesi, Malatya.
- AKÇAY, M. A. (1997), *Para Politikası Araçları: Türkiye ve Çeşitli Ülkelerdeki Uygulamalar*, T.C. Başbakanlık Devlet Planlama Teşkilatı Uzmanlık Tezi, Yayın No: DPT. 2483, Ankara.
- AKÇAY, Ü. (2009), *Para, Banka, Devlet*, İstanbul: Sosyal Araştırmalar Vakfı.
- AKDOĞU, S. P. (2012), “Türkiye’de Mali Serbestleşme Süreci ve Krizlerin Kısa Bir Özeti”, *Afyon Kocatepe Üniversitesi İİBF Dergisi*, Cilt: 14, Sayı: 2, s.s. 189-208.
- AKKILIÇ, S. (2007), *Parasal Aktarım Mekanizması ve Türkiye’de Döviz Kuru Kanalı*, Yayınlanmamış Doktora Tezi, İstanbul Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, İktisat Anabilim Dalı, İstanbul.
- AKLAN, N. A. ve M. NARGELEÇEKENLER (2008a), “Para Politikalarının Banka Kredi Kanalı Üzerindeki Etkileri”, *İ.Ü. Siyasal Bilgiler Fakültesi Dergisi*, No: 39, s.s. 109-127.
- AKLAN, N. A. ve M. NARGELEÇEKENLER (2008b), “Taylor Kuralı: Türkiye Üzerine Bir Değerlendirme”, *Ankara Üniversitesi SBF Dergisi*, Cilt: 63, Sayı: 2, s.s. 21-41.
- AKTAŞ, Z., ALP, H., GÜRKAYNAK, R., KESRİYELİ, M. ve M. ORAK (2008), “Türkiye’de Para Politikasının Aktarımı: Para Politikasının Mali Piyasalara

Etkisi”, *Araştırma ve Para Politikası Genel Müdürlüğü Çalışma Tebliği*, No: 08/11, Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası, Ankara.

AKYAZICI, H. ve A. EKİNCİ (2009), “Türkiye’de 2000 Sonrası Uygulanan Para Politikası Stratejilerinin Makroekonomik Performanslarının Değerlendirilmesi”, *Atatürk Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Dergisi*, Cilt: 23, Sayı: 1, s.s. 345-362.

ALIYU, S. U. R. ve A. ENGLAMA (2009), “Is Nigeria Ready for Inflation Targeting?”, *Journal of Money, Investment and Banking*, Vol: 11, s.s. 27-44.

ALPER, A. M. (2003), *Enflasyon Hedeflemesi Teori, Politika ve Uygulama*, Basılmamış Yüksek Lisans Tezi, Ankara Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, İktisat Anabilim Dalı, Ankara.

ALTINKEMER, M. (2004), “Importance of Base Money Even When Inflation Targeting”, *Central Bank of Republic of Turkey (CBRT) Working Paper*, No: 4, s.s. 1-15.

ALTINTAŞ, H. ve S. TABAN (2010), “Türkiye’de İkiz Açık Sorunu ve Feldstein-Horioka Hipotezi: ARDL Yaklaşımı ve Nedensellik Araştırması”, Turgut Özal Uluslararası Ekonomi ve Siyaset Kongresi-I, 15-16 Nisan 2010, iç. *Küresel Krizler ve Ekonomik Yönetişim*, Malatya: Bildiri Kitabı, s.s. 1704-1734.

ALTUNÇ, Ö. F. (2007), “Deflasyon Ekonomisi: Japonya Deneyimi Üzerine Gözlemler”, *Active Bankacılık ve Finans Dergisi*, Sayı: 54, s.s. 1-13.

ANGERIZ, A. ve P. ARESTIS (2009), “The Consensus View on Interest Rates and Fiscal Policy: Reality or Innocent Fraud?”, *Journal of Post-Keynesian Economics*, Vol: 31, No: 4, s.s. 567-586.

ANTOSHIN, S., BERG, A. ve M. SOUTO (2008), “Testing for Structural Breaks in Small Samples”, *IMF Working Paper*, No: WP/08/75, <http://www.imf.org/external/pubs/ft/wp/2008/wp0875.pdf>, Erişim Tarihi: 12.08.2011.

APAK, S. ve A. AYTAÇ (2009), *Küresel Krizler: Kronolojik Değerlendirme ve Analiz*, İstanbul: Avcıol Basım Yayın.

- ARESTIS, P. ve E. KARAKITSOS (2009), “What Role For Central Banks in View of The Current Crisis?”, *The Levy Economics Institute of Bard Collage Policy Note*, No:2009-2, http://www.levyinstitute.org/pubs/pn_09_02.pdf, Erişim Tarihi: 20.03. 2012.
- ASLANOĞLU, E. (2011), “Küresel Ekonomik Kriz ve İktisat Bolitikaları”, Ed: G. Özgür ve H. Yetkiner, *Zor Zamanlarda İktisat*, Ankara: Efil Yayınevi, s.s. 35-44.
- ATAY, M. (2010), *1980 Sonrası Türkiye Ekonomisinde Uygulanan Para Politikasının Konjonktür Hareketleri Üzerine Etkisi: Teori ve Uygulama*, Yüksek Lisans Tezi, Erciyes Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, İktisat Anabilim Dalı, Kayseri.
- AYDIN, H. İ. (2007), “Interest Pass-Through in Turkey”, *Central Bank of Turkey Research and Monetary Policy Department Working Paper*, No: 07/05, Ankara, <http://www.tcmb.gov.tr/research/discus/WP0705ENG.pdf>, Erişim Tarihi: 03.05.2011.
- AYDOĞUŞ, O. (2009), “2008-09 (?) Küresel Krizi’nden Geçerken Türkiye Ekonomisi Üzerine Bazı Gözlem ve Değerlendirmeler”, *TİSK AKADEMİ*, Cilt: 4, Sayı: 2, s.s. 26-49.
- AZIZOV, M. (2007), “Küresel Krizler ve Kriz Döneminde Para Politikasının Kullanımı”, *Khazar Journal of Humanities and Social Sciences*, Cilt: 12, Sayı: 1-2, s.s. 432-443.
- AZİZİOV, M. (2007), *Monetarist Para Politikası Yaklaşımı ve Azerbeycan Merkez Bankasının İzlediği Para Politikası*, Yayınlanmamış Doktora Tezi, Marmara Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, İktisat Anabilim Dalı, İstanbul.
- BAI, J. ve P. PERRON (1998), “Estimating and Testing Linear with Multiple Structural Changes”, *Econometrica*, Vol: 66, No: 1, s.s. 47-78.
- BAI, J. ve P. PERRON (2003), “Computation and Analysis of Multiple Structural Change Models”, *Journal of Applied Econometrics*, Vol: 18, s.s. 1-22.
- BAILLIU, J., MEH, C. ve Y. ZHANG (2012), “Macroprudential Rules and Monetary Policy When Financial Frictions Matter”, *Bank of Canada Working*

- Paper*, No: 2012-6, <http://www.bankofcanada.ca/wp-content/uploads/2012/02/wp2012-06.pdf>, Erişim Tarihi: 02.03.2012.
- BAKIR, C. (2007), *Merkezdeki Banka Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası ve Uluslararası Bir Karşılaştırma*, İstanbul Bilgi Üniversitesi Yayınları.
- BALL, L. (1997), “Efficient Rules For Monetary Policy”, *NBER Working Paper Series*, No: 5952, <http://www.nber.org/papers/w5952>, Erişim Tarihi: 08.12.2010.
- BALL, L. (2000), “Policy Rules and External Shocks”, *NBER Working Paper Series*, No: 7910.
- BALL, L., N. G. MANKIW ve D. ROMER, (1992), “The New Keynesian Economics and the Output-Inflation Trade-off”, Ed: N. G. Mankiw ve D. Romer, *New Keynesian Economics*, USA: MIT Press.
- BARIŞIK, S. ve E. İ. ÇEVİK (2008), “Yapısal Kırılma Testleri İle Türkiye’de İşsizlik Histerisinin Analizi: 1923-2006 Dönemi”, *KMU İİBF Dergisi*, Yıl: 10, Sayı: 14, s.s. 109-134.
- BAŞÇI, E. ve H. KARA (2011), “Finansal İstikrar ve Para Politikası”, *İktisat İşletme ve Finans*, Cilt: 26, Sayı: 302, s.s. 9-25.
- BATINI, N. ve K. TURNBULL (2000), “Monetary Condition Indices for the UK: A Survey”, *External MPC Unit Discussion Paper*, No: 1, s.s. 1-21.
- BAYDUR, C. M. ve B. SÜSLÜ (2010), “Türkiye Açısından Likidite Tuzağının Tanımlanması ve Çözümlemesi”, *TİSK AKADEMİ*, Cilt: 5, Sayı: 9, s.s. 112-135.
- BDDK (2009), *Krizden İstikrara Türkiye Tecrübesi*, 2. Baskı, Bankacılık Düzenleme ve Denetleme Kurumu Çalışma Tebliği.
- BENCHIMOL, J. ve A. FOURÇANS (2012), “The Role of Money and Monetary Policy in Crisis Periods: The Euro Area Case”, *Research Center ESSEC Working Paper*, No: 1201, <http://hal.inria.fr/docs/00/67/28/06/PDF/WP1201.pdf>, Erişim Tarihi: 01.09.2012.

- BERGER, H. ve P. OSTERHOLM (2011), “Does Money Growth Granger Cause Inflation in the Euro Area? Evidence From Out-of-Sample Forecasts Using Bayesian VARs”, *Economic Record*, Vol: 87, No: 276, s.s. 45-60.
- BERNANKE, B. S. (2003), “A Perspective on Inflation Targeting”, Speech at the Annual Washington Policy Conference of the National Association of *Business Economists*, <http://www.federalreserve.gov/boarddocs/speeches/2003/20030325/default.htm>, Erişim Tarihi: 25.05.2011.
- BERNANKE, B. S. (2010), “Monetary Policy and the Housing Bubble”, *Annual Meeting of the American Economic Association Atlanta*, <http://www.federalreserve.gov/newsevents/speech/bernanke20100103a.pdf>, Erişim Tarihi: 23.04.2011.
- BERNANKE, B. S. , T. LAUBACH, F. S. MISHKIN ve A. S. POSEN (2001), *Inflation Targeting, Lessons From The International Experience*, 2th Edition, USA: Princeton University Press.
- BERNANKE, B. S. ve F. S. MISHKIN (1997), “Inflation Targeting: A New Framework for Monetary Policy?”, *Journal of Economic Perspectives*, Vol: 11, No: 2, s.s. 97-116.
- BERNANKE, B. S. ve M. GERTLER (1995), “Inside the Black Box: The Credit Channel of Monetary Policy Transmission”, *Journal of Economic Perspectives*, Vol: 9, No: 4, s.s. 27-48.
- BERNANKE, B. S. ve M. GERTLER (2000), “Monetary Policy and Asset Price Volatility”, *NBER Working Paper Series*, No: w7559, http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=217836###, Erişim Tarihi: 22.01.2011.
- BERNANKE, B. S. ve M. GERTLER (2001), “Should Central Banks Respond to Movement in Asset Prices”, *The American Economic Review*, Vol: 91, No: 2, s.s. 253-257.
- BIS (2008), *Monetary Policy in the Advanced Industrial Economies*, 78th Annual Report, <http://www.bis.org/publ/arpdf/ar2007e4.pdf>, Erişim Tarihi: 20.03.2012.

- BIS (2009), *Policy Responses to the Crisis*, 79th Annual Report, <http://www.bis.org/publ/arpdf/ar2009e6.pdf>, Erişim Tarihi: 20.03.2012.
- BIS (2010), *80th Annual Report*, <http://www.nextnewdeal.net/sites/default/files/wp-content/uploads/2010/07/ar2010e.pdf>, Erişim Tarihi: 15.03.2012.
- BLANCHARD, O., DELL'ARICCIA, G. ve P. MAURO (2010), "Rethinking Macroeconomic Policy", *IMF Staff Position Note*, No: SPN/10/03, <http://www.imf.org/external/pubs/ft/spn/2010/spn1003.pdf>, Erişim Tarihi: 15.09.2012.
- BLINDER, A. S. (1998), *Central Banking in Theory and Practice*, Cambridge-UK: The MIT Pres.
- BLOMQUIST, N., DAM, N. A. ve M. SPANGE (2011), "Monetary-Policy Strategies at the Zero Lower Bound on Interest Rates Danmarks Nationalbank's", *Danmarks Nationalbank Monetary Review*, 4th Quarter Part 1, s.s. 83-97.
- BOCUTOĞLU, E. (2008), *Karşılaştırmalı Makro İktisat: Teoriler ve Politikalar*, 3. Baskı, Trabzon: Derya Kitabevi.
- BOFINGER, P. (2001), *Monetary Policy: Goals, Institutions, Strategies and Instruments*, London: Oxford Press.
- BORDO, M. D. ve A. FILARDO (2005), "Deflation in a Historical Perspective", *BIS (Bank for International Settlements) Working Papers*, No: 186, s.s. 1-79.
- BORDO, M. D. ve O. JEANNE (2002), "Monetary Policy and Asset Prices: Does 'Bening Neglect' Make Sense?", *IMF Working Paper*, No: WP/02/225, s.s. 1-27, <http://www.imf.org/external/pubs/ft/wp/2002/wp02225.pdf>, Erişim Tarihi: 12.12.2011.
- BRENNER, R. (2007), *Ekonomide Hızlı Büyüme ve Balon: Dünya Ekonomisinde ABD'nin Yeri*, Çev: B. Akalın, İstanbul: İletişim Yayınları.
- BROOKS, D. H. ve P. F. QUISING (2002), "Dangers of Deflation", *ERD Policy Brief Series Economics and Research Department*, No: 12.

- BROOKS, P. K. (2007), "The Bank Lending Channel of Monetary Transmission: Does It Work in Turkey?", *IMF Working Paper*, No: 07/272, <http://www.imf.org/external/pubs/ft/wp/2007/wp07272.pdf>, Erişim Tarihi: 12.08.2011.
- BUITER, W. H. (1980), "The Role of Economic Policy After the New Classical Macroeconomics", *NBER Working Paper Series*, No: 580, <http://www.nber.org/papers/w0580>, Erişim Tarihi: 02.03.2011.
- BUITER, W. H. (2009), "Negative Nominal Interest Rates: Three Ways to Overcome the Zero Lower Bound", *North American Journal of Economics and Finance*, Vol: 20, No: 3, s.s. 213-238.
- BURGER, P. ve T. KNEDLIK (2004), "The MCI as a Monetary Policy Guide in a Small, Open Emerging Market Economy", *The South African Journal of Economics*, Vol: 72, No: 2, s.s. 365-383.
- BÜYÜKAKIN, T. (2007), "Yeni Keynesyen İktisat mı, Yeni Neo-Klasik Sentez mi?", *Kocaeli Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi*, Cilt: 13, Sayı: 1, s.s. 22-36.
- BYRNS, R. T. ve G. W. STONE (1992), *Economics*, US: Harper Collins Publishers.
- CALVO, G. A. ve C. A. VEGH (1994), "Inflation Stabilization and Nominal Anchors", *Contemporary Economic Policy*, Western Economic Association International, Vol: 12, No: 2, s.s. 35-45.
- CALVO, G. A. ve C. A. VEGH (1999), "Inflation Stabilization and BOP Crises in Developing Countries", Ed: J. B. Taylor ve M. Woodford, *Handbook of Macroeconomics*, Volume 1C, Amsterdam: Elsevier, s.s. 1531-1614.
- CAMBAZOĞLU, B. ve H. S. KARAALP (2012), "The Effect of Monetary Policy Shock on Employment and Output: The Case of Turkey", *International Journal of Emerging Sciences*, Vol: 2, No: 1, s.s. 23-29.
- CARNEY, M. (2009), "Some Considerations on Using Monetary Policy to Stabilize Economic Activity", *Remarks at the Federal Reserve Bank of Kansas City*, <http://www.bis.org/review/r090826a.pdf>, Erişim Tarihi: 15.03.2011.

- CARUANA, J. (2010), “Macprudential Policy: Working Towards a New Consensus”, *Remarks at the High Level Meeting on “The Emerging Framework for Financial Regulation and Monetary Policy”*, BIS’s Financial Stability Institute, s.s. 1-6, <http://www.bis.org/speeches/sp100426.pdf>, Erişim Tarihi: 02.03.2012.
- CAVOLI, T. (2010), “What Drives Monetary Policy in Post-Crisis East Asia? Interest Rate or Exchange Rate Monetary Policy Rules”, *Journal of Asian Economics*, Vol: 21, No: 5, s.s. 456-465.
- CECCHETTI, S. G. (1995), “Distinguishing Theories of Monetary Transmission Mechanism”, *Federal Reserve Bank St. Louis Review*, Vol: 77, No: 3, s.s. 83-97.
- CECCHETTI, S. G. (2006), “The Brave New World of Central Banking: Policy Challenges Posed by Asset Price Booms and Busts”, *National Institute Economic Review*, No: 196, s.s. 1-13.
- CECCHETTI, S. G., GENBERG, H., LIPSKY, J. ve S. WADHWANI (2000), “Asset Prices and Central Bank Policy”, *The Geneva Report on the World Economy*, No: 2, <http://down.cenet.org.cn/upfile/8/2010318204458149.pdf>, Erişim Tarihi: 15.07.2011.
- CELASUN, M. (2002), “2001 Krizi, Öncesi ve Sonrası: Makroekonomik ve Mali Bir Değerlendirme”, <http://content.csbs.utah.edu/~ehrbare/erc2002/pdf/i053.pdf>, Erişim Tarihi: 11.01.2011.
- CENGİZ, V. (2007), *Parasal Aktarım Mekanizmasında Kredi Kanalıının Etkinliği Üzerine Bir Analiz: Türkiye Örneği (1990-2006)*, Yayınlanmamış Doktora Tezi, Kocaeli Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, İktisat Anabilim Dalı, Kocaeli.
- CENGİZ, V. (2009), “Parasal Aktarım Mekanizması İşleyişi ve Ampirik Bulgular”, *Erciyes Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi*, Sayı: 33, s.s. 225-247.

- CENGİZ, V. ve M. DUMAN (2008), “Türkiye’de Banka Kredi Kanalının Önemi Üzerine Etki Tepki Fonksiyonlarına Dayalı Bir Değerlendirme (1990-2006)”, *Hacettepe Üniversitesi İ.İ.B.F. Dergisi*, Cilt: 26, Sayı: 2, s.s. 81-104.
- CERDA, R., GONZALEZ, H. ve L. P. LAGOS (2006), “Is Fiscal Policy Effective? Evidence for an Emerging Economy: Chile 1833-2000”, *Applied Economics Letters, Taylor and Francis Journals*, Vol: 13, No: 9, s.s. 575-580.
- CERISOLA, M. ve G. GELOS (2009), “What Drives Inflation Expectations in Brazil? An Empirical Analysis”, *Applied Economics*, Vol: 41, s.s. 1215-1227.
- CEYLAN, E. (2010), *Para Politikası Amaçları, Araçları, Türkiye’de 1980 Sonrası İzlenen Para Politikası Uygulamaları ve 2000 Yılı Sonrası Türk Dış Ticaretindeki Gelişmeler*, Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi, Marmara Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, İktisat Anabilim Dalı, İstanbul.
- CHRISTENSEN, A. M. ve N. L. HANSEN (2007), “The Monetary Policy Regime and the Development in Central Macroeconomic Variables in the OECD Countries 1970-2005”, *Publication of Danmarks Nationalbank Working Papers*, No: 31.
- CİN, M. F. (2012), *Post-Keynezyen İktisat*, Ankara: Efil Yayınevi.
- CLAESSENS, S., ARICCIA, G. D., IGAN, D. ve L. LAEVEN (2010), “Lessons and Policy Implication from the Global Financial Crisis”, *IMF Working Paper*, No: WP/10/44, <http://www.imf.org/external/pubs/ft/wp/2010/wp1044.pdf>, Erişim Tarihi: 05.05.2012.
- CLARIDA, R., GALI, J. ve M. GERTLER (2000), “Monetary Policy Rules and Macroeconomic Stability: Evidence and Some Theory”, *Quarterly Journal of Economics*, s.s. 147-180, <http://www.nyu.edu/econ/user/gertlerm/qje00.pdf>, Erişim Tarihi: 31.01.2011.
- CUARESMA, J. C. ve E. GNAN (2008), “Four Monetary Policy Strategies in Comparison: How to Deal with Financial Stability?”, *Monetary Policy&The Economy*, No: Q3/08.
- CUKIERMAN, A. (1999), “Targeting Monetary Aggregates and Inflation in Europe”, *Economic Research Discussion Paper*, No: 39.

- ÇAŞKURLU, T., PINAR, M. Ç., SALİH, A. ve F. SELMAN (2008), “Can Central Bank Interventions Affect the Exchange Rate Volatility? Multivariate GARCH Approach Using Constrained Nonlinear Programming?”, *Central Bank of Turkey Research and Monetary Policy Department Working Paper*, No: 08/06, <http://www.tcmb.gov.tr/research/discus/WP0806ENG.pdf>, Erişim Tarihi: 03.05.2011.
- ÇATIK, N. (2006), “Yapısal Kırılma Altında Para Talebinin İstikrarı: Türkiye Örneği”, *Ege University Working Paper in Economics 2006*, No: 06/11.
- ÇETİN, A. (2005), “Türkiye’de Ekonomik Dalgalanmaların Belirleyicileri: VAR Analiz Yaklaşımı”, *İktisat İşletme ve Finans*, Cilt: 20, Sayı: 236, s.s. 96-104.
- ÇETİN, A. ve B. ÇETİN (2007), “Alternatif Para Politikası Değişkenlerinde Maliye Politikası, Döviz Kuru ve Enflasyonun Büyüme Üzerindeki Etkisi”, *İktisat İşletme ve Finans*, Cilt: 22, Sayı: 252, s.s. 123-134.
- ÇİÇEK, M. (2005), “Türkiye’de Parasal Aktarım Mekanizması: VAR (Vektör Otoregresyonu) Yaklaşımıyla Bir Analiz”, *İktisat İşletme ve Finans*, Cilt: 20, Sayı: 233, s.s. 82-105.
- ÇİÇEK, S. ve S. ALÇIN (2010), “Kriz Sonrasında Para Politikasında Yeni Yaklaşım Önerisi: Esnek Enflasyon Hedeflemesi”, *Uluslararası Sempozyum 5*, 27-29 Mayıs, iç. *Küresel Kriz Sonrasında Ekonominin Yeniden Yapılanması*, Balıkesir: Bildiri Kitabı, s.s. 549-559.
- ÇİFTÇİ, H. ve M. S. UĞUR (2010), “Küresel Finans Krizi ve Türkiye Ekonomisi Üzerine Etkileri”, Ed: İrfan Kalaycı, *Halil Seyidoğlu’na Armağan: Finansal Kriz Yazıları*, Ankara: Nobel Yayın Dağıtım, s.s. 117-148.
- ÇOLAKOĞLU, B. (2003), “T.C. Merkez Bankası Para Politikasının Güvenilirliği”, *Finans-Politik ve Ekonomik Yorumlar*, Yıl: 40, Sayı: 475, s.s. 63-73.
- DALZIEL, P. (2002), “The Triumph of Keynes: What Now For Monetary Policy Research”, *Journal of Post Keynesian Economics*, Vol: 24, No: 4, s.s. 511-527.
- DE GRAUWE, P. ve D. GROS (2009), “A New Two-Pillar Strategy for the ECB”, *Economic Policy CEPS Policy Briefs*, No: 191,

<http://www.ceps.eu/book/new-two-pillar-strategy-ecb>, Erişim Tarihi: 01.10.2011.

- DEMİRHAN, E. (2002), *Para Politikasının Değişen Yüzü: Enflasyon Hedeflemesi*, Yayın No: 231, İstanbul: Türkiye Bankalar Birliği.
- DEMİRHAN, İ. (2007), *Türkiye’de Para Politikası Uygulamaları ve Enflasyon Hedeflemesi*, Yüksek Lisans Tezi, Marmara Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, İşletme Anabilim Dalı, İstanbul.
- DENKTAŞ, E. (2009), *Aktif Fiyatları, Köpükler ve Optimal Para Politikası Tepkisi*, Yayınlanmamış Doktora Tezi, Kadir Has Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Finans ve Bankacılık Anabilim Dalı, İstanbul.
- DICKEY, D. A. ve W. A. FULLER (1979), “Distribution of the Estimators For Autoregressive Time Series with a Unit Root”, *Journal of the American Statistical Association*, Vol: 74, s.s. 427-431.
- DICKEY, D. A. ve W. A. FULLER (1981), “Likelihood Ratio Statistics for Autoregressive Time Series with a Unit Root”, *Econometrica*, Vol: 49, No: 4, s.s. 1057-1072.
- DİBOOĞLU, S. ve A. KİBRİTÇİOĞLU (2004), “Inflation, Output Growth and Stabilization in Turkey, 1980-2002”, *Journal of Economics and Business*, Vol: 56, No: 1, s.s. 43-61.
- DOMAÇ, İ. ve A. MENDOZA (2004), “Is There Room for Foreign Exchange Interventions under an Inflation Targeting Framework Evidence from Mexico and Turkey”, *World Bank Policy Research Working Paper*, No: 3288, <http://elibrary.worldbank.org/content/workingpaper/10.1596/1813-9450-3288>, Erişim Tarihi: 03.05.2011.
- DORNBUSCH, R. (2001), “A Primer on Emerging Market Crises”, *NBER Working Paper Series*, No: 8326, <http://www.nber.org/papers/w8326.pdf>, Erişim Tarihi: 11.01.2011.
- DPT (2012), *Ekonomik ve Sosyal Göstergeler 1950-2010*, Ankara, www.dpt.gov.tr.

- DUEKER, M. ve A. M. FISCHER (2001), “The Mechanics of A Successful Exchange-Rate Peg: Lessons From Emerging Markets”, *Stiftung Der Schweizerischen National Bank Working Paper*, No: 1-2, s.s. 1-37.
- DÜZGÜN, R. (2010), “Türkiye Ekonomisi’nde Para ve Maliye Politikalarının Etkinliği”, *Uluslararası Sosyal Araştırmalar Dergisi*, Cilt: 3, Sayı: 11, s.s. 230-237.
- DWYER, G. P. (1993), “Rules and Discretion in Monetary Policy”, *Federal Reserve Bank of St. Louis Review*, s.s. 3-13.
- EĞİLMEZ, M. (2009), *Küresel Finans Krizi: Piyasa Sisteminin Eleştirisi*, 4. Baskı, İstanbul: Remzi Kitabevi.
- EĞİLMEZ, M. ve E. KUMCU (2011), *Ekonomi Politikası Teori ve Türkiye Uygulaması*, 15. Baskı, İstanbul: Remzi Kitabevi.
- EL SAKKA, M. I. T. ve K. H.GHALI (2005), “The Sources of Inflation in Egypt: A Multivariate Co-Integration Analysis”, *Review of Middle East Economics and Finance*, Vol: 3, No: 3, s.s. 257-269.
- ELMA, Ç. A. (2008), *Yapısal Kırılmalar Altında Birim Kök Testleri ve Eşbütünleşme Analizi: Para Talebi İstikrarı*, Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi, Gazi Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Ekonometri Anabilim Dalı, Ankara.
- EMİRMAHMUTOĞLU, F., SARAÇOĞLU, B. ve S. GÜNEY (2010), “Türkiye’de Enflasyon Direngenliğinin Bai-Perron Yöntemi İle İncelenmesi”, *Gazi Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi*, Cilt: 12, Sayı: 2, s.s. 1-26.
- ERDOĞAN, S. (2005), “Alternatif Para Politikası Stratejileri Üzerine Karşılaştırmalı Bir Değerlendirme”, *Kocaeli Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi*, Cilt: 9, Sayı: 1, s.s. 34-54.
- ERDÖNMEZ, P. A. (2009), “Küresel Kriz ve Ülkeler Tarafından Alınan Önlemler Kronolojisi”, *Bankacılar Dergisi*, Sayı: 68, s.s. 85-101.
- ERGEÇ, E. H. (2007), *Para Politikası Şoklarının Asimetrik Etkileri: Türkiye Ekonomisinde Pozitif ve Negatif Şok Asimetrisi*, Yayınlanmamış Doktora

Tezi, Anadolu Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, İktisat Anabilim Dalı, Eskişehir.

ERMİŞOĞLU, E. (2011), *Enflasyon Hedeflemesi Rejiminin Türkiye'deki Başarısının Değerlendirilmesi*, Uzmanlık Yeterlilik Tezi, Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası, Ankara.

EROĞLU, N. (2004), *Türkiye'de Parasal Kesim ve Merkez Bankası İşlemlerinin Analizi*, İstanbul: Der Yayınları.

EROĞLU, N. (2009), "Türkiye'de 1990'lı ve 2000'li Yıllarda Para Politikaları", *Marmara Üniversitesi İİBF Dergisi*, Cilt: 26, Sayı: 1, s.s. 23-42.

EROĞLU, N. ve İ. EROĞLU (2010), "2008 Finans Krizi Çerçevesinde Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası'nın Kriz Yönetimi ve Çıkış Stratejisi", Ed: İ. Kalaycı, *Halil Seyidoğlu'na Armağan: Finansal Kriz Yazıları*, İstanbul: Nobel Kitap Dağıtım, s.s. 233-253.

FILARDO, A. (2004), "How Important Should Bubbles Be in the Conduct of Monetary Policy?", *10th Dubrovnik Economic Conference*, Croatian National Bank.

FILHO, I. C. (2010), "Inflation Targeting and Crisis: An Empirical Assessment", *IMF Working Paper*, No: WP/10/45, <http://mpa.ub.uni-muenchen.de/19960/>, Erişim Tarihi: 12.08.2011.

FISCHER, S (1977), "Long-Term Contracts, Rational Expectations and the Optimal Money Supply Rule", *The Journal of Political Economy*, Vol: 85, No: 1, s.s. 191-205.

FISCHER, S. (1995), "Modern Approaches to Central Banking", *NBER Working Paper Series*, No: 5064, http://www.nber.org/papers/w5064.pdf?new_window=1, Erişim Tarihi: 22.01.2011.

FISCHER, S. (1996a), "Maintaining Price Stability", *Finance & Development*, s.s. 34-37, <http://www.imf.org/external/pubs/ft/fandd/1996/12/pdf/fischer.pdf>, Erişim Tarihi: 24.05.2011.

- FISCHER, S. (1996b), "Price Stability, Financial Systems and the Role of the Central Bank", *Central Reserve Bank of Peru*, <http://www.iie.com/fischer/pdf/Fischer152.pdf>, Erişim Tarihi: 02.03.2010.
- FISCHER, S. (2001), "Exchange Rate Regimes: Is the Bipolar View Correct?", *IMF: Finance and Development*, Vol: 38, No: 2, <http://www.imf.org/external/np/speeches/2001/010601a.pdf>, Erişim Tarihi: 11.01.2011.
- FONTANA, G. (2006), "The New Consensus View of Monetary Policy: A New Wicksellian Connection?1", *The Levy Economic Institute of Bard College Working Paper*, No: 476, http://www.levyinstitute.org/pubs/wp_476.pdf, Erişim Tarihi: 15.05.2011.
- FONTANA, G. (2007), "Why Money Matters: Wicksell, Keynes and the New Consensus View on Monetary Policy", *Journal of Post-Keynesian Economics*, Vol: 30, s.s. 43-60.
- FOSTER, J. B. ve F. MAGDOFF (2009), "Finansal Sıkışma ve Durgunluk: Reel Ekonomiye Dönüş", *Monthly Review*, Sayı: 20, s.s. 17-48.
- FRAGA, A., GODFAJN, I. ve A. MINELLA (2003), "Inflation Targeting in Emerging Market Economies", *NBER Macroeconomics Annual*, Vol: 18, s.s. 365-418.
- FRANKEL, J. (2012), "Time For Nominal Growth Targets", *Project and Syndicate*, <http://www.project-syndicate.org/commentary/monetary-policy-should-target-nominal-gdp-growth-by-jeffrey-frankel>, Erişim Tarihi: 20.12.2012.
- FRIEDMAN, B. M. ve K. N. KUTTNER (2009), "Implementation of Monetary Policy: How Do Central Banks Set Interest Rates", *Handbook of Monetary Economics*, http://www.ecb.int/events/pdf/conferences/monetaryeconomics/item4_paper.pdf, Erişim Tarihi: 22.02.2011.
- FUJITA, K., HABERMEIER, K., NIER, E., ROGER, S., SACASA, N., STONE, M. ve J. VLCEK (2010), "Central Banking Lessons From The Crisis", *IMF Monetary and Capital Department*,

<http://www.imf.org/external/np/pp/eng/2010/052710.pdf>, Erişim Tarihi: 22.02.2011.

FURMAN, J. ve J. E. STIGLITZ (1998), “Economic Crises: Evidence and Insights from East Asia”, *Brookings Papers on Economic Activity*, No: 2, s.s. 1-136, http://www.brookings.edu/~media/Projects/BPEA/1998%202/1998b_bpea_furman_stiglitz_bosworth_radelet.PDF, Erişim Tarihi: 02.03.2011.

GALBRAITH, J. K. (2008), “The Collapse of Monetarism and the Irrelevance of the New Monetary Consensus”, *The Levy Economics Institute of Bard College Policy Note*, No: 2008/1, http://www.levyinstitute.org/pubs/pn_08_1.pdf, Erişim Tarihi: 18.12.2011.

GAYGILI, A. K. (2007), *Finansal Açıklığın Para Politikalarının Etkinliği Üzerine Yansımaları: Türkiye Örneği*, Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi, Marmara Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, İktisat Anabilim Dalı, İstanbul.

GIAVAZZI, F. ve A. GIOVANNINI (2010), “Central Banks and the Financial System”, *NBER Working Paper Series*, No: 16228, <http://www.nber.org/papers/w16228>, Erişim Tarihi: 23.10.2011.

GİZ, D. ve S. S. CECAN (2011), “Enflasyon Hedeflemesi, Makroekonomik İstikrar ve Türkiye”, *Sosyal Siyaset Konferansları*, Sayı: 60, s.s. 119-143.

GOODFRIEND, M. (2002), “Monetary Policy in the New Neoclassical Synthesis: A Primer”, *International Finance*, Vol: 5, No: 2, s.s. 165-191.

GOODFRIEND, M. ve R. G. KING (1997), “The New Neoclassical Synthesis and the Role of Monetary Policy”, *NBER Macroeconomics Annual*, Vol: 12, s.s. 231-296.

GOODHART, C., SUNIRAND, P. ve D. P. TSOMOCOS (2009), “The Optimal Monetary Instrument for Prudential Purposes”, *Journal of Financial Stability*, Vol: 7, No: 2, s.s. 70-77.

GOODHART, C.ve B. HOFMANN (2002), “Asset Prices and the Conduct of Monetary Policy”, *Royal Economic Society Annual Conference*, No: 88, <http://repec.org/res2002/Goodhart.pdf>, Erişim Tarihi: 15.06.2011.

- GORDON, R. J. (1990), "What is New Keynesian Economics?", *Journal of Economic Literature*, Vol: 38, No: 3, s.s. 1115-1171.
- GRAY, S. ve N. TALBOT (2006), *Monetary Operations*, Handbooks in Central Banking, No: 24.
- GREENSPAN, A. (2001), "Opening Remarks", *Achieving Price Stability: A Symposium*, Toronto, Canada: Books for Business.
- GUENDER, A. V. (1998), "Nominal Income Targeting vs. Strict Inflation Targeting: A Comparison", *University of Canterbury Department of Economics*, <https://www.citeseerx.ist.psu.edu/viewdoc/download?...> - United States, Erişim Tarihi: 03.05.2010.
- GÜL, E., EKİNCİ, A. ve M. ÖZER (2007), "Türkiye'de Faiz Oranları ve Döviz Kuru Arasındaki Nedensellik İlişkisi: 1984-2006", *İktisat İşletme ve Finans*, Cilt: 22, Sayı: 251, s.s. 21-31.
- GÜLOĞLU, B. ve S. ORHAN (2008), "Türkiye'de Parasal Aktarım Mekanizmalarının Makroekonomik Etkileri", *İktisat İşletme ve Finans*, Cilt: 23, Sayı: 268, s.s. 94-118.
- GÜNAL, M. (2001), *Merkez Bankasının Değişen Rolü ve Para Politikası Uygulamaları*, Ankara: İMKB Yayınları.
- GÜNEY, P. Ö. (2006), "İstikrar Politikaları, Hedefleme Stratejileri ve Türkiye Örneği", *Hacettepe Üniversitesi İİBF Dergisi*, Cilt: 24, Sayı: 1, s.s. 21-44.
- GÜRBÜZ, A. N. (2008), *Enflasyon Hedeflemesi: Türkiye Örneği*, Basılmamış Yüksek Lisans Tezi, Gazi Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, İktisat Anabilim Dalı, Ankara.
- HAHM, J., MISHKIN, F. S., SHIN, H. S. ve K. SHIN (2012), "Macroprudential Policies in Open Emerging Economies", *NBER Working Paper Series*, No: 17780, <http://www.nber.org/papers/w17780>, Erişim Tarihi: 14.11.2012.
- HARGREAVES, H. (1992), *The New Keynesian Macroeconomics: Time, Blief and Social Interdependence*, Hampshire-UK: Edward Elgar Publishing Limited.

- HASANOV, M. (2008), “Enflasyon Belirsizliğinin Üretim Üzerindeki Etkileri: Türkiye Örneği”, *Doğuş Üniversitesi Dergisi*, Cilt: 9, Sayı: 2, s.s. 191-206.
- HAZİNE MÜSTEŞARLIĞI (2009), *Küresel Mali Krize Karşı Politika Tedbirleri*, http://www.hazine.gov.tr/doc/Guncel/Politika_Tedbirleri.pdf, Erişim Tarihi: 31.01.2011.
- HOWELLS, P. (2012), “Monetary Policy”, Ed: J. E. King, *The Elgar Companion to Post Keynesian Economics*, 2th Edition, UK: Edward Elgar Publishing Limited, s.s. 397-401.
- HU, Y. (2006), “The Choise of Inflation Targeting: An Empirical Investigation”, *International Economics and Economic Policy*, Vol: 3, No: 1, s.s. 27-42.
- HUBBARD, R. G. (2000), *Money, The Financial System and the Economy*, 3th Edition, Boston: Addison Wesley.
- ILLING, G. (2007), “Financial Stability and Monetary Policy: A Framework”, *Cesifo Working Paper*, No: 1971, Monetary Policy and International Finance, <http://www.cesifo-group.de/portal/pls/portal/docs/1/1187698.PDF>, Erişim Tarihi: 12.06.2011.
- IMF (2000), *IMF Survey*, Vol: 29, No: 23, s.s. 385-400, <http://www.imf.org/external/pubs/ft/survey/2000/121100.pdf>, Erişim Tarihi: 11.01.2011.
- IMF (2008), *World Economic Outlook: Financial Stress, Downturns and Recoveries*, <http://www.imf.org/external/pubs/ft/weo/2008/02/pdf/text.pdf>, Erişim Tarihi: 12.06.2011.
- IMF (2009), *World Economic Outlook: Crisis and Recovery*, <http://www.imf.org/external/pubs/ft/weo/2009/01/pdf/text.pdf>, Erişim Tarihi: 12.06.2011.
- IMF (2010a), *Annual Report 2010 Supporting A Balanced Global Recovery*, http://www.imf.org/external/pubs/ft/ar/2010/eng/pdf/ar10_eng.pdf, Erişim Tarihi: 05.08.2011.

- IMF (2010b), *Financial Sector Taxation: The IMF's Report to the G-20 and Backround Material*, <http://www.imf.org/external/np/seminars/eng/2010/paris/pdf/090110.pdf>, Erişim Tarihi: 05.08.2011.
- ISSING, O. (2009), "Asset Prices and Monetary Policy", *Cato Journal*, Vol: 29, No: 1, s.s. 45-51.
- İŞİK, S. (2010), *Para, Finans ve Kriz: Post Keynesyen Yaklaşım*, 2. Baskı, Ankara: Palme Yayıncılık.
- İĞDE, E. (2010), *Yapısal Değişiklik Altında Birim Kök Testleri ve Bazı Makro İktisadi Değişkenler Üzerine Uygulamalar*, Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi, Çukurova Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Ekonometri Anabilim Dalı, Adana.
- İLGÜN, M. F. (2010), "Genişletici Mali Daralma Hipotezinin Temelleri ve Türkiye Ekonomisi Üzerine Bir Uygulama", *Erciyes Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi*, Sayı: 35, s.s. 233-253.
- JORGENSEN, A., KRAMP, P. L., JENSEN, C. M. ve L. RISBJERG (2011), "Money and Foreign-Exchange Markets during the Crisis", *Danmarks Nationalbank Monetary Review*, 2nd Quarter Part 2, s.s. 67-127.
- KADEMLİ, S. (2007), *Para Politikalarının Reel Ekonomiye Etkisinde Aktarım Mekanizmalarının İşleyişi ve Türkiye İçin Test Edilmesi*, Yüksek Lisans Tezi, Mersin Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, İktisat Anabilim Dalı, Mersin.
- KADIOĞLU, F. (2006), *Parasal Aktarım Mekanizması: Türkiye Örneğinin Yapısal Model Çerçevesinde Analizi*, Uzmanlık Yeterlilik Tezi, TCMB Araştırma ve Para Politikası Genel Müdürlüğü, Ankara.
- KARA, A. H. (2012), "Küresel Kriz Sonrası Para Politikası", *Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası Çalışma Tebliği*, No: 12/17, <http://www.tcmb.gov.tr/research/discus/2012/WP1217.pdf>, Erişim Tarihi: 12.08.2012.
- KARA, A. H. ve M. ORAK (2009), "Enflasyon Hedeflemesi", Ed: E. Kumcu, *Krizler, Para ve İktisatçılar*, 2. Baskı, İstanbul: Remzi Kitabevi, s.s. 81-157.

- KARACA, O. (2005), “Türkiye’de Faiz Oranı ile Döviz Kuru Arasındaki İlişki: Faizlerin Düşürülmesi Kurları Yükseltir mi?”, *Türkiye Ekonomi Kurumu Tartışma Metni*, No: 2005/14, <http://www.tek.org.tr/dosyalar/karaca-05.pdf>, Erişim Tarihi: 05.08.2011.
- KARACA, O. (2010), *Parasal Aktarım Mekanizması ve 2001 Krizi Sonrası Türkiye Uygulaması*, Yüksek Lisans Tezi, İstanbul Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, İktisat Anabilim Dalı, İstanbul.
- KARAGÖZ, K. ve S. ERGÜN (2010), “Türkiye’de Ekonomik İstikrarsızlığın Kaynakları: Ekonometrik Bir Değerlendirme”, *Süleyman Demirel Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi*, Cilt: 15, Sayı: 2, s.s. 169-185.
- KARASOY, A., SAYGILI, M. ve C. YALÇIN (1998), “Enflasyonun Doğrudan Hedeflenmesi Politikası ve Bazı Ülke Deneyimleri”, *TCMB Araştırma Genel Müdürlüğü Tartışma Tebliği*, No: 9801.
- KARTAL, F. (2011), “Türkiye’de Enflasyon Hedeflemesi Stratejisi ve Para Politikasının Görünümü”, *Maliye Finans Yazıları*, Yıl: 25, Sayı: 91, s.s. 77-100.
- KASAPOĞLU, Ö. (2007), *Parasal Aktarım Mekanizmaları: Türkiye İçin Uygulama*, Uzmanlık Yeterlilik Tezi, Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası Piyasalar Genel Müdürlüğü, Ankara.
- KAYTANCI, B. G. (2005), *Merkez Bankası Para Politikası Tepki Fonksiyonu: Türkiye Uygulaması (1990-2003)*, Yayımlanmamış Doktora Tezi, Anadolu Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, İktisat Anabilim Dalı, Eskişehir.
- KAYTANCI, B. G. (2008), “Para Politikası Kurallarının Teorik Analizi: Bazı Basit Kuralların İncelenmesi”, *Eskişehir Osmangazi Üniversitesi İİBF Dergisi*, Cilt: 3, Sayı: 1, s.s. 11-25.
- KAYTANCI, B. G. (2009), “Estimating the Monetary Policy Reaction Function for Turkey”, Ed: F. Ciampi, *Emerging Issues and Challenges in Business and Economics*, Selected Contributions from the 8th Global Conference, s.s. 235-245.

- KAZGAN, G. (2012), *Türkiye Ekonomisinde Krizler (1929-2009) "Ekonomi Politik" Açısından Bir İrdeleme*, 3. Baskı, İstanbul Bilgi Üniversitesi Yayınları.
- KELLER, C., KUNZEL, P. ve M. SOUTO (2007), "Measuring Sovereign Risk in Turkey: An Application of the Contingent Claims Approach", *IMF Working Paper*, No: WP/07/233, <http://www.imf.org/external/pubs/ft/wp/2007/wp07233.pdf>, Erişim Tarihi: 12.08.2011.
- KESRİYELİ, M. (1997), "1980'li Yıllardan Günümüze Para Politikası Gelişmeleri", *TCMB Araştırma Genel Müdürlüğü*, No: 97/4, Ankara.
- KEYDER, N. (2000), *Para Teori Politika Uygulama*, 7. Baskı, Ankara: Bizim Büro Basımevi.
- KINDLEBERGER, C. P. (2007), *Cinnet, Panik ve Çöküş: Mali Krizler Tarihi*, Çev: H. Tunalı, İstanbul Bilgi Üniversitesi Yayınları.
- KİBRİTCİ ARTAR, O. (2011), "Türkiye'de Para Politikası Kararlarının Makroekonomik Değişkenler Üzerindeki Etkisi: Vektör Otoregresyon (VAR) Analizi", *Marmara Sosyal Araştırmalar Dergisi*, Sayı: 1, İstanbul, <http://www.marmarasosyaldergi.org/makale/2.pdf>, Erişim Tarihi: 12.08.2012.
- KOÇYİĞİT, D. (2009), *Olağan ve Olağan Dışı Durumlarda Kullanılan Para Politikası Araçları ve Likidite Yönetimi Stratejileri*, Uzmanlık Yeterlilik Tezi, Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası, Piyasalar Genel Müdürlüğü, Ankara.
- KOYUNCU, F. T. (2009), *Türkiye'de Konjonktürel Dalgalanmaların Arz ve Talep Şokları ile Analizi*, Yayınlanmamış Doktora Tezi, Anadolu Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, İktisat Anabilim Dalı, Eskişehir.
- KOZICKI, S. (1999), "How Useful Are Taylor Rules For Monetary Policy?", *Federal Reserve Bank of Kansas City Economic Review*, Second Quarter, s.s. 5-33.
- KÖSE, N. ve S. TOGAY (2010), *Küresel Ekonomik Krizin Türkiye'de Reel Sektöre Yansımaları*, Milli Produktivite Merkezi Verimlilik Raporu, Ankara.
- KRETZMER, P. E. (1992), "Monetary vs. Fiscal Policy: New Evidence on an Old Debate", *Economic Review*, Second Quarter, s.s. 21-30.

- KROHN, G. A. ve W. R. GRUVER (2008), “The Complexities of the Financial Turmoil of 2007 and 2008”, *Journal of Applied Business and Economics*, Vol: 9, No: 4, <http://www.na-businesspress.com/JABE/KrohnWeb.pdf>, Erişim Tarihi: 05.08.2011.
- KRUGMAN, P. (2010), *Bunalım Ekonomisinin Geri Dönüşü ve Küresel Kriz*, 6. Baskı, Çev: N. Domaniç, İstanbul: Literatür Yayınları.
- KRUGMAN, P. (2011), “Mr. Keynes and the Moderns”, *The 75th Anniversary of the General Theory Conference*, Cambridge, <http://www.econ.cam.ac.uk/keynes-conf-2011/papers.html>, Erişim Tarihi: 23.05.2012.
- KRUGMAN, P. ve M. OBSTFELD (2000), *International Economics: Theory and Policy*, 5th Edition, Reading Mass., Harlow: Addison-Wesley.
- KUTLAR, A. (2005), *Uygulamalı Ekonometri*, 2. Baskı, Ankara: Nobel Yayın Dağıtım.
- KYDLAND, F. E. ve E. C. PRESCOTT (1977), “Rules Rather Than Discretion: The Inconsistency of Optimal Plan”, *Journal of Political Economy*, Vol: 85, No: 3, s.s. 473-492.
- LAIDLER, D. (1999), *Fabricating the Keynesian Revolution: Studies of the Inter-war Literature on Money, the Cycle and Unemployment*, Cambridge University Press.
- LAPAVITSAS, C. (2009), “Finansallaşmanın Krizi”, Ed: C. Lapavitsas, *Finansallaşma ve Kapitalizmin Krizi*, Çev: T. Öncel, İstanbul: Yordam Kitap, s.s. 9-24.
- LAVOIE, M. (2006a), *Introduction to Post-Keynesian Economics*, Palgrave McMillian, Basingstoke.
- LAVOIE, M. (2006b), “Post Keynesian Amendment to the New Consensus on Monetary Policy”, *Metroeconomica*, Vol: 57, No: 2, s.s. 165-192.
- LIBANIO, G. A. (2005), “Unit Roots in Macroeconomic Time Series: Theory, Implications and Evidence”, *Nova Economia*, Vol: 15, No: 3, s.s. 145-176.

- LUCAS, R. E. (1976), "Econometric Policy Evaluation: A Critique", *Carnegie-Rochester Conference Series on Public Policy*, No: 1, s.s. 19-46.
- MANKIW, N. G. (2009), *Makroekonomi*, 6. Baskı, Çeviri Ed: Ö. F. Çolak, Ankara: Efil Yayınevi.
- MANKIW, N. G. ve R. E. HALL (1994), "Nominal Income Targeting", *NBER Working Paper Series*, No: 4439, <http://www.nber.org/papers/w4439>, Erişim Tarihi: 31.01.2010.
- MCCALLUM, B. T. (1997), "The Alleged Instability of Nominal Income Targeting", *NBER Working Paper Series*, No: 6291, <http://www.nber.org/papers/w6291>, Erişim Tarihi: 02.03.2010.
- MCCALLUM, B. T. (2000), "The Present and Future of Monetary Policy Rules", *NBER Working Paper Series*, No: 7916.
- MCCALLUM, B. T. (2001), "Monetary Policy Analysis in Models Without Money", *Federal Reserve Bank of St. Louis*, s.s. 145-160, <http://research.stlouisfed.org/publications/review/01/05/145-160McCallum.qxd.pdf>, Erişim Tarihi: 08.08. 2011.
- MCCALLUM, B. T. (2012), "Determinacy, Learnability, Plausibility and the Role of Money in New Keynesian Models", *NBER Working Paper Series*, No: 18215, <http://www.nber.org/papers/w18215>, Erişim Tarihi: 10.10.2012.
- MELTZER, A. H. (1995), "Monetary, Credit and (Other) Transmission Processes: A Monetary Perspective", *Journal of Economic Perspectives*, Vol: 9, No: 4, s.s. 49-72.
- MENDOZA, E. ve M. URIBE (1999), "Devaluation Risk and Syndrome of Exchange Rate Based Stabilizations", *NBER Working Paper*, No: 7014, <http://www.nber.org/papers/w7014>, Erişim Tarihi: 11.01.2011.
- MEYER, L. H. (2001), "Does Monetary Matter?", *Federal Reserve Bank of St. Louis*, <http://research.stlouisfed.org/publications/review/01/09/0109lm.pdf>, Erişim Tarihi: 08.08. 2011.

- MINKSY, H. P. (1982), "The Financial Instability Hypothesis: Capitalistic, Processes and the Behavior of the Economy", Ed: C. P. Kindleberger ve J. P. Laffargue, *Financial Crisis: Theory History and Policy*, Cambridge: Cambridge University Press, s.s. 13-29.
- MISHKIN, F. S. (1996), "The Channels of Monetary Transmission: Lessons for Monetary Policy", *NBER Working Paper Series*, No: 5464, <http://www.nber.org/papers/w5464>, Erişim Tarihi: 10.10.2011.
- MISHKIN, F. S. (1999), "International Experiences With Different Monetary Policy Regimes", *Journal of Monetary Economics*, No: 43, s.s. 579-605.
- MISHKIN, F. S. (2000), "What Should Central Banks Do?", *Federal Reserve Bank of St. Louis*, <http://research.stlouisfed.org/publications/review/00/11/0011fm.pdf>, Erişim Tarihi: 24.11.2011.
- MISHKIN, F. S. (2001), "The Transmission Mechanism and the Role of Asset Prices in Monetary Policy", *NBER Working Paper Series*, No: 8617, <http://www.nber.org/papers/w8617>, Erişim Tarihi: 23.12.2011.
- MISHKIN, F. S. (2002), "The Role of Output Stabilization in the Conduct of Monetary Policy", *International Finance*, Vol: 5, No: 2, s.s. 213-227.
- MISHKIN, F. S. (2004), "Can Inflation Targeting Work in Emerging Market Countries?", *International Monetary Fund Conference*, <http://www.imf.org/external/np/res/seminars/2004/calvo/pdf/mishki.pdf>, Erişim Tarihi: 05.08.2011.
- MISHKIN, F. S. ve A. S. POSEN (1997), "Inflation Targeting: Lessons From Four Countries", *FRBNY Economic Policy Review*, Vol: 3, No: 3, s.s. 9-110.
- MISHKIN, F. S. ve M. SAVASTANO (2001), "Monetary Policy Strategies For Latin America", *Journal of Development Economics*, Vol: 66, s.s. 415-440.
- MONVOISIN, V. ve L. P. ROCHON (2006), "The Post-Keynesian Consensus, The New Consensus and Endogenous Money", Ed: C. Gnos ve L. P. Rochon, *Post-Keynesian Principles of Economic Policy*, UK: Edward Elgar Publish.

- NARAYAN, P. K. (2005), "The Saving and Investment Nexus for China: Evidence from Cointegration Tests", *Applied Economics*, Vol: 37, No: 17, s.s. 1979-1990.
- NEAL, P. (2008), "The Subprime Mortgage Crisis: Lessons For Regulators", *Policy*, Vol: 24, No: 2, s.s. 19-25.
- NOGUEIRA, R. P. ve M. A. L. LEDESMA (2009), "Fear of Floating in Brazil: Did Inflation Targeting Matter?", *North American Journal of Economics and Finance*, Vol: 20, No: 3, s.s. 255-266.
- OBSTFELD, M. ve K. ROGOFF (1995), "The Mirage of Fixed Exchange Rates", *Journal of Economic Perspectives*, Vol: 9, No: 4, s.s. 73-96.
- OĞUZ, H. (2008), "Yeni Neoklasik Sentez ve Optimal Parasal Politikalar", *Hacettepe Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi*, Cilt: 26, Sayı: 1, s.s. 1-35.
- OKTAR, S. (1998), *Enflasyon Hedeflemesi, Para Politikasının Güvenilirliği ve Fiyat İstikrarı*, İstanbul: Bilim Teknik Yayınevi.
- OKTAR, S., TOKUCU, E. ve Z. KAYA (2012), *Finansal Küreselleşme Sürecinde Merkez Bankacılığı ve Para Politikaları*, Ankara: Nobel Akademik Yayıncılık.
- ONUR, S. (2008), "Türkiye Ekonomisi'nde Faiz Oranları-Enflasyon İlişkisi Üzerine Bir Model Denemesi (1980-2005)", *Journal of Qafqaz University*, No: 24, s.s. 123-145.
- ORHAN, S. S. (2009), "Yerleşik İktisatta Küresel Makroekonomik Teori: Yeni Açık Makroekonomide (NOEM) Cari İşlemler Dinamikleri", *Ege Akademik Bakış*, Cilt: 9, Sayı: 4, s.s. 1485-1510.
- ÖÇAL, T. ve Ö. F. ÇOLAK (1999), *Finansal Sistem ve Bankalar*, Ankara: Nobel Yayın Dağıtım.
- ÖNDER, T. (2005), *Para Politikası: Araçları, Amaçları ve Türkiye Uygulaması*, Uzmanlık Yeterlilik Tezi, Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası, Piyasalar Genel Müdürlüğü, Ankara.

- ÖRNEK, İ. (2004), “Türkiye’de Enflasyon Hedeflemesi Uygulanabilir mi?”, *Dış Ticaret Dergisi*, Sayı: 31, s.s. 15-19.
- ÖRNEK, İ. (2009), “Türkiye’de Parasal Aktarım Mekanizması Kanallarının İşleyişi”, *Maliye Dergisi*, Sayı: 156, s.s. 104-125.
- ÖZATA, E. (2007), *Türkiye’de Konjonktürel Dalgalanmaların Zaman Serisi Analizi*, Yayınlanmamış Doktora Tezi, Anadolu Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, İktisat Anabilim Dalı, Eskişehir.
- ÖZATAY, F. (2009), “Türkiye’de 2000-2008 Döneminde Para Politikası”, *İktisat İşletme ve Finans Dergisi*, Cilt: 24, Sayı: 275, s.s. 37-65.
- ÖZATAY, F. (2011a), *Finansal Krizler ve Türkiye*, 3. Baskı, İstanbul: Doğan Kitap.
- ÖZATAY, F. (2011b), *Parasal İktisat: Kuram ve Politika*, 2. Baskı, Ankara: Efil Yayınevi.
- ÖZATAY, F. (2011c), “Merkez Bankası’nın Yeni Para Politikası: İki Hedef-Üç Ara Hedef-Üç Araç”, *İktisat İşletme ve Finans Dergisi*, Cilt: 26, Sayı: 302, s.s. 27-43.
- ÖZATAY, F. (2012), “Para Politikasında Yeni Arayışlar”, *İktisat İşletme ve Finans Dergisi*, Cilt: 27, Sayı: 315, s.s. 51-75.
- ÖZCAN, S. (2006), *Para Politikası Tercihleri ile Finansal İstikrar Arasındaki İlişki: Enflasyon Hedeflemesi Politikasında Finansal İstikrar ve Türkiye Analizi*, Uzmanlık Yeterlilik Tezi, Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası, Ankara.
- ÖZDEMİR, K. A. (2009a), “Para Politikası, Parasal Büyüklükler ve Küresel Mali Kriz Sonrası Gelişmeler”, *Central Bank Review*, Vol: 2, s.s. 23-48.
- ÖZDEMİR, M. (2005), *Enflasyon Hedeflemesi Teorisi ve Gelişmekte Olan Ülkelerde Uygulanabilirliği*, Yayınlanmamış Doktora Tezi, Uludağ Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, İktisat Anabilim Dalı, Bursa.
- ÖZDEMİR, M. (2008), “Yeni Neo-Klasik Sentez: Makro İktisatta Yeni Bir Uzlaşmaya Doğru”, *Ekonomik Yaklaşım*, Cilt: 19, Sayı: 66, s.s. 95-117.

- ÖZDEMİR, M. (2009b), “Wicksell’in Dirilişi Monetarizmin Sonu(Mu)?”, *EconAnadolu 2009: Anadolu International Conference in Economics*, 17-19 Haziran, Eskişehir.
- ÖZER, M. ve S. TABAN (2006), *Modern Konjonktür Teorileri*, Bursa: Ekin Kitabevi.
- ÖZKALE, Ü. (2003), “Enflasyon Hedeflemesi ve Kamu Dinamikleri”, <http://bagimsizsosyalbilimciler.org/bsbto-plum.html>, Erişim Tarihi: 31.01.2010.
- ÖZTÜRK, N. (2011), *Para Banka Kredi*, Bursa: Ekin Yayınevi.
- ÖZTÜRK, S. (2003), *Enflasyon Hedeflemesi*, İstanbul: Derin Yayınları.
- ÖZTÜRK, S. ve B. GÖVDERE (2010), “Küresel Finansal Kriz ve Türkiye Ekonomisine Etkileri”, *Süleyman Demirel Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi*, Cilt: 15, Sayı: 1, s.s. 377-397.
- ÖZTÜRK, S. ve C. BİNER (2008), “Gelişmekte Olan Ülkelerde Kurala Dayalı Para Politikasının Etkinliği Enflasyon Hedeflemesi Stratejisi: Türkiye Örneği”, *Cumhuriyet Üniversitesi İİBF Dergisi*, Cilt: 9, Sayı:1, s.s. 19-37.
- PAHLAVANI, M. (2005), “Analysing the Trade-GDP Nexus in Iran: A Bounds Testing Approach”, *Faculty of Business Economics Working Papers*, No: 05/25, <http://ro.uow.edu.au/cgi/viewcontent.cgi?article=1132&context=commwkpapers>, Erişim Tarihi: 05.08.2012.
- PALLEY, T. I. (1996), *Post Keynesian Economics: Debt, Distribution and the Economy*, New York: St. Martin’s Press.
- PALLEY, T. I. (2005), “A Post Keynesian Framework for Monetary Policy: Why Interest Rate Operating Procedures are Not Enough”, Ed: C. Gnos ve L. P. Rochon, *Post Keynesian Principles of Policy*, s.s. 81-101.
- PALLEY, T. I. (2009), “After the Bust: The Outlook for Macroeconomics and Macroeconomic Policy”, *The Levy Economics Institute of Bard College Public Policy Brief*, No: 97, http://www.levyinstitute.org/pubs/ppb_97.pdf, Erişim Tarihi: 05.08.2011.

- PAPADATOS, D. (2010), “Günümüz Kapitalizmde Merkez Bankacılığı: Enflasyon Hedeflemesi ve Finansal Krizler”, Ed: C. Lapavitsas, *Finansallaşma ve Kapitalizmin Krizi*, Çev: T. Öncel, s.s. 171-202.
- PAPADEMOS, L. (2011), “Central Bank Mandates and Governance Arrangements”, *BIS Papers: The Future of Central Banking Under Post-Crisis Mandates*, 9th BIS Annual Conference, No: 55, 24-25 Haziran 2010, s.s. 25-29, <http://www.bis.org/publ/bppdf/bispap55.pdf>, Erişim Tarihi: 14.06.2012.
- PARASIZ, İ. (1998), *Makro Ekonomi Teori ve Politika*, Bursa: Ezgi Kitabevi.
- PARASIZ, İ. (2003), *Para Politikası*, 6. Baskı, Bursa: Ezgi Kitabevi.
- PARASIZ, İ. (2005), *Para Banka ve Finansal Piyasalar*, Bursa: Ezgi Kitabevi.
- PARASIZ, İ. (2009), *Para Teorisi ve Politikası*, 2. Baskı, Bursa: Ezgi Kitabevi.
- PARASIZ, İ. (2011), *Keynesyen ve Keynes Sonrası Makro Ekonomi*, Bursa: Ezgi Kitabevi.
- PARSONS, S. D. (1996), “Post-Keynesian Realism and Keynes’ General Theory”, *Journal of Post-Keynesian Economics*, Vol: 18, No: 3, s.s. 419-441.
- PAYA, M. (2007), *Para Teorisi ve Para Politikası*, 4. Baskı, İstanbul: Filiz Kitabevi.
- PAYA, M. (2013), *Küresel Ortamda İktisat Politikaları*, İstanbul: Türkmen Kitabevi.
- PEKER, O. (2007), “Para Politikası Etkilerinin Ölçümü: Türkiye Örneği”, *Yönetim ve Ekonomi*, Cilt: 14, Sayı: 1, s.s. 181-194.
- PELIBAS, I. (2011), “Structural Breaks and Dynamic Characteristics of Inflation and Growth Rates of Monetary Aggregates”, *BEROC Working Paper Series*, No: 015, http://www.beroc.by/webroot/delivery/files/WP15_eng_Pelipas.pdf, Erişim Tarihi: 13.10.2012.
- PERERA, R. A. A. (2010), “Is Sri Lanka Ready for Inflation Targeting?”, http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1586629, Erişim Tarihi: 06.03.2012.
- PERRON, P. (1989), “The Great Crash, The Oil Price Shock and the Unit Root Hypothesis”, *Econometrica*, Vol: 57, No: 6, s.s. 1361-1401.

- PESARAN, M. H. ve Y. SHIN (1999), “An Autoregressive Distributed Lag Modelling Approach to Cointegration Analysis”, Ed: S. Storm, *Econometrics and Economics Theory in the 20th Century*, s.s. 134-150.
- PESARAN, M. H., SHIN, Y. ve R. J. SMITH (1996), “Testing for the Existence of a Long-Run Relationship Between UK Consumption, Income and Inflation Using Pesaran et al. Bounds Test Procedure: A Comparative”, http://www.geocities.ws/c_moening/docs/pdfs/Pes97.pdf, Erişim Tarihi: 10.09.2012.
- PESARAN, M. H., SHIN, Y. ve R. J. SMITH (2001), “Bounds Testing Approaches to the Analysis of Level Relationships”, *Journal of Applied Econometrics*, Vol: 16, s.s. 289-326.
- PHILLIPS, P. C. ve PERRON, P. (1988), “Testing For A Unit Root In Time Series Regression”, *BiométriKa*, Vol: 75, s.s. 335-346.
- PINAR, A. ve B. ERDAL (2008), *Para Banka Mali Kuruluşlar ve Uluslararası Mali Sistem*, Ankara: Natural Yayıncılık.
- PLANTE, M. (2011), “How Should Monetary Policy Respond to Changes in the Relative Price of Oil? Considering Supply and Demand Shocks”, *Federal Reserve Bank of Dallas Research Department Working Paper*, No: 1202, <http://www.dallasfed.org/assets/documents/research/papers/2012/wp1202.pdf>, Erişim Tarihi: 08.08.2012.
- POLLIN, R. ve A. ZHU (2005), “Inflation and Economic Growth: A Cross-Country Non-Linear Analysis”, *Working Papers from Political Economy Research Institute*, University of Massachusetts at Amherst, http://scholarworks.umass.edu/cgi/viewcontent.cgi?article=1086&context=peri_workingpapers, Erişim Tarihi: 15.01.2011.
- PONGSAPARN, R. (2002), “Inflation Dynamics and Reaction Function in High-Inflation Environment: An Implication for Turkey?”, *Central Bank of Republic of Turkey (CBRT) Working Paper*, No: 10, s.s. 1-27.
- POON, W. C. (2010), “Augmented MCI: An Indicator of Monetary Policy Stance For Asean-5?”, *Department of Economics Discussion Paper*, No: 25/10,

- http://www.buseco.monash.edu.au/eco/research/papers/2010/2510augmented_poon.pdf, Erişim Tarihi: 05.08.2011.
- POON, W. C. ve G. K. TONG (2009), “The Feasibility of Inflation Targeting in Malaysia”, *Economic Bulletin*, Vol: 29, No: 2, s.s. 1-11.
- RADELET, S. ve J. D. SACHS (1998), “The East Asian Financial Crisis: Diagnosis, Remedies, Prospects”, *Brookings Papers on Economic Activity*, No:1, s.s. 1-74, http://www.brookings.edu/~media/Projects/BPEA/1998%201/1998a_bpea_radelet_sachs_cooper_bosworth.PDF, Erişim Tarihi: 02.03.2011.
- REINHART, C. M. ve G. CALVO (2000), “When Capital Inflows Come to a Sudden Stop: Consequences and Policy Options”, *MPRA Paper*, No: 6982, <http://mpa.ub.uni-muenchen.de/6982/1/SuddenStop.pdf>, Erişim Tarihi: 23.02.2011.
- REINHART, C. M. ve K. S. ROGOFF (2010), *Bu Defa Farklı: Finansal Çılgınlığın 800 Yıllık Tarihi*, Çev: L. Konyar, İstanbul: NTV Yayınları.
- ROGOFF, K. (1985), “The Optimal Degree of Commitment to an Intermediate Monetary Target”, *Quarterly Journal of Economics*, Vol: 100, No: 4, s.s. 1169-1190.
- ROUBINI, N. (2011), *Kriz Ekonomisi: Dünya Ekonomisinin Çöküşü ve Geleceği*, Çev: I. Tezcan, İstanbul: Pegasus Yayınları.
- SAATÇIOĞLU, C. ve H. L. KORAP (2006), “Determinants of Turkish Inflation”, *Turkish Economic Association Discussion Paper*, No: 7, s.s. 1-25, <http://ideas.repec.org/p/tek/wpaper/2006-7.html>, Erişim Tarihi: 01.09.2011.
- SAĞLAM, E. (2009), “Türkiye’nin Kriz Deneyimi”, Ed: E. Kumcu, *Krizler, Para ve İktisatçılar*, 2. Baskı, İstanbul Remzi Kitabevi, s.s. 171-198.
- SAN, S. (2005), *Yeni Keynesyen Para Politikası Önerileri ve Türkiye Uygulamaları*, Yüksek Lisans Tezi, Yıldız Teknik Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, İktisat Anabilim Dalı, İstanbul.
- SARDONI, C. ve L. R. WRAY (2005), “Monetary Policy Strategies of the European Central Bank and the Federal Reserve Bank of the U.S.”, *The Levy*

- Economics Institute of Bard College*, Working Paper No: 431, http://www.levyinstitute.org/pubs/wp_431.pdf, Erişim Tarihi: 05.08.2011.
- SAVAŞ, V. F. (2012), *Küresel Finans ve Makro İktisat*, Ankara: Efil Yayınevi.
- SCHIOPPA, T. P. (2002), “Central Banks and Financial Stability: Exploring A Land in Between”, *Second ECB Central Banking Conference*, Frankfurt, Germany, s.s. 1-46, <http://www.ecb.de/events/pdf/conferences/tps.pdf>, Erişim Tarihi: 12.12.2011.
- SCHWARTZ, A. J. (2009), “Origins of the Financial Market Crisis of 2008”, *Cato Journal*, , Erişim Tarihi: 12.08.2012.
- SELLON, G. H. (2002), “The Changing U.S. Financial System: Some Implication for the Monetary Transmission Mechanism”, *Federal Reserve Bank of Kansas City Economic Review*, First Quarter, s.s. 5-35, <http://www.kc.frb.org/publicat/econrev/PDF/1q02sell.pdf>, Erişim Tarihi: 21.03.2011.
- SERİN, V. (1998), *İktisat Politikası, Seçme Konular: Para Politikası, Maliye Politikası, Uluslararası İktisat Politikası*, 1. Baskı, İstanbul: Alfa Yayınları.
- SEVÜKTEKİN, M. ve M. NARGELEÇEKENLER (2005), *Zaman Serileri Analizi*, Ankara: Nobel Yayın Dağıtım.
- SEYREK, İ., DUMAN, M. ve M. SARIKAYA (2004), “Parasal Aktarım Mekanizması ve Para Politikası Aracı: Türkiye’de Aktarım Mekanizması”, *C.Ü. İktisadi ve İdari Bilimler Dergisi*, Cilt: 5, Sayı: 1, s.s. 201-212.
- SHIN, H. S. (2010), “Macroprudential Policies Beyond Basel III”, *Princeton University Policy Memo*, <http://www.princeton.edu/~hsshin/www/MacroprudentialMemo.pdf>, Erişim Tarihi: 31.01.2012.
- SINAI, A. (1971), “Relative Effects of Monetary and Fiscal Actions”, *Quarterly Journal of Finance and Accounting*, Vol: 10, No: 4, s.s. 26-36.
- SINCLAIR, P. J. N. (2000), “Central Banks and Financial Stability”, *Bank of England Quarterly Bulletin: Centre for Central Banking Studies*, s.s. 377-391,

<http://www.bankofengland.co.uk/publications/Documents/quarterlybulletin/qb000403.pdf>, Erişim Tarihi: 12.12.2011.

- SNOWDON, B. ve H. R. VANE (2012), *Modern Makroekonomi: Temelleri, Gelişimi ve Bugünü*, Çeviri Ed: B. Kambalacı, Ankara: Efil Yayınevi.
- SOMÇAĞ, S. (2006), *Türkiye'nin Ekonomik Krizi Oluşumu ve Çıkış Yolları*, İstanbul: 2006 Yayınevi.
- SOROS, G. (2009), *Finansal Piyasalar İçin Yeni Paradigma: Kredi Krizi ve Anlamı*, Çev: C. Üçüncü, İstanbul: İnkılâp Kitabevi.
- SÖNMEZLER, G. (2006), "Türkiye'de Enflasyon Hedeflemesinin Uygulanabilirliği", *İktisat Dergisi*, Sayı: 470-471, Şubat-Mart, İstanbul.
- STIGLITZ, J. E. (2002), "Information and Change in the Paradigm in Economics", *The American Economic Review*, Vol: 92, No: 3, s.s. 460-501.
- STOCK, J. H. ve M. W. WATSON (2011), *Ekonometriye Giriş*, Çev: B. Saraçoğlu, Ankara: Efil Yayınevi.
- SUN, Y. (2003), "Do Fixed Exchange Rates Induce More Fiscal Discipline?", *IMF Working Paper*, WP/03/78, <http://www.imf.org/external/pubs/ft/wp/2003/wp0378.pdf>, Erişim Tarihi: 12.08.2011.
- SÜSLÜ, B. (2013), "Türkiye Ekonomisi İçin Büyüme Beklentisi Kendi Kendini Besleyen Bir Süreç mi? Neo-Wicksellyen Bir Bakış Açısı", *TİSK AKADEMİ*, Yayın Aşamasında.
- SÜSLÜ, B. ve C. DIŞBUDAK (2012), "TCMB'nin Para Politikası Duruşunun Alternatif Açıklaması: Parasal Durum Endeksi (MCI)", *Yönetim ve Ekonomi Dergisi*, Cilt: 19, Sayı: 2, s.s. 67-85.
- SVENSSON, L. E. O. (1997a), "Optimal Inflation Targets, 'Conservative' Central Bank and Linear Inflation Contracts", *American Economic Review*, No: 87, s.s. 98-104.
- SVENSSON, L. E. O. (1997b), "Inflation Forecast Targeting: Implementing and Monitoring Inflation Targets", *European Economic Review*, Vol: 41, No: 6, s.s. 11-46.

- SVENSSON, L. E. O. (1997c), "Inflation Targeting in an Open Economy: Strict or Flexible Inflation Targeting?", *Reserve Bank of New Zealand, Discussion Paper*, G97/8.
- SVENSSON, L. E. O. (1998), "How Should Monetary Policy Be Conducted in an Era of Price Stability?", *NBER Working Paper Series*, No: 7516, s.s. 195-259.
- SVENSSON, L. E. O. (2002), "What is Wrong with Taylor Rules? Using Judgement in Monetary Policy Through Targeting Rules", *NBER Working Paper Series*, No. 9421, <http://www.nber.org/papers/w9421.pdf>, Erişim Tarihi: 01.09.2011.
- SVENSSON, L. E. O. (2003), "Monetary Policy and Real Stabilization", *NBER Working Paper Series*, No: 9486, Cambridge: Massachutetetts.
- SVENSSON, L. E. O. (2010), "How Has Our View of Central Banking Changed with the Recent Financial Crisis?", *Speech at the CEPR/ESI 14th Annual Conference of Central Bank of Turkey*, <http://www.cepr.org/meets/wken/1/1745>, Erişim Tarihi: 15.02.2012.
- SVENSSON, L. E. O. (2011), "Monetary Policy After The Financial Crisis", Speech at the Asia's Role in the Post-Crisis Global Economy Concerence, San Francisco, USA, <http://www.bis.org/review/r111201a.pdf>, Erişim Tarihi: 23.03.2012.
- ŞENGÖNÜL, A. ve W. THORBECKE (2005), "The Effect of Monetary Policy on Bank Lending in Turkey", *Applied Financial Economics*, Vol: 15, No: 13, s.s. 931-934.
- ŞIKLAR, İ. (1999), *Para Politikası Uygulamaları*, 1. Baskı, Eskişehir: Yön Ajans.
- TARI, R. (2010), *Ekonometri*, 6. Baskı, Kocaeli: Umuttepe Yayınları.
- TAYLOR, J. B. (1993), "Discretion Versus Policy Rules in Practice", *Carnegie-Rochester Conference Series on Public Policy* 39, North-Holland, s.s. 195-214.
- TAYLOR, J. B. (1994), "The Inflation-Output Variability Trade-off Revisited", Ed: Jeffrey Fuhrer, *Goals Guidelines and Constraints Facing Monetary Policymakers*, s.s. 21-38,

http://www.stanford.edu/~johntayl/Onlinepaperscombinedbyyear/1994/The_Inflation_Output_Variability_Trade-off_Revisited.pdf, Erişim Tarihi: 05.08.2011.

TAYLOR, J. B. (1995), “The Monetary Transmission Mechanism: An Empirical Framework”, *Journal of Economic Perspectives*, American Economic Association, Vol: 9, No: 4, s.s. 11-26.

TAYLOR, J. B. (1999), “The Robustness and Efficiency of Monetary Policy Rules as Guidelines for Interest Rate Setting by the European Central Bank”, *Journal of Monetary Economics*, Vol: 43, No: 3, s.s. 655-679.

TAYLOR, J. B. (2001), “Low Inflation, Deflation and Policies for Future Price Stability”, *Institute for Monetary and Economic Studies*, Bank of Japan, Vol: 19, No: S1, s.s. 35-51.

TCMB (1999), *2000 Yılı Enflasyonu Düşürme Programı: Kur ve Para Politikası Uygulaması*, <http://www.tcmb.gov.tr/yeni/evds/yayin/paraprog2/baskanmat5y.html>, Erişim Tarihi: 15.01.2011.

TCMB (2001a), *Para Politikası Raporu*, Ankara: Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası.

TCMB (2001b), *2000 Yıllık Rapor*, Ankara: Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası.

TCMB (2002), *2001 Yıllık Rapor*, Ankara: Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası.

TCMB (2003), *2002 Yıllık Rapor*, Ankara: Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası.

TCMB (2004), *2003 Yıllık Rapor*, Ankara: Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası.

TCMB (2005a), *Finansal İstikrar Raporu*, Sayı: 1, Ankara: Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası.

TCMB (2005b), *Yıllık Rapor 2004*, Ankara: Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası.

TCMB (2006), *Yıllık Rapor 2005*, Ankara: Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası.

TCMB (2007), *Yıllık Rapor 2006*, Ankara: Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası.

TCMB (2008), *Yıllık Rapor 2007*, Ankara: Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası.

TCMB (2008-IV), *Enflasyon Raporu*, Ankara: Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası.

- TCMB (2009a), *Yıllık Rapor 2008*, Ankara: Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası.
- TCMB (2009b), *Krizi Yönetmede Merkez Bankasının Rolü ve Etkinliği*, http://www.tcmb.gov.tr/yeni/iletisimgm/basci_iktisat.pdf, Erişim Tarihi: 31.01.2011.
- TCMB (2009-III), *Enflasyon Raporu*, Ankara: Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası.
- TCMB (2009-IV), *Enflasyon Raporu*, Ankara: Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası.
- TCMB (2010), *Yıllık Rapor 2009*, Ankara: Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası.
- TCMB (2010-IV), *Enflasyon Raporu*, Ankara: Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası.
- TCMB (2011), *Yıllık Rapor 2010*, Ankara: Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası.
- TCMB (2011-I), *Enflasyon Raporu*, Ankara: Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası.
- TCMB (2011-IV), *Enflasyon Raporu*, Ankara: Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası.
- TCMB (2012), *Yıllık Rapor 2011*, Ankara: Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası.
- TCMB (2012-I), *Enflasyon Raporu*, Ankara: Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası.
- TELATAR, E. (2002), *Fiyat İstikrarı: Ne? Nasıl? Kimin İçin?*, Ankara: İmaj Yayınevi.
- THIESSEN, G. (1998), "Globalized Financial Markets and Monetary Policy", *Bank of Canada Review*, <http://www.bis.org/review/r980606a.pdf>, Erişim Tarihi: 21.09.2010.
- TOBIN, J. (1986), "A New Consensus on the Management of the Economy by Federal Fiscal and Monetary Policies", *The Committee on Developing American Capitalism*, Vol: 4, No: 2.
- TOKGÖZ GÜR, E. (2003), *Kredi Kanalı'nın Etkin Çalışması ve Türkiye Uygulaması*, Uzmanlık Yeterlilik Tezi, Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası, Ankara.
- TOKUCU, E. (2010), "Kriz ve Para Politikaları: Para Politikalarının Başarısızlığı Üzerine", *Ekonomik Yaklaşım*, Cilt: 21, Sayı: 76, s.s. 31-54.
- TOKUCU, E. ve M. AYKIRI (2011), "Makro İhtiyat Politikaları ve Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası'nın 2011 Para Politikası", *Finans Politik ve Ekonomik Yorumlar*, Yıl: 48, Sayı: 556, s.s. 17-30.

- TOPÇU, F. (2008), *Döviz Kuru Kanalıyla Parasal Aktarım Mekanizması ve Türkiye Örneği*, Yüksek Lisans Tezi, Adnan Menderes Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, İktisat Anabilim Dalı, Aydın.
- TSPA KB (2012), *Türkiye Sermaye Piyasası 2011 Yılı Raporu*, Araştırma Raporları, <http://serpam.istanbul.edu.tr/wp-content/uploads/2012/09/T%C3%BCrkiye-Sermaye-Piyasas%C4%B1-Raporu-20111.pdf>, Erişim Tarihi: 02.12.2012.
- TÜREL, O. (2010), “Türkiye’de 1994, 2001 ve 2008-9 Ekonomik Krizlerinin Karşılaştırmalı Analizi”, *Ekonomik Yaklaşım*, Cilt: 21, Sayı: 75, s.s. 27-75.
- UÇAK, H. (2004), “Enflasyon Hedeflemesi ve Alternatif Para Politikası Hedeflemelerine Göre Değerlendirilmesi”, *Çukurova Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi*, Cilt: 13, Sayı: 1, s.s. 103-120.
- USAK, (2011), *Krizdeki Birlik: Euro Bölgesi’nin Borç Sarmalı ve AB’nin Geleceği*, Uluslararası Stratejik Araştırmalar Kurumu AB Araştırmaları Merkezi, USAK Raporları No: 11-01.
- USTA, B. (2003), *Enflasyon Hedeflemesi: Gelişmekte Olan Ülkelerde Uygulanabilirliği ve Türkiye Örneği*, Uzmanlık Yeterlilik Tezi, Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası, Ankara.
- UYGUR, E. (2001a), “Enflasyon Para ve Mali Baskı: İktisat Politikasında Geri Kalmışlık”, *İktisat İşletme ve Finans Dergisi*, Cilt: 16, Sayı: 189, s.s. 7-23.
- UYGUR, E. (2001b), “Krizden Krize Türkiye: 2000 Kasım ve 2001 Şubat Krizleri”, *Türkiye Ekonomi Kurumu Tartışma Metni*, No: 2001/01, <http://www.tek.org.tr/dosyalar/KRIZ-2000-20013.pdf>, Erişim Tarihi: 14.09.2011.
- ÜÇER, M. (2011), “Son Para Politikası Uygulamaları Üstüne Gözlemler”, *İktisat İşletme ve Finans Dergisi*, Cilt: 26, Sayı: 302, s.s. 45-51.
- ÜNSAL, D. (2011), “Capital Flows and Financial Stability: Monetary Policy and Macroprudential Responses”, *IMF Working Paper*, No: WP/11/189, <http://www.imf.org/external/pubs/ft/wp/2011/wp11189.pdf>, Erişim Tarihi: 02.03.2012.

- ÜZÜMCÜ, A. ve M. DİKKAYA (2010), “Küresel Finans Krizinin Türkiye’nin Dış Ticareti Üzerindeki Etkileri: 2001 Krizi İle Bir Karşılaştırma”, Ed: İ. Kalaycı, *Halil Seyidoğlu’na Armağan: Finansal Kriz Yazıları*, Ankara: Nobel Yayın Dağıtım, s.s. 273-313.
- WADHWANI, S. (2008), “Should Monetary Policy Respond to Asset Price Bubbles? Revisiting the Debate?”, *National Institute Economic Review*, Vol: 206, No: 1, s.s. 25-34.
- WAGNER, H. (2001), “Implications of Globalization For Monetary Policy”, *IMF Working Paper*, No: 01/184, <http://www.suerf.org/download/studies/study17.pdf>, Erişim Tarihi: 21.01.2011.
- WALSH, C. E. (2003), *Monetary Theory and Policy*, USA: The MIT Press.
- WEEKS, J. (2009), “The Effectiveness of Monetary Policy Reconsidered”, *Political Economy Research Institute Working Paper Series*, No: 202, http://scholarworks.umass.edu/cgi/viewcontent.cgi?article=1171&context=peri_workingpapers, Erişim Tarihi: 12.08.2011.
- WEINBERGER, J. H. M. (2012), *The Monetary Policy’s Efficiency During A Recession: A Description, Evaluation and Empirical Analysis*, A Master Thesis, Copenhagen Business School (CBS) Cand. Merc. Applied Economics and Finance, Danmarks.
- WHITE, W. R. (2006), “Is Price Stability Enough?”, *BIS Working Papers*, No: 205, <http://www.bis.org/publ/work205.pdf>, Erişim Tarihi: 20.03.2011.
- WICKSELL, K. (1936), *Interest and Prices: A Study of the Causes Regulating the Value of Money*, UK: McMillian Press.
- WOGLOM, G. (2003), “How Has Inflation Targeting Affected Monetary Policy in South Africa?”, *The South African Journal of Economics*, Vol: 71, No: 2, s.s. 1-27.
- WOODFORD, M. (2003), *Interest and Prices*, USA: Princeton University Pres.
- WOODFORD, M. (2010), “Optimal Monetary Stabilization Policy”, Ed: B. E. Friedman ve M. Woodford, *Handbook of Monetary Economics*,

http://www.columbia.edu/~mw2230/OMP_Hbook.pdf, Erişim Tarihi: 06.06.2012.

- WRAY, L. R. (2004), “The FED and The New Monetary Consensus: The Case For Rate Hikes, Part Two”, *Levy Economics Institute of Bard Collage Public Policy Brief*, No: 80.
- WRAY, L. R. (2007), “A Post Keynesian View of Central Bank Independence, Policy Targets and the Rules Versus Discretion Debate”, *The Levy Economics Institute of Bard College Working Paper*, No: 510, s.s. 1-26, http://www.levyinstitute.org/pubs/wp_510.pdf, Erişim Tarihi: 12.02.2011.
- YAKUPOĞLU, A. (2010), “Merkez Bankasının 2002-2009 Yılları Arasında Uyguladığı Para Politikası ve Kur Rejiminin Genel Bir Analizi”, *Maliye Finans Yazıları*, Yıl: 24, Sayı: 88, s.s. 35-54.
- YAPRAKLI, S. (2007), *Döviz Kuru Rejimleri ve Merkez Bankacılığı*, Ankara: İmaj Yayıncılık.
- YAPRAKLI, S. ve F. KAPLAN (2012), “Türkiye’de Uygulanan Açık Enflasyon Hedeflemesi Stratejisinin Başarısı Üzerine Ekonometrik Bir Değerlendirme”, *Hacettepe Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi*, Cilt: 30, Sayı: 2, s.s. 185-208.
- YAVUZ, S. ve E. TOKUCU (2006), “Post Keynesyen İktisat ve Belirsizlik”, *Marmara Üniversitesi İ.İ.B.F. Dergisi*, Cilt: 21, Sayı: 1, s.s. 147-161.
- YAY, G. G. (2006), “Para Politikası Stratejileri ve Enflasyon Hedeflemesi”, *İktisat Dergisi*, Sayı: 470-471, s.s. 3-17.
- YAY, G.G. (2009), “Küreselleşme ve Para Politikası”, *Ekonomi Bilimleri Dergisi*, Cilt: 1, Sayı: 1, s.s. 29-38.
- YELDAN, E. (2004), *Küreselleşme Sürecinde Türkiye Ekonomisi: Bölüşüm, Birikim ve Büyüme*, 10. Baskı, İstanbul: İletişim Yayınları.
- YILANCI, V. (2009), “Yapısal Kırımlar Altında Türkiye İçin İşsizlik Histerisinin Sınanması”, *Doğuş Üniversitesi Dergisi*, Cilt: 10, Sayı: 2, s.s. 324-335.

- YILDIRIM, K., KARAMAN, D. ve M. TAŞDEMİR (2010), *Makroekonomi*, 9. Baskı, Ankara: Seçkin Yayıncılık.
- YILDIRIM, Z. (2011), “Türkiye’de Toplam Talep ve Arz Şoklarının Çıktı ve Enflasyon Üzerindeki Etkileri”, *Anadolu Üniversitesi Sosyal Bilimler Dergisi*, Cilt: 11, Sayı: 2, s.s. 81-96.
- YILMAZ, D. (2008), “Global Challenges and Local Response-Monetary Policy in Turkey”, *BIS Review*, No: 82, <http://www.bis.org/review/r080627c.pdf>, Erişim Tarihi: 12.08.2011.
- YILMAZKUDAY, H. (2007), “Inflation Targeting Supported by Managed Exchange Rate”, *Applied Economics*, Vol: 39, No: 16, s.s. 2011-2026.
- YİĞİTBAŞ, Ş. B. (2009), “Gelişen Piyasa Ekonomilerinde Alternatif Para Politikası Stratejileri: Türkiye Ekonomisi Açısından Bir Değerlendirme”, *Yönetim ve Ekonomi Dergisi*, Celal Bayar Üniversitesi İİBF, Cilt: 16, Sayı: 1, s.s. 207-225.
- YOZGATLI, S. (2007), *Post-Keynesçi İktisatta Para Arzının Endojenliği ve Yeni Keynesçi Konsensusa Karşı Eleştiriler*, Yüksek Lisans Tezi, İstanbul Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, İktisat Anabilim Dalı, İstanbul.
- YÜKSELER, Z. (2009), *Türkiye’de Kriz Dönemlerinde Ekonomik Gelişmeler ve Ödemeler Dengesi Uyumu*, Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası, http://www.tcmb.gov.tr/yeni/iletisimgm/Krizler_Yukseler.pdf, Erişim Tarihi: 25.08.2011.
- ZIVOT, E.ve ANDREWS, D. (1992), “Further Evidence on the Great Crash, The Oil-Price Shock and the Unit Root Hypothesis”, *Journal of Business&Economic Statistics*, Vol: 10, No: 3, s.s. 251-270.

EKLER

Ek 1: Birinci Dönem (1999-2005) ADF ve PP Birim Kök Testi Sonuçları

Değişken	Düzy/ Birinci Fark	ADF Test İstatistiği			PP Test İstatistiği			Sonuç
		Sabit	Trendli		Sabit	Trendli		
P	Düzy	-3,41 (1)	-0,68 (2)		-5,14 (4)	-0,50 (4)		I(1)
	Birinci Fark	-3,31 (0)	-5,19 (1)		-3,07 (5)	-4,58 (5)		
ONI	Düzy	-0,99 (3)	-3,26 (4)		-2,62 (6)	-6,21 (6)		I(1)
	Birinci Fark	-4,84 (5)	-4,85 (5)		-21,56 (6)	-21,57 (6)		
E	Düzy	-1,89 (1)	-1,30 (1)		-1,90 (3)	-0,99 (2)		I(1)
	Birinci Fark	-5,95 (0)	-6,14 (0)		-5,92 (2)	-6,06 (3)		
M2	Düzy	0,10 (0)	-2,18 (0)		0,12 (2)	-2,13 (2)		I(1)
	Birinci Fark	-5,41 (0)	-5,18 (0)		-5,48 (2)	-5,27 (2)		
DC	Düzy	0,39 (0)	-0,66 (0)		0,15 (6)	-1,18 (6)		I(1)
	Birinci Fark	-8,29 (0)	-8,25 (0)		-8,91 (6)	-8,88 (6)		
FCI	Düzy	-4,86 (0)	-4,49 (1)		-4,97 (4)	-6,18 (4)		I(0)
	Birinci Fark	-6,76 (3)	-6,96 (3)		-23,66 (30)	-41,42 (41)		
MacKinnon Test Kritik Değerleri	Sabit	%1	%5	%10	%1	%5	%10	Trendli
		-3,51	-2,90	-2,59	-4,08	-3,47	-3,16	

Not: ADF testinde parantez içindeki değerler Schwarz Bilgi Kriteri (SIC) kullanılarak seçilen gecikme uzunluklarıdır. Maksimum gecikme uzunluğu 11 olarak alınmıştır. PP testinde ise optimal gecikme uzunluğu, Bartlett Kernel (default) Spectral Estimation yöntemi ve Newey-West Bandwidth (automatic selection) Kriterinden yararlanarak belirlenmiştir.

Ek 2: İkinci Dönem (2006-2011) ADF ve PP Birim Kök Testi Sonuçları

Değişken	Düzy/ Birinci Fark	ADF Test İstatistiği			PP Test İstatistiği			Sonuç
		Sabit	Trendli		Sabit	Trendli		
P	Düzy	-0,38 (0)	-3,60 (1)		-0,36 (7)	-2,74 (4)		I(1)
	Birinci Fark	-6,69 (0)	-6,64 (0)		-6,54 (8)	-6,48 (8)		
ONI	Düzy	0,90 (10)	-1,82 (10)		-1,20 (3)	-2,30 (4)		I(1)
	Birinci Fark	-3,54 (9)	-4,28 (9)		-5,81 (1)	-5,78 (1)		
E	Düzy	-1,28 (1)	-2,18 (1)		-0,85 (1)	-1,73 (1)		I(1)
	Birinci Fark	-6,09 (0)	-6,11 (0)		-5,97 (3)	-5,96 (4)		
IMKB	Düzy	-1,51 (1)	-1,94 (1)		-1,53 (4)	-1,88 (4)		I(1)
	Birinci Fark	-6,47 (0)	-6,43 (0)		-6,56 (4)	-6,52 (4)		
DC	Düzy	-0,16 (3)	-2,63 (3)		-0,65 (5)	-2,02 (5)		I(1)
	Birinci Fark	-4,20 (3)	-4,23 (3)		-6,01 (5)	-5,98 (5)		
FCI	Düzy	-3,21 (1)	-4,93 (1)		-4,82 (3)	-4,94 (3)		I(0)
	Birinci Fark	-13,38 (0)	-13,30 (0)		-17,25 (10)	-17,26 (10)		
MacKinnon Test Kritik Değerleri	Sabit	%1	%5	%10	%1	%5	%10	Trendli
		-3,53	-2,90	-2,59	-4,10	-3,48	-3,17	

Not: ADF testinde parantez içindeki değerler Schwarz Bilgi Kriteri (SIC) kullanılarak seçilen gecikme uzunluklarıdır. Maksimum gecikme uzunluğu 11 olarak alınmıştır. PP testinde ise optimal gecikme uzunluğu, Bartlett Kernel (default) Spectral Estimation yöntemi ve Newey-West Bandwidth (automatic selection) Kriterinden yararlanarak belirlenmiştir.

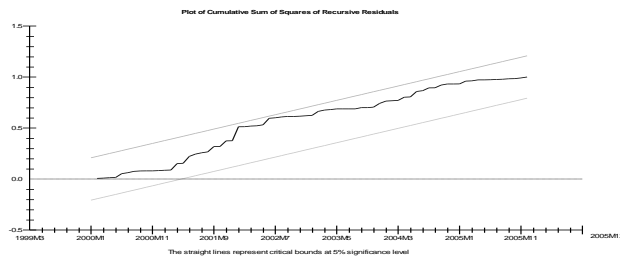
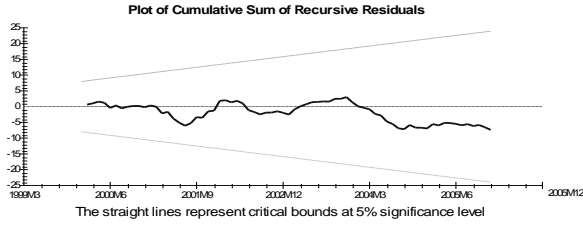
Ek 3: Birinci Dönem (1999-2005) Zivot-Andrews Tek Kırılmalı Birim Kök Testi Sonuçları

Değişken		Zivot-Andrews Birim Kök Test İstatistiği								
		Model A			Model B			Model C		
P	α	-4,10	-3,31	-4,76						
	T _B	2001M03	2002M02	2001M03						
	GU	2	2	2						
ONI	α	-7,97	-4,94	-8,10						
	T _B	2000M11	2001M10	2000M11						
	GU	4	4	4						
E	α	-4,73	-3,99	-5,61						
	T _B	2001M03	2002M07	2001M03						
	GU	1	1	1						
M2	α	-2,72	-1,81	-1,67						
	T _B	2003M01	2003M06	2000M12						
	GU	0	0	0						
DC	α	-4,64	-2,50	-3,90						
	T _B	2001M11	2003M06	2001M11						
	GU	3	3	3						
FCI	α	-4,71	-3,80	-5,31						
	T _B	2001M02	2001M07	2001M02						
	GU	3	3	3						
Kritik Değerler		%1	%5	%10	%1	%5	%10	%1	%5	%10
		-5,34	-4,93	-4,58	-4,80	-4,42	-4,11	-5,57	-5,08	-4,82

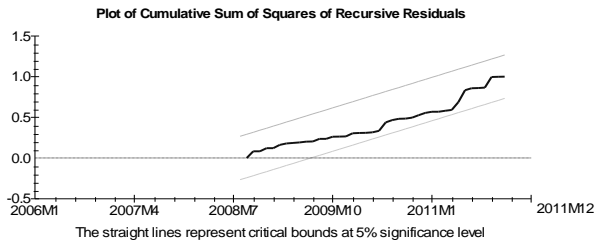
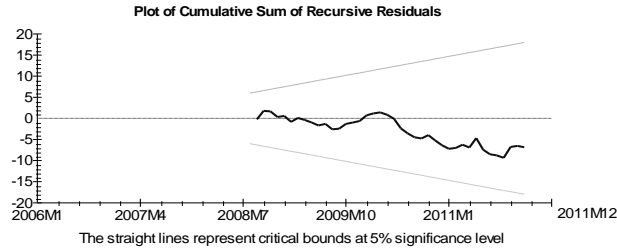
Ek 4: İkinci Dönem (2006-2011) Zivot-Andrews Tek Kırılmalı Birim Kök Testi Sonuçları

Değişken		Zivot-Andrews Birim Kök Test İstatistiği								
		Model A			Model B			Model C		
P	α	-4,66	-4,89	-4,85						
	T _B	2008M01	2008M08	2008M01						
	GU	1	1	1						
ONI	α	-3,21	-2,70	-5,13						
	T _B	2010M11	2007M09	2010M11						
	GU	1	1	1						
E	α	-3,11	-3,45	-4,58						
	T _B	2007M04	2007M10	2008M09						
	GU	3	3	3						
IMKB	α	-3,48	-2,74	-3,57						
	T _B	2008M01	2008M11	2008M09						
	GU	3	3	3						
DC	α	-4,82	-3,31	-5,07						
	T _B	2008M11	2009M11	2008M11						
	GU	3	3	3						
FCI	α	-4,61	-3,73	-4,59						
	T _B	2010M03	2009M04	2010M11						
	GU	1	1	1						
Kritik Değerler		%1	%5	%10	%1	%5	%10	%1	%5	%10
		-5,34	-4,93	-4,58	-4,80	-4,42	-4,11	-5,57	-5,08	-4,82

Ek 5: Birinci Dönem (1999-2005) CUSUM-CUSUMQ Test İstatistik Sonuçları ve Tahmin Modelinin İstikrarlılığı



Ek 6: İkinci Dönem (2006-2011) CUSUM-CUSUMQ Test İstatistik Sonuçları ve Tahmin Modelinin İstikrarlılığı



KİŞİSEL BİLGİLER

Adı Soyadı : Özgür BALMUMCU

Doğum Yeri : Trabzon

Doğum Yılı : 02/03/1979

Medeni Hali : Evli

EĞİTİM VE AKADEMİK BİLGİLER

Lise 1993-1996 : Samsun Ondokuz Mayıs Lisesi

Lisans 1997-2002 : Muğla Üniversitesi

Yabancı Dil : İngilizce

MESLEKİ BİLGİLER

2006 - : Araştırma Görevlisi