



T.C.

GAZİOSMANPAŞA ÜNİVERSİTESİ
SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ

**2008 KÜRESEL FİNANS KRİZİ SONRASI TÜRKİYE
CUMHURİYET MERKEZ BANKASI'NIN PARA POLİTİKASI
UYGULAMALARI ÜZERİNE BİR İNCELEME**

Hazırlayan

Fatih YETER

İktisat Anabilim Dalı

İktisat Bilim Dalı

Yüksek Lisans Tezi

Danışman

Doç. Dr. İlhan EROĞLU

TOKAT – 2017

2008 KÜRESEL FİNANS KRİZİ SONRASI TÜRKİYE CUMHURİYET
MERKEZ BANKASI'NIN PARA POLİTİKASI
UYGULAMALARI ÜZERİNE
BİR İNCELEME

Tezin Kabul Ediliş Tarihi: 29 / 12 / 2017

Jüri Üyeleri

İmzası

Başkan : Doc. Dr. İlhan EROĞLU

Üye : Yrd. Doc. Dr. Baki DEMİREL

Üye : Yrd. Doc. Dr. İbrahim DOĞAN



Bu tez, Gaziosmanpaşa Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Yönetim Kurulunun
18./12./2017 tarih ve 55-29 sayılı oturumunda belirlenen jüri tarafından kabul edilmiştir.

Enstitü Müdürü: Prof. Dr. Mustafa ÇOLAK
Enstitü Müdürü



BİLİMSEL ETİK SÖZLEŞMESİ

Gaziosmanpaşa Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü tez yazım kılavuzuna göre, Doç. Dr. İlhan EROĞLU danışmanlığında hazırlamış olduğum "2008 Küresel Finans Krizi Sonrası Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası'nın Para Politikası Uygulamaları Üzerine Bir İnceleme" adlı Yüksek Lisans tezimin bilimsel etik değerlere ve kurallara uygun, özgün bir çalışma olduğunu, aksinin tespit edilmesi halinde her türlü yasal yaptırımını kabul edeceğimi beyan ederim.

29/12/2017

Fatih YETER



İTHAF



Sevgili Annem Hatice YETER'in Aziz Hatrasına...

ÖNSÖZ

2008 Küresel Finans Krizi'nin meydana geldiği o günlerden kalan hatıralarda iktisat lisans eğitimim sırasında Türkiye'deki tek basılı ekonomi gazetesi olan Dünya Gazetesi'ni alıp büyük bir zevk ve merakla okuduğum ve televizyon kanallarında ekonomi programlarını sıkça takip ettiğim günleri hatırlamaktayım. O günlerde yaşanan küresel finans krizi, belki de iktisadı bana sevdiren ve merak saiki ile okumaya ve araştırmaya iten en önemli olaydı. Zira 2008 Küresel Finans Krizi, olağanüstü koşulların olduğu, hali hazırda gelişmelerin hızla yaşandığı ve konuyla yakından ya da uzaktan ilgisi olan veya olmayan hemen hemen herkesin üzerine konuşup bir şeyler yazıp çizdiği bir konuydu. O günlerde iktisat ders kitaplarında okuduğumuz ana akım iktisat kuramının anlattığının çok ötesinde, olağandışı gelişmeler dizisi gibiydi küresel kriz. İşte bu yüzden kriz ekonomisine ve krizin en önemli ve en tartışmalı politika disiplini olan para politikasına karşı özel bir ilgi alanım oldu. Şimdilerde ise küresel finans krizinin üzerinden yaklaşık on yıl gibi bir süre geçmiş olsa da ekonomiler üzerindeki etkileri ve iktisadi yazındaki tartışmalar hâlâ küresel ekonomik gündemin en başlıca konularından biri olmaktadır. Bundan dolayı 2016 yılında yüksek lisans tez konusu seçerken hiç tereddüt etmeden küresel kriz ve para politikası üzerindeki bir konuya yoğunlaşmaya karar verdim.

Bu itibarla, "2008 Küresel Finans Krizi Sonrası Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası (TCMB)'nın Para Politikası Uygulamaları Üzerine Bir İnceleme" adlı yüksek lisans tezini yazmaya başladım. Küresel finans krizini Türkiye ekonomisi açısından, daha spesifik bir şekilde para politikası uygulamaları yönüyle değerlendirerek bu politikaların uygulamalarının sonuçlarını enflasyon, cari açık, döviz kuru, kredi genişlemesi ve büyüme hızı gibi birçok makro ekonomik değişkenler bakımından iktisadi analize tabi tutmaya çalıştım.

Teşekkür listeme geçmeden önce bir hususu daha belirtmek istiyorum. Hayatta bir şekilde de olsa karşımıza çıkan insanların başarısızlıklarımızda olduğu kadar başarılarımızda da paylarının olduğu düşüncesindeyim. Bu açıdan bakıldığında, eğer bu çalışma bir başarı olarak addedilirse, bu başarı öyküsünde tez konu seçiminden tutun, tezin o uzun, yorucu ve stresli yazım sürecine kadar her aşamasında engin bilgi ve tecrübeleri ile desteğini ve yol göstericiliğini hiç esirgemeyerek, çalışma

motivasyonumu sağlamamda ve akademik ufkumu genişletmemde bana yardımcı olan saygıdeğer hocam Doç. Dr. İlhan EROĞLU'nun bu başarıda büyük pay sahibi olduğu gerçeği yadsınmaz. Bu itibarla en başta, bu tezin yazım aşamasında ne zaman kapısını çalsam ya da telefon ile kendisine ulaşısam büyük bir samimiyet ve özveri ile emek ve mesaisini hiç esirgmeden bana destek olan, danışman hocam Doç. Dr. İlhan EROĞLU'na teşekkür ediyorum. Yine bu süreçte maddi-manevi desteğini büyük bir sabır ve sevgi ile gösterdiği için hayat arkadaşım, eşim Zeynep YETER'e teşekkür ediyorum ve iyi ki varsın. Ayrıca bu süreçte başta sevgili ağabeyim Uğur YETER'e, her türlü desteğini esirgemeyen Öğr. Gör. İbrahim ÇİDEM ağabeyime ve arkadaşım Yakup ÇİDEM'e, arkadaşlarım; Dr. Bünyamin DEMİRGİL'e, Öğr. Gör. Fatih BELEN'e, Dr. Yavuz ACUNGİL'e, Öğr. Gör. Mehmet Tefrik ASİLTÜRK'e, Arş. Gör. M. Necati ÇOBAN'a, çalışma arkadaşlarım; Metin KILIÇ'a ve Fatih KURT'a maddi-manevi desteklerinden dolayı ayrıca teşekkür ediyorum.

Yaşamımda bilgiye ve öğrenmeye değer veren ve her insan gibi merak duygusu ile öğrenmeye kendini adanmış biri olarak, bu çalışmanın genel felsefesinde ünlü matematikçi ve felsefeci Bertrand Russell'ın 1959 yılında yaptığı bir röportajdaki, aşağıda alıntısını yaptığım, şu sözlerini dikkate almaya çalıştığımı belirterek bu önsözünü bitirmek istiyorum.

“...Herhangi bir konuyu öğrenirken veya herhangi bir felsefeyi incelerken kendinize sadece şunu sorun. Gerçekler nedir ve gerçeklerin ortaya koyduğu doğru nedir? Asla başka yola sapmayın, başka bir şeye inanmak isterseniz veya başka bir inancın sosyal etkisinin daha iyi olacağını düşünseniz bile, sadece ve sadece gerçeklerin ne olduğu ile ilgilenin...”

Kasım 2017

Fatih YETER

ÖZET

Para politikasının etkinliğine dair teorik düzeyde tartışmaların ana akım iktisadi düşünce içerisinde son tahlilde “yeni uzlaş” etrafında şekillenen fiyat istikrarı amacı doğrultusunda yapıldığı görülmektedir. Küresel kriz öncesi para politikasının nihai amacının fiyat istikrarı olması yönünde genel bir konsensüs sağlanmış olmasına karşılık, 2008 küresel finans krizi para politikasındaki yerleşik düşünceleri sarsmış, para politikasının amaçları ve araçları noktasında yoğun akademik tartışmaların başlanmasına neden olmuştur. Para politikasında tek amaç, tek araç bağlamında ekonomik aktiviteyi kriz sürecinde ve kriz sonrasında istenilen düzeyde ve yönde etkilemediği görülmüş, dolayısıyla para politikasında yeni arayışlara gidilmiştir. 2008 küresel finans krizi, para politikasında fiyat istikrarını tek nihai amaç olmaktan çıkartarak, fiyat istikrarının yanında ikincil bir amaç olarak finansal istikrarında dikkate alınması gerekliliğini ortaya çıkarmış ve katı enflasyon hedeflemesi stratejisi gibi geleneksel para politikası stratejilerinin eleştirilerin odağında olmasına neden olmuştur. Para politikasındaki teorik tartışmalar mevcut amaç setinin; fiyat istikrarı nihai amacının finansal istikrarı da içine alacak şekilde yeniden tasarlanmasını gündeme getirmiştir. Ayrıca finansal istikrarın sağlanması için geleneksel olmayan para politikası araçları ile makro ihtiyati tedbirler politikasının finansal piyasalardaki aksaklıkların giderilmesi ve olası istikrarsızlıkları da giderecek gerekli yasal düzenleme ve denetleme gibi faaliyetlerin artırılması, krizi yönetmede ve etkilerini azaltmada önem kazanan dinamikler olmuştur.

Buna göre çalışmada, küresel krizle beraber Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası(TCMB)’nin kriz sonrası para politikası uygulamaları incelenerek, bu politikaların makro ekonomik değişkenler üzerindeki etkileri araştırılmıştır. TCMB’nin fiyat istikrarı amacına yönelik düzenlenmiş kurumsal yapısına rağmen kriz sonrası yürüttüğü makro ihtiyati politikalarının istenilen düzeyde etkin olamadığı, ancak diğer kurumlar ile eş güdümlü olarak uygulanan politikaların daha etkin olabileceği kanaatine ulaşılmıştır.

Anahtar Kelimeler: Para Politikası, Fiyat İstikrarı, Finansal İstikrar, Finansal Kriz, Makro İhtiyati Politikalar

ABSTRACT

The discussions in the literature about how an effective monetary policy should be revealed the question that what monetary policy strategy should be followed to ensure price stability. According to this result, before the global financial crisis, a consensus was provided that the main purpose of the monetary policy must provide price stability. However, the thoughts that price stability is a sufficient condition to ensure economic stability have been discussed again with the global financial crisis. In this case, instead of price stability being the only ultimate aim in monetary policy, it is necessary to aim providing financial stability as a secondary objective. At the same time, traditional monetary policy strategies, such as the strategy of inflation targeting, have also come under fire. The factors that have gained importance in providing financial stability and reducing the effects of the crisis are as follows: solving the problems of non-traditional monetary policy instruments and macroprudential monetary policy in financial markets and increasing activities such as necessary legal regulation and auditing to eliminate the instability in these markets.

In this study, the CBRT's (Central Bank of the Republic of Turkey) monetary policy applications after the global crisis were analyzed and the effects of these policies on macroeconomic variables were researched. Despite the institutional structure of the CBRT for the purpose of price stability, macro precautionary policies carried out after the crisis have not been effective at the desired level. It is reached a conclusion that if these policies are implemented in a coordinated manner with other institutions, effective monetary policy will be provided.

Keywords: Monetary Policy, Price Stability, Financial Stability, Financial Crisis, Macroprudential Monetary Policy

İÇİNDEKİLER

BİLİMSEL ETİK SÖZLEŞMESİ.....	i
İTHAF.....	ii
ÖNSÖZ	iii
ÖZET	v
ABSTRACT.....	vi
İÇİNDEKİLER	vii
TABLolar LİSTESİ	x
ŞEKİLLER LİSTESİ	xi
GRAFİKLER LİSTESİ.....	xii
KISALTMALAR	xiii
GİRİŞ	1
BÖLÜM 1: PARA POLİTİKASININ TEORİK ÇERÇEVESİ	4
1.1. KLASİK TEORİDE PARA POLİTİKASI	4
1.1.1. Klasik Teoride Paranın Rolü.....	6
1.1.2. Paranın Miktar Teorisi: Fisher ve Cambridge Yaklaşımı	7
1.1.3. Para Politikasının Etkin(siz)liği	10
1.2. KEYNESYEN TEORİDE PARA POLİTİKASI.....	11
1.2.1. Keynes ve Genel Teori.....	12
1.2.2. Keynesyen İktisadın Temel Önergeleri	14
1.2.3. Keynesyen Teoride Faiz Teorisi ve Para Talebi (Likidite Tercih)	16
1.2.4. Keynesyen Teoride Para Politikasının Etkinliği	19
1.3. MONETARİST TEORİDE PARA POLİTİKASI.....	22
1.3.1. Monetarist Para Talebi: Paranın Modern Miktar Teorisi.....	24
1.3.2. Monetarist Teoride Parasal Aktarım Mekanizmasının İşleyişi.....	28
1.3.3. Monetarist Teoride Para Politikasının Rolü ve Etkinliği	30
1.4. YENİ KLASİK TEORİDE PARA POLİTİKASI	34
1.5. YENİ KEYNESYEN TEORİDE PARA POLİTİKASI	41
1.6. MODERN PARA POLİTİKASININ TEORİK TEMELLERİ	49
1.6.1. Fiyat İstikrarı Amacının Önemi ve Enflasyonun Maliyetleri	52
1.6.2. Para Politikasında Takdire Dayalı – Kurala Dayalı Politika Tartışmaları.....	55
1.6.3. Para Arzının İçselliği, Politika Aracı Olarak Faiz Oranları ve Taylor Kuralı ...	58

1.6.4. Parasal Hedefleme Stratejileri.....	63
1.6.4.1. Parasal Büyüklüklerin Hedeflenmesi.....	66
1.6.4.2. Döviz Kuru Hedeflemesi.....	67
1.6.4.3. Faiz Oranı Hedeflemesi.....	69
1.6.4.4. Nominal GSYH Hedeflemesi.....	70
1.6.4.5. Enflasyon Hedeflemesi	71
BÖLÜM 2: FİNANSAL KRİZLER VE 2008 KÜRESEL FİNANS KRİZİ.....	77
2.1. KRİZ EKONOMİSİ.....	77
2.1.1. Ekonomik Kriz – Finansal Kriz Ayırımı.....	78
2.1.2. Finansal Krizi Ortaya Çıkaran Faktörler.....	80
2.1.3. Finansal Kriz Çeşitleri	82
2.1.3.1. Para Krizi	82
2.1.3.1.1. Birinci Kuşak Kriz Modelleri.....	83
2.1.3.1.2. İkinci Kuşak Kriz Modelleri	83
2.1.3.1.3. Üçüncü Kuşak Kriz Modelleri	84
2.1.3.2. Bankacılık Krizi	85
2.1.3.3. Dış Borç Krizi	85
2.1.3.4. Sistemik Finansal Risk Krizi.....	86
2.2. 2008 KÜRESEL FİNANS KRİZİ ÖNCESİ FİNANSAL KRİZLERE KISA BİR BAKIŞ	87
2.3. 2008 KÜRESEL FİNANS KRİZİ	103
2.3.1. Krizin Ortaya Çıkışı.....	103
2.3.2. Krizi Önlemeye Yönelik Uygulanan Politikalar	105
2.3.3. Krizin Nedenleri.....	109
2.3.3.1. Küresel Düzlemde Enflasyonda Düşüş.....	110
2.3.3.2. Aşırı Finansallaşma.....	113
2.3.3.3. Denetleme ve Düzenleme Mekanizmalarının Kaldırılması	114
2.3.3.4. Finansal Yenilikler ve Ahlaki Riziko.....	116
BÖLÜM 3: KÜRESEL KRİZ DÖNEMİNDE TCMB’NİN PARA POLİTİKASI UYGULAMALARININ MAKRO EKONOMİK ETKİLERİ	118
3.1. KÜRESEL KRİZ ÖNCESİ TCMB’NİN PARA POLİTİKASI UYGULAMALARINA KISA BİR BAKIŞ	119

3.2. KÜRESEL KRİZ SÜRECİNDE TCMB'NİN PARA POLİTİKASI UYGULAMARI	122
3.2.1. TCMB'nin Krize Yönelik Aldığı Tedbirler ve Para Politikası Duruşu	124
3.2.1.1. Türk Lirası Likidite Yönetimi ve Faiz Politikası	125
3.2.1.2 Döviz Likiditesi Yönetimi ve Kriz Dönemi Alınan Tedbirler	131
3.3. TCMB'NİN KÜRESEL KRİZ SONRASI PARA POLİTİKASI UYGULAMALARI VE TÜRKİYE EKONOMİSİNE ETKİLERİ	136
3.3.1. Küresel Krizin Para Politikasına Yansımaları	136
3.3.2. Makro İhtiyati Politikalarının Etkinliğine Yönelik Yaklaşımlar	139
3.3.3. TCMB'nin Makro İhtiyati Politikalarının Genel Çerçevesi	142
3.3.3.1. TCMB'nin Faiz Politikası ve Faiz Koridoru Uygulaması	148
3.3.3.2. Zorunlu Karşılıklar Uygulaması	153
3.3.3.3. Rezerv Opsiyon Mekanizması (ROM).....	157
3.3.4. TCMB'nin Makro İhtiyati Politikalarının Türkiye Ekonomisi Üzerine Etkileri	159
3.3.5. TCMB'nin Para Politikası Uygulamalarındaki Son Gelişmeler Üzerine Gözlemler.....	176
SONUÇ VE ÖNERİLER.....	181
KAYNAKLAR	187
ÖZGEÇMİŞ	207

TABLULAR LİSTESİ

Tablo 1: Taylor Kuralının Enflasyon ve Çıktı Sapmalarına Göre İşleyişi	61
Tablo 2: Nihai Amaca Ulaşmaya Yönelik Parasal Stratejinin Genel Yapısı.....	65
Tablo 3: Türkiye'nin 1989-93 Yıllarına Ait Tasarruf ve Yatırımların GSYH'ya Oranı (%)	97
Tablo 4: Türkiye 2006-2008 Enflasyon Hedeflemesi Performansı (%).....	121
Tablo 5: Küresel Kriz Dönemi Para Politikası Uygulamalarının Aşamaları.....	123
Tablo 6: TCMB'nin Döviz Likidite Yönetimine Yönelik Değişiklikleri	133
Tablo 7: TCMB'nin Yeni Para Politikası Çerçevesi	143
Tablo 8: Türk Lirası Zorunlu Karşılık Oranlarındaki Değişim	156

ŞEKİLLER LİSTESİ

Şekil 1: Likidite Tuzağı	19
Şekil 2: Keynesyen Yaklaşımda Parasal Aktarım Mekanizması	20
Şekil 3: Yeni Klasik Teoride Öngörülen Parasal Genişleme	39
Şekil 4: Yeni Klasik Teoride ÖngörülmeYen Parasal Genişleme	40
Şekil 5: Yeni Keynesyen Teoride Öngörülen Parasal Genişleme	45
Şekil 6: Yeni Keynesyen Teoride ÖngörülmeYen Parasal Genişleme	47
Şekil 7: Makro Finansal Risklerin Ortaya Çıkışı	144
Şekil 8: Konjontüre Göre Para Politikası Duruşları	148



GRAFİKLER LİSTESİ

Grafik 1: Latin Amerika Dış Borç/GSYH ve Dış Borç/İhracat Oranları	91
Grafik 2: Dünya Ekonomisi Ortalama Enflasyon Oranları (1980-2016)	112
Grafik 3: Türkiye 2002-2005 Örtük Enflasyon Hedeflemesi Performansı (%).....	120
Grafik 4: Faiz Oranlarındaki Değişmeler	127
Grafik 5: Faiz Dışı Araçların Politika Faizi Üzerindeki Etkileri	146
Grafik 6: TCMB'nin Para Politikasının Operasyonel Yapısı	150
Grafik 7: TCMB Faiz Koridoru Uygulamasının Seyri	151
Grafik 8: Zorunlu Karşılık Oranları	155
Grafik 9: Net Sermaye Akımları ve GSYH Büyümesi	160
Grafik 10: Tüfe Bazlı Reel Efektif Döviz Kurunun (REK) Seyri	161
Grafik 11a: Reel İhracat ve İthalat.....	164
Grafik 11b: GSYH ve Nihai Yurt İçi Talep.....	164
Grafik 12a: Cari İşlemler Dengesi	165
Grafik 12b: Cari Açığın Finansman Kaynağı	165
Grafik 13: Zorunlu Karşılığa Tabi Mevduatın Vadeye Göre Dağılımı (%)	166
Grafik 14: Kredilerin Yıllık Değişimi (%)	167
Grafik 15: Ticari Kredi Faizi, Mevduat Faizi ve Kredi-Mevduat Faiz Farkı	169
Grafik 16: Kredilerin Yüzde Olarak Yıllı Artış Hızı	171
Grafik 17: Tüfe Hedef ve Gerçekleşme (Yıllık Yüzdelerik Değişim).....	174

KISALTMALAR

AB	Avrupa Birliği
ABD	Amerika Birleşik Devletleri
BDDK	Bankacılık Denetleme ve Düzenleme Kurumu
BOJ	Japonya Merkez Bankası
BoE	İngiltere Merkez Bankası
ECB	Avrupa Merkez Bankası
FED	ABD Merkez Bankası
GDA	Güney Doğu Asya
GLP	Geç Likidite Penceresi
GSA	Glass-Steagall Yasası
GOÜ	Gelişmekte Olan Ülke
GÜ	Gelişmiş Ülke
IMF	Uluslararası Para Fonu
KHK	Kanun hükmünde kararname
KİT	Kamu İktisadi Teşebbüsleri
REK	Reel Efektif Kuru
ROK	Rezerv Opsiyon Katsayısı
ROM	Rezerv Opsiyon Mekanizması
SPK	Sermaye Piyasası Kurulu
TCMB	Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası
TDK	Türk Dil Kurumu
TMSF	Tasarruf Mevduatı Sigorta Fonu
YP	Yabancı Para

GİRİŞ

J. Hicks, iktisadi krizlerin doğası üzerine yapılacak çalışmalarda parasal olmayan değişkenler üzerinden araştırmaların mümkün olabileceğini, fakat para politikasının tarihsel süreçteki öneminden dolayı “*Ben kendi hesabıma (iyi günler veya kötü günler için) esas sorumluluğun para politikasına atfedilemeyeceğine inanmayı güç buluyorum.*” demiştir (Hicks, 1974: 13). John Hicks’ten alıntısını yaptığımız bu söz söylendiği tarihte Dünya ekonomisi, stagflasyon olgusu ile henüz yeni tanışırken, Bretton-Woods sisteminin çöküşü merkez bankalarının rolünü artırdı ve yirminci yüzyılın son çeyreği itibariyle para politikası ekonomi politikasının en önemli politika düzlemi olarak öne çıktı. 1980’lerden itibaren iktisadi resesyonların kendini sıkça tekrarlaması, söz konusu bu krizlerin nedenleri ve para politikasının teorik çerçevesi üzerindeki çalışmaları ve tartışmaları artırmıştır. Para politikasının teorik boyuttaki değişim sürecinin ortaya konulması, iktisadi krizlerin ortaya çıkış nedenlerine ve kriz dinamiklerine sağlıklı bir perspektiften bakılabilmesi için öncelikle para politikasının teorik çerçevesi üzerinde durulması gerekmektedir.

1980 sonrasında birçok ülkede yaşanan finansal krizlerin artan sıklıkla kendini göstermesinde bu dönemde kapitalist iktisadi sistemin yaşamış olduğu köklü yapısal değişimlerin etkisi yadsınamayacak derecede fazladır. Bu yapısal değişimlerin başlıca ana olguları; teknolojik yenilikler, aşırı finansallaşma ile uluslararası boyuta ulaşan iktisadi sistemin küreselleşmesi, iktisadi işleyişin liberal kökenlere uygun şekilde yeniden tasarlanması, piyasaların etkin ve düzgün işleyişine imkân veren gerekli denetim ve düzenleme mekanizmalarının ortadan kaldırılması girişimleri olarak sıralanabilir. Küresel finans krizini doğru konumlandırabilmek için öncelikle küresel finans krizi öncesi küresel ekonominin tarihsel gelişim süreci içerisinde özellikle de 1990’lardan itibaren yaşanan krizlerin, kriz kuramları ve modelleri etrafında ortaya konulması büyük önem arz etmektedir. Buna göre yaşanan küresel finans krizi tarihsel bağlamında kendinden önceki süreçlerden bağımsız bir şekilde gerçekleşmediği gerçeğinin ortaya konulması gerekmektedir. Küresel finans krizinin ilk etkileri ve krizden çıkış stratejileri itibariyle Gelişmiş Ülke (GÜ)’ler ile Gelişmekte Olan Ülke (GOÜ)’ler arasında bazı farklılıkların arz ettiği görülmektedir. GOÜ’lere göre, -başta Amerika Birleşik Devletleri (ABD) ve Avrupa Birliği (AB) ülkeleri olmak üzere-

GÜ'lerde krizin maliyetleri daha ağır ve krizden çıkış süresinin de uzun olduğu görülmektedir. Krize karşı müdahaleler yoğun olarak para politikası üzerinden gerçekleştirilirken, geleneksel para politikası uygulamalarının istenilen etkinliği sağlayamamasından dolayı merkez bankaları geleneksel olmayan para politikası uygulamalarına başvurmuşlardır. Bu dönemde finansal istikrar üzerine daha fazla yoğunlaşan merkez bankaları, oluşturdukları makro ihtiyati politikalar ile finansal riskleri azaltmayı amaçladıkları görülmüştür. Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası (TCMB)'nin de bu doğrultuda özellikle kriz sonrası dönemde geleneksel olmayan para politikası araçları ile finansal istikrara daha fazla önem attığı görülmektedir.

Bu çalışmanın amacı küresel kriz döneminde para politikası uygulamalarının odak noktada yer alması nedeniyle para politikasının etkinliğini teorik düzeyde tartışarak gelinen son nokta itibariyle modern merkez bankacılığı ve onun fiyat istikrarı amacı etrafında şekillenen politikalarının bir değerlendirmesini yapmaktır. Diğer taraftan özellikle Bretton Woods sonrası merkez bankalarına atfedilen rolün daha fazla arttığı bir dönemde görülen finansal krizleri küreselleşme, aşırı finansallaşma ve teknolojik yenilikler bağlamında değerlendirirken finansal krizleri anlama kılavuzu olması açısından kriz modellerinin üzerinden küresel finans krizinin nedenlerini ve ortaya çıkışını tartışmaktır. Çalışmanın esas ilgi odağı ise TCMB'nin küresel kriz sonrası para politikası uygulamalarının sonuçlarına dair makroekonomik değişkenleri etkileme gücü değerlendirilmektir.

Çalışma esas olarak üç ana bölümden oluşmakta ve *birinci bölümde* Para politikasının ekonomik aktiviteyi etkileme gücü başta olmak üzere iktisadi ilişkiler içerisinde paranın ve parasal büyüklüklerin rolü üzerinde birçok teori ortaya atılmış ve para politikası üzerindeki teorik tartışmalar, Klasik, Keynesyen, Monetarist, Yeni Klasik, Yeni Keynesyen ana iktisadi akımlar üzerinden ifade edilecek ve son olarak yeni uzlaşma etrafında şekillenen modern para politikası teorik düzeyde ortaya konulacaktır. İktisadın teorik yönünün ortak bir doktriner yapıda ve belirli kalıplar içerisinde sınıflandırılması, iktisadın tarihsel gelişim sürecinin karmaşık ve kaotik yapısı nedeniyle, kusursuz bir teorik çerçevenin ortaya çıkarılması hayli zor gözükmektedir. Bu çalışmada, söz konusu metodolojik soruna rağmen bir bilim olarak iktisadın ve alt anabilim dalı olarak iktisat politikasının teorik yapısını yapay ayrımlar ile ekoller halinde ortaya konulmasının, para politikasının tarihsel gelişim bağlamının

pedagojik formasyon açısından net bir şekilde ortaya konulması amacıyla bu yönteme başvurmak için yeter sebep olarak gözükmektedir.

İkinci bölümde ise tarihsel süreçte iktisadi hayata damgasını vuran finansal krizleri tanımlamak, çıkış nedenlerini ortaya koyarak farklılıklarının izahı noktasında kategorize ederek, finansal krizlerin bulunduğumuz çağda iktisadi hayata doğru bir perspektiften bakabilmek adına bilimsel bir çerçeve sunmayı amaçlamaktadır. Öncelikle, kriz ekonomisinden bahsedilerek; finansal kriz tanımı ve daha genel planda ekonomik kriz tanımı yapılarak, finansal krizleri ortaya çıkaran faktörler ve finansal kriz kuramları sıralanacaktır. Daha sonra artan finansal krizlerin nedenleri olarak aşırı finansallaşma ve küreselleşme gerçeğinden hareketle, özellikle 1990'larda artan finansal krizler, ülke ve bölge ekonomileri bağlamında küresel finans krizinin ortaya çıkışı ve yayılışı ayrıca ülkelerin krize müdahaleleri ortaya konulacaktır. Bu bölümde ayrıca küresel finans krizinin temel nedenleri kategorize edilip küresel finans krizinin altında yatan kriz dinamikleri ortaya konmaya çalışılacaktır.

Çalışmanın *üçüncü bölümünde* öncelikle TCMB'nin 2008 küresel finans öncesi ve krizi sonrası dönemde TCMB'nin para politikası uygulamalarının ve krizden çıkış stratejilerinin genel bir değerlendirmesi yapılacaktır. Bu bağlamda, kriz sonrası küresel likidite bolluğu Türkiye'de artan kısa vadeli yabancı sermaye akımları ile TL'nin aşırı değerlenmesine ve kredi genişlemesine yol açmıştır. Bu dönemde TL'nin aşırı değerlenmesi, dış ticaret açığını artırırken kredi genişlemesi ile artan tüketim harcamaları 2010 yılında rekor büyüme oranlarını beraberinde getirmiş, benzer bir rekor oran ise cari açık/Gayri Safi Yurtiçi Hasıla (GSYH)'da görülmüştür. Türkiye ekonomisinde kriz sonrası konjonktürde artan makro riskler karşısında TCMB, kriz politikalarından çıkış stratejisi sonrasında, 2010 Kasım ayından itibaren fiyat istikrarı temel amacının yanında makro finansal riskleri de dikkate alan yeni para politikası çerçevesini belirlemiştir. Bu bölümde makro ihtiyati politika araçları olarak nitelenen geleneksel olmayan para politikası araçlarının kullanıldığı ve TCMB'nin yeni politika setleriyle oluşturduğu yoğun olarak 2010 dördüncü çeyreği ile 2012 yılı sonuna kadar uygulanan ve devamında yeni gelişmelere göre düzenlenen yeni para politikası uygulamalarının makro ekonomik etkileri üzeri bir değerlendirme amaçlanmaktadır.

BÖLÜM 1: PARA POLİTİKASININ TEORİK ÇERÇEVESİ

Para politikasının etkinliğine dair ana akım iktisat içerisinde birçok teori ortaya atılmıştır. Bugün modern para politikasının teorik yapısını anlamak için para politikasının teorik çerçevesinin, tarihsel gelişim çizgisi içerisinde, ortaya konulması gerekmektedir. Bu itibarla, tarihsel süreçte para politikasının artan önemi ve iktisat politikasının ana eksenini oluşturması nedeniyle merkez bankalarına daha fazla sorumlulukların yüklendiği görülmüş ve araştırmacıların bu alanda çalışmalarının artmış olduğu gözlenmiştir.

Çalışmanın bu ilk bölümünde öncelikle para politikasının teorik temellerinin ana akım iktisadın tarihsel perspektif içerisinde ilk olarak Klasik iktisadın temel önermeleri açısından bakılmış ve makro ekonomi politikasının teorik temellerinin de atıldığı Keynesyen teorinin içerisinde parasal ilişkiler ortaya konularak ve para politikasının etkinliği tartışılması yapılmıştır. Bölümün izleyen başlıklarında bu iki ana akım çerçevesinde eleştiri-karşı eleştiri olarak şekillenen Monetarist, Yeni Klasik ve Yeni Keynesyen teoriler doğrultusunda para politikasının etkinliği izah edilmeye çalışılmış ve son tahlilde büyük uzlaşma çerçevesinde meydana getirilen modern para politikasının temelleri, fiyat istikrarının amacının önemi, duruma göre – kurala göre para politikası tartışmaları, para arzının içselliği ve Taylor Kuralı, para politikası stratejileri gibi konular etrafında para politikasının teorik çerçevesi oluşturulmaya çalışılmıştır.

1.1. KLASİK TEORİDE PARA POLİTİKASI

Klasik teorinin kendi özü itibariyle ekonominin genel dengesini bozabilen bir takım istikrarsızlıkların geçici olduğunu ve piyasa ekonomisinin kendi doğası gereği hızlı ve etkin şekilde bu dengesizlikleri gidererek tekrar eski denge haline geleceğini söylemektedir. Öte yandan, para politikası ve onun üst formu olarak düşündüğümüzde iktisat politikası ise kendi doğası gereği az-çok, kısmî-bütüncül, kısa dönem-uzun dönem gibi farklı teorik dayanaklara göre ekonomideki bu dengesizliklerin giderilmesi için ya da farklı saiklerle ‘ekonomiye müdahale edilmesi gerekir’ görüşünün makro iktisat disiplini içerisinde Keynes’ten bu yana hep tartışıla gelmiştir. Klasik teori ve onun uzantısı olan Neo-klasik teoride salt biçimde bir iktisat politikası görüşünden ve dolayısıyla para politikası görüşünden bahsetmek mümkün değildir. Bu yüzden

ekonomide geçici olarak var olabilecek denge dışı duruma söz konusu bu politikalar ile müdahale edilmesi ekonomiyi tekrar denge konumuna getirmekten çok aksine istikrarsızlığı daha da artıracığı görüşündedirler. Klasik ve Neo-klasik teorinin ekonominin genel dengesini belirleyen temel makro değişkenler ve bu değişkenler arasındaki ilişkiye ait görüşlerine ait ana akım içerisinde ilk ciddi itirazlar Keynes'in *Genel Teori* adlı yayını ile ortaya konulmuştur. Keynes, eserinde Klasik iktisatçıların makroekonomik temel değişkenler üzerindeki fikirlerinde bazı farklılıklar bulunmasına rağmen, toplulaştırılmış, yapay ve genel bir çerçevesi içerisinde Klasik iktisadın bazı temel önermelerine karşı itirazlarını sıralamıştır. Kuşkusuz Klasik makroekonominin tarihsel süreç içerisinde tek başına ortaya çıkmamış olsa da Keynesyen teorinin argümanlarının daha anlaşılabilir bir tasnifi ve karşılaştırılmalı analiz imkânı verebilmesi için oluşturulduğunun vurgulanması gerekmektedir. (Snowdon and Vane, 2012: 33).

Klasik teorinin genel esaslarını beş noktada özetlemek mümkündür (Bocutoğlu, 2013: 4-5):

- Firmalar ve tüketiciler kendileri için en iyi olana göre hareket edeceklerdir. Bu durumda firmalar rasyonalite altında kârlarını maksimize ederken, tüketiciler ise aynı rasyonalite altında faydalarını maksimize etmiş olacaklardır.
- Mal, emek ve ödünç verilebilir fon piyasasında tam rekabet koşulları geçerlidir. Dolayısıyla bu piyasalarda oluşacak dengesizlikler arızî olup, etkin piyasa mekanizması ile dengeye gelecektir.
- Ekonomi tam istihdam seviyesi dışında kararlı değildir. Ekonominin dışsal müdahaleler sonucunda tam istihdam seviyesi dışında ortaya çıkan dengesizliklerin etkin piyasa mekanizması ile hızlı bir şekilde tekrar tam istihdam denge noktasına gelecektir.
- Klasik dikotomi ilkesi gereği parasal değişkenlerdeki değişmelerin reel değişkenler üzerinde herhangi bir etkisi olmayacaktır. Klasik teoride *paranın yansızlığı* söz konusudur.

- Klasik teoride para sadece reel sektör üzerindeki bir örtüden ibarettir. Para, sadece ticareti kolaylaştırmaktadır. Bu bağlamda para talebi işlem güdüsü ile talep edilmekte ve ihtiyat ve spekülasyon güdüsü söz konusu değildir.

Bu durumda Klasik teoride paranın ve para politikasının rolü ve önemi ile ilgili bize ipucu verebilecek ve Klasik iktisat teorisyenleri tarafından hararetle dile getirilmiş olan üç olgu üzerinde durmak gerekir. Bunlar; Klasik dikotomi ilkesi, paranın miktar teorisi ve say kanunudur.

1.1.1. Klasik Teoride Paranın Rolü

Paranın Klasik teorideki en temel işlevi mübadele aracı olması ve ortak bir değer ölçüsü olmasıdır. Paranın mal parası olarak düşünülmesinde malların mallarla değişiminin esas olarak alınması söz konusu olduğu için para, değişimi kolaylaştıran bir araçtır. Takas ekonomisinin geçerli olduğu bir ekonomide 1000 çeşit malın ticaretinin olduğunu varsayalım; genel formül içerisinde $[n(n-1)]$ 999.000 adet nispi fiyat ile malların değişimi olacak, bu şartlar altında ticaret ve fiyatlama işi hayli zor olacaktır. Paranın ortak bir mübadele ve değer ölçütü olduğu bir ekonomide ise örneğin yine 1000 çeşit mal varsa, 1000 adet de fiyat olacaktır. Paranın değer ölçüsü olarak kullanıldığı duruma göre nispi fiyat üzerinden oluşan fiyat sayısından -yukarıdaki örnek üzerinden ifade edersek- yaklaşık binde bir oranına kadar fiyat sayısı düşmüş olacaktır. Bu durumda paranın mübadeleyi kolaylaştıran ortak bir değer ölçüsü olarak tüm fiyatların ortak bir para birimi üzerinden ifade edilmesi işleri daha kolay hale sokacaktır (Akat, 2009: 262). Paranın Klasik teoride ödeme aracı olarak altın ve gümüş gibi değerli madenlerin kullanılmasında ise bu madenlerin değerlerini devamlı koruduğu anlayışı mevcuttur. Altın ve gümüş gibi madenlerin insanlık tarihi boyunca ödeme aracı olarak kullanılmasında fiziki niteliklerini korumaları, küçük parçalar halinde taşınmasının ve muhafazasının kolay olması, bu düşünce üzerinde etkisinin fazla olduğunu göstermektedir (Erol ve Erol, 2013: 155-156).

Klasik teoride paranın ödeme aracı olması ve değer ölçütü olması dışında başkaca bir rolünün bulunmaması, Klasik dikotomi ilkesi ile açıklanabilir. Klasik dikotomi en yalın tanım ile parasal sektördeki değişmelerin reel sektör değişkenleri üzerinde herhangi bir etkisi yoktur, şeklinde tanımlanabilir. Bu durumda parasal

değişkenlerde ortaya çıkan değişikliklerin sadece fiyatlar genel seviyesi, faiz oranları ve (nominal) ücretler gibi nominal değişkenleri etkileyeceği, istihdam, üretim seviyesi ve (reel) ücretler gibi reel değişkenler üzerinde hiçbir etkisi olmayacaktır. Paranın yansız olduğu ve ekonominin üzerini örten tül veya peçe olmaktan başka bir şey değildir, görüşü savunulmaktadır (Rahman ve Toyoda, 2009: 87-88).

1.1.2. Paranın Miktar Teorisi: Fisher ve Cambridge Yaklaşımı

Paranın miktar teorisi, para arzındaki artışın eşgüdümlü olarak fiyat düzeyini artırması olarak tanımlanabilir. Nominal para arzındaki artışın mal talebini artırması sonucu, oluşan talep fazlası ekonominin önceden tam istihdam seviyesinde verili olmasından dolayı fiyat düzeyindeki artış söz konusu olacaktır. Para arzı ile para talebi arasındaki ilişki piyasa şartları altındaki malların arz ve talebi arasındaki ilişkiden farklı değildir. Para arzı ve para talebinin dengede olduğu bir ekonomide dışsal bir müdahale ile para arzındaki artış -bir malın arz miktarındaki artış gibi- paranın fiyatı olan paranın değeri veya paranın satın alma gücünü düşürmüştür olacaktır. Bu durumda paranın değeri ya da satın alma gücü ile paranın miktarı arasındaki negatif ilişki ortaya çıkacaktır. Daha basit tanımıyla miktar teorisi, para arzındaki artışın reel değişkenleri etkilemeden genel fiyat düzeyini aynı oranda artıracakını söyler. Paranın miktar teorisi, 16. yüzyıl ortalarında Salamanca okulunun İspanyol bilim insanları tarafından geliştirilen ve iktisadın bilinen en eski teorilerindendir (Humprey, 1997: 71). Teori, Klasik iktisat öncesi; John Locke, John Law, Sir Dudley North, George Berkeley, Richard Cantillon gibi birçok düşünür-iktisatçı tarafından ilgi görmüş ve üzerinde birçok çalışma yapılmıştır. Ayrıca Klasik teorinin önemli isimlerinden David Ricardo, John Stuart Mill gibi isimlerde teoriye eserlerinde geniş yer vermişlerdir (Çiçek, 2011: 93).

Irving Fisher'ın 1911 yılında "*Paranın Satın Alma Gücü*" adlı eseri ile kendinden önceki Klasik ve Klasik öncesi çalışmalarda miktar teorisinin muğlak kalan taraflarını ayrıntılı olarak ele alıp açıklamaya çalışırken, çalışmasını veri setlerinin istatistiksel analizleri ve ampirik bulguları ile destekleyerek paranın miktar teorisinin modern bir yapıya kavuşmasını sağlamıştır (Humprey, 1997: 72).

Fisher, miktar teorisini mübadele denklemi ile somutlaştırarak bir dönem aralığında toplam para arzı miktarı ile nihai mal ve hizmetlerin toplam harcamaları veya toplam işlem hacmi arasındaki ilişkiyi ortaya koymuştur. Fisher miktar teorisinde şu

temel varsayımları yapmaktadır. (1) Bireylerin temel hedefleri rasyonalite altında faydalarını maksimize etmektir. (2) gelir ve harcama aynı sarmalın yapıları olarak eşgüdümlü hareket ederler. (3) fiyatlar esnek yapıdadırlar. (4) paranın dolanım hızı V sabittir. (5) para talebinin faize karşı duyarlılığı yoktur. Mübadele denklemi $M.V=P.Y$ ulusal gelir ile ifade edilmiş şeklidir. Burada M , toplam para arzını V , paranın dolaşım hızını P , genel fiyat düzeyini ve Y , toplam hâsıla miktarını göstermektedir. Mübadele denkleminde eşitliğin sağ tarafındaki $P.Y$ cari dönem fiyatları ile toplam harcamaları, başka bir ifade ile nominal GSYH'yı, eşitliğin sol tarafı ise dönem aralığı itibariyle nihai mal ve hizmet alımında kullanılan toplam para arzının kaç kez satın alma işlemi için kullanıldığını yani toplam para talebini göstermektedir. Klasik yaklaşımda paranın dolanım hızı ve çıktı kısa dönemde sabit olduğundan parasal değişimler doğrudan fiyat düzeyini etkileyecektir. Bu durumda Klasiklere göre, ekonomi tam istihdam ve tam rekabet koşulları altında iken dışsal bir parasal genişlemenin para arzındaki artış oranı kadar fiyat düzeyini artırmış olacaktır. (Orhan ve Erdoğan, 2015: 136).

Mübadele denklemi; $M.V=P.T$ şeklinde de ifade edilebilir. Mübadele denkleminin Klasik teoride paranın sadece işlem güdüsü amacının olması miktar teorisinin yorumunda da ifadesini bulmuştur. Burada M , toplam para arzını, V , paranın dolaşım hızını, yani dolaşımdaki toplam para stokunun bir dönem boyunca nihai mal ve hizmetlerin satın alımında ortalama kaç kez kullanıldığını göstermektedir. P ise birim işlem sayısının ortalama fiyatını ve T , bir dönem boyunca ekonomide ticarete konu olan nihai mal ve hizmetlerin toplam miktarını gösterir (Parasız, 1999: 89).

Bir ekonomideki tüm ekonomik birimlerin nihai mal ve hizmetlere yaptıkları ödemeleri esas alan işlem sayısının toplam değeri ($P.T$) ile dolanımdaki toplam para stokunun kaç kez işlem güdüsü ile kullanıldığını gösteren toplam parasal hacim ($M.V$) arasındaki ilişkiyi gösterir. Mübadele denklemi bir dönem boyunca tüm tüketicilerin nihai mal ve hizmet satın almak için yaptıkları ödemelerin toplam parasal değerinin; bir diğer ifadeyle toplam talebinin, tüm üreticilerin para karşılığında değiştirdikleri nihai mal ve hizmetlerin toplam parasal değerine; yine başka bir ifadeyle toplam arza eşitliğini ifade etmektedir (Çiçek, 2011: 90). Klasik iktisatçılara göre mübadele denkleminin bu yorumunda toplam talep toplam arz eşitliği söz konusudur. Ekonominin genel dengesi sağlanmışken herhangi bir parasal müdahale yöntemi ekonomideki bu dengeyi bozacaktır.

Klasik yaklaşımda Cambridge iktisatçılar tarafından geliştirilen ve literatürde “*Cambridge Miktar Teorisi*” olarak bilinen ve başkaca bir miktar teorisi daha bulunmaktadır. Cambridge yaklaşımın temel savı bireylerin elde tutmak istedikleri paranın onlara sağlamış olduğu satın alma gücünün bireyin davranışlarını belirlediği savunulmaktadır. Klasik yaklaşımda paranın rolünün sadece ödeme aracı olması sonucunda para talebi ile toplam harcamanın parasal değeri arasındaki pozitif korelasyon, Cambridge yaklaşımının bir para talebi teorisi olmasından kaynaklanmaktadır (Snowdon ve Vane, 2012: 45).

Cambridge yaklaşımını matematiksel olarak $M_d = kPY$ şeklinde ifade edilebilir. Burada M_d nominal para talebinin ifade ederken, bireyler gelirlerinin ancak bir kısmını ellerinde nakit olarak tutmak istemelerinden dolayı k toplam gelirin elde nakit olarak tutulan kısmının oransal ifadesidir ve PY toplama harcamaların nominal parasal değerini gösterir. Denklemden k 'nın Cambridge iktisatçılar tarafından kısa dönemde değişebileceğini ifade ederlerken uzun dönemde sabit olduğu varsayılır. Para arzının dışsal olarak belirlendiği durumda parasal denge gereği $M = M_d$ eşitliği sağlanmalıdır. Bu durumda $M = kPY$ denklemini elde edebiliriz (Bocutoğlu, 2013: 25).

Para miktarındaki değişmelerin uzun dönemde reel etkileri yokken fiyat düzeyi gibi nominal etkiler bulunmaktadır. Burada kilit nokta Y 'nin tam istihdam seviyesinde rekabetçi emek piyasası tarafından belirlenmiş ve parasal denge koşulunun sağlanmış olmasıdır. k ve Y 'nin sabit olduğundan yola çıkarsak M , bu durumda sadece fiyat düzeyi P 'yi etkileyecektir. Örneğin $M > M_d$ durumunda para piyasasında denge durumu sağlanamamışsa k ve Y 'nin sabit olmasından dolayı para arzındaki artış (M) doğrudan fiyat düzeyini (P) artıracaktır. Para piyasasındaki bu dengesizlik bireylerin ellerinde tutmak istediklerinden daha fazla nominal balans tutmalarına neden olacaktır. Ekonomide tam istihdam önceden belirlenmiş olduğundan mal ve hizmet arz ve talebi dengede iken artan nominal balanslar mal ve hizmet talebini artıracaktır. Bu durumda oluşan talep fazlası para arzındaki artış oranı kadar fiyat düzeyini artıracaktır. Özetle, Klasik yaklaşımda her zaman tam istihdam seviyesinde dengede olan ekonomideki parasal bir genişleme aynı oranda fiyat düzeyinde artışa neden olacaktır (Snowdon ve Vane, 2012: 45). Diğer taraftan tam istihdam seviyesindeki gerçekleştirilecek parasal daralma da deflasyonist etki yapacaktır.

Burada gerek Fisher denklemi gerekse Cambridge denklemi Klasik miktar teorisinin temel savları açısından aynı şeyi savunsa da ayrıldıkları önemli bir nokta bulunmaktadır. Fisher miktar teorisinde para talebinin ekonomideki ticaret hacmine bağlarken Cambridge iktisatçıları para talebinin nedenleri üzerinde durarak birey davranışlarının mikro ekonomik temelleri üzerinden; bireyin elde tutmak istedikleri para miktarını neyin belirlediği üzerinde durmaktadırlar (Parasız, 1999: 92). Alfred Marshall (1921), Cambridge denklemindeki k 'nın bireylerin ellerinde tutmak istedikleri nakit miktarını belirleyen 8 değişken olduğundan bahsetmektedir. Bunlar; paranın elde tutma marjinal faydası, para yerine mal olarak elde tutmanın marjinal faydası, elde tutulan paranın gelecekteki değeri olarak enflasyon beklentileri, para dışındaki varlıkların getiri oranı, iş alışkanlıkları, mesleki durumlar, iktisadi yaşamın kolaylığı ve ekonomik gücün derecesi, savaş ve mahsul başarısızlıkları ve geleceğe yönelik belirsizliklerin artması, vb. durumlar para talebini belirleyen unsurlar olarak ortaya çıkmaktadır (Çiçek, 2011: 99).

1.1.3. Para Politikasının Etkin(siz)liği

Klasik makro ekonominin temel düşüncesinde Jean Baptise Say'ın kendi adıyla anılan "Say Yasası"nın önemli bir yeri vardır. Smith, Ricardo gibi Klasik düşünürler say yasasının varlığını kabul ederken Malthus, Marx ve Keynes gibi iktisatçılar bu yasayı reddetmişlerdir. Say yasası en basit tanımıyla "*bir arz aynı büyüklükte kendi talebini yaratır*" şeklinde ifade edilebilir. Say, tek bir piyasa için geçerli olan arzın kendi talebini yaratması durumunun tüm piyasalar için ve ekonominin genel görünümünde toplam arz ve toplam talep eşitliği şeklinde de geçerli olacağını söylemektedir. Say yasasına göre üretim süreci sonrası meydana gelen her bir mal kendi arzını meydana getirirken yarattığı değer, aynı zamanda başka bir malın da talebini meydana getirecektir. Say, bahsettiği bu arz-talep ilişkisinin takas ekonomisi altında işlerliğini ifade ederken, Klasik düşünürler parasal değişkenlerin rol aldığı ekonomilerde de say yasasının işleyeceğini savunmuşlardır. Çünkü takas ekonomilerinde alım-satım ilişkilerinin zorluğuna karşılık para kullanılan ekonomide, parasal değişkenlerin piyasa koşulları üzerinde herhangi bir reel etkisi olmasa da iktisadi ilişkileri kolaylaştıran bir rolü olduğunu ifade etmektedirler (Hunt, 2009: 185).

Say yasaının güçlü yorumuna göre ekonomi, rekabetçi piyasa koşullarında tam istihdam seviyesine kendiliğinden gelecektir. Eğer bir maldan çok fazla varsa bu durumun sonucu olarak başka bir maldan kıt olmuş olacaktır. Klasik düşünürlere göre tam istihdam seviyesi dışındaki mal bolluğunun veya mal kıtlığının olduğu durumlar geçici olmaktadır. Say yasa gereği mal bolluğu ve kıtlığı olduğu durumlarda ekonomi tekrar tam istihdam seviyesine gelecektir. Bu geçici dengesizlik durumlarda para veya maliye politikaları ile müdahale edilmemesi gerekir. İktisat politikalarının devreye sokulması işleri daha zor duruma sokacak ve arızî olan bu dengesizliklerin daha da artmasına yol açacaktır. Klasik yaklaşıma göre para politikasındaki değişiklikler paranın yansızlığı ilkesi gereği ekonomi üzerinde pozitif bir etkisi olmayacaktır. Klasik iktisat teorisinde para politikası ve onun araçları pasif bir nesne durumundadır. Ekonomide hâsıla düzeyi, nispi fiyatlar, reel ücretler ve istihdam gibi reel değişkenlere para arzı stokundaki değişmelerin uzun dönemde etkisi yoktur (Orhan ve Erdoğan, 2015: 143).

Klasik iktisat teorisyenlerinin ekonomide paranın rolünün önemsiz ve para politikasının etkin olmadığı hararetle savunmalarının temelinde *laisser-faire* düşüncesi yatmaktadır. Klasik yaklaşımda para arzını belirleme hakkının devletin kontrolünde olması basiretsiz politikacıların kamu açıklarının finanse edilmesi amacıyla artırılan para arzının, miktar teorisi gereğince uzun dönemde sadece fiyatlar genel seviyesini artıracaktır. Ekonomide ortaya çıkan enflasyonist durum piyasa mekanizmasının etkinliğini bozacaktır, dolayısıyla ekonomiye para politikası araçları ile müdahale edilmemesi gerekir, görüşü Klasik iktisatçılar tarafından hararetle savunulmaktadır (Kazgan, 2012: 100-101).

1.2. KEYNESYEN TEORİDE PARA POLİTİKASI

İngiliz iktisatçı John Maynard Keynes (1883-1946) yirminci yüzyılda iktisadi düşünceyi derinden etkilemiş ve üzerinde uzun tartışmaların meydana geldiği geniş bir makro ekonomik literatürün oluşmasına neden olmuştur. Keynes, A. Smith ile başlayan D. Ricardo, J. S. Mill ve A. Marshall ile devam eden Klasik ve Neo-klasik yaklaşımın bazı temel savlarına karşı olarak getirdiği eleştiriler ve önermeler ile var olan ekonomik düzene karşı soyut yaklaşımlardan sıyrılarak, ekonominin genel sorunlarına karşı realize edilmiş politika önerilerini ortaya koymuştur (Ertuğrul, 2014: 689).

Çalışmanın bu ayırımında Keynes'in Genel Teorisini ve aynı çizgi üzerinde devam eden Keynesyen iktisatçıların düşünceleri üzerinde durularak; genel anlamda iktisat politikasını özelde ise para ve para politikası üzerindeki düşüncelerine yer verilecektir.

1.2.1. Keynes ve Genel Teori

Keynes'in Genel Teori'yi yazmasında 1929 Büyük Buhranının önemli bir etkisi olsa da, Keynes'in iktisadi ve analitik çözümlerinin arkasında Birinci Dünya Savaşı sonrası İngiltere ekonomisindeki genel duruma karşı görüşlerinin ve ortaya çıkan tartışmaların da önemli derecede etkisi bulunmaktadır. Birinci Dünya Savaşı sonrası 1920'ler ve 1930'larda İngiltere ekonomisi için başlıca iki önemli sorun; altın standardına geri dönüş ve işsizlik sorunu olmaktadır. Keynes, altın standardına geri dönülmesinin İngiltere ekonomisinde deflasyona sürükleyebileceği öngörüsünde bulunmuş ve 1925 yılında altın standardına tekrar dönülmesine karşılık Birinci Dünya Savaşı sonrası yapısal sorunlar nedeniyle İngiltere ekonomisini durgunluktan çıkaracak ihracat atılımının bir türlü gerçekleşemediği görülmüştür. Buhran yılları devalüasyonlar, korumacı dış ticaret politikaları ve uluslararası parasal sistemde belirsizliklerin had safhada olduğu yıllar olmaktadır. Büyük Buhran sonrası 1931 yılında birçok ülkenin sterlin rezervlerini altına çevirme kararları karşısında Bank of England daha fazla dayanamadı ve altın standardı sistemi terk edilmiş oldu (Screpanti and Zamagni 2005: 245).

Bu dönemde diğer bir sorun İngiltere ekonomisi ile beraber diğer kapitalist ekonomilerde de görülen yüksek işsizlik oranlarıdır. Örneğin, İngiltere'de işsizlik oranı 1920'lerde %10 civarında iken 1931'de %22 düzeylerine gelmiş ve ABD'de ise işsizlik %27 gibi siyasi ve sosyo-ekonomik açıdan kabul edilemez seviyelere gelmiştir. Keynes, istihdam artırıcı politikalara karşı tavrı net olmakta, bu türden önlemlerin alınmasının ve kamusal müdahalelerin gerekliliği konusunda görüşlerini, 1924 yılında yayınladığı “*Does Unemployment Need a Drastic Remedy?*” adlı makalesinde ortaya koymaktadır. Keynes'e göre liberal düşüncede “*Devlet Sosyalizm*”inden korkulmasından daha vahim sonuçların katı serbest ticaret politikaları ile ortaya çıkabilecektir. 1926 yılında yayınlanan “*The End of Laissez-Faire*” adlı makalesinde de devletin ekonomiye

müdahale etmesini savunurken siyasi tavrının felsefi ve analitik temellerini oluşturmuştur. (Screpanti and Zamagni 2005: 249).

Keynes'in Genel Teori'ye giden süreçte bir diğer önemli eseri 1930 yılında yayınladığı “*A Treatise On Money*” adlı eseridir. Bu eserin dikkat çekici yönü Klasik teorideki yatırım-tasarruf ilişkisini sorgulamasıdır. Klasik teoride faizler, tasarruf ve yatırım dengesini sağlayan otomatik dengeleyici olarak yer almaktadır. Tasarruflar ve yatırımlar ödünç verilebilir fon piyasasındaki denge konumunu faiz oranları belirleyecektir. Ödünç verilebilir fon arzı (tasarruflar) , ödünç verilebilir fon talebinden (yatırımlardan) fazlaysa faiz oranları düşecektir, tasarruflardaki fazla faizlerin düşmesi ile yatırımlara intibakı gerçekleşmiş olacaktır. Yatırımların tasarruflardan fazla olması durumunda ise aynı faiz mekanizması bu sefer yatırım fazlasının intibakı için devreye girecektir. Keynes tasarruf ile yatırım arasında birbirini belirleyen etkenlerin varlığını sorgulamış ve yatırıma dönüşmeyen tasarrufların tüketim mallarına olan talebin eksilmesine neden olacağını söylemiştir. Tüketim malının fiyatı düşecek başka bir deyişle tüketicinin satın alma gücü artacaktır. Tüketiciler artan satın alma gücü ile ya ilave tüketim malı talep edeceklerdir ya da tüketim malı talep etmeyerek tasarruflarını artıracaklardır. Tasarrufların artması bu durumda azalan tüketim malı talebi ile yatırım sahibinin gelirini azaltacaktır. Tasarruflardaki artış toplam tüketimin azalması ile sonuçlanıyorsa toplam serveti artırmak yerine, tasarruf sahiplerinden tüm tüketicilere gelir transferi, üreticilerden tasarruf sahiplerine doğru da servet transferi gerçekleşecektir. Sonuçta toplamı sıfır olan bir ekonomik etki oluşacaktır. Yani toplam tüketim ve toplam servet artmış olmayacaktır (Keynes, 2015: 159). Keynes *Treatise* de belirttiği tasarruf-yatırım eşitsizliğini ifade ettiği iki sektörlü ekonomide tüketim ve yatırım malları üretimi ve gelir tahsisi ile ilgili yatırım ve tasarruf dinamiklerinin oluşmasında temel varsayımının tam istihdam altında fiyat mekanizmasının işlerliği üzerine kurgulamış olması, esere yöneltilen önemli tenkitlerin odak noktası olmaktadır. Keynes eserinde durgunluk ve işsizlik olgularını dikkate almaması 1929 Büyük Buhran sürecindeki ekonomilere politika önerileri bakımından kendisini de memnun etmemiştir (Ertuğrul 2014: 693 – 694).

Keynes 1935 yılında, yakın arkadaşı John Bernard Shaw'a yazdığı mektupta iktisat teorisi üzerine ve dünyadaki mevcut iktisadi sorunlara çözüm getiren devrim niteliğinde bir eser kaleme aldığını belirtmiştir. Bu aşamada herkesin bu eserdeki

düşüncelere katılmasını beklememekle birlikte önümüzdeki on yılda söylediklerinin herkes tarafından kabul göreceğini ümit etmediğini ve bunu kesinlikle bildiğini belirterek Keynes, kendine has egosu ile haklılığının mutlaka anlaşılacağını ifade etmiştir. Keynes, mektubunda Bernard Shaw'a bahsettiği “*The General Theory of Employment, Interest and Money*” (İstihdam Faiz ve Paranın Genel Teorisi) adlı eserini 1936 yılında yayınlamış ve beklediği gibi çalışması uzun yıllar iktisat literatüründe yankı yapmış ve ana akım iktisat içerisinde yeni bir dönemi beraberinde getirmiştir (Heilbroner, 2013: 234). Keynes’e kadar yaklaşık yüzyıldır hâkim iktisadi düşünce olan Klasik yaklaşıma karşıt olarak Genel Teori’de ifadesini bulan hâkim düşünce Keynes’in devrim niteliğindeki iktisadi düşüncesini yansıtmaktadır. Keynes’in devrim niteliğindeki bu görüşleri kapitalist iktisadi sistemin tümüne yönelik kökten karşıt bir görüş olarak değil, kapitalist iktisadi sistemin aksayan yönlerine dikkat çekmekte ve fiyat mekanizması, görünmez el ve laissez-faire gibi klasik iktisadın ana önermelerini sorgulamaktadır (Bocutoğlu, 2012: 248).

Keynes eserinin adında neden genel kelimesini öne çıkardığı ve örneğin “İstihdam Faiz ve Para Teorisi” gibi bir isim neden vermediği açık bir durumdur. Keynes, Klasik yaklaşımın temel önermelerinin genele değil özel bir durumu ifade eden denge konumları açısından uygulanabilirliği olduğunu söylemekte ve eserindeki argümanlarının ve vardığı sonuçlarının ise hem teoride hem de pratikte genel bir durumu ifade ettiği için “genel” kelimesini kullandığını açıklamıştır (Keynes, 2010: 13). Genel Teori’nin yazım şekli ve üslubu Keynes’in Treatise eserinden oldukça farklıdır. Kitapta oldukça az fonksiyonel ilişki ve denklemlere başvurmuş, arkadaşı Harrod’un ısrarı ile sadece bir şekil koymuştur. Keynes şekillerle ortaya konulan düşüncelerin abartılı bir şekilde basitçe ifade ettiğinden iktisadi ilişkilerin karmaşık ve dinamik yapısının anlaşılmasını gölgelemekte olduğu yargısındanadır. Dolayısıyla Genel Teori sözel ağırlıklı ve girift bir anlatıma sahiptir. (Ertuğrul 2014: 700).

1.2.2. Keynesyen İktisadın Temel Önermeleri

Keynes iktisadı ile Keynes’ten sonra ilk Keynesyen iktisatçıların ortak görüşlerinin toplulaştırılarak Keynesyen makro teorinin temel önermelerini aşağıdaki gibi özetlenebilir (Snowdon and Vane, 2011: 51-55; Parasız ve Ekren, 2015: 13-17):

- Klasik iktisadın uzun dönemli analizlerine karşı Keynes kısa dönem analizleri savunmuştur. Bu açıdan kısa dönem konjonktür dalgalanmalarının ekonomideki dengesizliklerin nedenleri üzerinde önemli olduğunu vurgulamıştır. Örneğin, işsizliğin, kısa dönem beklentilerin yanlış değerlendirilmesinin sonucu olarak arz talep uyumsuzluklarının ortaya çıktığını ifade etmektedir.
- Keynes, tam istihdam denge seviyesinin genel değil özel bir durum olduğunu ve ekonomiyi kendiliğinden dengeye getirecek bir piyasa mekanizmasının bulunmadığını söylemiştir. Bu durumda ekonomi eksik istihdam seviyesinde iken iş arayıp da bulamayanların oluşturduğu gayri iradi işsizlik oluşacaktır. Ekonomi tekrar tam istihdam seviyesine gelebilmesi için devletin talep artırıcı politikalar ile ekonomiye müdahale etmesi gerektiğini savunmaktadır.
- Klasik yaklaşımda fiyatlar tam esnek yapıda oluşu için talep eksikliğinde mal arzının mal talebini aştığı durumda fiyat mekanizması devreye girecek ve fiyatlar düşecektir. Keynes'e göre eksik istihdam altında fiyatların aşağı yönlü katı olduğundan toplam talebin artması ile fiyatlar artmayacaktır. Fiyatlar ancak ekonomi tam istihdam seviyesine yaklaşınca artma eğilimine girecektir.
- Klasik teoride reel ücretlerin tam esnek yapıya sahip olması emek piyasasının kendiliğinden ayarlanması söz konusu olacak ve ekonomi otomatik mekanizma ile tam istihdam seviyesine gelecektir. Keynes fiyatlarda olduğu gibi ücretlerinde aşağı yönde katı olduğundan dolayı Klasik teorinin say kanunu reddetmektedir. Eksik istihdam altında ancak efektif talebi artırıcı politikalar ile ekonomi tekrar tam istihdam seviyesine ulaşacaktır.
- Keynesyen iktisatta bir diğer önemli kavram “*efektif talep*” kavramıdır. Klasik teoride ekonomi arz yönlü hareket ederken Keynes'te ekonomi talep yönlü hareket etmektedir. Efektif talep tüketim ve yatırımlardan oluşmaktadır. ($E=C+I$) Ayrıca tüketim ve yatırım gelirin bir fonksiyonu olmaktadır. Bu durumda istihdam seviyesi, efektif talebin bileşenleri

olarak tüketime ve tüketim eğilimine, yatırım hacmine ve onun belirleyicilerine (uzun dönem beklentilere, sermayenin marjinal etkinliğine, faiz oranlarına) ve çarpan mekanizması aracılığıyla toplam talebi belirlemekte ve toplam arzı etkilemektedir.

- Keynes'in konjonktürel dalgalanmalara ilişkin analizlerinde yatırım kararlarının beklenen getirisi ve marjinal tüketim eğilimi ve ona bağlı çarpanın büyüklüğüne göre çıktı düzeyi belirlenecektir. Firmaların yatırım kararlarını alırken geleceğe ilişkin beklentilerinin istikrarsız bir yapıda olması toplam talepteki şokların meydana gelmesine neden olmaktadır. Yatırım harcamalarında oluşan bozukluk çarpan mekanizması ile toplam üretim düzeyinde daha büyük bir negatif etkinin oluşmasına neden olacaktır. Dolayısıyla beklentilerdeki belirsizlikler ve çarpan mekanizmasının konjonktürel dalgalanmaların nedenleri üzerine yapılan Keynesyen teori analizlerinde önemli bir rol oynamaktadır.

1.2.3. Keynesyen Teoride Faiz Teorisi ve Para Talebi (Likidite Tercih)

Keynes, *A Treatise on Money*'de parayı alacak-borç ilişkisi (borç sözleşmesi), hesap birimi olarak malların mübadele ilişkisi (fiyat sözleşmesi) ve genel satın alma gücünün elde tutulması olarak ifade etmektedir (Keynes, 2015: 3). Keynes, Klasik teorinin parayı hesap birimi ve mübadele aracı olması işlevinden başka borç-alacak ilişkisini düzenlenmesi rolünü de eklemektedir. Keynes başlangıçta Cambridge Miktar Teorisi ile uyumlu olan bir miktar teorisini savunurken Genel Teori ile Klasik Miktar Teorisini reddetmektedir.

Klasik miktar teorisinin, Cambridge denkleminde $M=kPY$ Klasik teoride uzun dönemde ekonominin tam istihdam seviyesinde istikrarlı olmasından dolayı Y çıktı düzeyi, k ve dolayısıyla ($k=I/V$ olduğundan) V paranın dolaşım hızı sabittir, bu durumda para arzındaki değişimler (M) fiyat düzeyini (P) aynı oranda ve aynı yönde etkileyecektir. Klasik teoride paranın rolünün olmaması başka bir deyişle parasal değişimlerin reel değişimleri etkilememesinden dolayı paranın yansızlığını (*Klasik dikotomi*) savunmaktadırlar. Keynes *Klasik dikotomi ilkesinin* varlığı konusunda şüpheleri vardır ve en azından ekonominin tam istihdam seviyesi dışındaki denge noktalarında *Klasik dikotomi*yi reddetmektedir. Örneğin, eksik istihdam koşullarındaki

istikrarsız yapının para talebini de olumsuz etkileyecek ve parasal değişkenlerin büyüklüğü ve niteliği üzerinde de belirsizlikleri beraberinde getirecektir. Bu durumda para arzı (M) ve paranın dolaşım hızı (V) istikrarsız yapıda olacaktır. Buna göre parasal gelirdeki artışlar (PY) ters yönde paranın dolaşım hızındaki azalış ile massedilecektir. Para arzındaki artışın faize duyarsız olduğu yatırım ortamında ise *yatırım tuzağı* gerçekleşecektir. Söz konusu bu koşullar altında parasal değişmelerin ekonomik aktiviteyi etkileme gücü olmayacaktır (Bocutoğlu, 2013: 82-83).

Keynes'in para talebi ve paranın miktar teorisi üzerindeki itirazlarını para talebinin bileşenlerinin ve faiz oranları ile beklentiler üzerinden ifade etmek gerekmektedir. Akılcı davranış altında hareket eden firmaların özellikle uzun dönem beklentilerdeki belirsizlik nedeniyle bazen yanlış karar verme ihtimalleri mevcuttur. Bu yüzden ekonomide para talebini sadece işlem güdüsü ile homojen bir yapıda tutmanın dışında parayı elde tutma güdüsünü teşvik eden etkenler bulunmaktadır. Klasik teoride parasal değişmeler ile reel değişmeler arasında bir bağıntı olmaması reel değişmelerin belirleyicilerinden biri olan yatırım kararlarına etki eden faiz oranındaki değişmeleri ile bağıntı kurulur. Keynes, Klasik faiz teorisinde ödünç verilebilir fon piyasasında belirlenen faiz oranlarını reddederek faiz oranlarının para piyasasında para talebi ve dışsal para arzı değişkenleri ile belirlenmektedir. Klasik teoride yatırımlar ile faiz oranı arasındaki ilişkinin kopukluğuna dikkat çeken Keynes, yatırımların hangi noktaya kadar devam edeceğinin belirsizliğine karşılık sermayenin marjinal etkinliğinin firmaların yatırım hacminin bir noktaya kadar faiz oranının belirleyeceğini ifade etmektedir (Keynes, 2010: 161-162). Örneğin sermayenin marjinal etkinliği (e) faiz oranından (r) küçükse ($e < r$) ise firma yatırım yapmayacaktır. Eğer sermayenin marjinal etkinliği (e) faiz oranından (r) büyükse ($e > r$) ise firma yatırım yapabilecektir. Dolayısıyla Keynes'e göre firmaların yatırım talebini, faiz oranları ve sermayenin marjinal etkinliğinin karşılaştırılması sonucunda belirlenecektir.

Keynesyen teoride para talebinde bulunan bireyler ve firmaların *likidite tercihleri (liquidity preference)* ekonomideki para talebini belirlemektedir. Keynes'e göre para talebi (i) işlem motifiyle yani cari kişisel işlemlerin ve firmaların faaliyetlerinin devamı için gerekli olan nakit ihtiyacı, (ii) ihtiyat saikiyle firmaların ve bireylerin toplama servetlerinin ya da kaynaklarının belirli bir oranının nakit güvenliğini sağlama alma arzusu ile talep edilen nakit ihtiyacı ve (iii) spekülasyon saikiyle yani

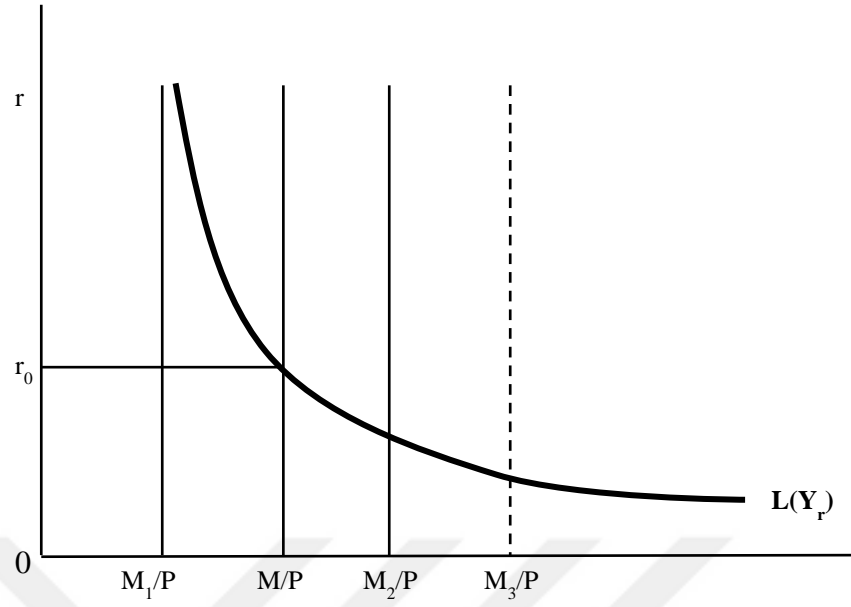
piyasada gelecek beklentilerinin iyi bilinmesi sonucu kâr elde etme arzu ile talep edilen nakit talebidir. Ekonomide iyi örgütlenmemiş bir fon piyasası olmaması durumunda ihtiyat saikiyle para talebi fazla olacak diğer taraftan spekülasyon güdüsü ile talep edilen para talebi o kadar az olacaktır. Bu bağlamda, ekonomik koşullara göre para talebinin içeriği de değişebilecektir. (Keynes, 2010: 151). Keynes iktisadı olarak adlandırılan “*katı keynesçilerde*” para ve tahvil piyasası arasındaki tam ikame ilişki mevcuttur. Dolayısıyla ihtiyat saikiyle elde tutulan para talebi yok denecek kadar az olmaktadır. Bu durumda Keynesyen teoride para talebi Klasik teoride farklı olarak sadece spekülasyon güdüsü ile para talebinin olduğunu söyleyebiliriz.

Yukarıda da bahsettiğimiz gibi güçlü bir fon piyasasının spekülasyon saikli para talebinin varlığı faiz oranları (r) ve tahvil fiyatları (T_p) arasında güçlü bir ilişki ortaya çıkaracaktır. Para talebi (M_d) para arzından (M_s) fazlaysa para piyasasında oluşan talep fazlası fon piyasasındaki arz fazlasına denk gelecektir. Bu durumda tahvil fiyatları ile faiz oranları arasındaki ters ilişki nedeniyle tahvil arz fazlasında tahvil fiyatları artacak ve faizler düşecektir. Para piyasasında arz fazlası olması durumunda tahvil piyasasında talep fazlası oluşacaktır. Tahvil fiyatları düşecek buna karşılık faizler artacaktır. Bu ilişkiler aşağıdaki şekilde özetlenebilir (Ertuğrul, 2015: 711-712).

$$M_s > M_d \text{ ise } B_s > B_d \text{ ve } r \uparrow, T_p \downarrow \text{ veya } M_s < M_d \text{ ise } B_s < B_d \text{ ve } r \downarrow, T_p \uparrow$$

Para talebinin işlem ve spekülasyon saikiyle ilişkilendiren Keynes, toplam para talebinin (M) bir kısmının reel gelirin bir fonksiyonu olan faiz oranından bağımsız işlem ve ihtiyat saikiyle talep edilen nakit talebi (M_1), spekülatif para talebinin (M_2) ise faiz oranlarına bağlı olduğunu yukarıda bahsetmiştik. Bu durumda toplam reel para talebi;

$$M/P = M_1/P + M_2/P = L_1(Y) + L_2(r)$$



Şekil 1: Likidite Tuzağı

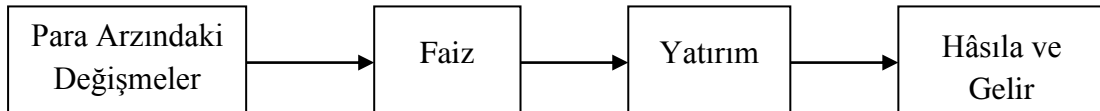
Kaynak: (Ertuğrul, 2015: 712)

Şekil 1 de görüleceği üzere para talebi eğrisi $L(Y_r)$ nin şekli önemlidir. Faiz oranlarının belirli bir oranın altına düşmesi spekülatif para talebinin faize karşı esnekliğinin arttıracaktır. Faiz oranları düştükçe tahvil fiyatları artacağı için tahvillerin getirisi azalacaktır. Para arzındaki artış faizlerin daha fazla düşmediği bir noktada para talebi spekülatif nitelikte olacaktır. Genişletici bir para politikası bir noktadan sonra (M_3/P) tüketim ve yatırım harcamaları yoluyla ekonomik aktiviteyi etkileyemeyecek ve para stokundaki artışlar ile ekonomide *likidite tuzağı* meydana gelmiş olacaktır (Ertuğrul, 2015: 712).

1.2.4. Keynesyen Teoride Para Politikasının Etkinliği

Klasik teoride ekonomi tam istihdam seviyesinde olduğundan ve dışsal bir etki nedeniyle eksik istihdam seviyesi oluşsa da bu geçici durumdur ve bu geçici durum piyasa mekanizmasının kendiliğinden işlemesi ile giderilecektir. 1929 Büyük Buhran Klasik teorinin piyasa mekanizması ve bu mekanizmayı devreye geçiren say kanununu, esnek fiyat ve ücret yapılarının varlığının sorgulanmasına yol açtı. Keynes'e göre Genel Teoriden yaklaşık on yıl önce "*The End of Laissez-Faire*" makalesinde devletin ekonomiye müdahalesini daha yumuşak bir üslupla dile getirirken bu on yıllık süreçte eksik istihdam koşullarında ekonomiye devletin müdahale etmesi gerekliliğini daha sert bir dil ile Genel Teori'de ifade etmiştir. Devletin özel sektöre müdahalelerinin kredi

yönetimi ile sınırlı kalmaması bunun yanında tüketim eğilimini artıracak bir vergilendirme politikası ve tam istihdam seviyesine ulaşana kadar düşük faiz oranları ile desteklenmesi gerekliliğini ifade ederken, sermayenin marjinal etkinliğine oranla faiz oranlarının tam istihdam seviyesine gelinceye kadar düşürülmesi gerekliliğini ifade etmektedir (Keynes, 2010: 317).



Şekil 2: Keynesyen Yaklaşımda Parasal Aktarım Mekanizması

Kaynak: (Orhan ve Erdoğan, 2015: 170)

Keynesyen teoride para politikasının gelir ve çıktı düzeyini artırma süreci yukarıdaki şekil üzerinden ifade edilebilir. Para otoriteleri para arzındaki değişimleri etkileyerek faiz oranlarını etkileyeceklerdir. Faiz oranları yatırımlar vasıtasıyla ve çarpan etkisiyle beraber hâsıla ve gelir düzeyini etkileyecektir. Keynesyen teoride para politikası üzerinde kuşku yer alsa da makro ekonomik işleyiş içerisinde para politikasının bazı durumlar (likidite tuzağı ve kar beklentilerinin kötüleşmesi) haricinde ekonomiyi etkilemesi mümkündür. Şimdi bu işleyişe bakacak olursak; bireyler efektif talebin bir unsuru olarak tüketimden artan kalan gelirlerinin bir kısmını tasarruf edeceklerdir. Klasik yaklaşımda ise tüketimden artan kalan kısım gelecekte yine tüketime gideceğini savunurken Keynesyen teoride tasarruf edilen kısmın parasal değerinin bir kısmı ihtiyat olarak tutulacak kalan kısmı ise ödünç verilebilir fon piyasasına arz edilecektir. Bankalar artan rezervlerini ödünç verebilmek için faiz oranlarının düşük olmasını isterler. Para otoritelerinin açık piyasa işlemlerinde oluşan faiz oranları piyasa faiz oranlarını belirleyecektir. Böylelikle düşen faiz oranları girişimcilerin yatırım finansmanı için uygun koşullarda oluşacaktır. Yatırımlardaki artış hasıla ve gelir düzeyini çarpan etkisiyle artırmış olacaktır (Orhan ve Erdoğan, 2015: 170).

Keynes'in para politikasının etkinliği konusunda şüpheleri vardır ve özellikle (1929 Büyük Buhran gibi) buhran dönemlerinde para politikasının etkin olamayacağını ifade etmektedir. Likidite tercihinin para politikası üzerindeki etkinliği azaltan bir unsur olmakta iken bir diğer unsur ekonomideki geleceğe ilişkin kâr beklentilerinin kötüleşmesidir. Likidite tercihi efektif talebin bir bileşeni olarak tasarrufların ne şekilde

ekonomide rol alabileceğine ilişkin öngörülerini ifade etmektedir. Keynes faiz oranlarının bir dereceye kadar yatırımları uyarabileceğini söylerken para talebinin spekülasyon bileşenine dair kuşkularından ileri gelmektedir. Şöyle ki faiz oranları düştükçe bireyler ellerindeki paraların büyük bir kısmını ellerinde tutmak isteyeceklerdir dolayısıyla para otoriteleri para arzını ne kadar artırırlarsa artırırsınlar düşen faizler paranın ekonomiye aktarımında aksaklıklar meydana getirecektir. Para otoritelerinin dışsal para arzını kullanarak faiz oranlarını kontrol altına alırken finansal piyasalardaki bozulmalarında önüne geçmesi gerekmektedir. Bu açıdan maliye politikası doğrudan ekonomiye müdahale ederken para politikasının para arzı ve faizler üzerinden dolaylı bir etkisi söz konusudur (Ertuğrul, 2015: 712). Keynesyen teoride kriz dönemlerinde para politikasının maliye politikası ile eşgüdümlü ve uyumlu bir şekilde uygulanmasının politikalar bütününe daha etkin bir şekilde işleyeceğini böylelikle gelir ve istihdam sağlayacağını ifade etmektedir.

Diğer bir unsur olarak geleceğe ilişkin kar beklentilerinin kriz dönemlerinde kötüleşmesi sonucu Keynesyen parasal aktarım mekanizmasının aksaması sonucu para politikası etkin olmamasıdır. Para bir taraftan üretken unsurların faaliyetlerinin devamı ve genişletilmesi (yatırımlar) için gerekli iken aynı zamanda spekülasyonların de finanse edilmesi için gereklidir. Faiz oranlarının bir dereceye kadar düşürülmesi sermayenin marjinal etkinliği oranına karşılaştırılması için ve finansman maliyeti açısından önemli olsa da yatırımcının gelecek ile ilgili kar beklentisine ve buna bağlı olarak yatırımcının ruh hali gibi karmaşık ve belirsiz bir takım değişkenlere de bağlıdır. Kriz dönemlerinde yatırımcı faiz oranları ne kadar düşük olsa da ve sermayenin marjinal etkinliği finansman maliyetini katlanılır düzeyde de olsa geleceğe yönelik kar beklentilerinin kötüleştiği bir durumda para arzı kontrolleri ve faiz oranlarının düşürülmesi ekonomide yatırımları etkilemeyecektir. Diğer taraftan geleceğe yönelik kar beklentilerinin iyileştiği bir dönem faiz oranları görece olarak yüksek olsa da yatırımcı artan kar beklentilerini sermayenin marjinal etkinliğinin karşıladığı oranda faiz oranlarına katlanabilecektir (Screpanti and Zamagni, 2005: 256-257).

Keynes'den sonra Keynesçilik, Genel Teori'nin birçok iktisat teorisyeni tarafından yeniden yorumlanması ve anlaşılması şeklinde zuhur etmiştir. Keynes'in Genel Teori'deki karmaşık ve net olmayan analizlerini daha basit ve biçimsel bir yapıya kavuşturmaya çalışan iktisatçılar ilk Keynesyen iktisatçılar olarak ortaya çıkmıştır.

Burada bahsetmemiz gereken J. R. Hicks tarafından inşa edilen IS-LL modeli ve Hansen tarafından IS-LL modelinin IS-LM modeline dönüştürülerek, Keynes iktisadını matematiksel ve grafiksel form içerisinde karakterize edilmesidir. Literatürde Hicks-Hansen yaklaşımı olarak ifade edilen Keynes iktisadının Neo-klasik yaklaşıma bağdaştırma çabaları olarak görülmüş bu durumun bazı Keynes iktisadı savunurları tarafından eleştirilmesine neden olmuştur. Literatürde Keynes'in Genel Teorisi'nin ana akım iktisat içerisinde yeniden yorumlanmasına “Neo-klasik Sentez” olarak adlandırmışlardır. Keynes iktisadının radikal savunucusu olan Joan Robinson tarafından IS-LM modelini “*gayri meşru Keynesçilik*” olarak nitelenmesini ve Leijonhufvud tarafından “*Keynesçi İktisat ve Keynes İktisadı*” arasında net ayırım yapılmasının gerekliliği konusundaki eleştirilerini örnek olarak gösterilebilir (Laidler, 2008: 58).

1.3. MONETARİST TEORİDE PARA POLİTİKASI

Keynesyen teoriye yapılan eleştirilerin en başında gelen Monetarist akımı, Klasik düşüncenin bazı temel önermelerinin revize edilerek yeniden ifade edilmesi şeklinde yorumlanabilir. Monetarist teori 1950’li yıllarda Chicago Üniversitesi iktisatçılarından Milton Friedman ve öğrencileri tarafından geliştirilmiştir. Monetarizm (parasalcı) kavramını 1968 yılında ilk kez Karl Brunner “*The Role of Money and Monetary Policy*” adlı çalışmasında kullanmıştır.

Monetarist iktisat teorisinin temel prensipleri özetle şunlar olmaktadır: (Bocutoğlu, 2013: 175-176; Savaş, 2007a: 100-101):

- Monetarist teori, Klasik teorisinin bazı temel önermelerinin geçerli olduğunu savunmaktadırlar. Buna göre, Klasik teorideki paranın yansız (nötr) olmasıyla ilgili Monetarist teoride kısa dönem, uzun dönem ayrımı bulunmaktadır. Monetarist teoriye göre para, kısa dönemde reel değişkenleri etkileyebilir. Bu durumda kısa dönemde para yansız değildir. Parasal değişkenler uzun dönemde etkileri reel değişkenleri değil nominal değişkenleri etkileyecektir ve dolayısıyla uzun dönemde para yansızdır.
- Para arzı kısa dönemde nominal milli geliri belirleyen tek olmasa da en önemli değişkendir. Para arzı ile nominal milli gelir arasında pozitif ve artan yönlü bir ilişki mevcuttur. Buna göre, para arzı arttığında nominal

milli gelir de artacaktır. Para arzında meydana gelen değişmelerin etkileri mikro ölçekte olacaktır; söz konusu bu etkiler “*portfolyo uyarlaması*” ile meydana gelecektir.

- Parasal değişmelerin kısa vadede (5-10 yıl gibi) zaman aralığında çıktı düzeyini etkileyebilir. Uzun dönemde (10 yıldan fazla sürede) ise parasal genişlemenin asıl etkisi fiyatlar genel düzeyindeki artış olarak görülmektedir.
- Uzun dönemde parasal değişmelerin etkileri Klasik yaklaşım ile uyumludur ve dolayısıyla paranın yansızlığı mevcuttur. Para arzındaki değişmelerin etkisi uzun dönemde nominal (ücretler ve fiyatlar genel seviyesi gibi) değişkenleri etkileyecektir. Ekonomide reel (istihdam ve üretim seviyesi gibi) değişkenleri ancak; sermaye stokunun miktarı, işgücü miktarı, beşeri sermaye düzeyi ve teknolojik ilerleme seviyesi belirleyecektir.
- Ekonomide meydana gelen konjonktürel dalgalanmaların temel nedenleri hükümetlerin izlediği maliye politikaları ile merkez bankalarının uyguladıkları para politikalarıdır. Ekonomi genel itibariyle istikrarlı bir yapıdadır ekonomiye yapılan dışsal müdahaleler ile enflasyon ve işsizlik gibi sorunlar ortaya çıkmaktadır.
- Özel sektör yapısı ve işleyişi gereği kamu sektörüne göre daha esnek yapıdadır. Ekonomide özel sektörün ağırlığı arttıkça ekonomide meydana gelecek dışsal şoklara karşı esnek yapısı gereği ekonominin direnci daha fazla olacaktır. Ekonomideki istikrarsızlıkların öncelikli sebebi uygulanan maliye politikalarıdır.
- Merkez bankalarının uygulamış oldukları para politikaları da ekonomik istikrarsızlığı yol açabilir. Merkez bankaları ileriye yönelik uygulayacakları para politikasını duruma göre (ihtiyari) değil, önceden belirlenmiş bir kural çerçevesinde yapmalıdırlar zira para politikası para otoritelerinin iradesine bırakılamayacak kadar önemlidir. Merkez bankalarının en önemli aracı olan para arzı “*sabit parasal genişleme*

oranı kuralı” ile belirlenmelidir. Buna göre, para politikası kurula dayalı bir yapıda olması gerekmektedir.

- İktisadi analizlerin basit ve anlaşılır olması gerekir. Bu durumda amaç-araç ilişkisini ortaya koyan denklemler küçük modellemeler ile yapılması hem daha güvenilir sonuçlar elde etmeyi, hem de daha ekonomik maliyetlerle bu analizlerin yapılması ve sonuçların elde edilmesi sağlanmış olacaktır.

1.3.1. Monetarist Para Talebi: Paranın Modern Miktar Teorisi

M. Friedman 1956 yılında *The Quantity Theory of Money: A Restatement* adlı çalışması ile iktisadi düşüncenin ayakta kalan en eski kuramı olan paranın miktar teorisinin yeniden canlanmasını sağlamıştır. Bu açıdan bakıldığında Monetarist teori, istihdam, üretim ve fiyat teorisi olmaktan çok, bir para talebi teorisidir. Monetarist teorinin genel anlamda amacı parasal istikrarı sağlamaktır ve bu amaca yönelik kullanılan araç ise para arzı olmaktadır (Snowdon ve Vane, 2012: 144-145).

Paranın miktar teorisinin Keynesyen teori sonrası gözden düşmesine rağmen halâ, M. Friedman ve mensup olduğu Chicago ekolüne mensup iktisatçılar arasındaki tartışmaların merkezinde bir konu olduğu görülmektedir. Keynes’e göre konjonktürel dalgalanmaların yaşandığı iktisadi ortamda parasal değişimler sonucunda iki uç durum olan likidite tuzağı ve yatırım tuzağı gerçekleşmiş olacağından söz konusu bu politika hamlelerin ekonomik aktiviteyi olumlu bir etkileri olmayacaktır. Paranın dolaşım hızının (V) parasal gelirden (PY) bağımsız ve ters yöndeki hareketi ile para arzındaki değişmelerin (M) ekonomik aktiviteyi etkileme gücü pasifize olacaktır. Diğer taraftan faize karşı duyarsız olan yatırımların para arzındaki artışlar ile ekonomiyi etkilemede başarısız olacaktır. M. Friedman’ın geleneksel miktar teorisine yaklaşımını yeniden ele aldığı “The Quantity Theory of Money: A Restatement” adlı çalışmasında ise, miktar teorisinin teorik kurgusal yapısından ziyade değişkenlerin tanım ve kapsamı konusuna odaklanmıştır. Friedman’a göre miktar teorisi parasal değişkenler (para arzı) ile nominal değişkenler (fiyatlar genel seviyesi) arasındaki muhasebe eşitliğini tanımlamaktan çok farklı bir yapıdadır. Miktar teorisi geleneksel yaklaşımdaki gibi mutlak fiyat teorisi olarak değil, para talebi teorisi olarak kabul edilmektedir. (Snowdon ve Vane, 2012: 146-147).

Friedman, Keynes'in para talebinin belirleyicileri olan işlem, ihtiyat ve spekülasyon güdüsünden farklı bir yaklaşımla Neo-klasik geleneğin mikro yaklaşımına uygun olarak paranın bireylere sağladığı fayda üzerinden bireysel para talebini üç ana faktöre bağlamaktadır. *Birincisi*, para-gelir arasındaki ilişkinin dönemsel farklılıkların ortaya çıkmasıdır ve uzun dönemde istikrarlı olan para-gelir ilişkisi, kısa dönemde istikrarsız bir yapıda olmasıdır. Kısa dönem konjonktürel dalgalanmalar üzerindeki analizlerde parasal değişimler ile gelir arasındaki ilişkinin istikrarsız yapıda olması göz ardı edilmemesi gerekir. Dolayısıyla bireyler para talebini cari gelirlerine göre değil servet kısıtına, yani Friedman'ın *sürekli gelir* adını verdiği uzun dönem gelirlere göre ayarlanmaktadır. *İkincisi*, serveti para dışındaki varlıklarda elde tutmanın alternatif maliyeti olan finansal aktiflerin, (tahvil, bono, hisse senedi) reel aktiflerin (gayrimenkul, makine, teçhizat) ve beşeri sermayenin (emeğin elde ettiği gelirin) getirisine bağlı olmaktadır. Buna göre, sürekli gelirin para ve diğer aktifler üzerinde ne oranda dağılımının olacağını belirlemek gerekecektir. Akılcı davranış altında bireyin getiri optimizasyonunu sağlayacağı beklenir. Bu durumda bireyin para talebinin finansal aktiflerinin getirileri ve reel aktiflerinin getirilerinin nispi oranlarının eşit şekilde dağılımında optimizasyon sağlanmış olacaktır. *Üçüncüsü* ise, söz konusu geliri elinde bulunduranların zevk ve tercihlerine göre belirlenmektedir (Bocutoğlu, 2013: 178).

Modern miktar teorisine göre para talebi aktif bir değer elde etme amacını taşımaktadır ve dolayısıyla para dışındaki diğer servet elde etme yöntemleri de para talebinin belirleyicileri konumundadırlar. Buna göre para talebi (Savaş, 2007a: 100-101; Parasız, 1998: 78-79):

- Geçmiş gelirin, cari gelirin ve gelecek gelirin ortalamasından oluşan ve kısacası hayat boyu elde etmeyi beklediği gelire, yani *sürekli gelire* (Y_p) bağlı olarak değişecektir.
- Friedman, serveti; hisse senedi, tahvil ve bono gibi varlıklardan oluşan *finansal sermayeye*; makine, teçhizat vb. gibi *fiziksel sermayeye* ve emek gücü karşılığında elde edilen varlıklara dayalı *beşeri sermaye* olarak bileşenlerine ayırmaktadır. Para talebi, servete (W) ve söz konusu servetin kompozisyonuna - yani finansal, fiziksel ve beşeri sermayenin servet içerisindeki ağırlık oranlarına - göre para talebi değişmektedir.

Örneğin bireyin işsiz kaldığı dönemlerde beşeri sermayenin gelire dönüşmediğinden toplam servet içerisinde beşeri sermaye ne kadar fazla ise para talebi de o derece daha fazla olacaktır.

- Beşeri olmayan servetin kendi içindeki dağılımı da o servetin getirilerine bağlı olarak değişecektir. Tahvil, hisse senedi ve diğer aktiflerin getirilerindeki değişme ekonomik birimlerin para talebini etkileyecektir. Bu durumda para talebi faiz oranına (r), bono getiri oranına (r_b) ve hisse senedi getiri oranına (r_e) bağlı olacaktır.
- Fiyatlar genel düzeyindeki değişmeler ekonomik birimlerin faaliyetlerini ve dolayısıyla fiziksel sermaye ile üretilecek mal ve hizmetlerin fiyatlarındaki artış beklentilerine göre fiziksel sermayenin para yerine ikamesinin artmasını ya da azalmasını sağlayacaktır. Para talebi dolayısıyla fiyatlar genel düzeyindeki beklentilerle de ($1/P \cdot dP/dt$) ilintili olmaktadır.
- Son olarak para talebinin belirleyicilerinden olarak ekonomik birimlerin zevk ve tercihlerinde (u) fonksiyonel ilişkiye katılmasıyla Friedman'ın para talebi fonksiyonu aşağıdaki şekilde formülize etmek mümkündür;

$$\frac{M}{P} = F \left(Y_p, r, r_b, r_e, \frac{1}{P} \frac{dP}{dt}, W, u \right)$$

M. Friedman'ın para talebi fonksiyonunu özetlersek; reel para talebi (M/P) ile sürekli gelir (Y_p) arasında doğrusal, nominal faiz oranı, bono ve hisse senedi getiri oranı ve fiyatlar genel düzeyindeki değişmeler ($r, r_b, r_e, \frac{1}{P} \frac{dP}{dt}$) arasında negatif ilişki olduğunu ifade etmektedir. Friedman teorik çerçevede para talebinin formülasyonunu basitleştirilerek; $\frac{M}{P} = F(Y, r,)$ şeklinde ifade etmektedir. Burada sürekli gelir (Y_p) yerine reel gelir (Y) kullanılarak paranın elde tutma alternatif maliyetleri yerine (r_b, r_e) nominal faiz oranı (r) kullanılmıştır ve fiyatlar genel seviyesindeki değişme ($\frac{1}{P} \frac{dP}{dt}$), ancak hiperenflasyon durumunda para talebini önemli derecede etkileyecek bir değişken olduğundan hesaba katılmamaktadır. (Ertuğrul, 2014: 784).

Friedman'ın para talebi fonksiyonunda sürekli gelirin (Y_p) en önemli değişken olduğu göz ardı edilmemelidir. Friedman yaptığı çalışmalara göre para talebi ile gelir

arasında 0,99 katsayı ile yüksek derecede korelasyon olduğunu saptamış ve para talebini gelirin ve fiyatların sabit bir fonksiyonu olarak ifade etmektedir. Friedman'a göre ABD'de 1867-1975 yılları arasında gelirden ortalama %1'lik bir artışa, para stokundaki %1,8'lik artış eşlik etmiştir ve para stokundaki artış ortalama gelirdeki artıştan daha fazla olmaktadır. Bu duruma göre para talebinin gelir esnekliği 1,8 olmakta ve para, gelir için lüks mal gibi hareket etmektedir. (Parasız, 1996: 45).

M. Friedman ve onun takipçilerinin paranın miktar teorisi ile ilgili yapmış oldukları çalışmalarda para politikası açısından üç temel sonucu ulaşılmıştır.

Birincisi, Para talebi sayısal olarak sabit varsayılmamakta ve doğrudan ölçülmesi mümkün değildir. Para talebi kendisi ile ilişkilendirilen çok az değişken ile beraber istikrarlı bir yapıdadır. Buna göre, *likidite tuzağının* varlığı sorgulanmakta ve ampirik kanıtlarda faiz oranları düştüğünde para talebinin Keynesyen teorinin aksine istatistiksel olarak çok küçük oranda etkilendiği sonucuna ulaşılmaktadır. Keynesyen teorideki çok düşük faiz oranlarında para talebinin esnekliğinin sonsuza yaklaşacağı varsayımı ise kesin olarak reddedilmektedir (Parasız, 1996: 43-45). Dolayısıyla Friedman'a göre para talebini belirleyen değişkenler içerisinde faiz oranlarına teorik planda yer verirken ampirik çalışmalarda faizi para talebini belirleyen bir değişken olarak kullanmamaktadır. Monetarist teorisyenler içerisinde faizin para talebine karşı esnekliğinin sıfır olarak kabul edenler bir tarafa, Friedman gibi faizin para talebi esnekliğinin sıfır olmasa da göz ardı edilecek kadar küçük olduğunu savunanlarda bulunmaktadır (Parasız, 1996: 56).

İkincisi, paranın dolaşım hızı (V) Klasik miktar teorisinde de olduğu gibi sabit olarak kabul edilmez. Faiz oranları ve beklenen enflasyon oranları gibi gözlemlenen değişkenlerin istikrarlı bir fonksiyonu olarak hareket eden paranın dolaşım hızı da istikrarlı ve öngörülebilir yapıdadır (Savaş, 2007a: 102).

Üçüncüsü, para talebi ile para arzı birbirinden bağımsız olarak belirlenen değişkenlerdir. Para talebi istikrarlı yapıdadır çünkü onu belirleyen değişkenlerin fonksiyonel ilişkisi gözlemlenebilir, ancak para arzı, para otoritesinin ihtiyari politikalarına göre belirlenebilir. Bu durumda parasal dalgalanmaların sebebi istikrarlı para talebine karşılık, duruma göre para arzı ayarlaması yapan para otoritelerinin uygulamalarından kaynaklanmaktadır (Ertuğrul, 2014: 785).

1.3.2. Monetarist Teoride Parasal Aktarım Mekanizmasının İşleyişi

Parasal aktarım mekanizması Keynesyen teoride faiz kanalı üzerinden reel ekonomiyi etkileme süreci içerisinde gerçekleşirken, Monetarist teoride para arzındaki değişikliğin miktar teorisi çerçevesinde nominal gelirin, harcamaları ve portföy dağılımını etkilediği görülmektedir. Burada iktisadi ajanların en iyi harcama ve portföy dağılımını optimize edecek şekilde davranıyor olması, Monetarist parasal aktarım mekanizmasının işleyişinde kilit rol oynamaktadır. Para politikasının etkileme gücünün belirleyicisi parasal aktarımın reel büyüklükleri hangi kanaldan etkileyeceğini, izlenecek politika stratejisi ve politika aracı seçimi ile doğrudan ilgili olmaktadır. Buna göre Keynesyen parasal aktarım mekanizması faiz oranı aracı kullanılarak faiz oranı hedeflemesi stratejisi üzerinden işlemekte, Monetarist teoride ise para arzı aracı kullanılarak parasal büyüklüklerin hedeflenmesi stratejisi ile parasal aktarım mekanizması işlemiş olmaktadır (Palley, 1997: 109).

Monetaristlere göre ekonomide parasal denge, para arzı ile para talebi arasındaki dengenin sağlanması ile gerçekleşecektir. Parasal dengenin örneğin, para arzının olması gerekenden daha fazla artırılması (para arzı > para talebi) durumunda ellerinde fazla nakit ankes bulduran bireyler, mal ve tahvil piyasasında portföy dağılımı yaparak harcama yoluna gideceklerdir. Monetarist teoride para, mal ve tahvil arasında güçlü bir ikamenin olduğu varsayılmaktadır. Portföy dağılımında ilk önce ellerindeki fazla nakit ankesleri tahvil piyasasına yönlendirerek, tahvil talebini artırarak tahvilin fiyatını artmasına ve tahvilin getirilerinin düşmesine neden olacaktır. Buna göre, eldeki fazla nakit ankesler daha riskli finansal aktifleri talebine yönlendirilecektir. Bu durumda artan finansal varlıkların fiyatları düşen getirileri ile nakit ankeslerin harcama yoluyla nihai tüketim mallarının talebi artmış olacaktır. Mal piyasasında artan talebe karşılık ilk etapta fiyatlar maliyetlerin henüz yükselmemiş olmasından dolayı firmaların artan talebi, öncelikle stoklardan karşılmasına ve kâr beklentilerinin yükselmesine yol açacaktır. Firmaların artan talebe karşı düşük faiz oranları karşısında yatırımlarını artırma kararı alacaklardır. Firmalar emek taleplerini artırmalarına karşın ücretlerin yukarı yönlü daha yavaş hareket etmesinden dolayı aynı nominal ücretlerden daha fazla işçi çalıştıracaklardır. Firmalar artan emek taleplerine karşın nominal ücretlerin yukarı yönlü hareketi yavaşça gerçekleşmeye başlayacaktır. Bu arada firmaların emek talebi ile artan emek arzı, işsizlik oranının kısa dönemde doğal işsizlik oranının altına inmesine ve

kısa dönemde üretim ve istihdam seviyesi artmasına neden olacaktır (Yay, 2001: 202-203).

Friedman ve Phelps, tam istihdam seviyesinin belirlenmesinde ve enflasyon ile işsizlik arasındaki olgunun ortaya konulmasında uzun dönem-kısa dönem analizi ve beklentiler çerçevesinde değerlendirilmektedir. Doğal işsizlik oranı, enflasyonu hızlandırmayan enflasyonun azalma veya artma eğilimi göstermediği işsizlik oranıdır. Kısa dönemde para politikası ile nominal gelirin etkilenmesi ile dolaylı olarak üretim ve istihdam seviyesi üzerinde geçici bir etkisi olacaktır. Parasal değişmelerin uzun dönemde söz konusu üretim ve istihdam gibi reel değişkenleri etkileyememektedir ve asıl etkisi enflasyonist bir etki oluşturuyor olmasıdır. Kısa dönemde genişletici bir para politikası uygulanması ile işsizlik oranı aşağı çekilebilir, diğer taraftan uzun dönemde işsizlik, doğal işsizlik oranına yaklaşacaktır ve esas etki gecikmeli de olsa enflasyon şeklinde ortaya çıkacaktır (Ertuğrul, 2014: 790-791).

Nominal ücretlerin fiyatlardan daha geç uyarlanması durumunu biraz açacak olursak; esasen, artan fiyatların arkasından gecikmeli olarak nominal ücretlerde artışın gerçekleşmiş olması, işçilerin para aldanması yaşamalarından kaynaklanmaktadır. İşçiler para aldanmasına yakalandıklarını fark ettikleri zaman enflasyon beklentilerini artıracaklardır. Bu durumda “*Uyumcu (adaptive) Beklentili Phillips Eğrisi*” analizine göre işçiler geçmişte yaşadıkları para aldanmasının son hata tahmininin yüzdesine göre enflasyon beklentilerini yükselteceklerdir. Bu durumda uyumcu beklentili Phillips eğrisi analizi; $P_t^e - P_{t-1}^e = \alpha(P_t - P_{t-1}^e)$ şeklinde formülize edilebilir. Burada cari yılın beklenen enflasyon oranı, P_t^e ; bir önceki yılın beklenen enflasyon oranı, P_{t-1}^e ; cari yılın gerçekleşen enflasyon oranı P_t ve α , sabit bir oran olarak gösterilmektedir. Yukarıdaki denkleme göre, geçmiş yılın enflasyon oranı ile beklenen enflasyon oranı arasındaki fark (yanılma) gerçekleşen enflasyon oranı ile bir önceki yılın beklenen enflasyon oranının sabit bir oranına eşit olacaktır. Gerçekleşen enflasyon oranı cari yılın beklenen enflasyon oranı beklentisini aşarsa fiili işsizlik doğal işsizliğin altına inecektir. Eğer gerçekleşen enflasyon oranı cari yılın enflasyon beklenti oranının altında olursa, fiili işsizlik oranı doğal işsizlik oranının üstünde gerçekleşmiş olacaktır. Bir diğer durumda ise gerçekleşen enflasyon oranı ile cari yılın beklenen enflasyon oranı eşit olursa doğal işsizlik oranı ile fiili işsizlik oranı eşit veya denge halinde olacaktır. Uyumcu beklentili Phillips eğrisi analizi kısa dönemde tek bir Phillips eğrisinin olmadığını farklı enflasyon

beklentilerine göre uyumlaştırılmış Phillips eğrileri olduğunu ortaya koymaktadır. Enflasyon ile işsizlik arasında kısa dönemde trade-off (değiş-tokuş) olsa da, uzun dönemde enflasyon ile işsizlik arasında bir değiş-tokuş mevcut değildir (Büyükakın, 2008: 145).

Monetaristlere göre, para arzı üzerindeki değişmelerin doğrudan olmasa da fiyat ve ücretler (maliyet enflasyonu) üzerinden etkileyecektir. Buna göre, para otoritesi enflasyonu düşürmek istediğinde para arzını azaltarak yapacaktır. Para arzının azaltılması toplam talebin bileşenleri olan yatırım ve tüketim talebinin azalmasını sağlayacaktır. Kısa dönemli parasal sıkılaşma emek arzında ani artışlara yol açacak bu durumda ücretlerde azalma ve beklenen enflasyonda düşüş gerçekleşecektir. Beklenen enflasyon oranının gerçekleşen enflasyon oranına doğru adaptif süreci, Monetarist düşünce açısından kısa dönemde enflasyondan işsizliğe doğru geçici bir “trade off” (değiş-tokuş) ilişkisinin ortaya çıkmasına neden olacaktır. Monetarist düşüncede durgunluk içerisinde işsizliğin meydana gelmemesi enflasyon beklentilerinin uyumlandığı Phillips eğrisi analizinin varlığı ile ortaya çıkmaktadır (Grahame, 1981: 51).

1.3.3. Monetarist Teoride Para Politikasının Rolü ve Etkinliği

1929 Büyük Buhran, Keynesyen görüşe göre iktisadi belirsizliğe bağlı olarak ortaya çıkan efektif talepteki yetersizlikten kaynaklandığını ve bu durumun ekonomik daralmaya ve işsizliği neden olduğunu savunmaktadırlar. Keynesyenlere göre para arzındaki artışların kriz dönemlerinde tek başına ekonomik aktiviteyi istenilen düzeyde etkileyemeyeceğini belirtirken, ekonomik belirsizliğin arttığı ve konjonktürel daralmaların olduğu ortamda devletin ekonomiye toplam talebi artırıcı politikalar ile müdahale edildiğinde ekonomik istikrarın tekrar sağlanacağı görüşü savunulmaktadır (Küçükaksoy, 2015: 69).

M. Friedman ve A. Schwartz’ın 1963 yılında yayınlanan “*A Monetary History of the United States, 1867–1960*” adlı makalesi ile Keynesyen iktisatçıların bu görüşlerinin aksine krizin Federal Reserve’nin (Fed) krize yeteri kadar müdahale etmemesi sonucunda krizin etkilerinin uzun sürdüğünü ve ekonomiyi derinden etkilediğini vurgulamışlardır. Yapılan çalışmada para stokunun, ekonomik daralma ve genişleme sırasında artma eğiliminde iken para arzının büyüme oranının, genişleme

dönemine göre daralma döneminde daha az büyüdüğünü savunmuşlardır. Büyük durgunluğun yaşandığı altı büyük dönemde (1873-79, 1893-94, 1907-08, 1920-21, 1929-33, 1937-38) para stokunun düşmüş olduğunu gözlemlemişler ve para arzındaki söz konusu bu düşüşlerin enflasyon ile beraber artan parasal gelirden bağımsız olarak meydana geldiğini savunmuşlardır. Friedman ve A. Schwartz ikilisi çalışmalarını bu gözlemler eşliğinde 1929 Büyük Buhranın para politikası üzerinden tekrar yorumlanması, çalışmalarının odak noktasını oluşturmaktaydı. Friedman ve Schwartz buhranın ilk yılından itibaren para stokundaki düşüşün Fed'in açık piyasa işlemleri ile piyasaya müdahale etmemesi sonucunda 1930'un sonlarına doğru görülen banka iflasları ile beraber para stokundaki bu düşüş daha agresif bir şekilde gerçekleşmiş ve dolayısıyla krizin daha da derinleşmesinde Fed'in izlediği para politikasının öncü rol oynadığını ifade etmişlerdir. Banka iflasların geri döndürülemez şekilde güven kaybına neden olması, nakit/mevduat oranlarının artmasına ve para stokunun 1929 yılından, 1933 yılına kadar üçte bir oranına kadar düşmesine yol açmıştır. Sonuç olarak; Friedman ve Schwartz, Fed'in daha aktif bir para politikası izleyerek para arzını piyasaya güven telkin edecek şekilde artırmış olsaydı, bankacılık piyasasının çöküşünü engelleyebileceğini ve ekonomik daralmanın önüne geçilebileceğini savunmuşlardır (Snowdon ve Vane, 2012: 150-151).

Monetaristler, enflasyonu her zaman ve her yerde parasal bir olgu olarak görmektedirler. Enflasyonist etkilerin oluşmasında sorumluları merkez bankası otoriteleri ile ekonomiye kamu müdahalesine dayanan hükümet yetkilileri olmaktadır. Para talebi hacmi olması gerekenden daha fazla şekilde karşılanırsa başka bir ifadeye göre parasal dengesizlik toplam para arzı lehine olacak şekilde gerçekleşirse buna bağlı olarak toplam talebinde daha fazla artmasına neden olacaktır. Firmalar artan talebi karşılamak isterken yatırımlarını artırmaya çalışacaklardır. Üretim faktörlerinin kıt olduğu genel iktisat prensibi içerisinde artan yatırımlara karşılık üretim (ham mamul, makine, teçhizat ve işgücü) maliyetlerine bağlı olarak fiyatlar genel düzeyi de artmış olacaktır. Aşırı talebe bağlı olarak maliyet kaynaklı enflasyon ortaya çıkmış olacaktır. Enflasyonu düşürmek bu durumda başta parasal dengeyi bozan aşırı para arzı büyümesinin mutedil bir seviyeye getirilmesi ile mümkün olacaktır (Serin vd., 1998: 143).

Paranın miktar teorisinde ($M.V=P.Y$) para arzındaki (M) artışın paranın dolaşım hızının (V) istikrarlı yapıda olması ile nominal gelirden ($P.Y$) artışa neden olacaktır. Para arzındaki kısa dönemli bu etki, uzun dönemde asıl olarak fiyat genel seviyesini etkileyecektir. Monetaristler bu düşünceyi “Enflasyonun her zaman ve her yerde parasal bir olgudur” sözü ile açıklamaktadırlar. Monetaristlere göre özel sektörün istikrarlı yapısına karşılık kamu sektörü istikrarsızlığın kaynağı olmaktadır. Para talebinin istikrarı paranın dolaşım hızının (V) istikrarlı yapıda olması anlamına gelmektedir. Paranın dolaşım hızının istikrarlı olması onun sabit olması anlamında değil, paranın dolaşım hızındaki değişmelerin önceden tahmin edilebilir nitelikte olmasını ifade etmektedir. Paranın dolaşım hızının (V) istikrarlı olması durumunda nominal geliri ($P.Y$) ve dolayısıyla toplam talebi etkileyecek tek değişken para arzı olmaktadır. Para talebi fonksiyonu kararlı bir yapıdadır ve parasal dengesizlikler para arzının para otoritelerince duruma göre bir kurala bağlı olmadan belirlenmesinde kaynaklanmaktadır (Parasız ve Ekren, 2015: 80). Para arzının ihtiyari ayarlanma sürecinin büyük buhranın trajik bir sonucu olarak gören Friedman ve Schwartz, yaptıkları çalışmada para politikasının ekonomi üzerinde önemli etkilerinin olacağını ifade etmektedirler.

Monetarist görüşün para politikası çerçevesinin temel unsuru, merkez bankalarının -parasal büyüklüklerden para talebi fonksiyonunun kararlı yapıda olduğu düşünülürse- para arzını da kararlı bir yapıya kavuşturmaları gerekmektedir. Buna göre, merkez bankaları duruma göre para politikası duruşundan vazgeçerek, para arzı artış hızını belirli bir kurala dayalı şekilde yapması gerekmektedir. Para arzının artış hızının enflasyonist ve deflasyonist bir etki oluşturmayacak şekilde iyi belirlenmiş olması gerekir. Söz konusu para politikasının parasal büyüklüklerin hedeflenmesi gerekir. Politika aracı olarak para arzının sabit parasal büyüme kuralı ile artış hızı belirlenmelidir. Bu yaklaşımdaki amaç parasal büyüklüklerin artışı ile toplam harcamalar ve reel çıktı artışları arasında enflasyonist etki oluşturmayacak şekilde paralellik arz etmesi gerekmektedir. Para arzının kararlı bir yapıya kavuşturulması, gelecekte fiyatlar genel seviyesindeki artışların meydana gelmeyeceği anlamında bir kesinliği ifade etmemektedir ve dolayısıyla para arzındaki sabit bir büyüme ekonomide sürekli istikrarın sağlanması demek değildir. Ancak Monetaristlere göre, parasal hedeflemeye dayalı politika çerçevesinin konjonktürel dalgalanmaların ortaya çıkmasını

önemli ölçüde engelleyecek bir yapıda olduğunu savunmaktadırlar (Çolak, 2007: 180-181).

Monetaristlere göre enflasyonun kaynağı, basiretsiz kamu ve maliye politikaları ile merkez bankası otoritelerinin kuralsız olarak yürüttükleri para politikası olmaktadır. Monetaristler bir çok ampirik bulgular ile destekledikleri görüşlerinde para arzındaki gereğinden fazla hızlı artışların kısa dönemde nominal milli geliri artırsa bile, uzun dönemde esasen enflasyonist bir etki edeceğini ifade etmektedirler. Para arzı artış hızındaki değişme nominal gelirdeki genişlemeci etkileri yaklaşık 6-9 ay sonra gerçekleşirken, fiyatlar genel düzeyindeki değişme ise yaklaşık 12-18 ay sonra gecikmeli olarak gerçekleşir. Enflasyonla mücadele politikalarının olumlu sonuçları da uzun vadede ortaya çıkmaktadır (Öçal ve Çolak, 1999: 134-135).

Özel sektörün istikrarlı yapısına karşılık, kamu sektörü istikrarsız bir yapıdadır. Özel sektörün istikrarlı yapısı firmaların ve bireylerin fayda ve kâr maksimizasyonu sağlanması için içgüdüsel davranışlarının tutarlı olması, mevcut ekonomik koşullarda optimum kaynak dağılımını beraberinde getirir. Serbest piyasa şartlarının ekonomiye dirençli ve esnek bir yapı kazandırması ile meydana gelen iç şokların sterilize edilmesine ve konjonktürel dalgalanmaların kriz oluşturacak şekilde salınımını engellemektedir (Paya, 2013: 183). Ekonomide enflasyonist etkilerin oluşmasında diğer bir etken basiretsiz kamu müdahalelerine bağlı kamu harcamaları ve kamu açıkları sorunudur. Siyasi ve ekonomik istikrarsızlığı tetikleyen unsur para arzının aşırı şekilde genişletilmesine neden olan siyasi otoritelerin kamu politikalarıdır. Artan kamu harcamalarının finansmanı için devletin iç ve dış borçlanma mekanizmalarını ve özel sektöre ek yük getiren vergi artışları ile sağlanmaya çalışılacaktır. Devletin iç borçlanma yoluyla kamu açıklarını finanse etmeye çalışması kısa vadeli faiz oranlarını artıracak ve firmaların faaliyet finansman maliyetlerinin artmasına ve enflasyonist etkilerin oluşmasına neden olacaktır. Devletin artan faiz oranlarına karşı duyarlı olmaması dolayısıyla ekonomideki mevcut finansman kaynaklarını kamu harcamalarını finanse etmek için kullanmasını sağlarken, diğer taraftan özel sektörün finansmana erişim olanaklarını azaltmakta ve yatırım kabiliyetini azaltmaktadır (Dışlama etkisi). Faiz oranlarındaki artış yatırımları azaltacak, bireylerin tasarruf eğilimlerini artırırken tüketim eğilimlerini azaltacaktır. Ekonomide oluşan hem çıktı düzeyindeki arz şoku ve toplam tüketimin azalması sonucu meydana gelen talep şoku ile karşı karşıya gelecektir.

Dış borçlanma yoluyla kamu açığının finansmanı da dış borç ve dış borç faiz yükünün artmasına neden olacaktır. Ekonomideki toplam döviz gelirlerinin artan dış borç faiz yükünü finanse ederken diğer taraftan ödemeler dengesinin bozulmasına ve cari açık sorununa neden olmaktadır. Devletin piyasa ekonomisi koşulları içerisinde arz ve talebe konu olacak mal ve hizmetleri üretmesi firmaların doğasında yer alan kâr elde etme güdüsü dışında hareket etmeleri nedeniyle söz konusu kamu şirketlerinin zarar etmelerine yol açmaktadır. Söz konusu bu zararların para arzının genişletilmesi veya bu zararların finansmanı uzun vadeye yayılarak borçlandırılması nihayetinde enflasyonist etki yapacaktır (Aktan, 2000: 183-184).

Monetarist teoride merkez bankalarının etkin bir para politikası yürütülebilmesi için kontrol edebileceği büyüklükleri araç olarak kullanmaları gerektiğini söylemektedir. Buna göre para politikası için en iyi araç para arzıdır ve para arzı haricinde kontrol edemediği faiz oranları ve işsizlik oranları gibi büyüklükleri dikkate almamalıdır. Dolayısıyla Monetarist görüşün para arzı kontrolünü ayrıca önemseydiği görülmektedir. Para politikasının başka bir deyişle para arzı kontrolünün etkin bir şekilde yapılabilmesi için merkez bankalarının şu düzenlemeleri yapmaları gerekmektedir. *Birincisi*, reeskont politikası ile açık piyasa işlemleri arasında para arzının sabit büyüme kuralına uygun bir kombinasyonu içermesi gerekmektedir. *İkincisi*, zorunlu karşılıkların mevduata oranı %100 olmalıdır. Böylelikle zorunlu karşılıklar politikasının merkez bankasının para arzı kontrolünü katı bir şekilde sürdürmesini sağlayacaktır (Orhan ve Erdoğan, 2015: 196-197).

1.4. YENİ KLASİK TEORİDE PARA POLİTİKASI

1970'li yıllar Dünya ekonomisinde yüksek enflasyon ve durgunluğun aynı anda yaşanması sonucunda ana akım iktisadi düşünce içerisinde hâkim iktisadi düşünce olan Keynesyen teoriye başta Monetarist teori olmak üzere Yeni Klasik ekolün temsilcilerinin de bir takım eleştirilerinin başladığı görülmektedir. Yeni Klasiklerin Keynesyen teoriye yönelttikleri eleştirilerin başında mikro temelli analizlerin ekonometrik modellemeler ve ampirik bulgular ile desteklendiği, kendi deyimleri ile "karşı devrimin" tüm iktisadi sistemin işleyişinde beklentilerin önemi üzerinde durmaları ve ekonomi politikalarının etkileme gücünün bu beklentilere dayalı

rasyonalite altındaki bireylerin kararları ve davranışlarının massetmesi üzerinde durmaktadırlar. Yeni Klasiklerin temel varsayımları; bireysel davranışların rasyonelliği, fiyat-ücret esnekliği altında piyasaların daima denge üzerinde oldukları ve rasyonel beklentilerin iktisadi karar alıcıların kararlarında ve ekonomik sistemin işleyişinde kilit rol oynadığını savunmalarıdır (İslatince, 2002: 17-18).

Rasyonel beklentiler teorisi 1960'lı yılların başında John F. Muth'un sigorta ve tüketim piyasaları üzerine yaptığı çalışmasına dayandırılrsa da teorinin geliştirilmesi 1970'li yıllarda olmuştur. Rasyonel beklentiler teorisi Muth'un makalesinden sonra 1970'lere kadar çokta dikkat çekmedi, fakat R. Lucas'ın bu kavramı kullanması ile T. Sargent, N. Wallace ve R. Barro gibi birçok iktisatçı çalışmaları ile teoriye katkıda bulunmuş ve rasyonel beklentiler teorisi, makro ekonomi literatüründe önemli bir yere sahip olmuştur (Aktan, 2000: 194). Yeni Klasiklerin temel iktisadi düşünce varsayımları Klasik iktisadi düşüncenin mirası üzerine inşa ettikleri rasyonel beklentiler teorisi ile ifade etmek mümkündür. Yeni Klasiklerin rasyonel beklentiler haricindeki görüşlerinin Klasik iktisatçılar tarafından da paylaşılmasına rağmen, ekonomide beklentilerin önemi üzerine yaptıkları çalışmalarının literatürde kendilerinden önceki akımların aksine beklentileri daha ayrıntılı ve özgün olarak incelemeleri, Yeni Klasik teorinin aynı zamanda rasyonel beklentiler teorisi ile adlandırılmasına sebep olmuştur

Rasyonel beklentiler, iktisadi sistemin işleyişinde bireylerin rasyonel oldukları ve fiyat-ücret esnekliğine sahip uyumlaşmacı piyasa koşullarında geleceğe yönelik tahminlerini ilgili tüm bilgiyi kullandıkları varsayımı altında tam enformasyonla şekillendirdikleri beklentilerinin, değişkeninin gerçekleşen değerine matematiksel olarak eşit olduğunu ifade etmektedir. Beklentilerle ilgili ilk ciddi teori uyumcu (adaptif) beklentiler teorisidir. Bu teorinin dayandığı geçmiş zaman verileri beklentilerin oluşmasında dar bir çerçeve sunuyor olması zayıf yönlerinden biri olarak görülmektedir. Gerçek dünyada bir değişkene ait beklentileri sadece değişkenin geçmiş dönem değeri değil, birçok değişkene bağlı olmakta, hatta geçmiş değişkenin dönem değerinden daha çok etki edecek faktör ya da faktörlere bağlı olabilmektedir. Dolayısıyla ekonomik birimlerin beklentilerinin oluşmasında birçok değişkene ait bilgiye sahip oldukları düşünülmektedir. (Savaş, 2007b: 974). Muth iktisadi sistemin işleyişi içerisinde bireylerin beklentilerinin yapısal değişimlere bağlı olarak koşulların değişimi içerisinde nasıl şekillendiğini ifade etmeye çalışırken geleneksel anlayış

içerisindeki beklentilerin statik yapısının bunu ortaya koyamadığını belirtmiştir. Muth'un beklenti yaklaşımında bireylerin değişkene ait öznel beklentilerinin ortalamasının değişkenin gerçek değerine eşit olmakta ve bireylerin beklentilerini oluşturan değişkenler ile sistemin gerçek stokastik davranışı arasında yakın bir ilişki bulunmaktadır (Bildirici, 1999: 31-32).

Muth, çalışmasında finansal piyasalardaki alım-satım işlemlerinden fiyatların oluşumuna, tüm sistemin işleyişinin temelinde iktisadi aktörlerin rasyonel beklentileri içeren piyasa enformasyonuna sahip olduklarını ifade etmektedir. Neo-klasik varsayımda ise piyasaların geleceğe ilişkin öngörülerinde oluşan az çok belirsizliklerin oluşmasında sorunların tam rekabet altındaki piyasa şartlarına benzemesine bağlanmaktadır. Rasyonel beklentiler teorisine göre ise bu belirsizliğin aslında mutlak olmadığını, belirsizliğin ortaya çıkardığı sonuçların çok sınırlı düzeyde kaldığını ve piyasaların denge halini devamlı koruyacağını savunmaktadırlar. Piyasalardaki olası dengesizliklerin kaynağı piyasalara yapılan müdahaleler olmaktadır. Yeni Klasik ekolde, bireylerin rasyonel davranışlarının kâr ve fayda maksimizasyonun sağlama güdüsü ve motivasyonu içinde tüm enformasyonu kullanırken, piyasaya yapılan her müdahalenin bireylerin enformasyona bağlı beklentilerine bağlı davranışları ile etkisizleşeceğini, onun için politikaların ekonomik aktiviteyi etkilemede ilintisiz olduğunu savunmaktadırlar (Paya, 2013: 188).

Rasyonel beklentiler üzerine yapılan çalışmaları güçlü ve zayıf rasyonel beklentiler olarak ikiye ayırmak mümkündür. Güçlü rasyonel beklentilere göre, Muth'un yaklaşımı çerçevesinde sübjektif beklentilerin gerçekleşene ait değişkenlerin verilerini istatikselsel olarak birbirine yakınsadığı sonucuna ulaşmaktadır. Zayıf rasyonel beklentilere göre rasyonel iktisadi birimlerin beklentilerini oluştururken mevcut enformasyonları çevresinde kâr ya da fayda maksimizasyonunu sağlamaya çalışacaklardır. Burada dikkat edilmesi gereken nokta mevcut enformasyonlarının beklentileri gerçekleşen değere yakınsama derecesidir. Rasyonel bekleyişlere göre piyasadaki olası dengesizliklerin nedeni iktisadi birimlerin beklentilerinde piyasa hakkındaki ilgili bilgilerinin eksik olmasından kaynaklanmaktadır. (Parasız, 1998: 197-198).

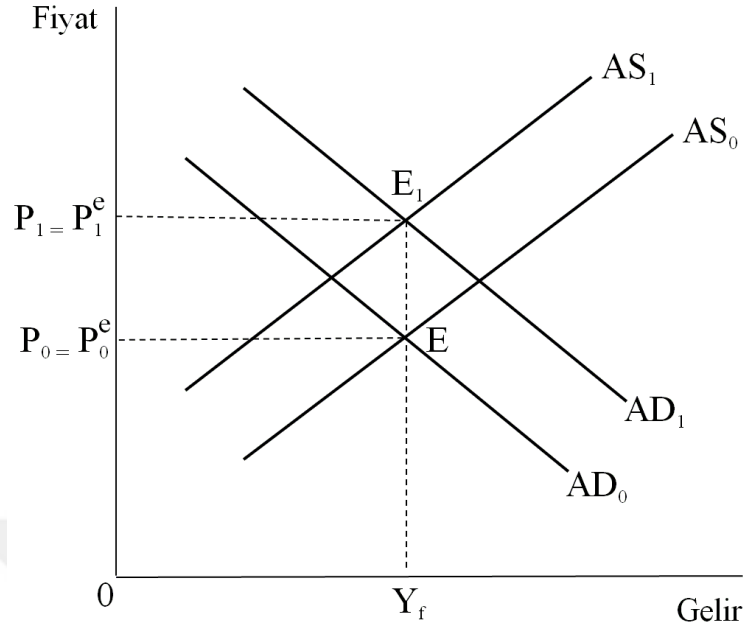
Lucas'ın arz eğrisi hipotezi, Muth'un mikro yaklaşımda incelediği rasyonel bekleme teorilerinin makro ekonomik analiz içerisine sokması ile rasyonel beklentilerin bir ekol olarak iktisat literatüründe yer almasını sağlamıştır. Lucas'a göre piyasadaki iktisadi aktörler piyasanın nesnelere olmaktan çok öznelere durumundadırlar. Piyasada oluşan fiyat-çıkartı seviyelerinin matematiksel gerçekliklerinin beklentilerle örtüştüğünü ve piyasaların devamlı uyumlaşma halinde olduklarını söylemiştir. Örneğin piyasada oluşan bir malın arz seviyesindeki değişimler o malın nispi fiyatındaki değişimler ile belirlenir ve dolayısıyla bir malın nispi fiyatı artınca arzı da genişleyecektir. Bu görüşün Neo-klasik görüşten bir farkı gözükmemektedir fakat Lucas'a göre firmalar arz kararlarını alırken kendi piyasalarında tam enformasyona sahip iken başka piyasalarda bilgileri gecikmeli olarak öğrenirler ve kısa dönemli bu bilgi eksikliği beklenmeyen etkileri ortaya çıkaracaktır. Firmaların bilgi eksikliği sonucu fiyattaki değişimin reel talepteki bir kayma sonucu mu yoksa fiyatlar genel düzeyindeki nominal bir değişiklik mi olduğuna karar vermek zorundadır. Firmalar bu durumda "sinyal alma sorunu" ile karşı karşıya olacaktır. Lucas'ın sürpriz arz fonksiyonunu;

$$Y_t = Y_{Nt} + \alpha [P_t - E(P_t | \Omega_{t-1})]$$

şeklinde gösterilmiştir. Denkleminde (Y_t) üretim seviyesi (Y_{Nt}) tam istihdam seviyesinden ancak, gerçekleşen fiyat düzeyinden (P_t) beklenen fiyat düzeyinde [$E(P_t | \Omega_{t-1})$] meydana gelecek sürpriz sapmalara karşılık gelecektir. Buradaki kritik öğe, bir önceki döneme ait (Ω_{t-1}) rasyonalite altında piyasada oluşan enflasyon beklentileri bilgisindeki [$E(P_t | \Omega_{t-1})$] meydana gelecek olan sürpriz sapmalar olmaktadır. Örneğin gerçekleşen fiyat düzeyi beklenen değerinden fazla olursa fiyatlardaki nispi artışların (enflasyonist etkinin) talepteki reel artışlar şeklinde algılanması hatasına düşülmesine neden olunacaktır. Bu durumda artan arz miktarına karşılık istihdam da artacaktır. İktisadi birimlerin sinyal alma sorunu çerçevesindeki hataları geçici bir durumdur ve dolayısıyla Lucas'ın toplam arz hipotezine göre kısa dönemde bilgi eksikliğine bağlı olarak beklenmeyen enflasyonun oluşması [$P_t > E(P_t | \Omega_{t-1})$] durumunda işsizlik ile enflasyon arasında kısa dönemde ödünleşme olabilmektedir. Buna göre iktisadi birimler eksik bilgi elde etmeleri durumunda hata yapabilmeleri olası gözükmemektedir. İktisadi birimlerin hata yapma süreçlerinin sistematik bir işleyişi söz konusu ise bu durumda rasyonalite altındaki iktisadi birimler yaptıkları hatalara göre beklentilerini düzenleyeceklerdir, aslında bir nevi yapılan her

bir hata piyasadaki eksik bilginin öğrenilmesi süreci olacaktır. Sonuç olarak iktisadi birimler hataları sonucu elde ettikleri bilgileri (tecrübe) ile beklentilerini değiştireceklerdir ve böylece sistematik hatalar bir daha ortaya çıkmayacaktır. Lucas'ın arz fonksiyonuna göre enflasyon-işsizlik arasındaki değiş-tokuş geçicidir. Uzun dönemde rasyonalite altında iktisadi birimlerin yaptıkları hataları tekrar etmeyecek şekilde beklentilerini ve dolayısıyla kararlarını almış olacaklardır. Bu durumda gerçekleşen fiyat düzeyinin beklentilerle uyumlu olması ($[P_t = E(P_t|\Omega_{t-1})] \Rightarrow Y_t = Y_{Nt}$) ekonomi tam istihdam seviyesinde ve doğal işsizlik oranı altında olacaktır (Snowdon ve Vane, 2012: 206-207) .

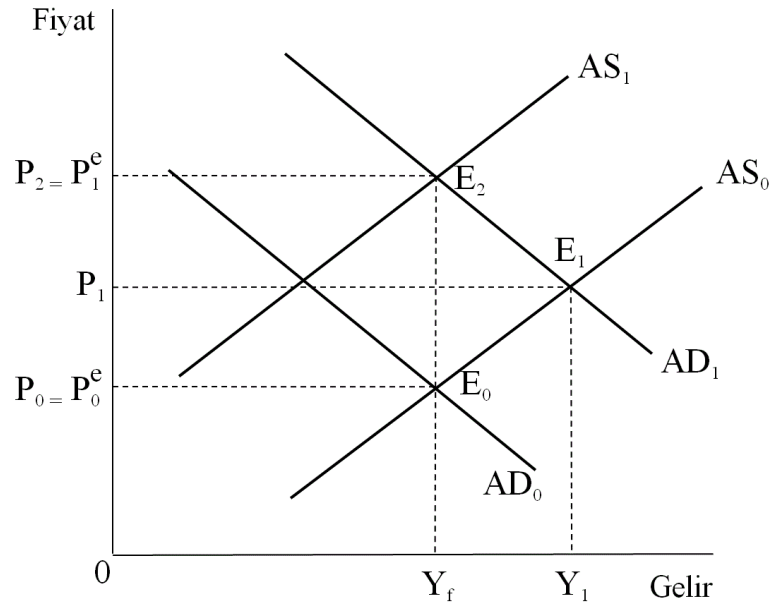
Yeni Klasik akımın makro ekonomik analizlerine göre piyasa dengesizliklerinin kısa dönemli olmakta ve Neo-klasik varsayımlara ekledikleri rasyonel bekleyişler teorisi üzerinden uzun dönemde piyasa dengesizliklerinin ortadan kalkacağını ileri sürmektedir. Bu durumda Yeni Klasiklere göre para ve maliye politikaları ile bu dengesizliklere müdahale edilmesine gerek olmamaktadır. Aşağıdaki Şekil 3 ve Şekil 4 yardımıyla ekonomiye para politikası ile müdahale edilmesinin sonuçlarını rasyonel bekleyişler teorisi perspektifinde açıklanabilmektedir.



Şekil 3: Yeni Klasik Teoride Öngörülen Parasal Genişleme

Kaynak : (Dornbusch and Fischer, 1998: 247)

Şekil 3 de öngörülen parasal genişlemenin ekonomik etkileri görülmektedir. Ekonomi başlangıçta P_0 fiyat düzeyi ve Y_f çıktı düzeyindeki doğal işsizlik oranında E noktasında tam istihdam seviyesi dengede halindedir. Merkez bankasının genişletici para politikası ile beklenen para arzındaki artış gerçekleşirken iktisadi aktörler beklentilerini bu bilgiler ışığında kararlarını almaktadırlar. Bu durumda toplam talep sağa kayarak AD_1 ve toplam arz eğrisi sola kayarak AS_1 şeklini alacaktır. İktisadi aktörlerin toplam talepteki genişlemenin reel bir artış olmadığını bildiklerinden nominal ücret ve fiyatları para arzındaki artışı masedecek oranda artıracaklardır. Bu durumda fiyatlar genel düzeyi P_1 düzeyinde gerçekleşirken çıktı düzeyi değişmeyerek Y_f tam istihdam seviyesinde ve ekonomi E_1 noktasında dengede olacaktır. Parasal genişlemenin iktisadi aktörlerce beklenen (öngörülen) bir durum olması sonucunda fiyatlar genel düzeyinin beklenen ve gerçekleşen değerinin aynı olması ($P_1 = P_1^e$) beklentilerini oluşturan bilginin tam enformasyon altında gerçekleşmesi ile çıktı düzeyi aynı kalacaktır. Rasyonel beklentiler altında öngörülen para politikası değişikliğinde fiyatlar genel düzeyi artarken çıktı düzeyinde değişmemekte başka bir ifadeyle para politikasının herhangi bir reel etkisi görülmemektedir (Dornbusch and Fischer, 1998: 247).



Şekil 4: Yeni Klasik Teoride Öngörülmemeyen Parasal Genişleme

Kaynak : (Dornbusch and Fischer, 1998: 247)

Şekil 4 parasal genişlemenin iktisadi aktörlerce beklenmeyen bir durum olması halinde ekonomideki denge noktası farklı şekilde olmaktadır. İktisadi aktörlerin beklentilerinin ve kararlarını politika değişikliğine göre ayarlayamamaları sonucunda para arzındaki artışla beraber toplam talep AD_0 dan AD_1 şeklinde sağa kayacaktır. Para arzındaki bu artış sonrasında toplam talepteki reel bir artış olarak algılanacaktır (sinyal algılama sorunu) ve dolayısıyla çıktı düzeyi tam istihdam düzeyi üstünde (Y_1) gerçekleşmektedir. Fiyatlar genel düzeyi de beklentilerin üzerinde gerçekleşmesi ($P_1 > P_0^e$) oluşması ve işsizlik oranı doğal işsizlik oranının altına inmesi ile kısa dönemde enflasyon-işsizlik arasında değiş-tokuş gerçekleşmiş olacaktır. Parasal genişlemenin buraya kadar gerçekleşen etkileri kısa dönemli etkileri olmakta ve iktisadi aktörler beklentilerinin hatalı olduklarını fark etmeleri sonrasında beklentilerini uyumlaştırarak toplam arz eğri AS_0 dan AS_1 konumuna gelerek sola kayacaktır. Bu durumda fiyatlar genel düzeyi P_2 düzeyine çıkarken beklenen-gerçekleşen fiyat düzeyinde ($P_1 = P_1^e$), ekonomi tekrar tam istihdam ve doğal işsizlik seviyesine gelecektir. Parasal genişlemenin öngörülmemesi durumunda para politikasının etkileri kısa dönemli olup uzun dönemde reel etkileri olmamakta ve ekonomide enflasyonist etki oluşmaktadır (Dornbusch and Fischer, 1998: 247).

Lucas arz fonksiyonuna göre para politikası, beklentilerdeki hata sistematik olsun ya da olmasın, uzun dönemde ekonomide reel etki oluşturmaları mümkün değildir ve dolayısıyla para politikası etkin olmamaktadır. Sistematik olmayan para politikası değişikliklerinin kısa dönemde reel etkilerinin olması ancak iktisadi aktörlerin beklentilerinde hata yapmalarına bağlı olmaktadır ve diğer taraftan etkin piyasa teorisi ve rasyonel davranış altında iktisadi aktörler kısa dönemli para politikasını uzun dönemde massedeceklerdir (Ertuğrul, 2014: 801).

1.5. YENİ KEYNESYEN TEORİDE PARA POLİTİKASI

1970'ler GÜ'lerde bir takım iktisadi sorunların ortaya çıktığı yıllar olmuştur. Söz konusu bu dönemin hakim paradigması olan Keynesyen iktisadın mevcut sorunların çözümüne ilişkin yeterli bir yapıda olmadığı, Monetarist ve Yeni Klasik ekole mensup iktisatçılar tarafından söylenmiştir. ABD başta olmak üzere birçok batılı GÜ'de petrol krizi ile tartışmalar kamu harcamalarının ve yatırımlarının etkinliğinin sorgulanmasını, kıt kaynaklar altındaki ekonomilerin toplam kaynaklarının daha etkin olan serbest piyasa içerisindeki özel yatırımların dışlama etkisine (crowding-out) maruz kalarak ekonomik aktivitenin olumsuz şekilde etkilendiği eleştirileri yapılmaktadır. Bir diğer eleştiri Keynesyen iktisatçıların istihdam-enflasyon istikrarını ampirik bulgularla açıklamaya çalıştıkları Phillips eğrisi analizindeki enflasyon-işsizlik değiş-tokuşunun enflasyonla beraber yüksek işsizlik oranlarının aynı anda görülmesi ile Keynesyen görüşe yönelik eleştirilerin başka bir yönünü oluşturduğu görülmektedir. Keynesyen paradigmaya yöneltilen eleştirilerin başında Monetarist ekolün eleştirileri gelse de Yeni Klasik ekol tarafından Keynesyen düşünceye yöneltilen ciddi teorik eleştiriler Keynesyen paradigmayı daha fazla sarsmıştır (Saydam, 2009: 240).

Yeni Klasik ekolün önemli iktisatçılarından başında yer olan Lucas, Keynesyen makroekonomiden sonrasını tasarlamakla meşgulken aynı zamanda Keynesyen iktisadı eleştirmekten de geri durmamaktadır. Lucas, Keynesyen teorisinin onarılamaz temel sorunları olduğu kanısındaydı ve Keynesyenlerin etkin piyasa teorisi altındaki rasyonel beklentiler yerine uyarlanabilir beklentiler hipotezini geçerli saymaları ve buna bağlı olarak iktisadi aktörlerin davranışlarında kâr ve fayda maksimizasyonu güdüsü ile hareket etmelerini hesaba katmadıklarını ileri sürmektedir. Lucas, 1980 yılında yayınladığı *Keynesyen İktisadın Ölümü: Sorunlar ve Düşünceler* adlı makalesinde

“*insanların Keynesyen olarak anılmaktan alındıklarını*” (Lucas, 1980; aktaran Snowdon and Vane, 2012: 315) iddia edecek kadar ileri giderek Keynesyen teorinin günün iktisadi sorunlarını çözümünden çok, artık iktisadi düşünce tarihi içerisinde yerini aldığı görüşünde olmaktadır. Lucas yine aynı makalede Keynesyen iktisadın durumu ile ilgili şunları söylemektedir:

“Kendilerini ya da eserlerini Keynesyen olarak tanımlayan, kırk yaş altında ekonomist bulunamıyor. Nitekim insanlar “Keynesyen” olarak anılacak olsalar sanki suç işlemişler gibi bakılmakta. Araştırma seminerlerinde insanlar artık Keynesyen teoriyi ciddiye almıyor; izleyiciler kendi aralarında fısıldaşmaya ve gülüşmeye başlıyorlar (Lucas, 1980; Aktaran Mankiw, 1992: 559).”

Mankiw’e (1992) göre Lucas’ın söz konusu makalesinde Keynesyen teorinin ölümünden bahsetmesine karşılık 1980’lerde Yeni Keynesyen teori ile Keynesyen iktisadın reenkarnasyonu gerçekleşmiştir. Mankiw, Keynesyen iktisadın neden “dirilişi” değil de “reenkarnasyonu” gerçekleştiğini de reenkarnasyonun yeni bir bedende yeniden doğuş olarak nitelenmesinin Yeni Keynesyen teoriyi tasvir etmek için daha doğru bir kavram olduğunu düşünmektedir. Yeni Keynesyen teori Yeni Klasik meydan okumaya ve nispeten Monetarist ekole karşı eski Keynesyenlerin piyasa hakkındaki temel düşüncelerini halen taşımaktalar ve görünmez elin tam istihdamı sağlamadaki şüpheli yaklaşımlarını ve konjonktürel dalgalanmaların piyasa başarısızlıklarını göz ardı etmemektedirler. Mankiw, Yeni Keynesyen teori Keynes’in Genel Teori’de bahsettiği iktisattan ve hatta 1960’lardaki Ortodoks Keynesyen teoriden birçok yönden farklılık arz etmesi bir tarafa belki, David Hume’un Klasik iktisadına ya da Milton Friedman’ın Monetarist yaklaşımına daha çok benzediğini iddia etmektedir (Mankiw, 1992: 559 – 560).

Yeni Keynesyen tabiri ilk defa M. Parkin (1982) tarafından yılında yayınlanan ders kitabında kullanılmakla beraber bilimsel bir makalede “Yeni Keynesyen iktisat” etiketinin ilk kullanımları Laurence Ball, N. Gregory Mankiw ve David Romer (1988) tarafından kullanılmıştır (Gordon, 1990: 1115). Yeni Keynesyen görüşün bir bütün içerisinde “ekol” olarak tabir etmek pek mümkün gözükmemesi onun heterojen yapıdaki bir makaleler yığını şeklinde olmasından kaynaklandığını ifade etmekte yarar vardır. Yeni Keynesyen iktisadın önde gelen isimleri; G. Mankiw, D. Romer, J. E. Stiglitz, B. Greenwald, J. Taylor, L. Summers, O. Blanchard, S. Fischer, Ben Bernanke,

J. Yellen, E. Phelps gibi iktisatçıları saymak mümkündür (Snowdon and Vane, 2012: 318).

Klasik, monetarist ve Yeni Klasik iktisadın Walrasyan yaklaşım içerisinde piyasaların sürekli temizlendiği ve denge halinin kararlı bir yapıda devam ettiği dolayısıyla ekonomide reel iş çevirimlerini açıklamada yetersiz kaldıkları görüşü savunulmaktadır. Tobin'e göre ana akım iktisat içerisinde ekonomik dalgalanmaları açıklayacak Keynesyen teori dışında alternatif makroekonomi teorisi bulunmamaktadır ve ekonomik dalgalanmalarda kesinlikle para ve maliye politikalarının önemli bir rolü olacaktır (Tobin, 1986: 384). Yeni Keynesyen görüşün temel önermelerinde her ne kadarda "eski" Keynesyen görüşlerin bir kısmı yer alsada piyasa başarısızlıklarını açıklamada yetersiz olan eski Keynesyen görüşün yerine Neo-klasik temeldeki mikro yaklaşım ile aksak rekabet koşullarının varlığını ve bu piyasa şartlarının oluşmasındaki nominal ve reel katılıklarının varlığını ortaya koymaktadırlar. Yeni Keynesyen teori heterojen yapısına rağmen en temelde şu iki soruya yanıt vermektedir. *Birincisi* Klasik dikotomi ilkesi geçersiz midir? Gerçektende Keynesyen görüşteki iktisatçıların ortak noktaları Klasik dikotomi ilkesini reddetmeleridir, yani para yansız değildir. *İkincisi* ise ekonomide ortaya çıkan dalgalanmaların altında yatan sebep reel piyasa aksaklıklarından mı kaynaklanmaktadır? Bütün Keynesyen ekolün temsilcilerinin piyasa aksaklıklarının varlığını kabul ettiklerini söylemek mümkündür (Romer, 1993: 20). Peki, bu iki varsayımı içeren soruya yanıtları olumlu olan Yeni Keynesyen görüşü diğerlerinden ayıran özellik nedir? Yeni Keynesyen öncesi "eski" Keynesyenler makro ekonomi teorisi içerisinde toplam arz dengesizliklerini kabul etmelerine rağmen çıktı ve istihdam düzeyindeki sapmaları açıklayan ücret ve fiyatlardaki katılıkları, heterojen emek ve eksik bilgi gibi mikro temelli yaklaşımlar ile açıklanmaya çalışılmıştır. Toplam davranışların türetildiği mikro temeller genellikle doğrudan test edilip doğrulanabilir ve reddedilebilir olmaktadır ve dolayısıyla Yeni Keynesyenler iyi bir makroekonomik modelin içeriğinde mikro temelli hipotezlerinin sağlam olması gerektiğini düşünmektedirler (Greenwald and Stiglitz, 1993: 24-25).

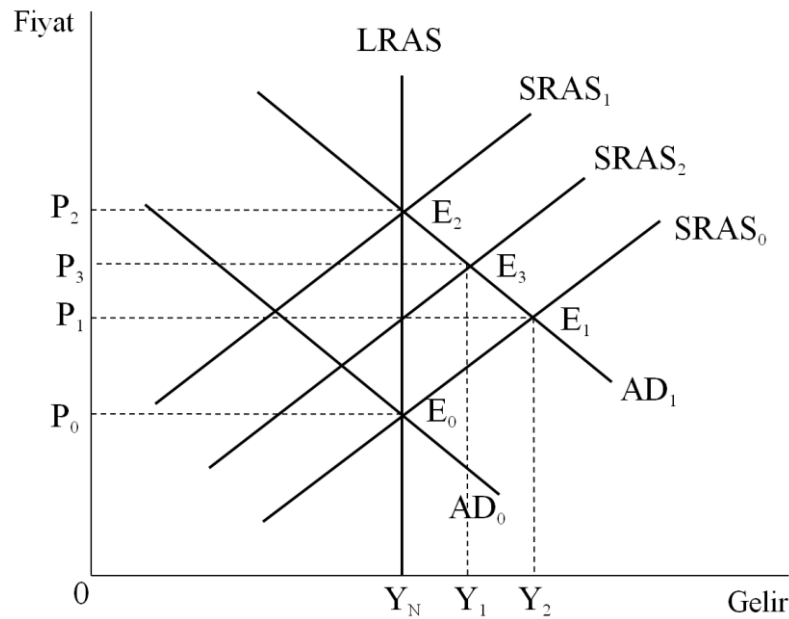
Yeni Keynesyen teori kâr ve fayda maksimizasyonu peşindeki iktisadi aktörlerin rasyonel beklentiler altında olduğunu kabul etmekle beraber fiyat ve ücret katılıkları piyasa dengesizliklerine neden olduğunu iddia etmektedir. Yeni Keynesyenler fiyat ve ücret katılıklarını mal, istihdam, para ve sermaye piyasalarına göre farklılık arz

edeceğini söylemektedir. Buna göre, para ve sermaye piyasalarında fiyatlar esnek, mal ve istihdam piyasalarında fiyat ve ücret katılıkları bulunmaktadır. Fiyat ve ücret katılıkları, Walrasyan genel denge içerisinde piyasaların hızla süpürülmesine imkân vermemektedir, dolayısıyla mal ve emek piyasaların dengesizlikler oluşmaktadır. Eksik istihdam altındaki ekonomide fiyat ve ücretlerin katılığı parasal değişmelerin etkilerini rasyonel beklentilerdeki gibi massedecek durumda değildir. Buna göre para politikası eksik istihdam koşullarında etkin bir rol oynayabilmektedir (Yıldırım vd., 2010: 1269; Paya, 2013: 219-220). Yeni Keynesyen iktisatçıları Ortodoks (eski) Keynesyen iktisatçılardan farklı olarak ücret katılıklarının yanında fiyat katılıklarının da eksik rekabet koşullarını oluşturacağını savunmaktadırlar. Walrasyan genel denge içerisinde arz-talep miktarlarının fiyat intibakları ile uyulanması Klasik-Yeni Klasik ekoldeki gibi fiyat katılıkları nedeniyle gerçekleşmemektedir. Yeni Keynesyenler fiyatların tekelci firmalar tarafından belirleneceği için, daraltıcı bir para politikasında olası bir toplam talep yetersizliğinde tekelci firma, fiyat kırma maliyetine katlanmayacaktır. Firmalar etiket değiştirme, yeni satış sözleşmeleri yapma, yeni fiyat listeleri yapma, gibi “*menü maliyetlerine*” katlanmayacaktır. Fiyat katılıklarının oluşmaması için firmaların bu menü maliyetlerine katlanması gerekecektir (Snowdon and Vane, 2012:327-328).

Yeni Keynesyen teoriye göre, istihdam piyasasında ücret katılıkları konjonktür dışı gelişmelerin olduğu iktisadi ortamda ücretlerin piyasayı tekrar denge noktasına getirecek bir uyarlamaya imkan vermemektedir. Ücretlerdeki bu katılıklar açık ya da zımnî ücret sözleşmeleri, uzun toplu sözleşmeleri, etkin ücret yaklaşımı, içerdekiler-dışarıdakiler yaklaşımı gibi modellerde ileri sürüldüğü üzere nominal yada reel katılıkların oluşmasına neden olmaktadır. Stanley Fischer’e göre, istihdam piyasasındaki bu katılıkların –özellikle uzun dönem sözleşmelerinin- Klasik dikotominin kısa dönemde geçersiz olması, para arzındaki değişmelerin reel etkilerinin oluşmasına neden olacağını ve dolayısıyla para politikasını etkin bir rol oynayabileceğini ifade etmektedir. (Fisher, 1977: 203-204). Görüldüğü üzere Yeni Keynesyen iktisatçıların para politikası hakkındaki görüşleri Yeni Klasik ekole bağlı iktisatçılardan farklıdır. Rasyonel beklenti altında dahi piyasaların sürekli kendini temizlediği görüşü ancak anlık bir durumu ifade edebilir. İktisadi aktörlerin fiyat ve ücret ayarlamalarının sanıldığı aksine koordinasyonsuz ve esnek olmayan şekilde

olduğu aksak piyasa şartlarında talep yönetimli politikaların potansiyel olarak etkin olmasını beklemek mümkün gözükmemektedir.

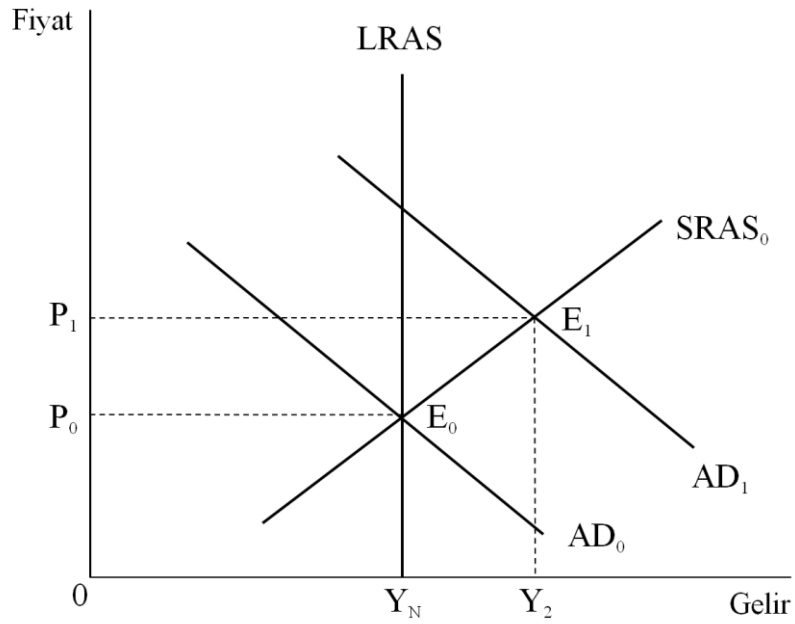
Yeni Keynesyen teorinin para politikasının etkinliği konusundaki görüşü Yeni Klasiklerin görüşlerinden oldukça farklı yapıdadır. Yeni Keynesyenler iktisadi aktörlerin rasyonel beklentilerle hareket ettiklerini kabul ederken, bu iktisadi davranış altında para arzındaki değişmelerinin toplam talep kanalıyla ekonomide reel etkiler bırakmasının mümkün olduğunu ifade etmişlerdir. Yeni Keynesyenlere göre iktisadi aktörler para arzındaki değişmeleri tam öngörseller bile para arzındaki değişmelere karşı fiyatlar genel seviyesine orantılı şekilde değişmesi mümkün değildir. Bu durumda Klasik dikotominin geçerli olduğunu söylemek yanlış olur, zira para arzındaki değişmeleri massedecek fiyatlar genel seviyesindeki değişikliğin oluşmayacağından ekonomide reel etkiler bırakması söz konusudur (Büyükakın, 2007: 32). Firmalar para arzındaki artışa bağlı olarak fiyatları orantılı bir şekilde artırmalarına, Yeni Keynesyenlerin açıkladıkları toplam arz eğrisini belirleyen koşulların mikro temelli değişkenlere bağlı olarak oluşacağından para arzındaki değişmeleri massedecek Lucas tipi toplam arz fonksiyonu işlevsel olmayacaktır. Yeni Keynesyen iktisatçıların para politikasının etkinliği ile ilgili bu görüşlerini daha basit bir anlatım ile aşağıdaki Şekil 5 ve Şekil 6 yardımıyla açıklamaya çalışılmaktadır.



Şekil 5: Yeni Keynesyen Teoride Öngörülen Parasal Genişleme

Kaynak: (Orhan ve Erdoğan, 2015: 221)

Ekonomi AD_0 toplam talep eğrisi ile $SRAS_0$ toplam arz eğrisinin kesiştiği E_0 noktasında, P_0 fiyat düzeyi ve Y_N çıktı düzeyinde dengedir. Y_N çıktı düzeyi ekonominin doğal düzeyini temsil etmektedir zira bu çıktı düzeyinde beklenen fiyatlar genel seviyesi (P_e) gerçekleşen fiyatlar genel seviyesine (P_1) eşit ($P_e=P_1$) olmaktadır. Politika yapıcıları ekonomiyi doğal çıktı düzeyinin üzerine çıkarmak için para arzını artırarak genişletici para politikası uyguladıklarında artan para arzı, toplam talebi artırarak toplam talep eğrisini sağa kaymasına (AD_1 konumuna gelmesine) neden olacaktır. Toplam talepteki bu artış, fiyatlar genel seviyesini artıracaktır. Bu durumda artan fiyatlar genel seviyesi karşısında işçilerin de reel ücretlerinin azalmasına neden olacaktır. İşçilerin para politikasındaki bu değişikliği öngörmelerine rağmen reel ücretlerindeki bu azalışı massedecek şekilde ücretlerinde artış gerçekleşmeyecektir, çünkü Yeni Keynesyenlere göre, tam rekabet piyasa şartları altında, fiyatların ve ücretlerin esnek olduğu iktisadi yapı mevcut bulunmamaktadır. Aksak rekabet koşulları (uzun dönem sözleşmeleri, etkin ücret teoriler, menü maliyetleri koordinasyon eksikliği vb. durumlar) geçerli olduğundan ekonomi tekrar doğal düzeyine gelememektedir. Söz konusu bu durum öngörülen para politikasının etkilerinin Yeni Keynesyenleri, Yeni Klasiklerden ayıran en önemli nokta olmaktadır. Çünkü Yeni Klasiklere göre fiyatlar genel seviyesindeki artışa karşılık olarak fiyatların ve ücretlerin tam esnek yapıda olmasından dolayı toplam arz eğrisi $SRAS_0$ konumundan $SRAS_1$ konumuna gelecektir. Yeni Keynesyenler göre ise toplam arz eğrisi $SRAS_0$ ile $SRAS_1$ arasındaki bir konumda $SRAS_2$ gibi bir konuma gelecek ve ekonomi P_3 fiyatlar genel seviyesi ve Y_2 çıktı düzeyinde E_3 noktasında dengeye gelecektir (Orhan ve Erdoğan, 2015: 221).



Şekil 6: Yeni Keynesyen Teoride Öngörülme Parasal Genişleme

Kaynak: (Orhan ve Erdoğan, 2015: 221)

Genişletici para politikasının iktisadi aktörler tarafından öngörülmediği durumda fiyatlar genel düzeyi ve çıktı üzerindeki etkileri şekil 6 üzerinde gösterilmektedir. Ekonomi başlangıçta AD_0 toplam talep eğrisi ile $SRAS_0$ kısa dönem toplam arz eğrisinin kesiştiği E_0 noktasında dengedir. Para politikası uygulayıcıları iktisadi aktörlerinin öngörmediği bir durumda para arzını artırarak genişletici bir para politikası uyguladıklarında, toplam talep eğrisi sağa kayarak AD_0 konumundan AD_1 konumuna gelmektedir. Bu durumda para politikasındaki söz konusu değişiklik öngörülmediği için kısa dönemli arz eğrisi $SRAS_0$ değişmemektedir. Para politikasının kısa dönemli etkilerine bakıldığında ekonomi E_1 yeni denge noktasında; fiyatlar genel düzeyi P_0 'dan P_1 düzeyine çıkmasına neden olurken, çıktı seviyesinin Y_N doğal düzeyden Y_2 düzeyine geldiği görülmektedir. Yeni Keynesyenlere göre para politikasındaki değişikliklerin iktisadi aktörlerce öngörüldüğü ya da öngörülmediği durumdaki etkileri farklı olmaktadır. Nitekim şekil 5 ve şekil 6 bu durumu açıkça göstermektedir. Buna göre, öngörülen politika değişikliğine göre öngörülme parasal genişleme politikasının daha etkin ($Y_N - Y_2 > Y_N - Y_1$) olduğu görülmektedir (Orhan ve Erdoğan, 2015: 220 - 221).

Yeni Keynesyen teoride şekil 5 ve şekil 6 yardımıyla ortaya konulan para politikasının etkinliği konusu, iktisadi birimlerin rasyonel beklentiler altında para arzındaki değişimleri öngörseler bile, toplam talep düzeyindeki değişmelerin reel etkiler doğurmasının mümkün olduğunu ortaya koymuşlardır. Yeni Klasiklerin Keynesyen düşüncenin makro düzeydeki politika çıkarımlarının sağlam mikro temellere dayanmıyor olması eleştirilerine karşılık Yeni Keynesyenler iktisadi davranışların mikro düzeydeki yapısını inceleyerek toplam talep yönetimli politika setlerinin tekrar literatür içerisinde tartışılmasını sağlamışlardır. Yeni Keynesyen iktisat politikalarına 1960'lardaki Keynesyen iktisat politikalarının ihtiyari (duruma göre) politikası durumunda taraf olmak yerine daha çok kurala dayalı politika duruşunu benimsemektedir. Yeni Keynesyen iktisatçılarının para politikasındaki *ihtiyari-kurallı yaklaşım* üzerinden görüşleri Keynesyen düşünceden daha çok Yeni Klasik teoriye daha yakın gözükmektedir. (Büyükakın, 2007: 34). Yeni Keynesyen teori Keynesyen düşüncenin tekrar diriltilmesi amacıyla çok, piyasa başarısızlıklarının ekonomide kısa dönemli sapmaların olabileceğini ve dolayısıyla bu sapmalara karşı ekonomiye müdahalelerin kısa dönemli reel etkileri olabileceğini ortaya koymaya çalışmaktadır. Bu temel politika çıkarımı her ne kadar da Keynesyen teoriyle uyumlu olsa da piyasa başarısızlıklarını Neo-klasik ekolün mikro yaklaşımı ve Yeni Klasiklerin rasyonel beklentiler hipotezi çerçevesinde kurgulanmaktadır (Snowdon and Vane, 1995: 53 - 54). Yeni Keynesyen ekol bu noktada Keynesyen düşüncenin Lucas tarafından eleştirisi yapılan teorik problemlerinin daha iyi mikro temeller üzerinden yeniden modellenmesidir. Bu durumda Yeni Keynesyen teori Neo-klasik sentezin yukarıda saydığımız nedenlerle yeniden modellendiği anlayışı üzerinden "*Yeni Neo-klasik Sentez*" olarak nitelenmesi daha doğru bir yaklaşım olmaktadır.

Zaman tutarsızlığı görüşüne göre iktisadi birimleri enflasyonist beklentilerinin t_0 anında merkez bankasının beklentileri doğrultusunda sabitlediklerinde iktisadi davranışlar bu beklenti altında optimize edilir, para politikası uygulayıcılarının baz aldığı değişkenlerin değişmesi durumunda "*ihtiyari*" para politikası gereğince t_0 anındaki enflasyon stratejisini yeni baz değişkenine göre değiştirecektir. İktisadi birimler ise t_0 anında optimize ettiği davranışı t_1 anında değiştirmeyeceğini varsayacaklar ve bu durumda t_1 anında iktisadi davranışları optimize olmayacaktır. Bu durumda ihtiyari para politikası zaman tutarsızlığı ile karşı karşıya olacaklardır (Parasız, 2011:

229 -230). Mankiw'e göre politika yapıcılarının takdir yetkisine dayalı para politikası duruşları, işsizliğin azaltılmasına yönelik kullanıldığında rasyonel beklentiler altındaki iktisadi aktörlerin, belirli bir zaman sonra enflasyon beklentilerini buna göre ayarlarlar. Beklenen enflasyon artışı, enflasyon ve işsizlik arasındaki kısa dönem değiş-tokuş bozulmaktadır. Bu durumda ihtiyari para politikası duruşu, daha düşük işsizlik olmaksızın enflasyonist etkilerin oluşmasına neden olacaktır. Yeni Keynesyenler ise ihtiyari para politikasının zaman tutarsızlığı problemi içerisinde güvenilirlik sorunu oluşturmasının para politikasının optimal etkinliğini azaltacağına ait sağlam bir düşünce yapıları olmaktadır. Yeni Keynesyen iktisatçılara göre kurala dayalı belirli bir nominal taahhüt (parasal hedefleme, enflasyon hedeflemesi gibi stratejiler) üzerinden beklentilerin çıpılanmadığı para politikası duruşlarında, modern merkez bankası otoritelerinin sıklıkla belirttikleri fiyat istikrarı hedefine ulaşılması mümkün gözükmemektedir (Mankiw, 1992: 564).

1.6. MODERN PARA POLİTİKASININ TEORİK TEMELLERİ

Ekonomik istikrar en genel anlamda; çıktı düzeyi, enflasyon ve istihdam düzeyi gibi makro ekonomik değişkenlerdeki dalgalanmaların makul düzeyde olmasını, daha özel anlamda ise çıktı düzeyindeki büyümenin düzenli şekilde devam etmesini ifade etmektedir. İktisadi ekoller arasında politika çıkarımlarının nitelikleri ve teorik yapıları üzerindeki tartışmalardan önce yapılan en temel tartışma şu soru üzerinden şekillenmektedir: ekonomiye bu politika setleri ile müdahale edilmeli midir, edilmemeli midir? Bu tartışma Klasik ekole mensup iktisatçıların ekonomiye müdahale edilmesinin gereksiz olduğunu Klasik dikotomi ilkesi üzerinden açıklarken, Keynesyen iktisatçılar özellikle 1929 Büyük Buhranı ile ekonominin istikrara kavuşturulması için böylesi şok dönemlerde ekonomiye müdahale edilmesinin gerekliliği üzerinde durmaktadırlar. Monetaristler ise Klasik ekolün temel savlarını kabul etmekle beraber ekonomiye müdahalenin kısa dönemde reel etkilerinin meydana gelebileceği şerhini düşmektedirler (Özmucur, 1991: 1-3). Para politikasının teorik temellerindeki evrimin odak noktasında Klasik dikotomi ilkesinin varlığı ile ilgili tartışma yani, paranın yanlı ya da yansız oluşu etrafında gerçekleştiği görülmektedir. Ekonomiye talep yönetimli müdahalelerin Yeni Klasik iktisatçıların söylediği gibi etkisiz olduğu tezi, rasyonel beklentiler altındaki iktisadi aktörlerin davranışları tarafından etkisiz oluşu varsayımından daha çok, özel konumdaki denge anındaki piyasanın süpürülmesi varsayımına dayandığı açıkça

görülmektedir. Yeni Keynesyenlerde ise prensipte en azından konjonktürel dalgalanmalara karşı politika etkinliğinin kısa vadede sağlandığı görülmekte ve paranın yansız olduğu sonucuna ulaşılmaktadır (Snowdon and Vane 2012: 362).

İktisadi ekollerin birbiri içerisine geçmiş varsayımları ve politika çıkarımları, onları daha kaotik bir görünüm içerisinde olmasına neden olurken, pedagojik formasyon içerisinde anlamlandırma kaygıları içerisinde kesin ve net çizgilerle birbirinden ayrılmasına olanak sağlamaktadır. Buna rağmen teorik düzeydeki bu tartışmalar bir tarafa uygulama alanında söz konusu girift ağları görmek mümkün değildir. Örneğin ikinci dünya savaşı sonrası özellikle 1950’li yıllardan 1970’li yıllara kadar uzanan zaman kesitinde Keynes’in Genel Teori’sinin Neo-klasik teorinin temel prensipleri ve araçları çerçevesinde bir yorumu olan Neo-klasik sentez, teorik düzeyde bu karmaşık iktisadın doktriner yapısındaki uzlaşmanın ilk nüvesini verirken (Paya, 2013: 232), 1980’lerde monetarist politikaların enflasyonist eğilimleri azaltıcı bir performans gösterememesi ve iktisadi büyüme, işsizlik oranlarında istenilen hedeflere ulaşılamaması, 1990’lı yılların başında büyük oranda Yeni Keynesyen iktisatçılar tarafından oluşturulan fakat Monetarist, Yeni Klasik ve reel iş çevirimleri ekolünün motiflerini de taşıyan yeni bir uzlaşıdan (new consensus) bahsetmek mümkündür. Söz konusu bu yeni uzlaşı; yeni Neo-Klasik sentez, modern makro iktisat veya büyük uzlaşı gibi isimlerle ifade edilmekte ve (Goodfriend, 2005: 249 – 250) modern para politikasının teorik dayanağını oluşturmaktadır.

Yeni Keynesyen iktisatçıların başını çektiği bu yeni uzlaşı üç ana noktadan oluşmaktadır. *Birincisi*, para politikasının operasyonel yapısında nihai hedefinin fiyat istikrarının sağlanmasıdır. Bu nedenle para politikası stratejisi, parasal hedefleme, döviz kuru hedeflemesi ya da doğrudan enflasyon hedeflemesi üzerinden kurumsal çerçevesi belirlenirken, para politikası yapıcılarının asıl amacı fiyat istikrarı sağlanması konusudur. *İkinci*, uzlaşı noktası ise ekonomideki beklentilerle ilgilidir ve söz konusu beklentilerin ekonomi üzerindeki etkileri hiç kuşkusuz önemli bir noktadır. Buna göre enflasyonu belirleyen değişkenler kadar enflasyon beklentileri ve bu beklentilerin yönetimi çağdaş merkez bankacılığının ve para politikasının önemli bir argümanı olarak kabul edilmektedir. *Üçüncüsü*, ise para politikasının varlık fiyatlarını birçok aktarım kanalı üzerinden etkiliyor olmasıdır. Gerek Keynesyenlerin para politikası kararlarının faiz kanalı üzerinden varlık fiyatlarını etkilediği fikri; gerekse monetaristlerin iddia

ettiği gibi parasal büyüklüklerin varlık fiyatlarındaki değişmeyi gösteren iyi bir gösterge olduğu düşüncesinin yetersiz kaldığı görülmektedir (Özdemir, 2009: 3). Bu açıdan para politikasının nihai amacı olan fiyat istikrarının yanında finansal istikrarında sağlanması yaşanan bir dizi finansal krizler ile önem kazandığı görülmektedir.

1970'lerin başlarına kadar hakim iktisat paradigması olan Neo-Klasik sentez yerini, Monetarist teoriyi referans alan para politikası uygulamalarına bırakmıştır. Monetarist para politikası esasen parasal büyüklüklerin bir kural çerçevesinde bir ara hedef olarak belirlendiği ve nihai hedefin enflasyonu kontrol altına almak olduğu para politikasıdır. Bretton Woods sisteminin çöküşü ile parasal büyüklüklerin altınla olan bağının koparılması, merkez bankalarının hareket kabiliyetini artırmış ve doğal olarak da para politikasının etkinliğinin artması beklenmiştir. Para politikasındaki amaç temelde fiyat istikrarını sağlamaktır ve dolayısıyla monetarist para politikasının temel savı olan “enflasyon her zaman ve her yerde parasal bir olgudur” anlayışı politika setinin belirlenmesinde önemli bir yere sahip olmuştur. Buna göre para ve enflasyon arasında yakın bir ilişki vardır. Merkez bankaları bu ilişkiden dolayı enflasyonist dönemde para arzını kısırarak ekonomiye müdahale ederken deflasyonist ortamda para arzının artırılması şeklinde dışsal bir etkide bulunmaktadır. Para politikasının etkinliğini azaltan unsurlar piyasaya müdahale eden kamu politikaları gereğinden fazla ekonomiye paranın tedavüle çıkması ile enflasyonist etki bırakabilir. Bu durumda para politikası ile mutlaka uyumlu bir maliye politikası olması gerekmektedir. Para politikasının M1, M2 ya da daha kapsamlı parasal büyüklüklerin referans alınarak yürütülen monetarist para politikası uygulamaları, 1970'ler ve 1980'lerde birçok GÜ'de enflasyon önemli bir sorun olarak ortaya çıkmakta ve buna bağlı olarak düşük büyüme oranları ve yüksek işsizlik oranları görülmektedir. Parasal büyüklüklerin ara hedef olarak kurgulandığı para politikası uygulamaları üzerindeki tartışmalar başlamış ve yapılan ampirik bulgular para arzının büyüme oranı ile enflasyon ve çıktı büyümesi arasında yakın bir ilişkinin olmadığı ortaya çıkmış, aksine Friedman'ın para talebinin faiz oranlarına karşı duyarlı olmadığı tezine karşılık para talebi ile faizler arasında yakın bir ilişkinin olduğu ortaya konulmuştur (Oktar vd., 2013a: 102 -104). Sonuç olarak para politikasındaki para arzının dışsal bir kontrol aracı olarak kullanılması para politikasının beklenen düzeyde etkin olmasını sağlayamamaktadır. Bunun yerine para politikasının

etkinliğini artıracak yeni stratejiler ile politika araçlarının kullanılması gerektiği ortaya çıkmıştır.

1.6.1. Fiyat İstikrarı Amacının Önemi ve Enflasyonun Maliyetleri

Tarihsel süreçte fiyat istikrarını sağlama amacı altın standardı ve Bretton Woods Sistemi gibi uluslararası parasal sistemlerinin yürürlükte olduğu dönemlerde para arzını altın ya da altına çevrilebilen başka bir ulusal para biriminin belirli bir oranına nominal bir çapa olarak belirlemek suretiyle sağlanıyordu. Altın standardı sistemi 1914 yılına kadar başarıyla uygulandı ve merkez bankalarının bu başarısının altında parasal sistemi tutucu bir kararlılıkla uygulanmasında yattığı gözlenmektedir. Altın standardına göre altının konvertibilitesi, nominal çapa görevi görerek para arzının sınırları bankanın elinde tuttuğu altın rezervine göre belirlenmektedir. Fiyatlar genel düzeyinin uzun vadede değerinin piyasa koşullarında belirlenen bir emtiaya bağlı olduğundan, enflasyon beklentileri de buna göre şekillenmekte ve ulusal paranın iç ve dış değeri korunmuş olmaktadır. Merkez bankaları bu dönemde fiyat istikrarının sağlanması konusunda çokta endişeli değillerdi, zira altın standardı enflasyon beklentilerinin piyasa koşullarında belirlenmesi kuralına uyma zorunluluğu para arzının belirlenmesi üzerindeki operasyonel etkinliğini kısıtlamaktaydı (Bordo, 2007: 1). Klasik iktisadın temel önermelerine uygun olan merkez bankacılığı anlayışının başarılı şekilde yürütülmesi altın standardının serbest piyasa koşullarına hizmet eden bir çapa görevi görmesidir. Hükümetlerin ekonomiye müdahale etme konusunda daha agresif olduğu savaş dönemlerinde olağan dışı kamu harcamalarını para basarak finanse etme çabaları sonucunda ulusal altın rezervlerinin dolaşımdaki banknotları karşılaması imkânsız hale gelmiştir. Bu durumda altınla bağı kopan ulusal paranın değeri artan banknot karşısında değerini kaybederek enflasyonist bir etki oluşmuş ve birçok ülkede geçerli olan altın standardı sistemi yürürlükten kalkmıştır.

İkinci Dünya Savaşı sonrası 1944 yılında altın standardı sistemini ABD öncülüğünde Bretton Woods'taki uluslararası konferansta "White Planı" çerçevesinde revize edilerek tekrar hayata sokuldu. Yeni parasal sistemde ulusal para birimlerinin altına konvertibilitesi Amerikan Doları aracılığıyla yapılmakta ve 1 ons altın 35 \$ olarak belirlenmiştir. 1944 -1971 yılları arasında gelişmiş ekonomilerde merkez bankaları dolaşımdaki kâğıt paranın dolar ve altına konvertibilitesini taahhüt etmekte ve bu

durumda ulusal paranın istikrarlı bir yapıda olmasını sağlamaya çalışıyordu (Gerdesmeier, 2007: 20). 1958 – 1971 döneminde Bretton Woods sisteminde ulusal paranın altınla olan bağında kilit rol oynayan Amerikan Doları'nın kredibilitesini azaltacak bir dizi gelişmeler ortaya çıkmıştır. Kore ve Vietnam savaşlarının artan kamu harcamaları ve buna bağlı olarak ABD ekonomisinin dış açık vermesi, FED'in piyasaya sürdüğü banknotların altın rezervlerinden çok daha fazla olması, söz konusu güvensizliğin kaynakları olarak Bretton Woods sisteminin işlemlerini olanaksız hale getirmiştir. Bu gelişmeler altında Bretton Woods sistemi çökmüş ve ülkeler para birimlerine karşı döviz kurlarının dalgalanmasına izin vermişlerdir (Bulut ve Demirel, 2015: 30). Bretton Woods sisteminin çökmesiyle fiyat istikrarı için çapa görevi görecektir uluslararası parasal sistemin yokluğu başta ABD olmak üzere gelişmiş ekonomilerde enflasyon oranlarında ciddi artışları meydana getirmiştir.

1980'lerden günümüze modern merkez bankacılığının para politikası uygulamalarının odağında fiyat istikrarının sağlanması ve sürdürülmesi amacı yer aldığı görülmektedir. Zira yeni uzlaşma etrafında toplanan iktisatçılar, söz konusu uzlaşmalarının en önemli sacayağını düşük ve istikrarlı bir enflasyon oranının tesis edilmesi oluşturmaktadır. Çünkü ekonomik istikrarın sağlanmasında öncelikli koşul fiyat istikrarının sağlanması ve sürdürülmesi olarak görülmektedir. (Parasız ve Ekren, 2015: 68). Ekonomik istikrarın sağlanmasında fiyat istikrarının birincil koşul olmasına karşılık yeter koşul olarak diğer temel makro ekonomik hedeflerinin de sağlanması gerekmektedir. Bunlar, iktisadi büyüme, tam istihdam, ödemeler bilançosu ve finansal istikrarın sağlanmasıdır. Hızlı ve istikrarlı bir büyüme orta ve uzun dönemde ekonominin tüm kurumlarının işlevsel yapısını devam ettirebilmesi, toplumun ve bireylerin en yüksek refah düzeyine erişebilmesi için iktisadi perspektifte hayatiyeti olan makro ekonomik temel hedeflerden biridir. Tam istihdam düzeyi ekonominin genel istikrarı olan çıktı düzeyini ve en az onun kadar önemli olan toplumsal refahı da etkilemektedir. Makro ekonomik istikrarın ülke ekonomilerinde sürdürülebilir olması ancak onun dışsal etkenlerden ve krizlerin en az etki düzeyinde olmasına imkân sağlayacak bir ödemeler bilançosu dengesine sahip olmasında yatmaktadır.

Söz konusu tüm bu makroekonomik hedeflerin hepsine aynı anda ulaşılmasını sağlayacak bir para politikası seti, bu hedefler arasındaki bazı çatışmalardan dolayı mümkün görülmemektedir (Tingerben Kuralı, 1952). Ancak fiyat istikrarının

sağlanmasını birincil öncelik olarak alan para politikası setinin diğer makroekonomik hedeflerin ulaşılmasını kolaylaştırdığı hatta bu hedeflere ulaşılması noktasındaki iktisat politikalarının temel zemini oluşturduğu görülmektedir. Örneğin, para politikasının öncelikli olarak iktisadi büyümeyi hedeflediği bir ortamda para arzının artırılması büyümeyi artırıcı bir etkisi olurken diğer taraftan para arzındaki büyümeden kaynaklanan enflasyondaki artışlar da görülecektir. Bu durumda artan enflasyon oranları büyümeyi olumsuz etkileyecek ve sürdürülebilir bir iktisadi büyüme sağlanamamış olacaktır. Benzer şekilde para politikasının tam istihdam seviyesi hedefini önceleyen bir uygulama ile genişletici para politikası izlemesi aynı şekilde fiyatlar genel seviyesinin artmasına neden olacaktır. Eğer söz konusu ekonomide işsizlik yapısal bozukluklardan kaynaklanıyorsa tek başına para politikası ile tam istihdam seviyesine ulaşamayacaktır. Ancak fiyat istikrarını temel amaç olarak alan merkez bankası geleceğe ilişkin enflasyon beklentilerini olumlu çapaladığında atılacak diğer iktisat politikası adımları ile iktisadi büyüme, tam istihdam ve ödemeler dengesi gibi temel hedeflerin sağlanması daha kolay olacaktır (Oktar vd., 2013a: 115).

Sonuç olarak fiyat istikrarı, iktisadi ajanların karar alma süreçlerinde fiyatlar genel seviyesindeki muhtemel değişimin hesaba katmasına gerek kalmayacak şekilde makul bir düzeyde olmasıdır (Greenspan, 1996). Çünkü iktisadi ajanların tüketim, tasarruf ve yatırım gibi temel iktisadi kararlar alırken fiyatlar genel seviyesinin onlara sağlıklı bir enformasyon sağladığı ölçüde bu kararları daha rahat bir şekilde alacaklardır. Aksi takdirde fiyat istikrarının sağlanmadığı bir ortamda iktisadi aktörler bu kararları almakta daha kararsız bir tutum içerisinde olacaklardır. Fiyatlarda sürekli ve ani artışlar ekonomik belirsizlikleri artırırken tüketicileri tüketim kararı almasına, yatırımcının ise yatırım kararı alması noktasında risk alma iştahlarını azaltacak ve karar alıcıları daha temkinli davranmaya sevk edecektir. Bu durum ekonomik aktivitenin azalmasına neden olurken söz konusu ekonomik koşulların bozulmasından dolayı birtakım maliyetlerin ortaya çıkması kaçınılmaz olacaktır. Bu maliyetlerden en önemlisi enflasyonist ekonomik koşulda reel faiz oranlarının artmasıdır. Enflasyonist ortamın yarattığı belirsizlikler risk primlerinin artmasına ve buna bağlı olarak riskin çok fazla olduğu ekonomilerde reel faizlerin de artmasına neden olacaktır. Yüksek reel faiz oranı sermaye birikiminin azalmasına hatta erimesine neden olurken artan kredi faiz oranları yatırımcının yatırım yapma iştahını törpüleyecektir. Kredi imkânlarının daralması hem

finansal piyasaların hem reel piyasalarını istikrarsız bir yapıya bürünmesine neden olacaktır (TCMB, 2013a: 6-8). Bir diğer maliyet ise enflasyonun finansal piyasalardaki kırılğan yapıyı artırmasıdır. Enflasyondaki ani değışmeler varlık fiyatlarının değerinin aşınmasına ve bankaların bilançolarının kötüleşmesine neden olacaktır. Sabit faizli kredinin reel değerindeki bu aşınma söz konusu banka ya da bankaların aktiflerinin değerini azaltacaktır. Bu durumda banka iflaslarının gerçekleşmesi kaçınılmaz olacaktır. Merkez bankaları eğer fiyat istikrarını muhafaza ederse, nominal varlıkların reel değerlerindeki aşınmalara maruz kalınmayacak ve finansal istikrar sağlanmış olacaktır (Gerdesmeier, 2007: 20). Buna göre fiyat istikrarının uzun vadede istikrarlı bir yapıya kavuşturulmasının merkez bankaları için öncelikli bir amaç olmasının nedeni enflasyonun ekonomik, sosyal ve siyasi maliyetlerinin olmasıdır. Bunun için modern merkez bankacılığında para politikasına atfedilen öncelikli görev; ekonomide fiyat istikrarının sağlanmasını ve sürdürülmesini sağlamak olarak, belirlenmiştir. Fiyat istikrarı ise kabaca enflasyonun yıllık olarak %1 ile %3 arasında makul bir seviyede olması anlamına gelmektedir (Fischer, 1996: 7).

1.6.2. Para Politikasında Takdire Dayalı – Kurala Dayalı Politika Tartışmaları

Ekonomik istikrarın sağlanması ve sürdürülmesinde hiç kuşkusuz etkin bir para politikasının önemli bir rolü olduğu konusunda pek çok iktisatçı arasında genel bir kabul bulunmaktadır. Söz konusu etkin para politikasının yapısının nasıl olması gerektiği üzerindeki tartışma; takdire dayalı (ihtiyarî) - kurala dayalı politika tartışması etrafında gerçekleştiği görülmektedir. Para politikası üzerindeki bu tartışmanın tarihsel süreçte 17. yüzyılda Nakit Okulu -Bankacılık Okulu tartışmalarında izine rastlamak mümkündür. Buna göre, Nakit Okulu mensupları, merkez bankalarının parasal genişlemeyi (kağıt para ihracını) mevcut altın rezervlerini çapa olarak aldığı basit bir kural etrafında yapılmasını savunurken, bankacılık okulu mensupları teknik bir deyimle hiçbir ara hedefe ihtiyaç duymadan doğrudan ekonomik istikrarın çapa olarak alındığı konjonktüre göre para politikasının yürütülmesi gerektiğini savunmuşlardır (Parasız vd., 2016:240).

Para politikasında istenilen amaçlara ulaşmak üzere para otoriteleri bazı araçları kullanarak bunu gerçekleştirmeye çalışmaktadırlar. Bu araçlardan bazılarına örnek

olarak; açık piyasa işlemleri ile para tabanının daraltılması veya genişletilmesini sağlayabilmekte, kısa vadeli faiz oranlarını ve zorunlu karşılıklar oranlarını değiştirerek piyasaları istenilen düzeyde ve yönde manipüle edebilmektedir. Böylelikle yürütülen para politikası, bu araçlar aracılığıyla ekonomiyi istenilen konum ve düzeyde ayarlanma sürecine sokmuş olacaktır. Takdire dayalı - kurala dayalı tartışması, para otoritelerinin politikanın belirlenmesi sürecinde bu araçları kullanırken kendi kişisel yargılarına göre mi hareket etmesi gerekir, yoksa bu araçları belirli bir kural içerisinde sınırlandırılmış bir yetki altında mı kullanması gerekir, sorusu üzerinden yürütülmektedir (Dwyer, 1993: 4).

Modern makro iktisat teorisi içerisinde ise tartışmanın başlangıcı Keynesyen para politikasının takdire (duruma) göre politika yapısına karşı, M. Friedman'ın sabit oranla para arzının artırılması hususundaki karşı itirazı ile başladığını söylemek mümkündür. Monetarist ekole göre ekonomik istikrarsızlığın ana kaynağı parasal büyümenin düzensiz şekilde olmasıdır. Dolayısıyla para politikası para otoritelerinin iradelerine bırakılamayacak derecede önemlidir ve bu yüzden kurala dayalı para politikası benimsenmelidir, görüşünü savunmaktadırlar (Snowdon ve Vane, 2012: 33). Takdire dayalı politika duruşunun etkinliği konusunda Keynesyenlere bir diğer karşı eleştiri de Rasyonel Beklentiler Hipotezi içerisinde; Kyland-Prescott (1977), Barro-Gordon (1983) ve Calvo (1978) tarafından geliştirilen zaman tutarsızlığı problemi etrafında gerçekleşmektedir. Söz konusu bu problem iktisadi aktörlerin gelecekle ilgili beklentilerinin fiyat ve ücretlerin belirlenmesinde para politikasının etkilerini masnetmesi ile ortaya çıkmaktadır. İhtiyari para politikası yapısındaki bir merkez bankasının genişletici bir para politikasını uygulamaya sokması ile istihdamın artırılması ve doğal olarak işsizliğin azaltılmasını amaçlamış olacaktır. Fakat rasyonel beklentiler altındaki söz konusu para politikasındaki bu değişikliğin kısa dönemde olmasa dahi uzun dönemde sadece fiyatlar üzerinde bir etkisi olduğu ortaya çıkacaktır. Genişletici para politikası iktisadi aktörlerin ücretler ve fiyatlardaki artış beklentilerine bağlı olarak enflasyon beklentilerini artırır. Bu durumda artan enflasyon beklentileri para otoritelerinin genişletici para politikası, firmaların üretim kapasitelerini artırması ya da işçilerin reel ücretlerinin artması gibi bir beklentiyi ortaya çıkarmaz. Uzun dönemde genişletici para politikası ile Phillips eğrisi analizi geçerli olacak ve ekonomide istihdam artışı olmadan enflasyonist bir etki meydana gelecektir. (Akalin ve

Tokucu, 2007: 39). Buna göre iktisadi aktörlerin tam enformasyon altında beklentilerin çapalandığı bir ortamda öngörülme para politikası değişikliğinde kısa dönemde etkin olsa da uzun dönemde para politikası etkin olmayacaktır. Yeni Klasikler, Monetaristlerin görüşlerinin de ilerisine giderek, iktisadi ajanların para politikasını öngördükleri durumdayken kısa dönemde dahi para politikası etkin olmayacaktır.

Para politikasındaki ihtiyari para politikası duruşunu savunan iktisatçıların kurala dayalı politikalara karşı bir dizi eleştiriler getirdikleri görülmektedir. Buna göre merkez bankaları para politikasının yürütülmesi konusunda belirli bir kural çerçevesinde sınırlandırılmış ise ekonominin şoklara karşı önlem alınması için merkez bankalarının kural dışına çıkamayarak hareket alanı daraltılmış olur. Özellikle finansallaşma ve küreselleşme olgusuna hızla entegre olan ekonomilerin istenmeyen şoklara maruz kalma ihtimalinin yüksek olduğu konjonktürde kurala dayalı para politikasının etkin bir para politikası performansı göstermesi zor olacaktır. Kurala dayalı politika duruşunu savunanlar genel anlamda para arzının sabit oranda büyümesi gibi bir kural içermemektedir. Kurallar, ekonomide meydana gelen fiyat düzeyi ve reel gelir gibi değişimlere karşı bazı araçların kullanılarak (açık piyasa işlemleri, kısa vadeli faiz oranları vb. gibi) değişiklik yapılmasıdır. Kural bu değişiklikleri, baz alınan istatistiki verilerin ışığında bazı ekonometrik uygulamaların kesin sonuçları üzerinden mekanik bir ayarlanma sürecinin para otoritesi tarafından uygulanmasını gerektirmektedir. Fakat bu ekonomik modellerin sonuçları her ne kadarda netlik içerse de ekonometrik modellerin dayandığı verilerin örneğin üçer aylık zaman periyoduna dayanarak alınan fiyatlar genel düzeyi emtia fiyatlarında geçici değişiklikler gibi faktörlere bağlı olarak, bu fiyat endeksi hedef patika alınamayacak kadar kısa olabilir. Bu durum fiyatlar genel düzeyinde bir yükselişin geçici veya kalıcı olup olmadığını yorumlamak, gibi güçlüklerin de kural içerisinde çözülmesi gerekmektedir (Taylor, 1993: 197). Tüm bu zorluklara rağmen optimal bir para politikası kuralını oluşturulması onun basit, anlaşılır ve sınırlandırılmış yetkiyle beraber, şoklara karşı para otoritesine operasyonel hareket alanı verecek, esnek para politikası kuralı belirlenmesi mümkün görülmektedir.

Para politikasının teorik temellerinde yapılan tartışma esasen para politikasının operasyonel yapısının ne şekilde olacağı üzerinde gerçekleşmektedir. Bu tartışmanın bir tarafında para politikasının belirli bir kural içerisinde yapılmasının para politikasının etkinliği açısından daha uygun olacağını savunanlar ve diğer tarafta para politikasının

ekonomik koşulların çok değişkenli yapıda olması nedeniyle para otoritelerinin ekonomik istikrarı sağlama ve sürdürme sorumluluğu içerisinde duruma göre bir para politikası yürütme görevi verilmesidir. Para politikası duruşunun iki ucunu temsil eden ihtiyarî ve kurala dayalı politikalarının tek başına katı yapılarının para politikasının etkinliğinin sağlanması noktasında yeterli olmadıkları açıkça görülmektedir. Ancak para politikasının uygulanması konusunda böylesine keskin bir ayırım ile tercih yapılması yerine para otoritelerinin belirli bir hedef patikasında bir takım basit kurallara dayalı politika yaklaşımıyla hareket ederken, ekonomik konjonktürün ileriye dönük beklentilerini çapalayacak şekilde iktisaden tedbirlerin alınması gerekliliği ortaya çıktığında kural dışında daha aktivist bir politika tercih edilmesi de yerinde olacaktır (Kaytancı, 2008: 11).

1.6.3. Para Arzının İçselliği, Politika Aracı Olarak Faiz Oranları ve Taylor Kuralı

Para politikasının belirlenmesi sürecinde Yeni Keynesyen iktisatçıların savundukları içsel para kavramı (banka parası) önemli bir yere sahiptir. Bretton Woods sistemi sonrası küreselleşme ve finansallaşma hareketlerinin hızla devam ettiği ve uluslararası ölçekteki parasal hareketlerin devasa boyutlara ulaştığı bu süreçte merkez bankalarının ulusal para birimini esas alan parasal büyüklükler üzerinden para politikalarını sürdürmelerini zorlaştırmıştır. Para politikasındaki bu değişim sürecinde yapılan ampirik çalışmalarda para stoku ile fiyatlar genel seviyesi arasındaki ilişkinin çok zayıf düzeyde kaldığını göstermesi, para politikasındaki nominal çıpa olarak parasal büyüklükler yerine içsel para kavramının odağındaki kısa vadeli faiz oranlarının belirlenmesinin ekonomik istikrarın sağlanması açısından daha uyumlu bir yapıda olduğu savunulmaktadır (Parasız ve Ekren, 2015:68). Yeni uzlaşıya göre, para arzı merkez bankası tarafından kontrol edilmekten ziyade ekonomik sürecin doğal sonucu olarak piyasa şartlarında belirlenmektedir. Başka bir deyişle para dışsal değil içsel niteliktedir. Buna ek olarak, para arzının içselliğinin kabul edilmesi doğal olarak, fiyatlar genel seviyesindeki değişikliklerin açıklanmasında ve kontrol altına alınmasında kısa vadeli faiz oranlarının politika aracı olarak kullanılmasının önemli bir konuma sahip olduğunu ortaya çıkarmıştır (Fontana, 2006: 19).

Yeni uzlaşa ile Knut Wicksell'in faiz üzerindeki görüşleri arasında büyük bir benzerlik bulunduğu görülmektedir. Wicksell'in günümüz para politikası yapısıyla örtüşen faiz teorisinde; piyasa faiz oranlarının belirlenmesi sürecinde finansal kurumların iktisadi aktiviteyi etkileyecek büyüklükte yapılar olduğu ifade edilmektedir. Wicksell'e göre finansal yapının bu gücü piyasa faiz oranlarını belirlenmesinde etkin olmalarından kaynaklanmaktadır. Finansal kurumların bu gücü kredi varlığı ile piyasa faizlerinin ekonomide var olması gereken doğal faiz oranına yaklaşma süreci olarak tanımlanmaktadır. Finansal yapıdaki işleyen süreç artan fon arzının kredi genişlemesine yol açması için bankaların kredi faizlerini düşürmesi diğer taraftan mevduat faizlerini de düşürmelerine neden olacaktır. Kredi genişlemesinin yatırımları artırıcı bir etkisi yatırım malları talebinin genişlemesine ve belli bir kısıt altında olan üretim faktörlerinin yatırım malları arzının artmasına ve tüketim malları arzının azalmasına yol açacaktır. Toplam talebin sabit olduğu varsayımında azalan tüketim malları arzı fiyatlar genel düzeyinin artması ile sonuçlanacaktır. Mevduata verilen reel faiz oranı, artan enflasyon kadar düşecektir. Bu durum tasarrufların gerilemesine neden olurken, azalan fonlar bankaların kredi arzı imkânını da daraltmış olacaktır. Bankalar fon ihtiyaçlarını karşılamak için faiz oranlarını artıracaklardır. Wicksell'ci bu süreçte sonuç olarak piyasa faiz oranı doğal faiz oranına doğru uyarlanma süreci gerçekleşecektir. Wicksell'ci sürecin piyasa faiz oranının doğal faiz oranından fazla olduğu durumda süreç tersine işleyerek tekrar denge faiz oranına yani doğal faiz oranına doğru uyarlanacaktır (Paya, 2013: 237).

Modern merkez bankacılığında Wicksell'ci süreçteki gibi piyasa faiz oranlarının doğal faiz oranına yaklaştırılması suretiyle amaç fonksiyonunda hedeflenen enflasyon oranındaki ve çıktı düzeyindeki sapmaların minimize edilmesi amaçlanmaktadır. Parasal büyüklüklerin enflasyon ve çıktı düzeyindeki belirleyici rollerinin bulunmadığının ortaya çıkması ile günümüz merkez bankacılığında para politikasının yürütülmesine ilişkin John Taylor (1993) tarafından geliştirilen, Wicksell'ci köklere sahip ve kısa vadeli faiz oranlarının ara hedef olarak baz alındığı basit araç kurallarının izlenmesi gerekliliği ileri sürülmüştür. Zira Taylor Kuralı bu kurallar içerisinde politika yapımcılarının değişkenler itibarıyla izlemesi kolay, anlaşılır ve basit bir araç kuralı olmaktadır.

Taylor kuralı, merkez bankalarının politika duruş ve davranışlarının analiz edilebilmesine olanak sağlayan iyi tanımlanmış değişkenlerle tepki fonksiyonun tahmin

edilmesini amaçlanmaktadır. Söz konusu kural, para politikası uygulamasının dinamik tanımı olması yanında iyi bir politika önerisi de sunmaktadır (Österholm, 2005, 218). Kural, merkez bankasının politika aracı olarak belirlediği kısa vadeli faiz oranı ile gerçekleşen enflasyonun enflasyon hedefindeki sapmasına ve çıktı seviyesinin tam istihdam çıktı seviyesindeki sapmasına bağlı olarak belirlenmesini sağlamaktadır.

$$i_t = \pi_t + i^* + \alpha(\pi_t - \pi^*) + \beta(Y - Y^*), 0 < \alpha, \beta < 1$$

i_t = Kısa vadeli faiz oranı

π_t = İçinde bulunan dönem dâhil geçiş dört dönem (yıllık) enflasyon oranı

i^* = Tam istihdam seviyesinde denk düşen denge reel faiz oranı

π^* = Hedeflenen enflasyon oranı

Y = Geçmiş dönem çıktı düzeyi

Y^* = Potansiyel (tam istihdam) çıktı düzeyi

Yukarıdaki denklemde görüleceği üzere kısa vadeli faiz oranının belirlenmesinde cari enflasyon oranı, uzun dönem faiz oranı ve enflasyon hedefindeki ve tam istihdam çıktı düzeyindeki sapma oranlarına bağlı olmaktadır. Enflasyon hedefinden sapmanın pozitif olması [$(\pi_t - \pi^*) > 0$] durumunda ve çıktı düzeyi tam istihdam seviyesi üzerinde ise [$(Y - Y^*) > 0$] para otoritesi kısa vadeli faiz oranlarını (i_t) artırması gerekecektir. Taylor kuralında çıktı ve enflasyondaki sapmaları minimize edecek kısa vadeli faiz oranının belirlenmesinde kilit değişken uzun dönem denge reel faizinin belirlenmesidir. Söz konusu denge reel faiz oranı (i^*) belirsiz bir değişkendir ve para otoritesi tarafından dışsal olarak belirlenmektedir. Kısa vadeli faiz oranı, çıktı ve enflasyondaki sapmaların sıfır olduğu ve enflasyon hedeflemesinin tam isabet tutturulduğu bir ortamda denge reel faiz oranına [$i_t = (\pi_t = \pi^*) + i^*$] makul düzeydeki enflasyon oranı kadar yaklaşmış olacaktır (Yay, 2015: 124).

Taylor Kuralı enflasyon, çıktı ve kısa vadeli faiz oranı üzerinden basit, anlaşılır ve kullanılabilirliği açısından kolay bir araç kuralı olarak tanımlanmaktadır. Merkez bankalarının Taylor Kuralı etrafında oluşturdukları para politikasına esas olacak verilerin derlenmesinin ve analiz edilmesinin, karmaşık kurallara göre daha kolay olması, tepki fonksiyonundaki değişkenlerin daha az sayıda olmasının makro ekonomik

ana hedefler üzerinden direkt etkilerinin kolayca izlenebilmesine imkân tanımaktadır (Kaytancı, 2008: 15-16).

**Tablo
Taylor**

I. Durum	II. Durum	III. Durum	IV. Durum
$(\pi_t - \pi^*) > 0$	$(\pi_t - \pi^*) < 0$	$(\pi_t - \pi^*) > 0$	$(\pi_t - \pi^*) = 0$
$(Y - Y^*) > 0$	$(Y - Y^*) < 0$	$(Y - Y^*) < 0$	$(Y - Y^*) = 0$
i_t artırılır	i_t azaltılır	Belirsiz	i_t denge faiz oranında

1:

Kuralının Enflasyon ve Çıktı Sapmalarına Göre İşleyişi

Kaynak: (Yazar)

Tablo 1 itibariyle Taylor Kuralı'nın enflasyon ve çıktı sapmalarının yönüne göre dört farklı durum karşısında kısa vadeli faiz oranlarının ne şekilde değiştirilmesi gerektiğini göstermektedir. I. durumda, gerçekleşen enflasyonun hedeften sapmasının pozitif olması (enflasyonda artış gerçekleşmesi) ve çıktı düzeyinin potansiyel çıktı düzeyinin üstünde gerçekleşmesi halinde Taylor Kuralı gereği kısa vadeli faiz oranları artırılır. II. durumda enflasyon ve çıktı düzeyinin sırasıyla hedef ve potansiyelin altında gerçekleşmesi halinde (enflasyon ve büyümede azalış gerçekleşmesi halinde) kural gereği merkez bankasının kısa vadeli faiz oranlarını azaltması gerekmektedir. I. ve II. durum ile karşı karşıya kalan merkez bankasının Taylor kuralı gereği nasıl hareket edeceği açıktır ve dolayısıyla enflasyon artıyor ise kısa vadeli faiz oranları indirilmesi gerekirken, büyüme potansiyel büyümenin altında ise söz konusu kısa vadeli faiz oranlarının azaltılması gerekecektir. Eğer ekonomi III. durumdaki gibi enflasyonda artış yaşanırken büyümenin potansiyel büyüme altında kalıyor ise merkez bankasının kısa vadeli faiz oranlarını Taylor Kuralı çerçevesinde ne şekilde değiştireceği belirsiz olmaktadır. Çünkü merkez bankasının araç olarak kısa vadeli faiz oranlarını kullandığı bu ortamda enflasyonist eğilimleri baskı altına almak ya da büyümeyi artırmak gibi birbirine iki zıt durum karşısında kural dışına çıkarak tercih yapmak durumunda kalacaktır. Merkez bankası faiz oranlarını artırarak enflasyonu düşürme tercihinde bulunduğu artan faiz oranlarının büyümeye karşı olumsuz etkisini göz ardı ederken, diğer taraftan eğer faiz oranlarını azaltarak büyümeyi artırma tercihinin seçtiğinde enflasyondaki artış eğilimlerini göz ardı etmek durumunda kalacaktır (Eğilmez, 2017). IV. durumda ise ekonominin tam istihdam seviyesinde enflasyon hedefini tam isabet

tutturduğunu göstermektedir. Klasik faiz teorisinin önemli bir yorumu olan Wicksell’ci süreç gereği kısa vadeli faiz oranları denge reel faiz oranına doğru uyarlanma sürecine girecektir. Bu durumda kısa vadeli faiz oranı denge reel faiz oranına makul seviyedeki enflasyon kadar yaklaşmış olacaktır ve bu durum ise tam istihdam seviyesindeki denge reel faiz oranındaki ideal durumu göstermektedir.

Taylor kuralı belirli bir çerçeve içerisinde para politikasına önemli bir hedef patika gösterse de kuralın teknik anlamda taşıdığı bazı eksiklikler bulunmaktadır. Söz konusu bu eksiklikleri aşağıdaki şekilde özetlemek mümkündür:

- Taylor Kuralı optimal bir para politikası için daha az değişken ile kural çerçevesi tanımlanmış olması basit bir araç kural açısından avantaj olarak gözükse de beraberinde bir takım dezavantajları da içermektedir, dolayısıyla kısa vadeli faiz oranının dışında enflasyon ve çıktıyı etkileyen dışa açık küçük bir ekonomide döviz kurları, dış ticaret haddi, dış faiz oranı, kamu ekonomisi politikaları gibi bir çok etkenin mevcut olması, kısa vadeli faiz oranlarının amaç fonksiyonu üzerindeki etkinliğini azaltacaktır (Svensson, 2003:22).
- Taylor, kısa vadeli faiz oranının belirlendiği denklemde yer alan enflasyon ve çıktı sapmalarının katsayılarını eşit oranda 0,5 olarak belirlemiştir (Taylor, 1993: 202). Taylor kuralının optimal para politikası durumu için bu katsayılarının ne şekilde belirlenmesi gerektiği konusu belirsiz olmakla beraber Ball (1997) göre enflasyon ve çıktı dalgalanmalarının ekonominin genel yapısı dikkate alınarak belirlenmesi gerektiği görüşünü belirtirken mevcut kuralda yer alan çıktı katsayısının daha yüksek bir değerde olması gerektiğini savunmuştur
- Kural içerisinde mevcut değişkenlere ait verilerin toplanması nispeten kolay olması yine bir avantaj gibi gözükse de örneğin toplam çıktının ölçülmesinde kesinlik içermeyen tahmini bir değer olması ve dönemsel olarak devamlı revize edilen ve uzun süreçleri içeren bir değişken olarak karşımıza çıkmaktadır. Örneğin, Taylor söz konusu kuralında FED’in çıktı ve enflasyondaki sapmalara karşı federal fon oranlarını ne şekilde değiştirdiğiyle örtüşen ampirik bulgularını 1993 yılında yapmış olmasına

karşılık 1988-1992 yılına ait revize edilmiş verileri kullanmıştır (Evans, 1998:44), dolayısıyla para otoritesinin kural dahilinde ekonomideki makro faaliyetlere ilişkin verileri sonradan elde etmesi şoklara karşı hızlı ve doğru politika uygulamaları ile hareket etmesini güçleştirmektedir.

Taylor Kuralı para politikasının ileriye dönük politika çıkarımı için uygun bir kural olup olmadığı tartışmalı bir konudur. Taylor kuralı geçmiş veriler üzerinden değişkenlerin seyrine göre optimal para politikasının geçmişe dönük nasıl olması gerektiği üzerinde durmaktadır. Ancak para politikası uygulaması Taylor kuralını ileriye dönük olarak kullanılması halinde çıktı ve enflasyonun cari değerlerinin gözlemlenebilir bilgiye bağlı olarak gecikmeli değerler üzerinden kuralın işletilmesi, çeyrek dönemler itibariyle ileriye dönük optimal para politikasının oluşturulmasını zorlaştırmaktadır (Taylor, 2000:15).

1.6.4. Parasal Hedefleme Stratejileri

Para politikasının uygulamalarının etkinliğinin ölçülmesi ancak para politikasının nihai amaç ya da amaçlara ulaşabilme başarısı ile ölçülmektedir. İktisat politikalarının genel anlamda amaçları ve aynı zamanda ekonomik istikrarın ana göstergeleri olan fiyat istikrarı, dengeli ve hızlı bir büyüme, düşük seviyede işsizlik oranları (doğal işsizlik oranı) ve dış ödemeler dengesinin sağlanması gibi makroekonomik temel değişkenler sıralanabilir. Merkez bankaları kimi zaman amaçlar arasındaki çatışmalardan dolayı, amaçların tümünü birden kapsayacak bir parasal strateji izlemek yerine, bunlar arasında seçim yaparak nihai amaç ya da amaçlarını belirleyebilir ya da amaçlar arasında optimal bileşenin oluşturduğu tercih karması oluşturabilir (Parasız, 2011: 83). Modern merkez bankacılığında ise para politikasının nihai amacının daha önce açıkladığımız nedenlerden dolayı fiyat istikrarı olduğu görülmektedir. Merkez bankaları büyük çoğunlukla para politikalarının gerek kurumsal gerekse operasyonel yapılarını fiyat istikrarının sağlanması şeklinde kurgulamış olsalar da diğer amaçlarında gerçekleşmesinde de yardımcı olacak şekilde tasarlandığı görülmektedir. Nitekim Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası'nın (TCMB) temel yetki ve görevlerinin belirlendiği TCMB Kanunu'nun 4. Maddesinde; ...“*Banka, fiyat istikrarını sağlama amacı ile çelişmemek kaydıyla Hükümetin büyüme ve istihdam*

politikalarını destekler.” ifadesi ile nihai amacın yanında diğerk ekonomik istikrar politikalarına yardımcı mahiyette parasal strateji izleyebilmesine imkân tanımaktadır.

Merkez bankaları ulaşmak istedikleri nihai amaca ilişkin parasal stratejisini belirledikten sonra para politikalarının nihai amacı doğrudan etkileyememesi sorunu ile karşı karşıya kaldıkları görülmektedir. Parasal strateji, öncelikle nihai amaçla uyumlu olan ara hedefin (intermediate targets) belirlenmesi süreci ile başlamaktadır. Zira seçilen ara hedefin nihai amaca uygun olması gerekmektedir. Nihai amaç ile ara hedef arasında güçlü bir bağ yoksa parasal otorite seçmiş olduğu ara hedefe ulaşmış olsa dahi nihai amaca ulaşamamış olabilir (Parasız vd., 2016: 71).

Para politikasında nihai amacın doğrudan kontrol altına alınamaması para politikasının uygulamalarının etkilerinin gecikmeli bir şekilde nihai amaç üzerinden etkiliyor olmasıdır. Kyland-Prescott (1977), Barro-Gordon (1983) ve Calvo (1978) tarafından ortaya konulan zaman tutarsızlığı sorunu para politikasının istenilen zamanda etkilerinin ortaya çıkamamasına neden olmaktadır. Buna göre, para politikasının nihai amaca ulaşmaya yönelik geliştirmiş olduğu ara hedef stratejisi ile zaman tutarsızlığı probleminde düşülmemekte ve para politikasının kısa dönem içerisinde etkilerinin ortaya çıkmasına ve izlenmesine imkân vermektedir. Ne var ki parasal otoriteler, ara hedef değişkenini de doğrudan etkileyememekte ve dolaylı olarak kontrol altına alabilmektedir. Bunun için para politikasında ara hedef değişkeninin istenilen yön ve düzeyde etkileyebilmek için operasyonel hedef (operating targets) değişkenler tanımlanır. Operasyonel hedef değişkenler, merkez bankalarının ara hedef stratejisine uygun şekilde para politikası araçları ile doğrudan etki edebildiği araç değişkenlerdir (Mishkin, 2000: 87).

Ara Hedef Stratejisinin Belirlenmesi	Operasyonel Hedef Değişkenin Seçilmesi	Para Politikası Araçlarının Kullanılması	Kısa Dönemde Ara Hedef(ler)in Tuturulması	Uzun Dönemde Nihai Amaca Ulaşılması
Kriterler: <ul style="list-style-type: none"> • Ölçülebilirlik • Kontrol Edilebilirlik • Amaç Üzerinde Öngörülebilir etki 	Kriterler: <ul style="list-style-type: none"> • Ölçülebilirlik • Kontrol Edilebilirlik • Ara Hedef Üzerinde Öngörülebilir etki 	<ul style="list-style-type: none"> • Açık Piyasa İşlemler • Reeskont Politikası • Zorunlu Karşılıklar • Kredi Tavanı • Faiz Oranlarının Belirlenmesi 	Nominal çapa olarak görev yapan ve merkez bankası tarafından dışsal olarak belirlenen ara hedef değişkenin tuturulması	Parasal strateji doğrultusunda ara hedef değişkenin istenilen düzey ve yönde etkisi ile <i>fiyat istikrarı, büyüme ve istihdam</i> gibi nihai amaçların uzun dönemde istenilen yön ve düzeyde kontrol altına alınması
Parasal Hed. Stratejisi	Parasal büyüklükler			
Döviz Kuru Hed. Stratejisi	Döviz Kuru Çapası			
Faiz Oranı Hed. Stratejisi	Kısa Vadeli Faiz Oranı			
Nom. Gelir Hed. Stratejisi	Nominal GSYH			
Enflasyon Hed.Stratejisi	Doğrudan Enflasyon			

Tablo 2: Nihai Amaca Ulaşmaya Yönelik Parasal Stratejinin Genel Yapısı

Kaynak: (Eroğlu, 2009: 23-34)

Tablo 2’de nihai amaca ulaşmaya yönelik izlenen parasal stratejinin genel yapısı verilmektedir. İyi kurgulanmış parasal stratejinin aşağıdaki şu özellikleri taşıması gerekmektedir (Eroğlu, 2009: 31-32):

- Para politikasının nihai amacı ile uyumlu ve başka amaçlarla çatışmayacak ara hedef değişkeni belirlenmelidir. Ara hedef değişkeninin nihai amacı kontrol altına alabilecek bir yapıda olması ve diğer amaçlardan da etkilenmemesi gerekmektedir. Ara hedef değişken nihai amaç için iyi bir gösterge olması ve değişkenin kısa dönem etkilerinin gözlemlenebilir olması gerekmektedir.
- Ara hedef değişkenin ülkedeki sosyo-ekonomik yapıyla uyumlu olması gerekir, aksi halde ara hedef değişkenin istenilen değere ulaşması güç ya da çok gecikmeli olabilir.
- Parasal stratejinin toplum nezdinde ve iktisadi aktörlerce anlaşılması ve izlenebilmesi kolay, hesap verilebilir, şeffaf yapıda ve güvenilir olması gerekir. Kamuoyunda gerekli desteği almış parasal stratejinin, merkez

bankasının kredibilitelerini artıracak ve dolayısıyla politika uygulamalarının etkinliğine katkı sağlamış olacaktır. Merkez bankası ile toplum arasında sağlıklı bir iletişimin sağlanmış olması, parasal stratejinin olası siyasi baskılardan doğacak güçlüklerden kurtulacağı anlamına gelmektedir.

Merkez bankalarının uygulayabileceği parasal stratejiler başta enflasyon hedeflemesi olmak üzere; parasal büyüklük hedeflemesi, döviz kuru hedeflemesi, nominal faiz oranı hedeflemesi ve nominal gelir hedeflemesi olarak sıralanabilir.

1.6.4.1. Parasal Büyüklüklerin Hedeflenmesi

1970'lerde yaşanan petrol krizi ve Bretton Woods sabit kura dayalı parasal sistemin çökmesi ile artan enflasyon oranlarına bağlı parasal dengesizliklerin giderilmesi amacıyla bir takım parasal stratejilerin geliştirilmiştir. Söz konusu dönemde parasal stratejilerin en popülerleri, monetarist para politikasının önerisi olan "sabit parasal büyüme oranına" dayanan parasal hedefleme stratejisidir. Birçok GÜ merkez bankaları artan enflasyon oranlarını 1970'ler ve 1980'ler boyunca kontrol altına almak için parasal hedefleme stratejilerini uygulamaya koymuştur (Schmid, 1999: 1).

Parasal büyüklüklerin hedeflenmesi, merkez bankalarının parasal büyüklükleri toplamının büyüme oranlarını enflasyonu kontrol altına almak amacı doğrultusunda değiştirmesi şeklinde tanımlanabilir. Parasal hedefleme stratejisinin başarısı ancak şu üç temel koşulun oluşması ile sağlanabilir (Mishkin and Savastano, 2001: 423 - 424):

- Parasal toplam (ara hedef) ile enflasyon (amaç değişken) arasında tam bir ilişkinin olması gerekir.
- Enflasyonu kontrol altına almak isteyen merkez bankasının parasal toplam ile ilgili tam enformasyona sahip olması ve söz konusu parasal hedeflemeye güveni artıracak şekilde bunun kamuoyuna duyurulması.
- Parasal hedeflerden olası sapmaları önleyen ve iktisadi aktörlerce tam enformasyona sahip mekanizmaların varlığı.

Parasal hedeflemenin en önemli avantajlarından biri merkez bankalarının para arzı büyüklüklerini doğrudan kontrol edebiliyor, gözlemlenebiliyor olmasıdır. Parasal büyüklüklerin sadece bir ya da birkaç haftalık gecikme ile kısa sürede raporlanıyor

olmaktadır. Çünkü bu durum iktisadi ajanların beklentilerle oluşturduğu bir takım sorunlara karşı para politikasındaki zamanında yapılacak değişimler ile cevap verecek durumda olma imkânı sağlamaktadır. Böylelikle merkez bankası piyasalardaki enflasyon beklentilerini kolayca çapalayabilmekte ve enflasyonu istenilen düzeye indirmede daha etkin bir performans göstermesine neden olmaktadır. Ayrıca parasal hedeflemenin para politikasının yapısını çıktığı dalgalanmalarına karşı aktif bir hale getirirken, zaman tutarsızlığı gibi sorunların etkilerini azaltıcı bir rolü vardır. (Mishkin, 1999: 587).

Parasal hedeflemenin temel dezavantajı, yukarıda bahsettiğimiz parasal toplamlar ile enflasyon arasındaki ilişkinin tam tersine kopuk olmasıdır. Parasal hedefleme ancak para arzındaki değişimlere karşı para talebinin istikrarlı bir yapıda olduğunda etkin bir şekilde uygulanabilir. Özellikle yüksek enflasyonun yaşandığı ülke deneyimlerinde yüksek dolarizasyon sorunun ortaya çıkması ile paranın dolanım hızının istikrarsız bir yapıda olmasına neden olurken, miktar teorisi gereğince para arzındaki büyüme oranının saptanmasını zorlaştırmakta ve enflasyonun kontrol altına alınmasını güçleştirmektedir (Erdoğan 2005: 42). Yine para talebinin parasal toplamlardaki değişimlere duyarlılığını azaltan bir diğer unsur, finansal yenilikler ve küreselleşme neticesinde finansal piyasaların devasa boyutlardaki işlem hacimlerine karşı para ve finansal piyasalardaki parasal değişimlerin büyüklüğünün, yönünün ve hızının merkez bankalarınca öngörülebilir ve kontrol edilebilir nitelikte olmaktan çıkmasıdır. Ara hedef değişken ile amaç değişken ilişkisi öngörülebilir olmaktan çıkarken aynı zamanda merkez bankalarının M2, M3 gibi geniş tanımlı para arzını kontrol edememesi parasal hedefleme stratejisinin başarıya ulaşma imkânını ortadan kaldırmaktadır (Eroğlu, 2009: 35-36).

1.6.4.2. Döviz Kuru Hedeflemesi

Yüksek enflasyon altındaki bir ekonomide merkez bankasına olan güvenin sarsılması, para politikasının kendi iç dinamikleri ile etkin bir performans göstermesine olanak vermemektedir. Bundan dolayı enflasyonu kontrol altına almayı amaçlayan bir merkez bankası için ulusal paranın değerini, enflasyon oranı düşük, güçlü dış ticaret ilişkisi içerisinde olduğu ülkenin parasının değerine eşitlemesi olarak tanımlanabilen *döviz kuru hedeflemesi* ile para politikasının etkinliğini sağlaması daha kolay

gözükmektedir (Erdoğan, 2005: 35). Döviz kuru hedeflemesinin başarıya ulaşabilmesi için çapa olarak kullanılan döviz kuru ile fiyatlar genel seviyesi arasında aynı yönlü yüksek etkileşim olması gerekmektedir. Bu durum, yurtiçi mal ve hizmetlerin üretim sürecinde ithal girdi oranının yüksek olması halinde döviz kurundaki değişmelerin fiyatlar genel düzeyine geçişkenliğinin olduğu anlamına gelmektedir. Bu durumda yapılması gereken para arzındaki değişmeleri nominal çapa olan döviz kurundaki yukarı yönlü oynaklığa göre ayarlanması gerekecektir ve böylece enflasyonist etkiler giderilmiş olacaktır (Eroğlu, 2009: 39).

Döviz kuru hedeflemesinin başlıca iki tür uygulaması bulunmakta ve bunlar, *yarı esnek sabit kur hedeflemesi* ve *katı sabit kur hedeflemesidir*. Katı sabit kur hedeflemesi uygulamada *tam dolarizasyonun* söz konusu olduğu ve *para kurulu* sisteminin geçerli olduğu farklı iki uygulama örneği bulunmaktadır (Keyder, 2005: 449).

Esnek sabit kur hedeflemesi, güçlü bir para birimine bağlanan ulusal paranın değeri, belirli bir koridor aralığında dalgalanmasına izin verilen, ayarlanabilir kur rejimi özelliği göstermektedir. Bu uygulama içerisinde merkez bankası ulusal paranın değerinin bağlandığı para birimi cinsinden döviz alım-satımını bizzat kendisi tarafından taahhüt altına almıştır. Katı sabit kur hedeflemesinin para kurulu sisteminde ise merkez bankası para basımının tamamını döviz karşılığında yapmaktadır. Her ulusal paranın karşılığı belirli bir kurdan döviz ile sağlanmış olmaktadır. Bu açıdan bakıldığında para kurulu, ulusal paranın değerinin altına bağlandığı altın standardı sistemine benzemektedir. Parasal tabandaki değişmeler çapa olarak alınan ülkenin para politikası, sermaye akışına ve döviz rezervlerine bağlı olarak ayarlanmaktadır. Merkez bankasının para politikasının nasıl yürütüleceği konusunda operasyonel yetkinliği bulunmamakta ve mevcut para politikası mekanik bir süreç olarak işlemektedir. Tam dolarizasyonda ise ulusal paranın tamamen devre dışı kaldığı bir durum söz konusu ve her türlü ticari sözleşmeler, akitler ve neredeyse tüm alım-satım işlemleri döviz cinsinden yapılmaktadır (Orhan ve Erdoğan, 2015: 294).

Döviz kurunun nominal çapa olarak kullanıldığı parasal stratejinin avantajları ve dezavantajları bulunmaktadır. Avantajlarından birincisi, çapa olarak seçilen ülkenin önemli dış ticaret partneri olması, döviz kuru aracılığıyla enflasyonu kontrol altına

almayı kolaylaştırır. İkincisi para politikasındaki zaman tutarsızlığı sorununa karşı döviz kurunun ara hedef olarak belirlenmesi aynı zamanda otomatik bir kural özelliği içermektedir. Buna göre, ulusal para değer kaybettiğinde para politikasındaki sıkılaşma ile döviz kuru ara hedef doğrultusunda kontrol altına alınırken, ulusal paranın değer kazanması durumunda ise mekanik süreç tam tersine işleyerek genişletici para politikası ile döviz kurunun aşağı yönlü hareketi ara hedef doğrultusunda kontrol altına alınmış olur. Çapa olarak görev yapan para biriminin güvenilir olması para politikasına avantaj sağlamasının yanında parasal stratejinin mekanik süreçlerinin kamuoyu tarafından iletişimi basit ve açık olması önemli bir avantaj olarak gözükmemektedir (Mishkin, 1999: 581).

Döviz kuru hedeflemesinde ara hedef değişkenin değerinin belirli bir seviyede olmasının maliyeti, önemli ölçüde dış kredilerle ve ülkedeki döviz rezervleri ile sağlanmaktadır. Para politikasının etkinliğinin zamansal sınırlarını da tayin eden dış kredi ve döviz rezervleri uzun dönem fiyat istikrarından çok, enflasyon oranındaki şok düşümlere ilişkin kısa dönemli etkileri görülmektedir. Döviz kuru hedeflemesi yüksek enflasyon altındaki ekonomik koşulların varlığında enflasyon oranlarındaki ani düşüşleri sağlayabilmesi bir yana, ekonomik istikrarın tanımı gereği “uzun dönemli” bir yapısal organizasyon tesis etme noktasında yeterli olmadığı görülmektedir. Bunun nedeni döviz kuru hedeflemesinin merkez bankalarının olası şoklara karşı hareket kabiliyetini kısıtlayan bir parasal strateji olmasıdır. Bu durumda nominal döviz kuru çıkmasının uzun dönem etkinliğinden çok kısa dönemde etkinliği söz konusudur. Çıpa olarak seçilen ülkenin para politikasındaki değişimlere maruz kalınmasının parasal stratejinin doğru sinyal alamama sorunu ile karşılaşmasına, parasal otoritenin şeffaflık ve güvenilirlik gibi etkinlik ölçütlerinin kaybolmasına neden olmaktadır. Para politikasının kurumsal yapısını zedeleyen bu gibi durumlar spekülasyon işlemlerinin artmasına, finansal piyasalarda istikrarsızlıkların ortaya çıkmasına ve sabit kura dayalı parasal rejimin çökmesine neden olmaktadır (Doğru, 2015: 117).

1.6.4.3. Faiz Oranı Hedeflemesi

Faiz oranı hedeflemesi, merkez bankasının para politikası araçları ile etkileyebildiği kısa vadeli faiz oranlarının ara hedef olarak belirlenmesi suretiyle nihai amaç ya da amaçları istenilen yön ve düzeyde kontrol altına alınmasıdır. Kısa vadeli

faiz oranlarının ara hedef olarak kullanışlı hale getiren iki önemli özellik bulunmaktadır. Bunlardan birincisi, faiz oranları ile ilgili verilerin *ölçülebilirlik* ara hedef seçim kriteri içerisinde faiz oranlarının günlük, hatta anlık bir şekilde izlenebiliyor olmasıdır. İkincisi ise, bir başka ara hedef seçim kriteri olan *kontrol edilebilirlik* kriteri açısından para politikası araçları ile örneğin hazine bonosu ve tahvil alım-satım işlemlerinin kısa dönem içerisinde nominal faiz oranlarının parasal otorite tarafından dolaylı da olsa istenilen düzeyde etkiyi yapabiliyor olmasıdır (Parasız vd., 2016: 73).

Parasal strateji olarak faiz oranının hedeflenmesine yöneltelen eleştirilerin başında, iktisadi yapı içerisinde finansal piyasalarda istikrarın öncelendiği ülke ekonomilerinde önemli bir değişken olarak faiz oranlarına, parasal otoritelerin daha fazla önem ve anlam atfetmesine neden olmaktadır. Nitekim ekonomik istikrar tanımlarında “faiz oranlarında istikrarın” bir nihai amaç olarak yer aldığı görülmektedir. Bundan dolayı parasal otoritenin kısa vadeli faiz oranlarının hedeflenmesinin ara hedef olarak kullanıldığı parasal stratejide zamanla faiz oranlarının hedeflenmesinin nihai hedef olarak algılanmasına ve diğer nihai amaç ya da amaçlardan taviz verilmesine neden olduğu görülmektedir (Öztürk, 2003: 36).

1.6.4.4. Nominal GSYH Hedeflemesi

Merkez bankalarının doğrudan kontrol edebildiği araçlarla nihai amaçlara ulaşmada daha başarılı olmaları halinde daha normatif politika kurgularına yönelme ihtiyacı hissetmeyeceklerdir. Örneğin parasal tabanın ara hedef olarak seçildiği parasal stratejide merkez bankası için söz konusu ara hedefi tutturması çokta zor olmayacaktır. Ancak para politikasının başarısı, ara hedefin tutturulmasından ziyade nihai amaca ulaşabilmesidir. Parasal tabanın ara hedef olduğu bir politika kurgusunda paranın dolaşım hızındaki istikrarsızlıkların sonucu enflasyon ile nominal GSYH arasında değiş-tokuş nedeniyle nihai amaç ya da amaçların aynı anda tutturulmasına imkan vermemektedir. Bundan dolayı, merkez bankasının ara hedef olarak ilan ettiği Nominal GSYH ‘nın belirli bir aralıkta olmasının hedeflendiği nominal gelir hedeflemesinin, enflasyon hedeflemesine makul bir alternatif olduğu görülmektedir. Nominal GSYH’nın belirli bir değer aralığında hedeflendiği ekonomik koşulda enflasyon yükseliyorsa, daha düşük bir çıktı büyümesi hedefinde enflasyonun makul bir düzeye indirilmesi amaçlanmış olacaktır (Dornbusch and Fischer, 1998: 429-430).

Nominal gelir hedeflemesinde çıpa olarak alınan nominal GSYH'nin değişken olarak ölçülebilirlik kıstası içerisinde verilerinin derlenmesinin uzun zaman alması ve tutarlılık zeminin kaygan olması sonucunu doğuran; verilerin zaman içerisinde düzeltmelere maruz kalıyor olması, iyi bir nominal çıpa görünümü vermekten çok uzaktır. Para politikasının reel değişkenler üzerindeki etkilerinin asıl olarak kısa vadeli olarak görülmesi, para politikasının temel uygulama davranışını gösteren parasal stratejinin esnek yapıda olması gerekmektedir. Hall ve Mankiw'e (1994) göre enflasyon hedeflemesinin iyi bir alternatifi olarak sunulan nominal gelir hedeflemesinin teoride ilgi çekici bir strateji olarak karşımıza çıksa da söz konusu kısa dönemli istikrar hedeflerini tutturmada sonuca götüren başarılı ve pratikte yeterli esnek yapıyı göstermesi mümkün gözükmemekte, dolayısıyla para politikasının uygulamalarında yer bulamamış ve yerine, birçok ülke merkez bankaları tarafında başarıyla uygulanması söz konusu olan başka bir parasal stratejiye, enflasyon hedeflemesine yerini bırakmıştır (Bernanke and Mishkin, 1997: 20-21).

1.6.4.5. Enflasyon Hedeflemesi

Para politikasının yürütülmesinde esas noktanın nihai amaç ya da amaçlara ulaşabilme başarısının oluşturduğu görülmektedir. Ne var ki uygulamada parasal hedefleme ve döviz kuru hedeflemesi gibi ara hedef karakterli stratejilerin 1970-1990 yılları arasında enflasyonu baskı altına alınmasında istenilen başarıyı gösterememişlerdir. Enflasyon hedeflemesi stratejisinin diğer para politikası stratejilerine göre birçok avantajı olmasına rağmen belki de en önemli iki avantajından bahsetmek mümkün; *birincisi*, enflasyon hedeflemesinin bir ara hedefe ihtiyaç duymadan enflasyonun doğrudan çıpa olarak alınmış olmasıdır. Bu durumda merkez bankaları geçmiş ya da cari enflasyon oranlarının çapalandığı bir para politikası yerine, gerekli para politikası araçları ile desteklediği ve geleceğe ilişkin enflasyon beklenti ya da tahminlerinin çapalandığı bir politika kurgusunda nihai amaca kademeli olarak ulaşabilmekte olmasıdır (Ataman ve Erdönmez, 2000: 14). *İkincisi*, ise merkez bankalarının bağımsızlığının artırılması için gerekli kurumsal ve yasal düzenlemelerin varlığına ilişkindir (Oktar, 1998: 29).

Literatürde yapılan benzer tanımlar bir araya getirildiğinde enflasyon hedeflemesi stratejisi (TCMB, 2006: 3-6; Kara ve Orak, 2009: 82-83);

- *Nihai amacın fiyat istikrarı olarak belirlendiği,*
- *Parasal otorite tarafından tek başına ya da hükümetle birlikte hedefin belirlendiği,*
- *Belirli bir zaman dilimi içerisinde, hedefin niceliksel olarak nokta ya da belirli bir aralıkta olacağını taahhüdünün verilmesine,*
- *Söz konusu hedefin kamuoyuna duyurulmasına ve*
- *Enflasyon hedefine ilişkin para politikasının belirli bir kuramsal çerçeve içerisinde yürütülmesine denilmektedir.*

Enflasyon hedeflemesinin yukarıdaki tanımsal içeriğinde bahsedilen olgulardan yola çıkarak, başlıca özellikleri aşağıdaki gibi açıklanabilir:

i. Para Politikasının nihai amacı fiyat istikrarı olarak belirlenmektedir. Para politikasının yürütülmesinde uygulamadaki tecrübeler merkez bankalarının elindeki enstrümanlar doğrultusunda temel makro ekonomik hedefler içerisinde fiyat istikrarının sağlanması hedefine odaklanmalarının gerekliliğini ortaya çıkarmıştır. Fiyat istikrarının bozulduğu ortamda bir takım ekonomik ve sosyal maliyetlerin ortaya çıkması ekonomik istikrarsızlığı tetiklemektedir. Fiyat istikrarının sağlandığı ekonomik koşulda diğer makro ekonomik hedeflere, özellikle tam istihdam çıktı seviyesine ulaşılmasının daha kolay olduğu görülmektedir (Oktar, 1998: 9). Fiyat istikrarı ile çıktı istikrarı arasındaki söz konusu doğru yönlü ilişkiye literatürde *ilahi tesadüf (divine coincidence)* adı verilmektedir (Blanchard and Gali, 2007).

ii. Enflasyon hedefini parasal otorite tek başına ya da hükümetle beraber belirlemektedir. Hedefin belirlenmesinin odak noktasında hiç kuşkusuz merkez bankalarının önemli bir rolü olmaktadır. Uygulamada ise parasal otorite ile hükümetin ortaklaşa enflasyon hedef tanımlaması yaptıkları da görülmektedir. Bu durumda merkez bankalarının fiyat istikrarının sağlanması konusunda operasyonel yetkisinin bulunmasının yanında hükümetinde enflasyon hedefinin tutturulmasında sorumlu taraf olarak yer alacağından fiyat istikrarı amacını destekleyici maliye politikası yürütülmesini gerekli ve zorunlu kılacaktır (Öztürk, 2003: 66).

iii. Enflasyon oranının belirli bir zaman dilimi içerisinde, niceliksel olarak hedefin nokta ya da belirli bir aralıkta olacağını taahhüdü verilmektedir. Seçilen fiyat

endeksinin sayısal bir değerine ya da tolerans aralığı içerisindeki sayısal değerine, belirli bir zaman içerisinde ulaşılabileceğini ifade etmektedir (Svensson, 2002: 772).

iv. Söz konusu hedefin kamuoyuna duyurulması; enflasyon hedeflemesinde iki kavramı öne çıkartmaktadır. Bunlar, hesap verebilirlik (accountability) ve şeffaflık (transparency) kavramlarıdır. Hedefi kamuoyuna açıklayan parasal otoritenin ya da hükümetle birlikte parasal otoritenin sorumluluklarını artıran bir unsurdur. Uygulamada enflasyon hedeflemesi parasal otorite ile beraber mali otoriteye de sorumluluk yükleyerek de esasen enflasyon hedefine ilişkin operasyonel yetkinin parasal otoritede olmasından dolayı sorumluluk daha çok merkez bankalarına aittir. Enflasyon hedefinin kamuoyu ile paylaşılması toplum nezdinde politika yapıcılarının enflasyonu düşürmeye ilişkin ne kadar ciddi olduklarını gösterir ve iktisadi karar alıcılarının enflasyona ilişkin beklentilerini aşağı yönlü çapalamalarına neden olmaktadır. Merkez bankalarının söz konusu enflasyon hedefine ilişkin planlanan ve uygulanan tedbirleri, gelişmeleri gösteren belirli aralıklarla yayımladıkları enflasyon raporlarını kamuoyu ile paylaşmaktadırlar. Bu durum enflasyon hedefinin sağlıklı bir şekilde anlaşılmasına, amaca yönelik gidişatın ve ileriye dönük enflasyon tahminlerinin saptanması ile politika yapıcılarının hesap verebilirlik ve şeffaflık prensibi içerisinde hareket ettiklerini gösterir (Ataman ve Erdönmez, 2000: 16).

v. Enflasyon hedefine ilişkin para politikası belirli bir kurumsal çerçeve içerisinde yürütülmektedir. Bu itibarla enflasyon hedeflemesi rejiminin sadece kurallara dayalı sayısal bir enflasyon oranının hedeflenmesi gibi katı bir “parasal strateji” olmanın ötesinde para politikasının etkin bir şekilde yürütülmesi için merkez bankalarına kuramsal bir çerçeve oluşturduğu görülmektedir. Ekonominin şoklara karşı kurallı - ihtiyarlılık politika yapısı arasında dengeyi sağlayacak “kısıtlı ihtiyarlı” politika duruşu ile güvenilirliğin sağlanmış olmasını ifade etmektedir. (Bernanke and Mishkin, 1997: 9). Beklentileri hedef doğrultusunda çapalayabilecek sağlıklı bir iletişim politikasının varlığı, enflasyonla ilgili gelecek beklentilerinin belirsizliğini ortadan kaldıracaktır. Para politikasının iktisadi karar alıcıların rahatlıkla izleyebileceği şeffaf bir politika düzleminde hareket edilmesinin imkan tanırken, diğer taraftan kamuoyu tarafından alınacak tüketim, yatırım gibi geleceğe ilişkin kararların daha steril bir yapıda olmasını sağlayacaktır.

Enflasyon hedeflemesini uygulamaya karar veren parasal otoritenin enflasyon hedeflemesinin kalıcı bir başarıya ulaşabilmesi için parasal stratejiyi hayata geçirmeden önce bazı ön koşulları yerine getirmesi gerekmektedir. Söz konusu bu ön koşullar şunlardır:

Birincisi, merkez bankasının bağımsızlığı olgusudur. Merkez bankasının bağımsızlığı, önceliğini fiyat istikrarı olarak belirlemiş parasal otoritenin bu amaca yönelik araçlarını seçmesinde ve kullanmasında hiçbir otoritenin direkt ya da dolaylı olarak bir müdahalede bulunmadan kendi kararlarını bankanın yetkili organlarıncı verilebilmesidir. Merkez bankasının bağımsızlığı uygulamada çoğu noktada yasal bağımsızlık ve fiili bağımsızlık noktasında düzenlendiği görülmektedir. Enflasyon hedeflemesini uygulayacak bir merkez bankasının tek ve nihai amacının fiyat istikrarı olarak belirlendiği yasal altyapının tesis edilmesi gerekmektedir. (Ataman ve Erdönmez, 2000: 14) Yapılan çalışmalarda merkez bankasının bağımsızlığının kökleşmiş bir kurumsal yapının oluşmasına ve para politikasının daha etkin bir portre çizmesinde önemli bir rol oynadığı görülmektedir.

İkincisi, mali baskınlığın azaltılmasıdır. Enflasyon hedeflemesi uygulayan parasal otoritenin politika etkinliğini azaltacak mali genişleme politikalarından kaçınmak, aksine enflasyonu baskı altına alabilecek kamu harcamaları, vergi ve bütçe politikaları ile para politikasını destekleyici uygulamaları devreye sokması gerekmektedir. Kamu bütçe açıklarının kronik hale geldiği ve artan kamu borç stokunun parasallaştırılması durumunda parasal otorite enflasyonla mücadele bağlamında ne kadar sıkı para politikası yürütüyor olsa da uzun dönemde para politikası etkin olmayacak ve kamu borç stoku enflasyonist bir etki bırakmış olacaktır. Fiyat istikrarının öncelikli nihai hedef olarak belirlendiği ortamda maliye politikasının para politikası ile mutlaka koordineli şekilde hareket etmesi gerekmektedir (Büyükkakın ve Eraslan, 2004: 28).

Üçüncüsü, finansal derinliğin sağlanmasıdır. Finansal derinlik bir ekonomideki finansal sektörün büyüklüğünü ve çeşitliliğini gösterir. Geniş tanımlı para arzının GSYH'ya oranı ($M/GSYH$) ne kadar büyükse, finansal piyasaların fon arzı, reel piyasaların fon talebini o kadar kolay bir şekilde, başka bir deyişle daha ucuz maliyetlerle karşılanması anlamına gelecektir (Oruç ve Turgut, 2014:110).

Finansal derinliğin olmadığı bir iktisadi yapıda enflasyonu artırıcı birinci faktör kredi hacminin sınırlı yapıda olmasından kaynaklanan kredi faiz oranlarının yükselmesi ve reel sektörün krediye ulaşma maliyetinin artmış olmasıdır. İkinci faktör finansal piyasalarda yeterli fonu bulamayan reel sektör oyuncularını, yurt dışı fon piyasasından döviz bazlı kredileri kullanacaklardır, bu durumda kurdaki ani yükselmelerin kredi maliyetlerini artıracak olmasıdır. Üçüncü faktör ise kamu borçlarının devlet tahvil ve hazine bonosu ile karşılanmasıdır. Artan bütçe açıklarının finansmanının daha yüksek maliyetlerde olması anlamına gelecektir (Çolak, 2007: 271 -275). Söz konusu finansal derinliğin olmayışına bağlı olarak, başka bir deyişle sermaye ve finansal piyasalarının yetersiz olması faiz oranlarında artışa ve kredi maliyetlerinin yükselmesi ile enflasyonist bir etki bırakmasına neden olacaktır. Bu durumda merkez bankasının yürüteceği faiz, reeskont ve zorunlu karşılıklar gibi politikaların etkisini azaltacak ve enflasyon hedeflemesinin istenilen başarıyı yakalaması güçleşecektir.

Enflasyon hedeflemesinin parasal strateji olarak etkin bir performans göstermesinde çeşitli avantajları bulunmaktadır. Bunlar (Erdoğan 2005: 44-45):

- Enflasyon hedeflemesi parasal otoritenin hesap verilebilirlik ve şeffaflık prensibi içerisinde daha sorumlu yapıda olmasını sağlarken, güvenilirliğin tesis edilmesini sağlamaktadır.
- Hedeflenen enflasyon çerçevesinde iktisadi karar alıcılarının geleceğe yönelik enflasyon belirsizliklerini kalkmasına ve tüketim, yatırım gibi kararların daha rahat alınabilmesini sağlamaktadır.
- Enflasyon hedeflemesi politika yapıcılarının kamuoyuna karşı yasal ve kurumsal anlamda sorumlu olmalarının siyasi konjonktür ve yönelimlerden sıyrılarak sadece enflasyonla mücadele odaklı hareket etme zorunluluğunu ortaya çıkarır.

Enflasyon hedeflemesinin avantajları yanı sıra bir takım dezavantajları da bulunmaktadır. Bu dezavantajları aşağıdaki gibi sıralamak mümkündür (Eroğlu, 2007: 14):

- Enflasyon hedeflemesi parasal otorite tarafından enflasyonu kontrol altına almak amacıyla sıkı sıkıya bağlı olması, katı bir politika yapısında olduğunu göstermektedir.
- Enflasyonun belirli bir hedefte olacağı taahhüdünün kamuoyuna verilmesinin merkez bankasına açık bir risk yüklemektedir ve dolayısıyla dışsal bir ekonomik şok sonucu hedeften sapmaların yaşanması durumunda merkez bankasının kredibilitesinin azalmasına neden olabilir.
- Enflasyon hedeflemesi yapısı gereği enflasyonu kontrol altına almak amaçlı yürüttüğü operasyonel uygulamaların kısa dönemde büyümeyi ve istihdamı azaltıcı etki bırakabilir. Bu durum politika yapıcılarının enflasyonla mücadelede kararlılığını törpüleyebilir ve enflasyon hedeflemesinin başarıya ulaşmasını engelleyebilir.

BÖLÜM 2: FİNANSAL KRİZLER VE 2008 KÜRESEL FİNANS KRİZİ

1980 sonrası birçok ülkede finansal krizlerin artan sıklıkla kendini göstermesinde bu dönemde kapitalist iktisadi sistemin yaşamış olduğu köklü yapısal değişimlerin etkisi yadsınamayacak derecede fazladır. Bu yapısal değişimlerin başlıca ana olguları; teknolojik yenilikler, aşırı finansallaşma ile uluslararası boyuta ulaşan iktisadi sistemin küreselleşmesi, iktisadi işleyişin liberal kökenlere uygun şekilde yeniden tasarlanması, piyasaların etkin ve düzgün işleyişine imkân veren gerekli denetim ve düzenleme mekanizmalarının ortadan kaldırılması olarak sıralanabilir. Bu bölüm tarihsel süreçte iktisadi hayata damgasını vuran finansal krizleri tanımlamak, çıkış nedenlerini ortaya koyarak farklılıklarının izahı noktasında kategorize ederek, finansal krizlerin bulunduğumuz çağda iktisadi hayata doğru bir perspektiften bakabilmek adına bilimsel bir çerçeve sunmayı amaçlamaktadır.

*Birinci ayırım*da öncelikle, kriz ekonomisinden bahsedilerek; finansal kriz tanımı ve daha genel planda ekonomik kriz tanımı yapılarak, finansal krizleri ortaya çıkaran faktörler sıralanacaktır. Kriz ekonomisinin son bölümünde finansal kriz türleri anlatılacaktır.

*İkinci ayırım*da artan finansal krizlerin nedenleri olarak aşırı finansallaşma ve küreselleşme olguları ortaya konacak ve özellikle 1990'larda artan finansal krizler, ülke ve bölge ekonomileri bağlamında ele alınacaktır.

*Üçüncü ayırım*da ise küresel finans krizinin ortaya çıkışı ve yayılışı anlatılacak, ayrıca ülkelerin krize müdahaleleri ortaya konulacaktır. Bu bölümde ayrıca küresel finans krizinin nedenlerinden başlıca olanları kategorize edilip, analiz edilerek küresel finans krizinin altında yatan kriz dinamikleri ortaya konmaya çalışılacaktır.

2.1. KRİZ EKONOMİSİ

Kriz kelimesi etimolojik kökeni itibariyle yunanca “krisis” kelimesine dayandırılmaktadır. Türk Dil Kurumu'na (TDK) göre ise kriz kavramını ilk anlamları tıp ve psikoloji bilimine ait “*bir organda birdenbire ortaya çıkan fizyolojik bozukluk. Bir kimsenin yaşamında görülen ruhsal bunalım ya da bir şeye duyulana ani ve aşırı istek*” olarak tanımlanmaktadır. Yine TDK'ya göre kriz kelimesi “*bir toplumun, bir*

kuruluşun veya bir kimsenin yaşamında görülen güç dönem, bunalım ve buhran” tanımı da yapılmaktadır (TDK, 2005: 1243). Krizin kelime olarak gündelik hayatımızda birçok kullanım alanı olsa da tüm toplumların belleklerinde kriz kelimesi iktisadi hayatın işlerliğinde beklenmedik bir anda ortaya çıkan bozulmaları ifade etmektedir. Özellikle 1990’lı yıllardan itibaren Dünya ekonomisinde ortaya çıkan irili ufaklı ekonomik krizler ve bu krizlerin artan sıklıkla kendini tekrar ettirmesi, bu alandaki araştırmacılar tarafından geniş bir literatürün oluşmasına neden olmuştur. Dolayısıyla kriz ekonomisi iktisat bilimi içerisinde kendine has oluşumu ve yapısı itibarıyla önemli bir yer edinmiş durumdadır. Kriz ekonomisi, ülke ekonomilerinin içine düştükleri iktisadi sorunları anlamlandırabilmeleri ve üstesinden gelebilmeleri için bulunduğumuz çağda iktisat biliminin önemli bir alt disiplini olarak karşımıza çıkmaktadır.

2.1.1. Ekonomik Kriz – Finansal Kriz Ayırımı

Ekonomik kriz, gündelik hayatta kullanılan dar anlamının dışında iktisat bilimi içerisinde bir tanımı yapılırken bazı şartları taşıması gerekmektedir. Aksi halde ortaya çıkan her iktisadi sorunu ekonomik kriz olarak addetmek doğru değildir. Buna göre bir iktisadi sorunu kriz olarak tanımlayabilmek için şu şartları sağlamış olması gerekmektedir (Aktan ve Şen, 2001: 1225):

- Kriz, iktisadi karar alıcılarının birçoğu tarafından beklenmedik şekilde ve zamansal olarak öngöremedikleri bir anda ortaya çıkmaktadır. Dolayısıyla kriz karşısında hazırlıksız olan iktisadi yapının aktörleri (hükümetler, firmalar ve bireyler) krizden olumsuz bir şekilde etkileneceklerdir. Sonuç olarak krizlerin öngörülebilir ve beklenebilir bir olgu olmadığı anlaşılmaktadır.
- Krizin etkilerinin zamansal aralığı ve zararları bakımından farklı boyutlarda olabilir. Krizlerin ekonomi üzerinde etkilerinin uzunluğu, ekonomideki yapısal sorunların derinliğine, iktisadi yapı içerisindeki kurum ve kuruluşların krizlere karşı dirençleri; stres yönetiminin etkinliğine, mali derinlik gibi değişkenlere bağlı olarak kısalsabilir ya da uzayabilir. Krizler iktisadi yapının bazı aktörlerine bir takım maliyetler yüklerken bazı aktörler için de yeni fırsatlar ortaya çıkarabilmektedir.

- Krizlerin önemli bir diğer özelliği ise salgın hastalık gibi iktisadi sistemin tümüne yayılmasıdır. Örneğin kriz bir sektörde ortaya çıkarak tüm ülke ekonomisini hatta tüm küresel ekonomiyi tehdit edebilir. Krizlerin küresel boyutta bir salgın hastalık gibi yayılmasına Güneydoğu Asya Krizi ve Küresel Finans Krizi örnek olarak gösterilebilir.

Ekonomik krizin özel bir alanı olarak ve ülke ekonomilerinde farklı dinamiklerle sıkça tekrar etmesinden dolayı finansal krizlerin ayrı bir önemi vardır. Finansal krizleri ortaya çıkaran dinamiklere ve krizin temel özelliklerine göre literatürde finansal kriz tanımları yapılmaktadır.

Buna göre finansal krizler dış ödemeler dengesindeki açıkların finansal serbestleşmeye bağlı olarak sermaye akımlarındaki ani değişmelerin bankacılık sektöründeki yapısal sorunların varlığına bağlı olarak artan kırılganlığı ifade etmektedir. Döviz ihtiyacındaki ani artış ile beraber bankacılık sektöründeki kırılganlık, krizi derinleştiren spiral bir yapıyı oluşturmaktadır. Ulusal para birimin yabancı paralara karşı ani dalgalanmaları finansal krizi tetiklerken bankacılık sektöründeki kırılgan yapıya bağlı olarak krizin en yüksek noktasına gelinmekte ve mevcut sorunların ağırlaşmasına ve sistemin işlerliğini kaybetmesine neden olmaktadır (Kaminsky and Reinhart, 1996: 474).

Bir başka tanıma göre ise finansal kriz, aşırı kamu borçlanmaları sonucu rezerv darlığı çeken finansal piyasaların nakit akışının iyice bozulması gibi etkenlere bağlı olarak, beklentilerde meydana gelen kötüleşmenin trajik noktalara gelmesinden kaynaklanmaktadır. Bu durumda bankaların kredileri geri çağırması ve kredi vermemesi, ileriye dönük belirsizliklerin korkuya dönüşmesi ile iktisadi aktörlerin aynı anda nakit olmayan varlıklarını nakde çevirme girişimleri finansal sistemin çökmesine neden olmaktadır (Schwartz, 1995: 7).

Finansal piyasaların yapısını ve regülasyonların neden gerekli olduğunun kurumsal çerçevesini çizen asimetrik bilgi teorisi aynı zamanda finansal krizleri tanımlamak için de kullanılmaktadır. Mishkin (1996) asimetrik bilgi teorisi çerçevesinde bir finansal kriz tanımı yapmaktadır. Finansal kriz, ters seçim ve ahlaki rizikonun piyasa da yaygın hale gelmesi sonucunda finansal varlıkların kâr oranı düşük yatırım alanlarına gitmesi ile ekonomik düzende kaynak tahsis etkinliğinin

sağlanamamasına, sonucunda ise finansal piyasalarda doğrusal olmayan bozulmalar olarak tanımlanmaktadır (Mishkin, 1996: 17). Finansal piyasaların işlevlerini etkin bir şekilde yerine getirememesine bağlı olarak kaynak bulmakta zorluk çeken reel sektör piyasalarında daralmalar görülmektedir. Reel sektör daralmaları finansal sektör daralmalarına neden olurken istikrarsız yapı tüm ekonomik sisteme yayılmış olacaktır.

Kindleberger (2007), ise finansal krizi; iktisadi dalgalanmalarla ilişkilendirmekte ve ekonomik büyüme sonrasındaki derin çöküş dönemi olarak nitelendirmektedir. Finansal krizlerin ekonomik sistem üzerindeki tahribatları hacimce büyük olmasının yanında uluslararası etkileri de olmaktadır (Kindleberger, 2007: 6). Yukarıda açıklanan farklı kriz tanımları aslında krizi ortaya çıkaran döviz piyasasındaki spekülasyon hareketleri, bankacılık sektöründeki kırılmalı yapı, asimetrik bilgi ve ahlaki risk ya da iktisadi büyüme sonrası fiyatlarda ortaya çıkan balonların patlaması (fiyat düzeltmesi) gibi kriz dinamiklerinden yola çıkarak açıklanmaya çalışılmıştır. Bu durumda finansal krizleri doğru analiz edebilmek kriz dinamiklerini ve kriz içerisinde işleyişlerini ortaya koymak gerekmektedir.

2.1.2. Finansal Krizi Ortaya Çıkaran Faktörler

Finansal kriz, farklı kriz dinamikleri ile ortaya çıkabilmektedir. Krizi ortaya çıkaran ana unsur krizi tanımlama açısından önemli olsa da krizi tanımlamak için kriz anını ortaya çıkaran kriz öncesi unsurlar kadar krizin ikincil, üçüncül sorunlar ile derinleşmesi ve yayılması göz ardı edilmemesi gerekir. Örneğin kriz bir takım siyasal sorunlar ile ortaya çıkabilir, fakat krizin derinleşmesine finansal yapıda henüz ortaya çıkmamış bazı sorunların gün yüzüne çıkmasıyla oluşabilmektedir. Finansal krizleri ortaya çıkaran birçok değişken olabilmektedir. Bu değişkenlerin bir ya da bir kaçının genel yapısını oluşturabilmektedir. İş çevrimlerindeki ani dalgalanmalar, kamu harcamaları ve para politikaları, finansal piyasalardaki yapısal sorunlar, asimetrik bilgi sorunu gibi faktörler finansal krizin ortaya çıkışını tetiklemektedir.

İş çevrimlerindeki daralma dönemleri tek başlarına bir krizi ifade etmese de daha büyük bir daralmaya başka bir ifadeyle krize neden olabilir. Bu durumda ekonomik faaliyetlerin gerileme dönemlerinde kâr oranlarının azalması geçici bir durum olmaktan çok derin bir resesyona haline gelmesi halinde reel sektörden finansal sektöre doğru bir kriz oluşumuna neden olabilmektedir. İş çevrimlerinin genişleme dönemlerinde finansal

varlıkların değerlenmesine bağlı olarak varlık balonları oluşabilmektedir. Uzun genişleme dönemleri bu varlıklardaki fiyatlamaların “aşırı” değerlenmesi, konjonktürün devamında varlık balonunun patlamasına neden olabilmektedir. Finansal varlıkların aşırı değerlenmesinden sonra büyük fiyat düzeltmeleri finansal aracı kurum ve banka bilançolarında bozulmalara neden olurken, banka paniklerine ve finansal krizlere yol açmaktadır (Dalyancı, 2009: 9).

Finansal piyasaların en önemli işlevi tasarruf fonlarını arz edenler ile bu tasarruf fonlarını talep edenler arasında aracılık etmeleridir. Firmalar talep ettikleri fonların karşılanamaması durumunda planlanan yatırımlar aksayacak ve ekonomik büyüme istenilen düzeyde gerçekleşmeyecektir. Bir ekonomide planlanan yatırımları gerçekleştirecek fonlara ulaşım kolaylığı finansal derinlik ile ilgili olmaktadır. Birçok GOÜ’ler iktisadi kalkınmalarını gerçekleştirememesindeki en önemli sorun ekonomideki finansal derinliğin istenilen düzeyde olmamasıdır. Bu durumda ekonomideki fon talep açığının dışa açık bir ekonomide tahvil, hisse senedi ve döviz piyasalarındaki yabancı sermaye akımları ile gerçekleştirildiği görülmektedir. Bu ülkelerdeki finansal piyasaların en temel handikapı ekonomik faaliyetleri sürdürebilmek için dış finansmana kalıcı olarak bağlı halde olması durumudur. Kısa vadeli sermaye akımlarının finansal piyasalardaki yükü arttıkça ülke ekonomisinin finansal kırılganlığı da artmaktadır. Kısa vadeli yabancı sermaye akımlarının ani giriş ve çıkışları ekonomiyi olumsuz etkilemektedir. Kısa vadeli yabancı sermaye akımlarının ülkeye girişi hisse senedi piyasalarında balonların oluşmasına, döviz piyasasında ise ulusal paranın aşırı değerlenmesi ile ithalatın artmasına ihracatın azalmasına neden olurken, dış ödemeler bilançosunun bozulmasına neden olmaktadır. Kısa vadeli sermaye akımlarının ani çıkışlarında ise piyasada döviz sıkıntısının baş göstermesine, kısa vadeli dış borç stoku çevirme oranlarının düşmesine neden olurken, döviz piyasasında oluşan kriz bankacılık sektöründeki yapısal sorunlar ile daha büyük kriz sarmalının oluşmasına neden olmaktadır (Eichengreen vd., 1996: 13).

Kamu harcamalarının ekonomide beklenen çarpan etkisini oluşturamaması durumunda, bu politikaların etkinliğinden söz etmek mümkün değildir. Kamu harcamalarının basiretsiz bir şekilde yapılması bütçe açıklarına neden olurken, dışa açık bir ekonomide dış borç stokunu artırarak dışlama etkisi ile özel sektörün iktisadi faaliyetlerini de olumsuz şekilde etkilemektedir. Artan kamu borç stokunun etkileri

döviz piyasalarında aşırı değerlenmiş kur, mevduat faiz oranlarında ve fiyatlar genel düzeyindeki artışları tetikleyecektir. Bu gelişmeler ışığında finansal piyasalarda varlık fiyatlarında ani düşüşler bu piyasalardaki beklentilerin olumsuz çapalanmasına neden olurken, spekülasyon işlemlerinin artması, finansal piyasaların çökmesine ve finansal bir krizin meydana gelmesi şeklinde süreç işleyecektir (Doğanalp, 2014:24).

2.1.3. Finansal Kriz Çeşitleri

Finansal krizlerin tasnifi konusunda çeşitli yaklaşımlar bulunmakla beraber literatürde kabul gören genel yaklaşımda finansal krizler; para, bankacılık, dış borç ve sistemik finansal risk krizi olarak sınıflandırılmaktadır.

2.1.3.1. Para Krizi

Ulusal para biriminin yabancı para birimleri karşısında büyük değer kayıplarına karşı merkez bankasının mevcut döviz rezervleri ile müdahalesinin yeterli olmadığı koşullarda ortaya çıkan krizlerdir. Döviz piyasasındaki ani çöküş ileriye dönük beklentilerdeki belirsizliklerin panik havası oluşturması ile ortaya çıkan spekülasyon davranışlardan kaynaklanabilir. Para krizlerinde merkez bankasının sınırlı döviz rezervleri ile müdahalesi, döviz kurunu baskı altına almak için yeterli olmayacaktır. Bu durumda merkez bankasının faiz oranlarını devasa boyutlarda artırması, hükümetin devalüasyon ilan etmesi, kur rejiminin yeniden düzenlenmesi, sermaye akımlarının yurt dışına kaçışını azaltacak yasal önlemlerin alınması, hatta birkaç saatliğine para piyasalarının geçici olarak durdurulması gibi sıra dışı önlemler alınması gerekebilir (Barışık, 2014: 124). Para krizi, döviz kurundaki ani dalgalanmanın boyutunun, tüm ekonomik sistemi etkileyecek şekilde ve böylesi önlemlerin alınmasını zorunlu hale getirecek büyüklükte olması durumunda gerçekleşecektir.

Para krizini oluşumunu belirleyen dört faktörden bahsetmek mümkündür (Kibritçioğlu, 2001: 175).

- Büyüme, enflasyon, işsizlik ve ödemeler dengesi gibi makroekonomik değişkenlerdeki bozulmalar ve buna bağlı olarak para-kur-maliye politikalarında yapılan bir dizi hatalar.
- Finansal piyasalardaki yapısal bozukluklar; kurumsal yapı, organizasyon, denetim ve düzenleme mekanizmalarının yetersizliği sonucunda

piyasalarda asimetrik enformasyon ve ahlaki rizikonun yerleşik bir olgu olması.

- Piyasada önemli işlem gücüne sahip olan ulusal ya da uluslararası finans kuruluşlarının piyasa hakkındaki hatalı ya da önyargılı beklenti ve tutumları
- Piyasada panik havası oluşturacak siyasi suikast, savaş, terör saldırıları büyük doğal felaketler gibi beklenmedik dışsal olaylar.

Para krizlerinin 1980'lerden başlayarak Latin Amerika (1982-1983), Avrupa Para Sistemi (1992-1993), Meksika (1994-1995) ve Güneydoğu Asya (1997-1998) krizlerini açıklamaya yönelik kriz modelleri ortaya konmuştur. Her yeni kriz olgusu krizin ortaya çıkışı ve derinleşmesi ile ilgili farklı argümanların kullanıldığı kriz modellerinin kullanılmasını gerekli kılmıştır. Buna göre para krizi modelleri *birinci, ikinci ve üçüncü kuşak kriz modelleri* olarak kategorize edilmiştir.

2.1.3.1.1. Birinci Kuşak Kriz Modelleri

Krugman (1979) tarafından geliştirilen ve döviz krizlerini açıklanmasına yönelik bu kriz modeli Flood ve Garber tarafından geliştirilmiştir. Modelin en önemli vurgusu çarpık iktisat politikalarının iktisadi faaliyetin sağlıklı bir şekilde yürütülmesine imkân vermeyecek noktaya gelerek para çöküşlerine yol açıyor olmasıdır. Basiretsiz kamu harcamalarının para basılarak finanse edilmesi, döviz kurunu belirli bir orandan sabit tutma gayreti krizin çıkış noktasını oluşturmaktadır. Ulusal paranın değerini düşürecek politika adımları diğer tarafta ulusal para değerinin yabancı paralara karşı değerini sabit tutma gibi birbirine zıt politikaların uygulanması, döviz rezervlerinin ciddi şekilde azalmasına neden olmaktadır. Spekülatif ataklar ulusal paradan kaçışın zirve noktasında döviz rezervlerinin iyice erimesine ve döviz piyasasının çökmesi ile kriz ortaya çıkmış olacaktır. Bu modelde makro ekonomi politikalarının sonucu olarak kriz ortaya çıkmakta ve kamu harcama politikaları ile döviz kuru politikası arasındaki tutarsızlıklar krizin oluşmasını sağlamaktadır (Yücel ve Kalyoncu, 2010: 56).

2.1.3.1.2. İkinci Kuşak Kriz Modelleri

Birinci kuşak kriz modeli 1992-93 yılında Avrupa para sistemindeki değişikliğin krize giden süreci açıklamakta yetersiz olması nedeniyle Obstfeld (1994) tarafından

“kendi kendini besleyen” spekülâtif atak modeli kurgulanmıştır. Bu kriz modeline göre sabit kura dayalı sistemin sürdürülebilirliği noktasında kamuoyu nezdinde soru işaretlerinin bulunması iktisadi karar alıcıların daha temkinli bir davranış içerisinde olmalarına, iktisadi faaliyetin yavaşlamasına ve ücretler ve istihdamda azalma eğilimi görülecektir. Döviz kurundaki geleceğe yönelik beklentilerin iyice kötüleşmesi faiz oranlarının artmasına ve buna bağlı olarak kamu harcamalarının finansman maliyetlerini artırarak beklentilerin daha da kötüleşmesine neden olur. Beklentilerdeki bu derece kötüleşme spekülâtif bir atağın oluşmasına yol açarak, ekonominin krize sürüklenmesine neden olacaktır. Bu modelde kriz göstergeleri kamu borçlanmasının yapısı tarafından belirlendiği görülmektedir. Kamu borçları iç borçlanma ile yapılıyorsa bankaların kısa dönem borç yapısı, faiz oranları ve tahvil fiyatları kriz göstergeleri izlenmesi gerekecektir. Bunun yanı sıra dış borçlanma ile kamu borcu finanse ediliyorsa, yabancı sermaye hareketlerinin yapısı (doğrudan ya da dolaylı olması, vade yapısı gibi.), dünya faiz oranı ve ülke faiz oranı arasındaki farkın büyüklüğü gibi değişkenlerin izlenmesi kriz göstergeleri olarak önem kazanacaktır (Şimşek, 2008: 197).

2.1.3.1.3. Üçüncü Kuşak Kriz Modelleri

Birinci ve ikinci kuşak kriz modelleri 1997-1998 Güneydoğu Asya krizini açıklama da yetersiz kalması sonrasında geliştirilen kriz modelidir. Güneydoğu Asya ülkelerinin kamu bütçeleri sağlam yapıda olması, birinci ve ikinci kuşak kriz modellerinin ortak noktası olan döviz kuru politikaları ile maliye politikalarının uyumsuzluğu gibi sorun burada söz konusu olmamaktadır. Üçüncü kuşak kriz modelinin odak noktasında reel kesim ile finansal kesimin bilanço yapısındaki bozukluklara bağlı finansal kırılganlıklar olmaktadır. Üçüncü kuşak kriz modelinin bir önemli özelliği finansal serbestleşme ve küreselleşme beraberinde benzer yapısal bozuklukların olduğu ekonomilerde yayılma etkisi ile krizin ulusal boyuttan uluslararası bir boyut kazanmasıdır (Delice, 2003: 65). Bu tip kriz modelinde yayılma etkisine maruz kalan ekonomiler herhangi bir politika hatası yapmadıkları halde mevcut yapısal sorunlarına bağlı olarak krizin etkilerine maruz kaldıkları görülmektedir

Bu modelde krize götüren süreç sermaye akımlarının GOÜ’e doğru yönelmesi ve bu ülkelerdeki finansal kesimin gerekli denetim ve organizasyondan yoksun olmaları, olası bir dışsal şok ile finansal krizi tetikleme şeklinde gerçekleşmektedir.

Artan sermaye akımları ile bu ülkelerde hızlı bir ekonomik büyüme süreci meydana gelirken GÜ ekonomilerine görece yüksek kârlılık oranları sermaye hareketlerinin bu ülkelere daha fazla yönelmesine neden olmuştur. Finansal varlıklarda oluşan balon, hızlı bir büyüme sonrası reel kesimin fon talebine ulaşmasını giderek daha kolay hale getirirken yatırımların verimsiz alanlara kanalize edilmesi sonucunu doğurmaktadır. Bir yandan da döviz arzının artması ulusal paranın aşırı değerlenmesi ile ihracatı törpüleyici ve ithalatı özendirici bir etki yapmaktadır. Sermaye akımlarındaki artışlar, sermaye hesabı açığına ve ulusal paranın aşırı değerlenmesi, dış ticaret açıklarının oluşmasına neden olabilmektedir (Gedikli, 2009: 56-57). Yabancı yatırımcı beklentilerinin değişmesi sermaye akımlarının terse dönmesi ile bankacılık sektörü borçlarını ödeyemez hale gelir ve bu durum panik havası ile para krizi ile bankacılık krizinin bir arada olduğu bir kriz sarmalını ortaya çıkarır.

2.1.3.2. Bankacılık Krizi

Ticari bankaların borçlanma yapılarındaki bozulmalar ile banka paniği denilen olgunun yaşanması, vadesiz mudi sahiplerinin mevduatlarını nakde çevirme taleplerinin karşılanamaması durumunda bankanın söz konusu likidite sorununu çözmemesi, banka iflaslarına yol açacaktır. Bankacılık sektörü ekonominin itici bir gücü olması halinde meydana gelen bir bankacılık krizinin tüm iktisadi faaliyetler üzerinde ağır maliyetlerinin oluşması ve krizin etki süresinin daha da uzamasına neden olacaktır. Bankacılık krizinin çıkış noktasında bankanın güven kaybı yaşamasının kilit bir öneme sahiptir. Güven kaybı genel olarak, bankanın bankacılık faaliyetlerindeki kötüleşmeden, tüm ekonomik düzeni tehdit eden dışsal şoklardan kaynaklandığı gibi birçok farklı nedenlerden dolayı da olabilir. Bu durumda güven kaybı yaşayan banka elindeki fonları kaybetme sürecine girerken likidite sorununu merkez bankası ve hükümet müdahaleleri ya da banka birleşmeleri ile çözülemediğinde banka iflası kaçınılmaz olacaktır. Bir bankanın iflas etmesi tüm bankacılık sektörüne yayılacak şekilde bir kriz oluşturması her zaman beklenilmez. Bankacılık krizi ancak, iflas eden bankanın sektör içerisindeki payının fazla olması durumunda gerçekleşebilir (Delice, 2003: 61)

2.1.3.3. Dış Borç Krizi

Dış borç krizi, bir ülkedeki kamu ya da özel kesime ait vadesi gelmiş dış borçları kendi iç dinamikleri ile ya da yeni borçlanma imkânlarının bulunmaması neticesinde

söz konusu borçlarını ödeyemeyeceğini ilan etmesi ile ortaya çıkmaktadır (Turgut, 2007: 38). Dış borç krizi ülkede meydana gelen para ve bankacılık krizinin bir sonucu olarak iktisadi faaliyetlerde aksamalarda olduğu gibi iktisadi faaliyetlerin bir parçası olarak dış borç geri ödemesinde de sorun olabilir. Dış borç krizini likidite krizlerinden ayıran bazı hususlar bulunmaktadır. Birincisi, dış borç krizi dış borç geri ödemesini tam (eksiksiz) şekilde yerine getiremeyeceği beyanı ile başlamaktadır. İkincisi dış borç geri ödemesi yükümlülüğünü yerine getir(e)meyeceğini beyan eden ülke bu beyanı ödeme güçlüğünden dolayı verebileceği gibi ödeme güçlüğü olmadan mevcut cezai yaptırımlara katlanmak koşulu ile dış borç geri ödemesinin yerine kaynaklarını yatırım ve üretim alanlarına yönlendirebilir. Dış borç geri ödemesi yükümlülüğü bu durumda geçici olarak askıya alınmış olmaktadır. Üçüncüsü ise likidite krizleri (para ve banka krizleri) ulusal finansal piyasalardan tüm küresel finansal sistemi etkileme kapasitesine sahipken, dış borç krizi, dış borç geri ödeme yükümlülüğü olan ülke ile alacaklı arasında bir takım maliyetler yüklemektedir. Borçlu taraf bir takım cezai yaptırımları maliyet olarak katlanırken alacaklı tarafında belirsizliğin oluşturduğu bir kriz sürecinin maliyetine katlanmak zorunda kalacaktır (Çalışkan, 2003: 226).

2.1.3.4. Sistemik Finansal Risk Krizi

Sistemik finansal risklerin ortaya çıkardığı krizler, varlık değerlendirmesi, ödemeler ve kredi tahsisi gibi finansal sistemin temel işlevlerini aksatan ve reel sektör üzerinde olumsuz etkiler bırakmaktadır. Sistemik finansal riskler mutlaka finansal piyasalardan reel sektöre doğru çift yönlü bilanço bozulmalarını neden olurken, tüm iktisadi sistemin işleyişini bozdukları görülmektedir. Buna karşılık sistemik finansal riskler küresel finans dünyasında krizin etkilerini benzer kurumsal yapıda ve ekonomik partner olan ülke ekonomilerine yayılcı bir şekilde krizler meydana getirdiği görülmektedir. Nitekim 1997 Güneydoğu Asya krizinde Kore ve Tayland' da şirket iflasları kısa süre sonra diğer bölge ülkelerinin finansal piyasaları vasıtasıyla tüm bölgesel ekonomik sistemi etkilemiştir (Acar vd., 2014: 77).

Sistemik finansal riskler, krizlerin derinleşmesine ve etkilerinin daha yıkıcı sonuçları ortaya çıkarmasına neden olmaktadır. Sistemik finansal risk krizi makro ekonomik koşullarda yaşanan kötüleşmenin bir para krizinin ortaya çıkmasını tetikler ve finansal piyasalardaki yapısal bozukluklar ile krizin daha da derinleşmesine yol açar.

GOÜ’de yaşanan para krizleri çoğu kez finansal piyasalarda sistemik risklerin fazla birikmesinden kaynaklı olarak finansal kriz, sistemik yapıya bürünmesine sebep olur. Buna karşılık gelişmiş ekonomilerde para ve döviz piyasalarında ortaya çıkan krizin etkileri finansal piyasalara yayılmadan daha sınırlı bir düzeyde kaldığı görülmektedir ya da finansal piyasalardaki sorunlar döviz kurunda dramatik dalgalanmalara ya da ödemeler dengesi sorununa neden olmamaktadır. Nitekim 1992-93 yılında Avrupa para sisteminde ortaya çıkan döviz krizi, sistemik finansal riskin olmamasından dolayı finansal piyasalara yayılmamıştır. Diğer taraftan ise 1982 yılında yaşanan Latin Amerika Krizinde para krizleri riskin biriktiği finansal piyasalara sıçrayarak sistemik finansal krizi meydana getirmiştir (Barışık, 2014: 133).

2.2. 2008 KÜRESEL FİNANS KRİZİ ÖNCESİ FİNANSAL KRİZLERE KISA BİR BAKIŞ

Yirminci yüzyıl kendisinden önceki tarihsel süreçte hiç olmadığı kadar, toplumlar arası ilişkilerin yoğunlaştığı bir yüzyıl olmuştur. Küreselleşme olgusu, ülkeler arasındaki bu yoğun ilişkinin ticaret, seyahat ve iletişim kanallarının teknolojik yeniliklere bağlı olarak büyük gelişme göstermesi sonucu, başta iktisadi olmak üzere, siyasi ve sosyo-kültürel ilişkilerin artmasını sağlamıştır. Ülkeler arasındaki sınırların zamansal ve mekânsal kısıtlamalarını ortadan kaldırarak, Dünyayı küresel bir köy haline getirmiş olması, GÜ ile az gelişmiş ya da GOÜ arasında iktisadi ilişkileri artıran ve sermayenin serbest dolaşımını sağlayan liberal politikalar ile sağlanması bu ülkeler arasında karşılıklı bağımlılıkları ve ekonomik krizleri artırmıştır (Paksoy vd., 2011: 6).

Ekonomik küreselleşmenin ivmeli bir şekilde hız kazandığı dönem ise 1980’lerin başına denk gelmektedir. Bu dönemde Bretton Woods sisteminin çökmesi, teknolojik gelişmeler ve finansal yenilikler, ekonomik işbirlikleri ve Uluslararası Para Fonu (IMF) ve Dünya Bankası vasıtasıyla neoliberal politikalar, GÜ’lerden GOÜ’lere doğru tüm dünyaya yayılması sağlanmıştır. Küreselleşme olgusunun önemli bir ayağı olan ekonomik küreselleşme, ticari serbestleşme ve finansal serbestleşme şeklinde iki yönde gerçekleşmiştir. Ticari serbestleşme, serbest piyasa ekonomisinin tesisi gereğince piyasalara kamu müdahalelerinin kaldırılması, bu bağlamda küçük devlet ve özelleştirme politikalarının benimsenmesi, korumacılık politikalarının kaldırılarak dış

ticareti özendirici politikaların yürütülmesi gibi yeni liberal iktisadi düşüncenin küresel düzlemde hayata geçirilmesidir (Onur, 2005: 128).

Finansal serbestleşme ise bu piyasalara konu olan varlıkların ülke içinde ve ülke dışında serbest dolaşımını kısıtlayan faktörlerin kaldırılmasıdır. 1980'li yıllardan 1990'lı yıllara giden süreçte GOÜ ekonomilerinin yeni liberal politikaların etkisiyle bu piyasalardaki fiyat ve miktar kontrollerinin kaldırılması, faiz oranlarının piyasa koşullarında serbestçe belirlenmesi, zorunlu karşılıklar oranlarının azaltılması ya da tamamen kaldırılması ve kredi kontrollerinin kaldırılması, piyasaya giriş çıkışların kolaylaştırılması gibi kısıtlayıcı, denetleyici ve düzenleyici mekanizmalarının kaldırılarak ya da gevşetilerek finansal piyasaların öncü olduğu küresel yeni serbest piyasa sistemine entegrasyonuna yönelik politikaları kapsamaktadır (Mangır ve Yılmaz, 2009: 193)

Finansal serbestleşme politikaları iç tasarrufların yetersiz olduğu GOÜ ekonomilerinde yabancı tasarruf kaynaklarının girişine izin verilmesi ve bu fonların yatırımlara kaynaklık ederek üretim ve istihdam seviyesinin artıracakı düşünülmektedir. Finansal serbestleşmenin ülke içindeki koşullarına bağlı olarak ekonomik aktiviteyi ve refah düzeyine olumlu yönde katkı yapması için bazı ön koşulların sağlanmış olması gerekmektedir. Bunlar; fiyat istikrarının sağlanmış olması, bankacılık sektöründe rekabeti artıracak ve bankacılık sektörünün dışsal şoklara karşı sağlam bilanço ve kurumsal yapılarının olması, denk bütçe politikası çerçevesinde mali disiplinin sağlanmış olması ve finansal piyasalarda rekabet koşullarını ve etkinliği bozmayacak, vergi sisteminin tesisi gerekmektedir (Cicioğlu, 2009: 14).

Bretton Woods sisteminin çöküşü ile beraber uluslararası finansal piyasalar ABD ve İngiltere gibi merkez devletlerde liberal politikalar ile kendi kendini düzenleyen piyasa sistemine geçişi gerçekleşmiş oldu. Finansal piyasaların liberalizasyonu sürecindeki dönüşümün hızlı bir şekilde gerçekleşmesinin özünde, finans ve uluslararası finansal hizmetler sektöründeki teknolojik değişim olmuştur. Küresel finansal yapının bu dönüşümü, ülke ekonomilerinde yurtiçi piyasa düzenlemelerine ve yurt dışı piyasa düzenlemeleri ile beraber devletin piyasaya müdahaleci yapıdan daha küçük bir devlet organizasyonuna doğru evrim geçirmeye başlamıştır (Cerny, 1994: 320). Bilgi ve iletişim teknolojilerindeki gelişmeler sermaye

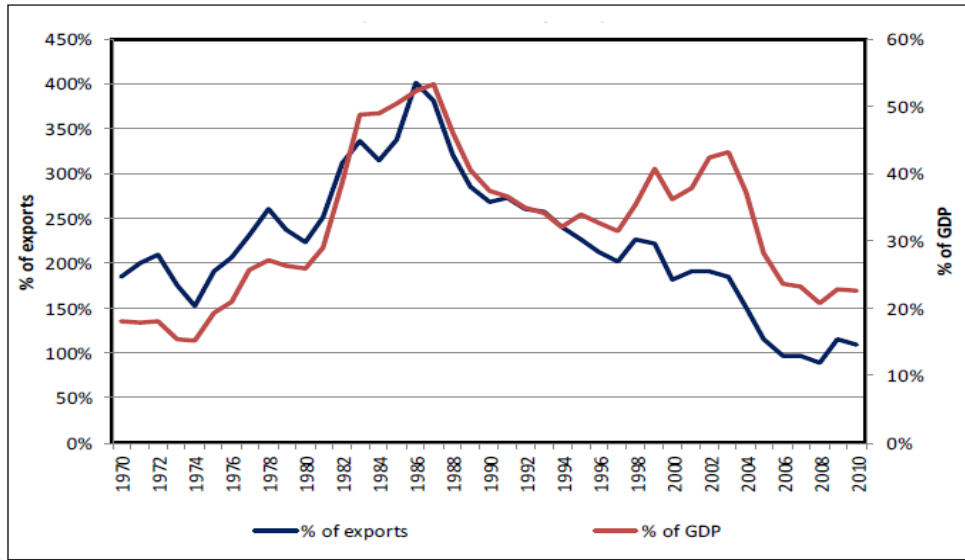
hareketlerinin önündeki kısıtlayıcı faktörleri kaldırırken sermayenin mobilitesi daha çok artarken kâr peşinde koşan piyasa aktörlerin bilgi ve iletişim ağları kullanmalarını sağlarken piyasalardaki değişmelerin daha hızlı ve hassas bir tabana oturmasına neden olmuştur. Ayrıca finansal piyasaların serbestleşmesi önündeki teknik sorunların inovatif süreçler ile çözümler getirilirken, finansal piyasaların serbestleşmesi ve entegrasyonu sürecine katkı sunulmakta, diğer taraftan ise teknoloji yatırımları desteklenmiş olmaktadır (Buchs, 2004: 32).

Finansal piyasaların uluslar üstü bir piyasa yapısına bürünerek daha fazla büyümesinde bilgi ve iletişim teknolojilerin gelişmesinin yanı sıra finansal çeşitliliğin giderek artmasının da büyük rolü vardır. Finansal serbestleştirme politikaları bu piyasalardaki rekabeti artırırken kâr elde etme güdüsü içerisindeki yatırımcıların etkin bir portföy dağılımında riskin azaltılması ve finansal hizmetler endüstrisinde ürün çeşitlendirmesi işlem hacmini artırmıştır (Oktar vd. 2013a: 28). Bu finansal araçları hedge fonları, carry trade işlemleri, türev işlemleri piyasası gibi birçok finansal piyasalar devasa boyutlara ulaşırken bu piyasalardaki kâr oranlarının artmasının yanında risklerinde birikmesine neden olmaktadır.

1980'lerden sonra tüm dünyada hızlanan finansallaşma hareketleri Washington Uzlaşması çerçevesinde IMF ve Dünya Bankası aracılığıyla az gelişmiş ülkelere de yayılması sağlanmıştır. IMF ve Dünya Bankasının Bretton Woods sonrası yeni görevleri ile GOÜ'ün neoliberal politikalar kapsamında bazı deregülasyonların gerçekleşmesi için ülkelere çerçeve politika dizaynı yapma görevi verilmiştir. Literatürde Washington Uzlaşmaları olarak bilinen bu kurumsal çerçeve politika, serbest piyasa ekonomisi temelindeki bazı düzenleme ve politika tercihlerini içermekteydi. Bunlar kamu ekonomisinin küçültülmesi, piyasa sisteminin etkinliğini azaltan her türlü denetim ve düzenleme mekanizmalarının kaldırılarak serbest piyasa şartlarının tesis edilmesi, küreselleşen dünya koşulları içerisinde finansal regülasyonların ve sermaye hareketliliğinin önündeki engellerin kaldırılması ve serbest dış ticaret politikalarının devreye sokulması şeklinde sıralanabilir. Söz konusu bu politika çerçevesi ile beraber finansal serbestleşme politikaları bu ülkelerde bir dizi para ve bankacılık krizlerini 1990'lı yıllar boyunca meydana getirmiştir. Latin Amerika Krizleri, 1994 Meksika Krizi, 1997 Güneydoğu Asya Krizi, 1998 Rusya Krizi ve 2001-2002 yıllarında Arjantin ve Türkiye krizleri meydana gelmiştir. Bu ülkelerde kurumların yeterli ve sağlam

yapıda olmamaları ve kendilerine has iktisadi ve siyasi sorunlarının zaman zaman baş göstermesi sonucu kısa vadeli sermaye hareketlerinin ani ve spekülatif şekilde yön değiştirmesi ekonomik istikrarı olumsuz yönde etkileyerek krizlerin çıkmasına yol açmıştır (Eroğlu ve Yeter, 2017: 62).

Latin Amerika krizleri 1980’li yıllar boyunca Arjantin ve Brezilya başta olmak üzere 15 kadar Latin Amerika ülkesinde bir dizi finansal krizler meydana gelmiştir. Dış borç sorunu, hiperenflasyon ve durdurulması güç derin resesyon süreçleri finansal krizler tarihinde Latin Amerika ülkeleri için bu yıllar “*kayıp on yıl*” olarak literatüre geçmiştir (Fraga, 2004: 89). Söz konusu “*kayıp on yıl*” bu ülkelerdeki finansal sistemin, serbestleşme sonrası finansal entegrasyon sürecine uyum sağlayacak kurumsal yapı ve düzenlemelerin yeterli olmamasın kaynaklandığı görülmektedir. Finansal serbestleşme öncesi finansal baskı politikaları finansal sektörün daralmasına neden olurken kredi tahsisi politikası ile kredi talepleri karşılanan firmalar büyük rantlar elde etmesine ve kredi piyasasında kaynak tahsisi noktasında etkinliğini kaybetmiştir. 1980 öncesi bir diğer sorun finansal piyasaların denetlenmesi noktasındaki sorunlar bu piyasadaki ahlaki riziko altındaki işlemlerin göz ardı edilmesine neden olmuştur. Bankacılık sektöründe bu dönemde verimsiz kredilerin oranı toplam portföy büyüklüğü içerisinde %20 oranına yükselmiştir. Finansal piyasalardaki baskı politikaları ve denetim mekanizmalarının düzgün işlememesi gibi sorunlar bu ülkelerde birçok banka iflaslarını beraberinde getirmiştir. Bu dönemde yaşanan banka iflasları yabancı sermayenin kaçmasına neden olurken bu ülkeler dış borç sorunu, tasarruf açığı ve derin resesyonlar nedeniyle uzun süre krizin etkilerinden kurtulamamışlardır (Güloğlu ve Altunoğlu, 2002: 110 -111).



Grafik 1: Latin Amerika Dış Borç/GSYH ve Dış Borç/İhracat Oranları

Kaynak: (Ocampo, 2014: 15)

Faiz oranlarındaki artışın yarattığı şokun ardından dış borç krizi patlak vermiştir. GSYH'nın dış borcu karşılama oranı ve dış borcun ihracata oranı 1970'lerden beri yavaş yavaş ancak istikrarlı bir şekilde arttığı gözlemlenmektedir. 1980'lerin başından itibaren ise dramatik şekilde dış borçların sert bir şekilde yükselmesinde üç önemli faktör vardır bunlar; faiz oranlarının sert bir şekilde yükselmesi, emtia fiyatlarının düşmesi ve Latin Amerika'nın GSYİH'sında dolar bazında hızla artan bir düşüşün sonucu olarak, dış borç oranları hızlı bir şekilde artarken 1986 yılına kadar yaklaşık beş yıl bu durum önlenememiş ve dış borç sorunu, borcun borçla kapatılmasına ve dış borç sarmalı içerisinde krizin derinleşmesine neden olmuştur. Bu süreçte, Latin Amerika'nın dış borç katsayıları iki katına çıkmış ve yukarıda belirtilen uzun vadeli faktörlerin bir sonucu olarak yirmi birinci yüzyılın ilk on yılına kadar kriz öncesi seviyelerine geri düşmemiştir (Ocampo, 2014: 15).

1980'lerin başında meydana gelen borç krizi birçok Latin Amerika ülkelerinde olduğu gibi Meksika'da da yaklaşık üç yıl süren ekonomik durgunluğa neden olmuştur. Uzun resesyon döneminden sonra Meksika hükümet yetkilileri GÜ'lerdeki gibi liberal politikaların ve düzenlemelerin iktisadi yapıyı güçlendirip uzun dönemli bir ekonomik istikrarı tesis edeceğine görüşüne varmışlardır. 1985 yılından itibaren reformist uygulamalar hayata geçirilirken korumacı politikalar terk edilerek serbestleşme adımları atılmıştır (Doğanalp, 2014: 63). Meksika ekonomisi Washington uzlaşısı çerçevesinde

yapılan reformların etkisi ile beklentilerin olumlu şekilde çaplandığı konjonktür yaşanmaktaydı. Bu dönemde yabancı sermaye akımlarının artması sonucu pesonun dış değeri artmış, buna karşılık enflasyonist etkiler üretim girdi maliyetlerinden yeterince arındırılmaması sonucu yerli üretime karşı ucuz ithal ürünler, ithalatın artmasına neden olurken diğer taraftan dış açıklar büyümüştür (Ongun, 2012: 56). Küresel konjonktürün değişmesi ile sermaye akımlarının ani ve spekülatif ters yönlü hareketi ile finansal piyasaların kısa vadeli yabancı para cinsinden yükümlülükleri artması, aşırı likidite problemlerine, banka bilançolarının bozulmasına ve finansal piyasaların işlevlerini yerine getirmeyecek duruma gelmesine neden olmuştur (Delice, 2003: 67). 1980'lerde yaşanan Latin Amerika krizlerinden farklı olarak 1994 Meksika Krizi'nde yüksek kamu bütçe açıklarının ve yüksek enflasyon oranlarının olmadığı ve görece makroekonomik istikrarın sağlandığı iktisadi koşullarda krizin derinleşmesine neden olacak içsel etmenlere rastlanmamıştır.

Meksika krizi serbestleşme politikaları sonrası yurtiçi üretimdeki endüstriyel yapı, enflasyonist ekonomik koşullar, sağlıksız endüstrileşme gibi etkenler altında dışa açık, rekabetçi piyasa koşullarında toplam ihracatta yeterli ilerlemeyi kaydedemezken kısa vadeli sermaye akımlarının pesonun dış değerinin artması ile toplam ithalatta büyük artışlar meydana gelmiştir. Dış açık sorunu kısa vadeli sermaye akımları ile cari işlemler açığı sorunu haline gelmiştir. Finansal sermaye akımlarının ani ve spekülatif ters yönlü hareketi ile cari açığın sürdürülebilir bir yapıda olmadığı ortaya çıkmıştır. Artan dış borç yükümlülükleri, tüketim ve ekonomide büyük daralmalara neden olurken, yabancı sermaye akımlarında beklentilerindeki ani değişimler Meksika ekonomisi ile algıların değişmesine ve yatırımcıların portföy seçimlerini yeniden gözden geçirmelerine neden olmuştur. Beklentilerdeki bu gelişmeler krizi tetikleyen durum olarak karşımıza çıkmaktadır (Hacıhasanoğlu, 2005: 36).

Güneydoğu Asya (GDA) Krizi, Temmuz 1997'da Tayland'da ulusal para biriminin aşırı değer kaybetmesi ile başlayan ve diğer bölge (Güney Kore, Hong Kong Endonezya, Malezya ve Filipinler gibi) ekonomilerine de sirayet ederek krizin uluslararası bir boyuta ulaşmasına neden olmuştur. Ulusal para biriminden kaçış ve dolara hücum şeklinde spekülatif karakterli kriz, bu ülkelerin finansal piyasalarının çökmesi ile istihdamda ve iktisadi büyümede daralmaların meydana gelmesine, krizin bölge ekonomisinin başat aktörü olan Japonya'ya yayılması ile de krizin derinleşerek

bölge ekonomilerinde uzun süreli bir resesyon dönemi yaşanmıştır (Seyidoğlu, 2002: 31). Krizin küresel ekonomide beklenmedik bir şekilde ve öncesinde yaşanan (Latin Amerika ve Tekila) krizlerinden farklı dinamiklerle ortaya çıkması GDA Krizi'ni iktisatçıların farklı bir analize tabi tutmalarını gerektirmiştir. Zira söz konusu bu ülkeler büyüme, enflasyon, işsizlik, cari açık gibi makro ekonomik değişkenlerinin görece iyi olduğu bir iktisadi koşullarda kriz ortaya çıkmıştır (Çakmak, 2004: 149).

GDA ülkelerindeki kendine özgü bu kalkınma performansı diğer GOÜ için örnek bir kalkınma modeli olarak gösterilirken, diğer taraftan “Asya Mucizesi”nin görünmeyen sorunları kriz ile beraber gün yüzüne çıkmıştır. Krizin nedenleri üzerinde birçok etkeni sıralamak mümkün ise de krize giden süreçte meydana gelen en önemli faktörler şunlardır (Öztürk M. ve Aras, 2015: 223 – 228):

- *Yoğun yabancı sermaye akımlarına bağlı olarak artan dış borç sorunu:* Bölge ekonomilerinde 1990'lı yıllarda yürürlüğe konulan finansal serbestleşme politikaları neticesinde iç faiz oranlarının dünya faiz oranından yüksek olması, yabancı sermaye akımlarının artmasına ve böylece dış borçlanma maliyetinin iç borçlanma maliyetinden hem daha düşük, hem daha kolay hale gelmesini sağlamıştır. Artan yabancı sermaye akımları neticesinde 1997 yılı itibariyle beş büyük GDA ülkesinin dış borcu 247 milyar dolara yükselirken riskin çoğalması ile beraber toplam dış borcun %64'ünün kısa vadeli olduğu görülmektedir. Kısa vadeli sermaye akımlarının artması finansal piyasalardaki kırılganlığın artmasına ve olası spekülatif ani hareketlerin bu piyasaların çökmesine neden olmaktadır.
- *Finansal Piyasalardaki Yapısal Sorunlar ve Artan Finansal Kırılganlık:* GDA ülkelerinde bankacılık sektöründe kredi genişlemesi hızla artarken, iç tasarrufların yetersiz olması nedeniyle bankaların dış yükümlülükleri de artmaktaydı. Kredi genişlemesinde 1990'lı yıllar boyunca ortalama %15 civarında artış gerçekleşirken bu dönemde kısa vadeli dış borçlanma ile kredi taleplerinin karşılanması yoluna gidilmesi vade uyumsuzluklarını beraberinde meydana getirmiştir. Ayrıca bankaların döviz rezervlerinde kayda değer artış meydana gelmemesi sonucu

M2Y/döviz rezervleri oranlar Tayland, Kore ve Endonezya'da sırasıyla %153, %213 ve %181 seviyelerine gelerek ani sermaye çıkışlarında bankacılık ve finansal piyasaların çökmesine neden olmuştur. Finansal kuruluşlardaki denetim ve düzenleme mekanizmalarının iyi bir şekilde işlememesi sonucu oluşan finansal kırılganlıklar karşısında para politikasının etkin olmasına imkân vermemiştir.

- *Krize Giden Süreçte Döviz Kurunun Aşırı Değerlenmesi ve Cari Açık Sorunun Ortaya Çıkması:* GDA ülkelerinde kriz öncesi dönemde döviz kurunun düşük olması ile bölge ülkelerinin dış pazarda rekabet gücünü artırırken dış ticaret fazlası verilmektedir. Krize giden süreçte artan döviz kuru ile rekabet güçleri azalmakta ve aynı şekilde ihracatları da azalmaktadır. Nitekim 1996 yılında bölge ekonomilerinin ortalama %5,6 seviyesinde cari açığın meydana geldiği görülmektedir. Cari açıktaki bu artış ile kısa vadeli dış borç yükünün artması döviz kuru politikasındaki olumsuz beklentilerin oluşmasına ve spekülatif hareketlerin ortaya çıkmasına neden olmuştur.
- *Kredilerin Verimli Olmayan Yatırım Alanlarına Kanalize Edilmesi ve Yüksek Kâr Peşindeki Finansal Kurumlarda Ortaya Çıkan Ahlaki Risk Sorunu:* GDA ülkeleri yüksek büyüme performanslarını daha uzun yıllar devam ettirebilmek için bölge hükümetleri yatırımların artarak devam etmesine istemekteydi. Hükümetler için yatırımların içeriğinden çok büyümeye yapacağı katkı daha önemli olmaktadır. Bu yüzden yatırımlar giderek daha az getirileri olan projelere kayarken bu projelerin kredi risklerine bakılmaksızın finanse edilmeye başlandı. Finansal piyasalardaki denetim ve düzenleme mekanizmalarının yeterli olmaması riskin daha da çoğalmasına neden oldu. Öyle ki krizden hemen önce G. Kore'deki en büyük 30 şirketin yarısından fazlası yatırımlarının maliyetleri getirilerinden daha düşük olmuştur. Kriz öncesinde toplam kredilerin önemli bir bölümü ihracata dönüşmeyen ve ülkeye döviz kazandırıcı özelliği bulunmayan inşaat sektörüne kayması ile dış borç sorununun giderek sürdürülemez hale gelmiştir.

GDA krizi, finansal serbestleşme sonrası yüksek büyüme oranları ile “Asya Kaplanları”nın dışarıya karşı finansal bağımlılığının önemli ölçüde arttığı bir dönem olmuştur. Dış borçlanmalarındaki artışlar ekonomik istikrarın sürdürülebilirliği konusunda krize giden süreçte yaşanan güven kaybı ile finansal çöküş kaçınılmaz oldu. GDA ülkelerinin kalkınmasında lokomotif güç olan yabancı sermaye akımları ile başlarda ulusal para cinsinden borçlanma yapısının varlığına karşılık krizin başlaması ile yukarıda saydığımız faktörler ile krize giden süreçte yeni borçlanma yapısı ulusal para cinsinden değil dolar cinsinden oluşması ani spekülatif döviz atakları ile krizin içinden çıkılması zor kısır bir döngüyü meydana getirdi (Krugman, 2015: 84 – 83).

Türkiye’de ise iktisadi krizlerin oluşumunda farklı iki dinamik yapının bulunduğu görülmektedir. Bunlardan birincisi küresel ekonomik koşullardaki bozulmaların yansması olarak ortaya çıkan dışsal krizlerin etkilerinin Türkiye ekonomisinde de kendisini hissettirmesidir. 1929 büyük buhran, 1973-74 petrol krizi, 1997 Güneydoğu Asya krizi, 1998 Rusya krizi ve 2008 küresel finans krizi Türkiye ekonomisini değişik yollardan farklı büyüklüklerde etkilediği görülmektedir. Bu krizlerin Türkiye ekonomisindeki yaptığı tahribatlar, ülkedeki mevcut makro ekonomik koşulların ya da konjonktürün direkt etki etmediği görülmekte, aksine herhangi bir politika hatası yapılmadığı halde krizin olumsuz etkilerine maruz kalınmaktadır. Söz konusu bu krizler Türkiye ekonomisindeki mevcut yapısal bozuklukların dış şoklar karşısında savunmasız/dirençsiz olmasına neden olmakta ve bu krizlerin olası etkilerini çok kolay bir şekilde ortaya çıkarmaktadır. Türkiye ekonomisinde görülen diğer bir kriz dinamiği ise ülkenin kendi iç ekonomik, siyasi ve sosyal yapı ve kurumlarındaki aksaklıkların ve sorunların oluşturduğu krizlerdir. Bu krizlerden 1978-80 krizi bir tarafa alınırsa Türkiye’de 24 Ocak 1980 istikrar kararları ile başlayan ve 1989 yılında 32 sayılı kanun hükmünde kararname ile liberalizasyon politikalarının gerçekleştirilmesi sürecinde ortaya çıkan 1982 banker krizi, 1994 para krizi, 2000 ve 2001 bankacılık krizleridir. Bu krizler Türkiye ekonomisinin kendi kendine ürettiği kriz mekanizmalarını içermektedir. Krizler, serbestleşme sonrası dış dünyaya ekonomik entegrasyonla beraber dışa bağımlılık artmış, siyasi ve sosyal sorunlarla beraber ekonomik koşullardaki dengesizliklerin üstüne popülist yaklaşımlar ile hareket eden hükümetler sonucu artan kamu dış borç sorunu, güven bunalımına ve sonrasında

çoğunlukla döviz krizlerinin başrolde olduğu kriz mekanizmalarını devreye girmesini sağlamıştır (Öztürk, 2015: 434).

Türkiye ekonomisindeki 1980 sonrası iktisadi dönüşümün odağında 1984-89 yılları arasında piyasaların küresel ekonomiye entegrasyon süreci ve serbestleştirme politikalarının gerçekleştirilmesinin ayrı bir yeri vardır. Ancak 24 Ocak 1980 istikrar programının hayata geçirilmesi 12 Eylül 1980 darbesi ile mümkün olmamış, ancak Özal hükümetinin kurulması ile seçim vaadi olarak enflasyonun düşürülmesi, ekonomide ana omurga olarak orta gelirli ailelerin refah düzeyinin artırılacağını ve böylelikle Türkiye’de kapsamlı bir iktisadi kalkınmanın gerçekleşeceği iddia ediliyordu. Bu doğrultuda 1980 sonrasında birçok GOÜ’lerde gerçekleştirilen serbestleşme politikaları Türkiye’de de hayata geçirilirken bu yönde yapısal düzenlemeler ile 1983 yılındaki 28 sayılı Kanun Hükmünden Kararname (KHK), 1984 yılındaki 30 sayılı KHK ve 1989 yılında yapılan 32 sayılı KHK ile gerçekleştirilmiştir (Şahin,2016:191). Bu düzenlemeler sonucu Türk lirasının (TL) tam konvertibilitesi sağlanmış ve sermaye piyasalarının yeniden düzenlenmesi ile dışa açık hale getirilerek finansal serbestleştirme adı altında mali derinlik sağlanması amaçlanmıştır. Bu doğrultuda literatürde yer alan McKinnon-Shaw yaklaşımındaki belirtilen GOÜ’lerdeki yetersiz iç tasarruf oranları, finansal serbestleşme ile dışarıdan ikame edilerek yatırımlar uyarılacaktır. Yatırımlardaki artış iktisadi kalkınma sürecini gerçekleştirirken iç tasarrufların da artmasına neden olacaktır. Türkiye’de ise 1980 sonrası finansal serbestleşme gerekli kurumsal yapıların oluşturulmadan IMF ve Dünya Bankasının tekdüze, indirgemeci ve basit programları doğrultusunda hızlı ve dikkatsiz bir şekilde yapılmıştır. Bu programların beklenen etkileri bir tarafa, bir takım kriz ve kriz benzeri olguların ortaya çıkmasına, Türkiye ekonomisinde kronik dışa bağımlılık sorununun ortaya çıkmasına ve buna bağlı olarak ithalata bağımlı üretim yapısına ve yüksek dış borç sorunu ile spekülasyon yabancısı sermaye akımlarına açık bir ülke haline gelmiştir (Yeldan, 2013: 129).

1994 yılının başından başlayarak Nisan 1994’e kadar devam eden kriz sürecinde sermaye hareketlerinin serbestleştirilmesi ile popülist eğilimler ve artan kamu dış borç stoku krizin nedenleri olarak sıralarken krizi hızlandıran asıl olgu dönemin hükümetinin “kötü yönetimi” olmaktadır. 1989 yılında çıkarılan 32 sayılı KHK ile sermayenin serbest dolaşımına izin veren düzenlemeye dönemin bazı bürokratları tarafından - kamu

bütçe disiplinin sağlanması gibi - bazı ön hazırlıklar yapılmadan gerçekleştirilmesinin doğru olmadığı savunulmasına rağmen mevcut hükümet tarafından bu düzenleme gerçekleştirilmiştir. Sermaye hareketlerinin serbestleştirilmesi sonrasında 1990'dan itibaren (Körfez savaşı nedeniyle 1991 hariç) 1994'e kadar kısa vadeli sermaye akımları tüm küresel konjonktürde GOÜ'lerde olduğu gibi Türkiye'de önemli artışlar meydana gelmiştir. Bununla beraber hisse senedi piyasası gelişme göstermiş ve Devlet İç Borçlanma Senetleri (DİBS) piyasası oluşturulup artan kamu açıklarının iç borçlanma yoluyla finanse edilmesinin yolu açılmıştır (Sağlam, 2009: 174 -175).

	1989	1990	1991	1992	1993
Özel Tasarruf	17,3	18,4	22,8	23,1	24,1
Kamu Tasarrufu	6,4	4,5	0,7	-1,4	-4,7
Toplam İç Tasarruf	23,7	22,9	23,6	21,6	19,4
Dış Tasarruf	-1,2	2,3	-0,3	0,8	4,2
Toplam Yatırım	22,4	25,2	23,3	22,4	23,6
Özel Yatırım	12,5	13,5	12,3	13,2	14,2
Kamu Yatırımı	9,9	11,7	11,1	9,3	9,4
Özel (Tas-Yat) Farkı	4,9	4,9	20,6	9,9	9,9
Kamu (Tas-Yat) Farkı	-3,5	-7,2	-10,3	-10,7	-14,1

Tablo 3: Türkiye'nin 1989-93 Yıllarına Ait Tasarruf ve Yatırımların GSYH'ya Oranı (%)

Kaynak: (Akat, 1994: 18)

Akat (1994)'a göre 1991 yılında başlayıp 1992-93 yıllarında Türkiye'de kamu maliyesi ciddi açıklar vermekte ve 1994 yılına gelindiğinde genel ve katma bütçeler, fonlar, KİT'ler ve Sosyal Güvenlik Kurumu ile tüm kamu maliyesi ciddi bir borç yükü içerisinde bulunmaktadır. Tablo 3'de 1989-93 yılları arasında kriz öncesi beş yıllık tasarruf ve yatırımların GSYH'ya oranını göstermektedir. Türkiye'de tasarrufların önemli bir kısmı özel tasarruf kaynaklarından beslenirken diğer tasarruf kaynakları kamu tasarrufları ve yabancı sermaye akımlarının oluşturduğu dış tasarruflar oluşturmaktadır. Özel tasarruflar 1989 yılın %17,3 seviyesinde iken istikrarlı bir artışla bu süreçte %24,1 oranına kadar yükselmiştir. Kamu tasarruf oranlarına bakıldığında ise 1989 yılın %6,4 olan kamu tasarrufu yıllar içerisinde azalırken özellikle 1992-93 yıllarında kamu tasarrufu negatife dönerken bu durum kamunun gelirleri kamu giderlerini karşılayamaz hale geldiğini göstermektedir. Kamu yatırımlarını kendi iç kaynakları ile de karşılama sorunu ile karşı karşıya geldiğini göstermektedir. 1989

yılında kamu yatırım-tasarruf açığı %3,5 iken kamu 1993 yılına gelindiğinde bu oran %14,1 seviyesine gelmiştir. Kamu maliyesindeki bu çöküşte kamu borç sorunu önemli bir noktada yer almaktadır. 1993 yılında söz konusu %14.1 oranındaki kamu yatırım-tasarruf açığının yaklaşık %70'i özel tasarruflardan sağlanırken, kalan %30'luk kısmı dış tasarruflardan sağlandığı görülmektedir (Akat, 1994: 19-20). Kamu borç stokundaki artışların bu noktaya gelmesine rağmen ekonomi politikası daha fazla finansman bulma arayışı içerisinde hareket ettiği görülmüştür. Vadesi gelen dış borç ödemelerinin iç borçlanma ile karşılanmaya çalışılması sonucu iç faiz oranları önemli oranda yükselme göstermiştir. Bu durumda artan iç faiz oranları ile kısa vadeli yabancı sermaye akımlarının ülkeye girişi ile TL'nin yabancı paralar karşısında reel olarak değerlenmesi ithalatı artırırken mevcut ihracatın azalması ile dış ticaret açığı 14 milyar dolar seviyesine ve cari açık ise 6,3 milyar dolara yükselmiştir. Bu durumda 1993 sonunda kamu iç borç ve faiz oranları ilk kez kamu gelirlerinin üstüne çıkarak tarihi bir seviyeye gelmiştir (Karluk, 2015: 527).

1993 yılının sonuna doğru çıkartılan tahkim yasaları ile TCMB'nin Hazineye verdiği kısa vadeli nakit avans artırılmıştır. Buna ek olarak Hazine'nin eski birikmiş kısa vadeli nakit avans borçlarının itfa edilmesi yoluna gidilirken ek bir bütçe ile hazinenin TCMB'den borçlanmasına imkân tanınmıştır. Merkez Bankasının Hazine'ye açtığı iç borç akışı Ekim 1993'ten Nisan 1994'e kadar keskin ve sürekli artış ile likiditenin hızla arttığı görülmektedir. (Celasun,1998:12). Bu gelişmeler esnasında uluslararası kredi derecelendirme kuruluşlarından Türkiye ekonomisi ile ilgili yapılan olumsuz açıklamalar, kredi notunun düşürüleceği beklentisini artırmıştır. Devlet tahvillerinin faiz ödemelerinin vergilendirilmesi ve iç borçlanma faizlerinin düşürülmesi çabaları gibi gelişmeler ekonomik gidişattaki belirsizliği artırırken 1993 yılı sonundan itibaren likidite'nin TL'den kaçış ve dövize hücum şeklindeki hareketi ile döviz piyasasındaki dalgalanmalar giderek artmış ve TCMB ciddi döviz rezervleri kaybı yaşamıştır. 1994 yılının ilk çeyreğinde yaşanan ciddi belirsizlik ortamında hükümet tarafından bir takım tedbir programı açıklanmıştır. Bu program çerçevesinde hedefler, kısa vadede mali piyasalardaki ve döviz piyasalarındaki dengesizliklerin ortadan kaldırılması, orta vade de kamu açığı ve dış açık sorununun çözüme kavuşturulması ve uzun vade de ise enflasyonun düşürülerek, hızlı ve istikrarlı bir büyüme potansiyelinin yakalanması amaçlanmıştır. Söz konusu tedbir programı olan “5 Nisan 1994

Kararları'nın kısa vadeli hedefleri bir tarafa orta ve uzun vadeli hedeflerinin tutturulamadığı görülmüştür (Tunay, 1998: 238 – 239).

Türkiye 1994 krizi sonrası temel makroekonomik sorunların devam ettiği iktisadi konjonktürde 1997 Güneydoğu Asya Krizi ve ardından 1998 Rusya krizinin küresel iklimde oluşturduğu olumsuz koşullardan etkilenerek ihracatın azaldığı ve yabancı sermayenin bu dönemde ülkeye girişinde daha ihtiyatlı davrandığı görülmektedir (Oktar ve Dalyancı, 2010: 13). Türkiye'de yeni bir istikrar programı devreye sokulmak üzere Aralık 1999 da IMF ile anlaşma yapılmıştır. IMF ile anlaşmaya varılan bu program GOÜ'lere salık verilen diğer programlardan farklı bir yönü bulunmaktadır. IMF'in Türkiye için verdiği istikrar programının ana temasında enflasyonla mücadelenin ön plana çıktığı görülmekte ve bunun yanı sıra, kamu maliyesinin daraltılarak kamu borç sorunun çözüme kavuşturulması, vergi gelirlerinin artırılması, daha küçük devlet projeksiyonu için Kamu İktisadi Teşebbüslerinin (KİT) özelleştirilmesi, bankacılık sektöründe düzenlemelerin ve diğer yapısal reformların yapılması istenilmiştir. IMF programında para politikasında da önemli değişikliklerin yapılması talep ediliyordu. Buna göre, TCMB para arzı kontrolünü ülkeye giren döviz rezervlerine göre ayarlayacaktı (Seyidoğlu, 2003: 148). Para Kurulu'na benzer bir uygulamaya göre ülkeye giren döviz miktarı artış oranı kadar TL para arzı artırılırken, ülkeden döviz çıkışı olduğunda para arzı daraltılmış olacaktır. Bu durumda TCMB'nin para politikasını belirlerken en önemli aracı olan para arzı ve faiz oranları, ekonomiye etki eden süreçlerden devre dışı kalmış olacaktır. Para politikasının şok dönemlerinde kural dışına çıkmayacak şekilde katı bir rol izlemesi, olası krizlere müdahale etme imkânını ortadan kaldırılması anlamına geliyor olması, krizin daha da derinleşmesine neden olabilecektir.

22 Kasım 2000'de bankaların yaşadığı likidite krizi, Türkiye'nin bir istikrar programı uyguladığı esnada ortaya çıkmış olması düşündürücü bir noktadır. O dönem itibariyle programın beklenen yönde enflasyonu düşürme eğilimi içerisinde olması ve önceki dönemlere göre nispeten ekonomide bir güven ortamının tesis edildiği bir zamanda kriz ortaya çıkmıştır. Krize giden süreçte bankaların yılsonuna doğru açık pozisyonlarını kapatma eğilimi içinde olmaları, likidite ihtiyacını artırırken bu durum faizlerin bir miktar yükselmesine neden olmuştur. Bu dönem itibariyle bankacılık sektöründe yapılması planlanan yapısal reformlar nedeniyle bankalar açık

pozisyonlarını daha agresif bir şekilde kapatma yoluna gitmişler ve piyasada bazı bankaların Tasarruf Mevduat ve Sigorta Fonuna (TMSF) devredileceği yönündeki söylentiler, bankalar arası piyasalardaki güvensizliğin daha da artması sonucu bankaların anlık likidite ihtiyacı üst düzeye çıkmıştır. Bankaların likidite ihtiyacının daha da artması faizlerin hızlı bir şekilde artmasına neden olmuştur (Akdiş, 2011: 479 – 480).

Özatay'a (2014) göre bankalar bu süreçte likidite sıkıntısı çekerken TCMB'nin para politikası tavrı, sabit kur rejimi altındaki merkez bankasının yapması gereken şekilde kural gereği piyasaya likidite vermeme şeklindeydi. TCMB bu dönemde görev olarak önceden belirlenmiş kuru belli bir düzeyde tutmaya çalışmıştır. Bu durum, Ekonomide oluşan panik ortamında yabancı yatırımcıların portföylerini değiştirerek hızla nakite (döviz) dönmelerine yol açmıştır. TCMB'nin sabit kur rejimi gereği kuru belirlenen düzeyde sabit tutma isteği ile bir taraftan piyasaya döviz enjekte etmekteyken, diğer taraftan piyasadaki panik ortamında piyasadaki TL'nin hızla döviz çevrilmesi kurun yukarı yönlü baskısını artırmış ve gecelik faiz % 873'e kadar çıkmıştır. TCMB'nin döviz rezervi ilk döviz atağının başladığı 15 Kasım'dan 4 Aralık'a kadar olan süreçte yaklaşık 5,8 milyar dolar azalmışken toplam rezervinin % 24'ünü kaybetmiş ve TMSF bu süre zarfında kontrole alınması beklenen Demirbank'ı 4 Aralıkta devralmıştır (Özatay, 2014: 95-96).

Kasım 2000 krizi sonrasında TCMB'nin döviz rezervlerindeki bu azalmaya karşılık IMF'in 10 milyar dolar yeni kredi açması sonrası, TCMB'nin döviz rezervi 28 milyar dolar seviyesine gelmiştir. Ancak faiz-kur riski hala devam etmekteyken, IMF'in programdan vazgeçilmesi talebi dönemin hükümeti tarafından kabul görmemiştir. Zira IMF' göre 1999 yılında yapılan bu program çerçevesinde yapılması gereken adımlar atılmamıştı ve TCMB'nin elindeki döviz rezervlerinin tamamen eriyebileceği düşünülmekteydi. Bu süreçte bankaların açık pozisyonları kapatılmış olsa da bankacılık sektöründeki kırılma yapı devam etmiştir. Bankaların sermaye yapıları yetersiz ve bilanço aktiflerinde yüksek miktarda devlet tahvili ve yetersiz döviz rezervi, kısa vadeli borçlanma yapıları ile bankacılık sektöründe bir türlü yapılamayan kurumsal düzenlemeler riskin devam ettiğini göstermiştir. Şubat 2001 krizi Milli Güvenlik Kurulunda Başbakan ile Cumhurbaşkanı arasındaki siyasi gerilimin ortaya çıkması yabancı yatırımcı algısında bu olay piyasa üzerindeki güvensizliği artırmış ve büyük

sermaye çıkışları yaşanmıştır. Bu süreçte henüz çözümlenmemiş olan kur-faiz riski çerçevesinde meydana gelen döviz atakları ile faizlerde ani yükselmeler olmuştur. TCMB'nin döviz atağını mevcut döviz politikası ile durduramayacağı anlaşılınca 22 Şubat'ta yedi saat süren Bakanlar Kurulu sonrasında sabit kur rejiminden vazgeçilerek TL'nin döviz kuru karşısında dalgalanmaya bırakılmasına karar verilmiştir. Bakanlar Kurulu'nun bu kararı ile sabit kur rejiminden vazgeçerek piyasaya daha fazla döviz enjekte etmeyi bırakmıştır. Bu süreçte TCMB'nin 16 Şubat'ta yaklaşık 28 milyar dolar olan döviz rezervi, 23 Şubatta yaklaşık 22,5 milyar dolar seviyesine kadar düşmüştür (Kepenek ve Yentürk, 2007:594).

Şubat 2001 krizi sonrası IMF ve Dünya Bankası'nın yardımıyla yeni bir program hazırlanmıştır. Güçlü Ekonomiye Geçiş adı altındaki program Dünya Bankası'ndaki görevinden ayrılarak ekonomiden sorumlu Devlet Bakanlığına getirilen Kemal Derviş önderliğinde hayata geçirilmiştir. Bu programın ana hedefi Kasım 2000 ve Şubat 2001 Krizi ile Türkiye ekonomisindeki kriz mekanizmalarını tetikleyen unsurlar üzerinde yeniden yapılanmayı içermektedir. Ana hatlarıyla Güçlü Ekonomiye Geçiş Programı'nda şunlar yer almaktadır. (1) dalgalı kur rejimi içerisinde enflasyonla mücadele kararlı bir yapıda sürdürülmesi. Bu amaçla önceliği fiyat istikrarı olan güçlü ve bağımsız bir merkez bankası içinde şeffaf ve hesap verilebilir bir kurumsal yapının tesis edilmesi amaçlanmış ve söz konusu kurumsal yapı ile enflasyon hedeflemesine geçiş gerçekleştirilmiştir. (2) bankacılık sektöründe yapısal düzenlemeler ile reel sektörün gelişmesinde lokomotif güç olarak finansal yapının yeniden sağlam temellerde tesis edilmesi amaçlanmıştır. (3) Bir diğer sorun olarak kamu borç stokunun azaltılmasına yönelik olarak kamu bankalarının görev zararlarının hazineye devri ile kamu borç stokunun tek elden en az maliyetle yürütülmesi için yasal düzenlemelere gidilmiştir (Karlık 2015: 483-485).

Yukarıda kısa öyküsünü anlattığımız art arda tekrarlanan bu iki krizin hiç kuşkusuz aynı kriz mekanizmasından kaynaklandığı ortadadır. Kasım 2000 krizinde döviz atağının yabancılarla sınırlı düzeyde kalmasına rağmen üç ay sonra Şubat 2001 krizi ile tekrarlanan aynı kriz olgusunda bu spekülasyon atağı yabancılarla beraber yerli sermaye ve bankalarında katıldığı görülmektedir. Söz konusu krizi meydana getiren mekanizmanın Aralık 1999'da IMF ile beraber belirlenen "Enflasyonla Mücadele Programının" uygulanmasındaki iradenin ortaya konulamamasında ve mevcut

hükümetin krizi yönetmedeki basiretsizliği ile iktisadi yapıdaki kırılmalıkların rolü vardır.

Enflasyonla Mücadele Programı neticesinde parasal kontrol mekanizması olarak döviz kurunun nominal çıpa olarak belirlenmesinde uygulamada yüksek enflasyon altındaki ekonomilerde kısa sürede enflasyonist baskıyı önemli şekilde azalttığı görülmektedir. Sabit kur rejiminin kısa sürede enflasyonu baskı altına almasına rağmen, uzun süreli bir politika stratejisi olarak kullanılmasının literatürde ulusal paranın aşırı değerlenmesine yüksek cari açık ve kamu borç stoku altında iyice ısınan konjonktürde kriz çıkma olasılığını artırdığı tespitlerine yer verilmektedir. Bu yüzden enflasyonu düşürmeye yönelik şok politikaların kısa süreli ve bir çıkış stratejisinin zamanlamasının iyi belirlenmesi gerekmektedir. Nitekim IMF kur çıpasından çıkış için Temmuz 2001 gibi bir takvim belirlese de Uygur'a (2001) göre en azından Kasım 2000'deki döviz atağından sonra döviz kuru çıpasından çıkışın gerçekleştirilmesi gerekirdi (Uygur, 2001: 23-24).

Şubat 2001 krizi sonrası sabit kur rejimi altındaki kur-faiz baskısı önlenemeyince piyasadaki likidite krizi Kasım 2000 krizinden çok daha dramatik noktalara ulaşmış ve gecelik faiz oranları % 6200'e fırlamıştır (Uygur, 2001: 23). Bu durum karşısında hükümet harekete geçmek zorunda kalmış ve TL'nin yabancı paralar karşısında dalgalanmasına izin vermiştir. Mevcut hükümetin siyasi darboğaz içerisinde olduğu bir konjonktürde eleştirilerin odağında olmamak adına Kasım 2000 krizi sonrası TL'yi devalüe etmeyerek sorumluluk almadığı görülmüştür. Şubat 2001 krizinde hükümet devalüasyon yerine döviz kurunun dalgalanmasını serbest bırakarak en azından bu konuda siyaseten sorumluluğu üzerinden atarken döviz kurunun spekülasyon şeklinde çok daha yüksek seviyelerde belirlendiği ikincil döviz piyasaları meydana gelmiştir (Yentürk, 2005: 95 - 96).

İki krizin ana temasında bankacılık sektörünün kırılmal yapıları sonucunda likidite krizinin yaşandığı sonucuna varılmaktadır. 1999 IMF programı sonrasında sorunlu beş bankanın TMSF'ye devredilmesi haricinde sektörde kırılmal unsurunu oluşturan bir takım dengesizliklerin giderilmesi için harekete geçilmemiştir. Bunlar (Yentürk, 2005: 93);

- Banka aktiflerinin kalitesini bozulması; yabancı fon miktarının toplam fon miktarına oranın çok yüksek -% 50-65 aralığında- olması.
- Yüksek kamu borçlanması nedeniyle faizlerin yüksek olmasından kaynaklı, dış fon maliyetine oranla yurt içi fon maliyetinin çok fazla olması.
- Bankaların kısa vadeli borçlanma ile uzun vadeli kredi tahsisi sonrasında yaşanan vade uyumsuzluğu.
- İstikrarsız ekonomik ortamda güven ortamının bozularak risk primlerinin artması sonucu geri dönmeyen kredilerde artışların gerçekleşmesi.
- Sektörde çok sayıda küçük ve sermaye yeterliliği düşük bankanın olması,
- Kamu bankalarının görev zararı vererek bilançolarında yer alması.

Kriz öncesi sektörden çıkarılmayan sorunlu bankalardaki likidite yönetiminde görülen yanlışlıklar, kredi plasmanında ters seçim ve sonrasında geri dönmeyen kredilerin yaşanması gibi faaliyetler kur-faiz riskini daha da artıran bir unsur olmuştur. Şubat 2001 Krizi sonrasında yeniden yapılandırma kapsamında 20 banka tasfiye edilmiş, bir çok banka şubesinin kapatılması ve işten çıkarılması gibi düzenlemeler ile bankacılık sektörü daha küçültülmüş ve kırılmalık unsurlarının ortadan kaldırılarak daha steril hale getirilmeye çalışılmıştır (Çolak, 2007: 241 – 242).

2.3. 2008 KÜRESEL FİNANS KRİZİ

2.3.1. Krizin Ortaya Çıkışı

2000'li yılların başından itibaren düşük enflasyon-faiz-risk ortamında ipoteğe dayalı konut kredisi (mortgage) piyasası hızla büyürken, söz konusu bu krediler önceleri geçmişte ödeme gücü yaşamamış ve borçluluk- gelir oranı düşük olan kişilere (prime mortgage) verilmekteydi. İpoteğe dayalı konut kredilerinin çok uzun döneme yayılmış getirileri karşısında finansal araçların bu getiriye karmaşık finansal araçları kullanarak riskle beraber bu varlıkların ihraç edilmesi, finansal bir yenilik olarak ortaya çıkmıştır. Bu yeni finansal türev varlıklar, gelecekteki getirinin nakit varlıklara dönüşülebilmesinden başka bir şey değildi ve bu varlıkların değeri zaman içinde ipoteğe konu olan konutun değerinin bile üzerine çıkmaya başladığı görülmüştür. ABD'de artan

tüketim harcamalarının fiyatlar üzerinde baskı yapması sonrasında, 2004-2006 yılları arasında enflasyonu baskı altına alıp ekonomideki ısınmayı önlemeye çalışan FED, efektif federal fon oranı %1 seviyesinden %5,24 seviyesine kadar yükseltmiştir. FED'in bu faiz artışları sonrası emlak piyasası durgunlaşmaya başlamıştır. Bu süreçte emlak fiyatları Case Shiller endeksine göre, 2007-2008 yılları arasında yaklaşık %16 oranında düştüğünü gösterirken, söz konusu bu fiyat düzeltmesinin devam ederek endeksin %10 daha düşmesi gerektiği söylenmiştir (Eğilmez, 2015: 66-67).

Emlak fiyatlarındaki bu düşüşten sonra krize giden süreçte yaşanan ilk gelişme Eylül 2008'de iki büyük yatırım şirketi olan Fannie Mae ve Freddie Mac'in ABD hükümeti tarafından yönetiminin devralınmasıdır. Dar gelirli ailelere kredi imkânları sunmak için devlet destekli iki şirketin bilançolarında yaklaşık 1 trilyon dolarlık sub-prime ve riskli (Alt-A) yatırımlarının bulunmasına rağmen, ABD Kongresinin büyük desteği ile kamulaştırılmalarına karar verilmiştir. Hazine bakanı Henry Paulson, Fannie Mae ve Freddie Mac'in kamulaştırılmasını duyurduğu basın toplantısında bu iki şirketteki çöküşün nedenini “başarısız iş modelleri” olarak göstermiştir (Wallison and Calomorris, 2009: 71). Bir başka büyük yatırım bankası olan Lehman Brothers'ın kısa bir süre sonra iflasla karşı karşıya olduğu anlaşıldığında aynı hükümet yetkilileri bankanın batmasına göz yummuşlardır. Lehman Brothers finansal sistemde elinde en fazla sub-prime kredilere dayalı toksik kâğıt bulunduran yatırım bankası durumundaydı. Aynı dönemde dev sigorta şirketi AIG'nin iflas edeceği duyulduğunda bu durumun ABD ekonomisinin tamamen durması anlamına geleceğinden bu sefer FED tarafından 85 milyar dolarlık kurtarma paketi ile kurtarılmıştır. FED'in son kredi mercii olarak bankalara yardım edebilmesi bilinen bir politika yöntemi olarak açıklanabilir, ancak FED'in banka dışı bir kurum olarak AIG'ye kriz süresince sıra dışı tedbirler kapsamında yardımlar yapılmıştır. Hükümetin art arda gelen bankaları kamulaştırma, kurtarma paketleri ve şirket birleştirmeleri ile geçen 2008 Eylül ayında ipotekli konut kredisi piyasasında sub-prime kredilerinin büyük yatırım bankalarının bilançolarında sorunlu kredilere dayalı varlıklar bulunduğu görülmektedir (Erdönmez, 2009: 91 – 96). Söz konusu sorunlu varlıklar ABD hükümeti tarafından açıklanan bir dizi program dahilinde yeni kurtarma paketleri ile satın alınmış, piyasadaki toksik kağıtlardan temizlenmesi ile piyasaların steril hale gelmesi amaçlanmıştır.

2.3.2. Krizi Önlemeye Yönelik Uygulanan Politikalar

Emlak piyasasında oluşan balon, aynı zamanda finansal sistemde ipoteğe dayalı menkul değerler vasıtasıyla finansal bir balonu da beraberinde getirdi. Emlak piyasasında yaşanan kriz doğal olarak finansal sisteme de bulaşmış oldu. ABD ekonomisinin ve onun finansal hizmetler endüstrisinin Dünyanın finans merkezlerinden biri olması, yaşanan krizin tüm Dünya'ya yayılmasına neden oldu. Emlak piyasasında patlak veren krizin, finansal piyasalara ve reel piyasalara, oradan da tüm küresel finans sistemi etkileyerek, Dünya küresel iktisadi sistemin krizle karşı karşıya gelmesine yol açtı.

Kriz başta ABD olmak üzere GÜ'lerde ciddi likidite, üretim ve talep daralmalarını meydana getirdi. Krizin başladığı Eylül 2008 ayından itibaren iktisadi belirsizliklerin artması, firma ve bireylerin krediye ulaşma imkânlarının azalması ve risk algısının tüketim, yatırım gibi kararların ertelenmesine neden olmuştur. GÜ'lerde yaşanan bu gelişmeler, toplam talebin daralmasına, GOÜ'lere doğru gerçekleşen uluslararası sermaye akımlarındaki düşüşle beraber, Dünya dış ticaret hacmindeki daralmalar, krizin bu ülkelere de yayılmasına neden olmuştur. (TCMB, 2009a: 3-4).

Krizin bulaşıcı hastalık gibi yayılmaya başladığında Eylül 2008'de GÜ'lerin krize müdahale etmekte geciktikleri anlaşılmıştır. Kriz sürecinde ilk anda krize yapılan müdahaleler, finansal sistemdeki yapısal sorunları çözmekten daha çok, öncelikle finans kuruluşlarının ve sigorta şirketlerinin bilançolarında yer alan sorunlu varlıkların sterilizasyonu yoluna gidilmiştir. Burada amacın ilk başta finansal sistemi çabuk bir şekilde tekrar çalışır hale getirerek krizden çıkışın gerçekleşmesini sağlamaktır. 2008 yılının son çeyreğinden itibaren başlayan resesyonda ciddi talep daralmaları, hammadde ve enerji fiyatlarında ve enflasyonda düşüşü beraberinde getirirken, GÜ'lerde deflasyonist bir durgunluğa sebep olmuştur. Deflasyonist ortamda para politikası kanalı ile ekonomiyi tekrar canlandırmak amacıyla merkez bankaları devreye girerek politika faiz oranlarını tarihi düşük seviyelere çekmişlerdir (TCMB, 2009a: 4).

FED ilk etapta sorunun likidite sorunu olduğu düşünerek, federal fon oranını %0-0,25 seviyesine kadar çekmiştir. Tüketicilerin ucuz likiditeye erişebilmesi, ekonominin kredi genişlemesi yoluyla resesyondan çıkacağı beklendi, fakat beklenildiği gibi deflasyonist durumdan kurtulmak başka bir deyişle krizden çıkış öyle kolayca

gerçekleşmedi. FED'in yaklaşık bir yıl, %0,-0,25 politika faizi ile fonladığı piyasa koşullarında, 2010 yılı başlarında kredi piyasasının aksine 400 milyon dolar kadar daha daraldığı görülmüştür. Burada beklenilenin aksine ucuz likiditenin kredi genişlemesi yoluyla talebi canlandırıp, enflasyonu artıramamasında iki parasal aktarım mekanizmasındaki tıkanıklar nedeniyle tüketici, ucuz krediye erişemedi. FED'in politika faizini daha uzun süre düşük bırakacağı beklentilerinin yükselmesi sonucu bankaların küresel kriz sürecinde iktisadi belirsizliğin risklerle beraber paralel bir şekilde artarak devam edeceği beklentisine neden olmuştur. Bankalar bu ortamda bilançolarını daha az riske göre ve daha fazla getiriye sahip olacak varlıklara, yani bono piyasasına yöneldiler. Dolayısıyla bu gelişmeler aslında parasal genişlemenin likidite tuzağı ile etkin bir politika çizememesine uygulamalı bir örnek teşkil etmektedir (Aslanoğlu, 2011b: 41).

Kriz sürecinde kısa vadeli faiz oranlarının temel politika aracı olarak kullanıldığı geleneksel para politikasının etkin olamaması, para politikasında sıra dışı yöntemlerin uygulandığı ve literatürde geleneksel olmayan para politikası (non-traditional monetary policy) olarak adlandırılan para politikası uygulamalarının devreye sokulduğu görülmüştür. Geleneksel olmayan para politikası yaklaşımının mimarı olan ve dönemin FED Başkanı Ben Bernanke kriz süresince etkin olamayan geleneksel para politikası yaklaşımından yeni para politikası yaklaşımına, yani miktarsal genişlemeye geçişi (QE1) kendi yazdığı "Karar Alma Cesareti" adlı otobiyografik-anı kitabında şöyle anlatmaktadır:

"FED başkanı olmadan önce kısa vadeli faiz oranlarının sıfıra dayanmasından sonra izlenebilecek para politikası hakkında konuşmalar yapmıştım. Oldukça geniş bir kitlenin kabul ettiği ve faiz oranlarının sıfıra dayanmasının para politikası seçeneklerinin tükenmesi anlamına geldiğini savunan görüşe karşılık kendi görüşlerimi anlatmıştım. O konuşmalarda tersini savunmuşum. Şimdi fikirlerimi pratiğe dökme zamanıydı. Geleneksel politikaların sonuna gelmiştik (Bernanke, 2016: 464)."

Para politikasının kriz öncesi modern temellerinde yer alan fiyat istikrarı amacı ve kısa vadeli faiz oranları aracı ile tek amaç-tek araç konsensüsü krize kadar olan bölümde merkez bankaların etkin bir para politikası yürütmelerine yardımcı olmuştur. Modern para politikasının fiyat istikrarı amacı daha çok enflasyonist etkilerin arındırılması şeklinde, yani; enflasyondan fiyat istikrarına doğru gerçekleşen bir para politikası tasarımına sahiptir. Kriz süresinde gerçekleşen deflasyonist ortamda geleneksel para politikası anlayışının etkin bir şekilde çalışmaması para politikasına

hareket alanı bırakmayan iki durumun varlığını ortaya çıkarmıştır. FED'in kısa vadeli faiz oranı aracını genişletici para politikası olarak agresif bir şekilde %0 seviyelerine indirmesine rağmen ekonomik canlanma hala yaşanmamış ve enflasyon oluşmamıştır. Bu noktadan sonra teknik olarak kısa vadeli faiz oranları daha fazla genişletici para politikası imkânı sunmayarak kendi doğal sınırlarına ulaşmıştır. Geleneksel para politikasının işlerliğini kaybettiği bir diğer unsur ise finansal piyasalardaki dengesizliklerin piyasa yapımcılarının daha temkinli bir şekilde hareket etmesine neden olmasıdır. Bu durumda % 0 politika faiz kısıtı altında toplam talebi canlandıracak bir etkinlik söz konusu değildir (Evans, 2009).

Bu durumda FED'in geleneksel olmayan para politikası uygulamalarının üçüyağından bahsetmek gerekir. Bunlardan birincisi, para politikası olarak iskonto penceresinin devreye sokulmasıdır. Bu uygulama ile iskonto penceresi oranlarını düşürüp teminat karşılığı kısa vadeli kredilerin vadelerini uzatarak mevduat bankacılığına ek likidite imkânı sunulmuştur. İkincisi, Freddie Mac ve Fannie Mae gibi finansal piyasa katılımcılarının ipotekli konut kredilerine dayalı varlıklarını satın alarak sorunlu varlıkların piyasadan çekilmesi sağlanmasıdır. Üçüncüsü de finansal piyasa aktörü olmayan AIG'nin elindeki sorunlu varlıkların satın alınmasıdır (Bulut ve Demirel, 2015: 296). Burada FED geleneksel olmayan para politikası yaklaşımında daha agresif şekilde, sanki bir piyasa yapıcısı gibi davranarak, noktasal politika uygulamaları ile finansal sistemin tekrar işlerlik kazanmasına çalıştığı görülmektedir.

FED'in miktarsal gevşeme ile geniş çaplı bir likidite imkânları sunduğu kriz ortamında piyasa aktörlerin tarafından anlaşılması çok daha zor ve spesifik özelliklere sahip olan geleneksel politika duruşunu ileriye dönük enflasyon beklentilerini çapalamada, piyasayı yönlendirmede ve etkilemede politika aracı olarak iletişim kanalını etkin bir şekilde kullandığı görülmektedir. Bu anlamda iletişim kanalının para politikası ile uyumlu olması, kriz döneminde iktisadi belirsizlikleri azaltmak adına ve piyasa katılımcılarına ileriye dönük bir rehberlik sunduğu görülmüştür. Bir diğer kriz dönemi politikalarının önemli olgusu finansal istikrarın sağlanması için bu piyasaların etkin bir denetim ve gözetim mekanizmasına ihtiyaç duyulduğu açıkça ortaya konulmuştur (Bernanke, 2012: 6-10).

Krizin ABD'den sonra etki alanının Avrupa olduğu görülmektedir. İngiltere Merkez Bankası ile Avrupa Merkez Bankası (ECB) genişletici para politikası ve diğer tedbir politikaları ile krize karşı önlem almaya başlamıştır. Bu süreçte ECB öncelikle, Avro bölgesi ekonomisinin finansmanı için ve para politikası uygulamasında temel faiz oranlarını tarihsel olarak düşük seviyelere indirmiş, ancak kriz koşullarında yapılması gereken geleneksel olmayan para politikasına başvurmak olduğu görülmüştür. ECB'nin temel hedefi fiyat istikrarı sağlamanın yanı sıra finansal istikrarı sağlayacak ve ekonomide oluşan resesyona sınırlı bir düzeyde kalmasını sağlamayı amaçlamıştır. ECB bu yönde ilk adımı faiz oranlarını Ekim 2008'den Mayıs 2009'a arası dönemde seri faiz indirimleri ile politika faiz oranını %1'e kadar indirmiştir. Aynı zamanda, Avro bölgesinin ekonomisine finansman koşullarını ve kredi akışını geleneksel olmayan para politikası kullanarak sağlamaya çalışılmış ve bu yönde tam borçlanma, daha uzun vadelerde ek likidite sağlanması ve swap kolaylığı anlaşmaları gibi sıra dışı tedbir politikaları devreye sokulmuştur. ECB nin para politikası uygulamasını üç ana madde de sıralanabilir (Thimann and Winkler, 2013: 10 -12):

- Bankaların likidite teminatlarının vadesinin uzatılması ile kriz döneminde vadeye yönelik olarak gerçekleştirilecek finansman sıkışıklığı endişeleri azaltılmaya çalışılmıştır. Böylece kriz ortamında ileriye dönük artan iktisadi belirsizliğin yarattığı kredi maliyetlerindeki artışı, bankalara daha uzun vadeli likidite planlama ufku sağlayarak, bankaların ekonomiye kredi sağlama imkânlarının genişletilmesi amaçlanmıştır.
- Kriz öncesi Avrupa bankalarının Amerikan bankaları ile Dolar cinsinden ipotekli konuta dayalı finansal varlıklara ilişkin, karşılıklı bilanço dışı yükümlülüklerinin bulunduğu görülmektedir. Bu yüzden özellikle FED ile, karşılıklı takas (swap) kolaylığı sözleşmeleri yapılarak, çeşitli vadelerde geçici olarak, yabancı para birimlerinde ve Euro cinsinden teminata karşı likidite sağlamıştır.
- Covered Bond Purchasing Programme (CBPP) adında kapsamlı tahvil alım programı ile ECB, Euro cinsinden tahvil ihraç etmeyi taahhüt etmiş

ve avro bölgesinde toplam 60 milyar Euro bedelle kademeli olarak gerçekleştirilmiştir.

GÜ merkez bankaları kriz döneminde genel olarak yukarıda anlatılan FED ve ECB'nin geleneksel olmayan para politikası uygulamalarına benzer politikalar ile krize müdahale etmişlerdir. Kriz sürecinde söz konusu bu merkez bankalarının uyguladıkları tahvil alım programları sonucunda küresel finans sisteminde likidite bolluğu dönemine girilmiştir. Bu dönemde uluslararası sermaye akımları GOÜ'e doğru yönelmiş ve kısa vadeli sermaye hareketlerinin aşırı şekilde oynaklığı bu ülkelerde finansal risklerin artmasına neden olmuştur. Bu durumda GOÜ'lerin likiditeye erişme kolaylığı artarken, kredi maliyetlerinin ucuzlaması ile bu ülkelerde kredi genişlemesine ve ulusal paraların aşırı değerlenmesine neden olmuştur. Aşırı kredi genişlemesi ile toplam talepteki artışlar ve döviz kurundaki düşüşlerin ihracatı azaltıcı ve ithalatı artırıcı bir etki yapması sonrasında dış ödemeler açığında ciddi artışları meydana getirmiştir. GOÜ'lerde bu gelişmeler ışığında makro ihtiyati politikalar önem kazanmış ve bu politikalar doğrultusunda kısa vadeli sermaye akımların aşırı volatilitesi azaltılmaya ve aşırı kredi genişlemesi ile artan finansal risklerin azaltılması amaçlanmıştır (Kara, 2012a).

2.3.3. Krizin Nedenleri

2008 küresel finans krizinin ilk bakışta finansal piyasalarda çıkan bir kriz olmasına rağmen, krizi tetikleyen ve görünen asıl unsurun ABD'de ipotekli konut piyasasındaki (mortgage) emlak fiyatları balonun patlamasıdır. Krizin daha önce görülmemiş bir boyutta "küresel" ekonomiyi etkileyerek, GÜ ya da GOÜ ayrı yapmadan tüm ekonomileri etkilemiş olmasında geriye dönülüp bakıldığında farklı iki tarihsel süreçteki bir takım dinamiklerin krizin oluşumunda etkili olduğu görülmektedir.

Bunlardan biri, kapitalist iktisadi sistemde 1990'lardan itibaren yaşanan bir takım gelişmelerdir. Bunlar, küreselleşme, aşırı finansallaşma ve teknolojik yenilikler ile ülke ekonomilerinin birbirlerine sınıksız bağlarla bağlandığı entegrasyon ve serbestleşme süreci ile Dünya enflasyon oranlarının hızla düşmesi, yeni üretim süreçlerinin ve ucuz maliyetli üretim merkezlerinin (Çin, Güneydoğu Asya ülkeleri, Hindistan gibi) ortaya çıkması, dönemin "great moderation" (büyük uyum) olarak adlandırılarak risk primlerinin düşmesi ve küresel likidite bolluğu altında üretken olmayan piyasaların (konut piyasası gibi) finansallaşma yoluyla gelişmiş ekonomilerde

(özellikle ABD’de) iç talebin canlandırılmaya çalışılması sürecini tetiklemiştir. Bu piyasalarda biriken riskin ve aşırı genişlemenin sonucu küresel ekonominin, konjonktürel dalgalanmaların doğası gereği uzun süreli bir resesyona karşılaşılmıştır (Yılmaz, 2012: 33).

Krizin oluşumunu açıklayan bir diğer geniş perspektifli tarihsel süreç ise 1970’lerde petrol krizi ve Bretton Woods sisteminin çöküşü ile kapitalist iktisadi sistemin köklü bir paradigma değişimi ile başladığı ileri sürülmektedir. Bu süreçte Keynesyen iktisat politikalarının terk edilerek, monetarist - rasyonel beklentiler - Yeni Keynesyen iktisat çerçevesinde “yeni sentez ya da büyük uzlaş” olarak adlandırılan Neo-klasik iktisadın revize edilmesi önemli bir dönüşüm sürecidir. Bu süreçte fiyat istikrarının tek çözümler olarak belirlenmesi ve fiyat istikrarının finansal istikrarı tesis edeceği yönündeki görüşler, finansal risklerin göz ardı edilmesine neden olmuştur (Balmumcu, 2012: 49). Bunun yanı sıra pür serbest piyasa ekonomisinin yeniden tesis edilmesi, kurumsal denetleme ve düzenleme mekanizmalarının kimi durumlarda gevşetilerek kimi durumlarda da tamamen ortadan kaldırılarak bölüşüm, birikim ve büyüme gibi toplumsal refahı tesis eden yapıların sermayenin lehinde gelişecek şekilde piyasa güçlerine ve piyasa mekanizmasına bırakılması sonucunu ortaya çıkarmıştır. Piyasa güçlerinden sermayenin lehine yapılan bu köklü dönüşüm süreci aşırı birikimin aşırı borçlanma sarmalında finansallaşma sadece sorunları ötelemeden başka bir işe yaramadı. Söz konusu bu dengesizlikler finansallaşma ile ötelenmiş olsa da finansallaşmanın kendi içyapısal sorunları kriz yaratma potansiyelini taşıması krizin tetikleyici unsuru olmuştur (Durmuş, 2012: 41).

2.3.3.1. Küresel Düzlemde Enflasyonda Düşüş

Küresel iktisadi sistem 1970’lerden itibaren köklü bir dönüşüm yaşamıştır. Keynesyen iktisat politikalarının öncülüğünde gelişen devlet kapitalizminin rafa kaldırılması bir anlamda sosyal refah devlet anlayışının da tasfiye edilmesi sürecidir. Bu durumda sosyal refah devleti ilkesinin bireye sağladığı, emek ya da sermayenin herhangi bir piyasa değerine bakılmaksızın sahip olunduğu kişiye ve ailesine asgari gelir güvencesi vermesi, bireyin ve ailesinin yaşlılık hastalık, işsizlik gibi hayatın olağan akışı içerisinde bireyin başına gelebilecek bireysel krizlere karşı baş edebilme imkanı ve toplumsal mutabakatın sağlandığı ve tüm yurttaşların eşit olarak

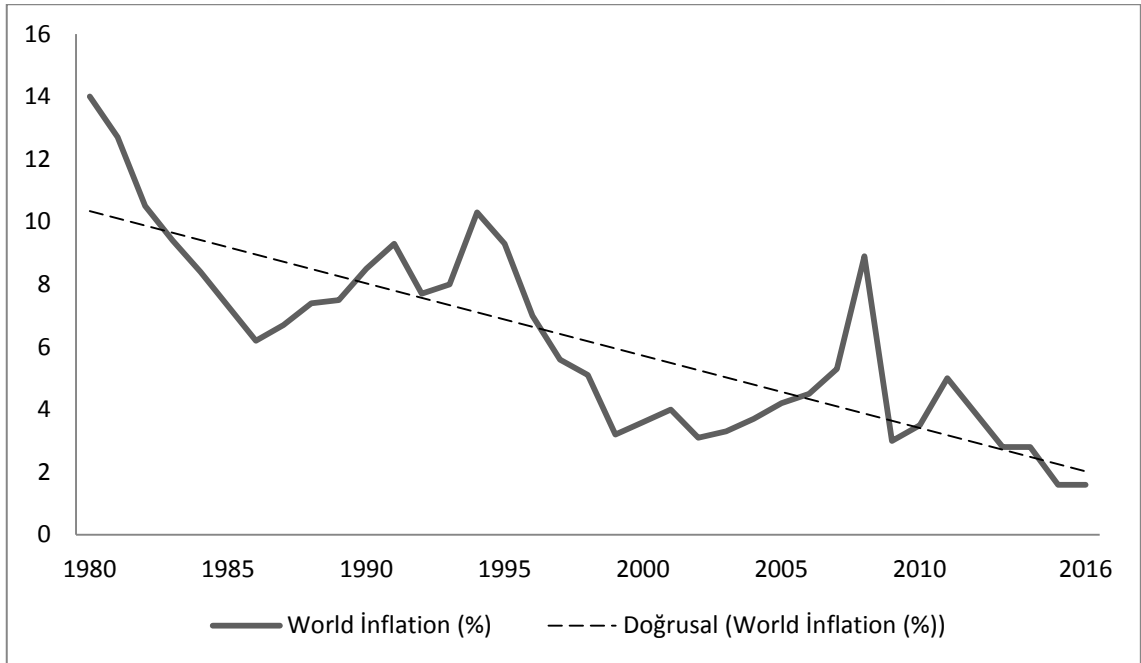
faydalanabileceği sosyal hizmetlerin sunulması gibi bireyin temel ve sosyal ihtiyaçları (Biriggs, 1961: 288'den aktaran MacGregor, 2014: 236) serbest piyasa sisteminin piyasa güçlerinin eline bırakılmıştır. 1970'lerde itibaren bu köklü değişimle beraber serbest piyasa sisteminin bölüşüm esaslarını sermayenin lehine şekil değiştirdiği görülmektedir. Sermayenin üretken olmayan ama yüksek karlılığın olduğu piyasa sistemi içerisinde başat rol de olana finansal kesimin toplam kardan aldığı pay 1960-90 arasında büyük artış göstermiştir. Nitekim ABD'de finans dışı kesimin kar payı 1960'larda yıllık ortalama % 9,12 iken, 1990'larda bu oran artış bir tarafa azalma eğilimi göstererek %8.57 olmuştur. Finansal kesimin ortalama yıllık kar payı 1960'larda %16,93 iken 1990'lara yaklaşık olarak bu oran iki kat artarak %35,24 olmuştur. 1980'lerden itibaren hızlanan finansallaşma ve serbestleşme hareketleri küresel boyutta gerçekleşirken enflasyonist etkiler söz konusu finansal kesimin karlarını olumsuz etkilemekteydi. Buna göre finansal varlıkların zamana bağlı olası getirileri yüksek enflasyon altında erirken kar oranlarının da azalmasına neden olmaktadır. Bu itibarla tüm iktisat politikasının araçları fiyat istikrarının temin edilmesi üzerine yoğunlaşmaktaydı (Eroğlu, 2012: 60-61). Bu duruma bağlı olarak, fiyat istikrarının temel politika amacı olarak tasarlandığı para politikası stratejileri geliştirildi ve bu yönde uygulamada enflasyon hedeflemesi stratejisi öne çıkmıştır. Birçok GÜ'ler ve GOÜ'ler enflasyon hedeflemesini başarı ile uygulayarak enflasyonu büyük oranda baskı altına almışlardır.

Küresel düzlemde enflasyonu baskı altına alan bir başka durum işgücü maliyetlerinin düşmesidir. İşgücü maliyetlerinin düşmesinde bir çok etkeni sıralamak mümkündür.

Bunlardan birincisi işçi haklarının emeğin aleyhine olacak şekilde işsizlik sigortaları, asgari ücret yasaları düzenlemelerin gerçekleştirilmesi ve sendikaların pazarlık gücünü azaltan bir takım kavram ve olguların meydana gelmesidir (Ekin, 1998: 10). Bunlardan belki en çarpıcı olanı monetarist düşünce tarafından ortaya atılan doğal işsizlik oranı kavramıdır. Palley (2014)'e göre tam istihdamın belirlenmesi konusunda "enflasyonun azalma veya artma eğilimi göstermediği başka bir deyişle enflasyonu hızlandırmayan işsizlik oranı" yani " doğal işsizlik oranı kavramı türetilmiştir. Bu oranın belirlenmesi mümkün olmayan ama bir kabul ile yaklaşık %4,5-5 gibi bir oranın varsayıldığı bir işsizlik oranıdır. Doğal işsizlik oranı kavramının türetilmesinin iki

sonucu vardır. Bunlardan biri doğal işsizlik oranı perdesi altında ortalama işsizlik oranlarının makul bir seviyede olduğu ileri sürülerek işçilerin pazarlık gücünün azalmasına neden olmaktadır. Doğal işsizlik oranına çokta uzak olmayan ortalama işsizlik oranlarının siyasilerin üzerindeki baskıyı azaltan bir unsur olmaktadır. Bir diğer husus da yüksek faiz oranlarının olduğu ekonomik ortamda artan işsizlik oranları nedeniyle faizler üzerinde baskının doğal işsizlik oranı perdesi altında azalmasına izin verilmemiş olacaktır. Bu durum karşısında yüksek faiz oranlarının yüksek gelir grubundaki varlıklı kesimin ve finansal sektörün kâr marjlarının artmasına neden olmaktadır (Palley, 2014: 50). Bu durumda düşen enflasyon ve faiz oranları, finansal kesimin artan karları finansal varlıklarda balonların oluşmasına neden olmuştur.

1990'lerden itibaren küresel konjunktürde köklü bir dönüşüm olarak komünist devlet rejimlerinin yıkılması sonrasındaki iktisadi dönüşümün etkileri gösterilebilir. Bu ülkelerin serbest piyasa sistemine küreselleşme ve finansallaşma hareketleri kapsamında entegrasyonları sürecinde ucuz işgücünün üretim maliyetlerini düşürmesi sonucu enflasyonu baskı altına alan bir diğer olgu olarak karşımıza çıkmıştır (Akyazı ve Al, 2015: 368).



Grafik 2: Dünya Ekonomisi Ortalama Enflasyon Oranları (1980-2016)

Kaynak: (World DataBank, 2017)

Sermaye hareketlerinin serbestleşmesi sonrasında sanayileşmiş ülkelerde aşırı üretimin finans dışı kesimin kar oranlarının azalttığı görülmektedir. Bu ülkelerde finansal sektörün aşırı genişlemesi, sanayileşmiş ülkelerdeki endüstriyel süreçlerin sermaye hareketlerinin serbestleşmesi sonrası Çin, G. Kore, Tayland, Singapur, Malezya ve Endonezya gibi Doğu Asya ülkelerine kaymış olmasıdır. 1980'lerden itibaren Doğu Asya ülkelerinde yaşanan iktisadi dönüşüm sürecinde teknolojik yenilikler ve daha az insan daha çok makine gücü ile yeni üretim süreçlerinin geliştirilmesi aynı zamanda ucuz iş gücünün işlenmiş mal üretiminin maliyetlerini düşürdüğü söylenebilir. GÜ'de azalan büyüme oranlarını ellerinde bulunan yüksek finansal varlıkları ve tasarruflarını spekülatif işlemler ile kar elde etme amacıyla finansal balonların oluşmasına neden oluyor. 1980'lerden itibaren ABD ve Kıta Avrupa'sındaki büyük endüstriyel üretim merkezleri Doğu Asya ülkelerine kayarken, aynı süreçte söz konusu GÜ'lerde finansallaşma hareketleri hız kazanmaktadır (Yılmaz, 2012: 33).

2.3.3.2. Aşırı Finansallaşma

Finansal sistemin iktisadi faaliyetlerin kesintisiz şekilde devamı için bazı temel görevleri yerine getirmesi beklenir. Bu temel görevler ise (1) toplam kaynakların etkin ve verimli şekilde dağıtılmasını sağlamak. (2) kullandığı risk yönetimi araçları ile varlıkların risk yönetimini kolaylaştırarak riskin azaltılmasına sağlar. (3) tasarrufların statik durumdan daha dinamik bir duruma geçmesinde aracılık ederken tasarruf sahiplerini ve bu tasarruflara ihtiyaç duyan işletmeleri bu yönde hizmet vermeye çalışır. (4) ticari ilişkilerin ulusal ya da uluslararası boyutta daha etkin bir şekilde yapılabilmesi için aracı hizmetleri ile söz konusu mübadele ilişkisini kolaylaştırır. Finansal hizmetler endüstrisinde yaşanan teknolojik ve finansal yenilikler ile deregülasyon hareketleri ve denetim mekanizmalarının ortadan kaldırılması sonucunda aşırı finansallaşma olgusu, bu piyasalarda biriken risklerin devamlı kriz çıkarma potansiyelinden dolayı en çok tartışılan konulardan biri olmaktadır (Kozanoğlu ve Aytürk, 2015: 305).

Küresel finans krizinin görünürdeki sebeplerinden olan ipoteğe dayalı konut kredilerindeki mevcut dengesizliklerin ve bunlarla ilişkili bir dizi karmaşık finansal araçlarla krizin derinliğine ve yayılma yollarına bakıldığında, böyle bir spekülatif uygulamalardan kaynaklı basit bir kriz mekanizması ile krizin geniş bir perspektiften

açıklanmasının yeterli olmadığı görülür. Bu görüş Foster ve Magdof'un (2010) çalışmasında aksine, finansallaşma hareketlerinin GÜ ekonomilerinin yaklaşık son 40 yılının en önemli gündem maddesi olmasında, büyüme oranlarındaki sert düşümlere bağlanmış ve aşırı borçlanmaya bağlı olarak gerçekleşen finansallaşma hareketleri bu piyasalardaki kırılganlığın ve istikrarsızlığın zamanla artmasına neden olmuştur. ABD'de düzeltilmiş büyüme oranları yıllar içerisinde sert bir düşüş gerçekleşmiştir. Buna göre büyüme oranları 1960'larda %4,4'ten, 1970'lerde % 3,3'lere 1980 ve 1990'larda % 3,1 ve nihayet 2000'lerde (2000'den 2009'a) kadar olan bölümde %1,9'a kadar düşmüştür. Reel ekonominin bu hızlı daralmasına karşılık finansallaşma hareketleri hızla bu zayıf işleyen iktisadi organizasyonun üzerine devasa bir finansal hizmetler endüstrisi inşa edildi. Bu finansal hizmetler endüstrisi halefi olduğu sanayi endüstrisine göre daha kolay kazançlar elde etme ve spekülatif yüksek karlar ile yeni zenginler çıkarmaya başladı. Siyasi lobicilik faaliyetleri güçlenen dev finans şirketlerinin Ponzi sistemleri için gerekli olan yasal düzenlemeleri ve deregülasyon hareketlerini yıllar içinde kademeli olarak gerçekleştirilmiştir. Finansal hizmetler endüstrisinin bu hali ile gerekli olan devamlı nakit akışının aşırı borçlanma ile sağlanmasıdır. Özel sektör ve kamu borçları bu dönemde özellikle ABD'de yıllar içerisinde önemli artışlar kaydederken krizin ilk emarelerinin görüldüğü 2007 yılında ABD'de GSYH'sının yaklaşık 4 katına çıkmış olmasıdır (Foster ve Magdof, 2010).

2.3.3.3. Denetleme ve Düzenleme Mekanizmalarının Kaldırılması

Küresel finans krizinin nedenleri üzerinde durulurken birçok araştırmacı Bankacılık Yasası olarak bilinen Glass-Steagall Yasasını (GSA) kaldıran düzenlemenin Senato ve Temsilciler Meclisinde kabul edilerek, ABD Başkanı Bill Clinton tarafından 12 Kasım 1999'da onaylanması ile krize giden süreçte finansal sistemi bozucu bir rolü olduğunda hem fikirdir.

1929-1933 Büyük Buhran yıllarında, 4000'den fazla ABD bankasında yaklaşık 400 milyon dolar tutarındaki mevduat bu bankalar tarafında zarara uğratılmıştır. Öyle ki Mart 1933'te dönemin ABD Başkanı Roosevelt tüm bankacılık sistemini dört gün boyunca kapatmak zorunda kalmıştır. ABD hükümeti bu depresyonun etkilerini azaltmak üzere bir takım programlar (New Deal) bir tarafa Büyük Bunalıma sebep olan krizin asıl dinamikleri nelerdir ve onların bir daha tekrar etmemesi için ne yapabiliriz?

Bu sorunun etrafında yapılan genel tetkikler sonucunda 1933 yılında GSA yürürlüğe konulmuştur (Demos, 2009: 1). GSA, ticari bankaların faaliyet alanları ile yatırım bankalarının faaliyet alanlarını birbirinden ayırmaktadır. Söz konusu yasa sonrası ticari bankalar müşterileri olan mudi sahiplerinin mevduatlarını kullanarak -yatırım bankalarının faaliyet alanı olan- riske konu olan hisse senedi, bono gibi yüksek kar elde etmeyi amaçlayan faaliyetlerde kullanamayacaklardır. Aynı kanunla ticari bankaların diğer önemli faaliyet konusu olan ödemeler sisteminde aracı olması dolayısıyla ticari bankaların mevduatlarını sigortalama zorunluluğu getirmiştir (Stiglitz, 2012: 262 – 263).

GSA'nın yürürlüğe girdiği ilk günden itibaren finansal şirketlerin ve onların lobicilik faaliyetlerinin en önemli gündem maddesi yasanın kaldırılması üzerinde olmuştur. 1980'lerde lobicilik faaliyetleri ilk meyvesini verirken Ronald Reagan döneminde GSA'daki regülasyonların gevşetilmesi sürecinde FED, bankaların bir dizi menkul kıymet ihale faaliyetinde bulunmasına izin verdi. 1990'lar boyunca GSA'nın kimi maddeleri bir takım düzenlemeler ile ya içi boşaltıldı ya da tamamen kaldırılmıştır. Bu süreçte bankalar, sigorta şirketleri ve menkul kıymet firmaları arasındaki birleşmelere izin veren Bankacılık Hizmetleri Modernizasyonu Yasası 1999 yılında yürürlüğe girmesiyle GSA tamamen yürürlükten kaldırılmıştır (Bocutoğlu, 2014: 87).

Bağımsız araştırma grubu olan Demos'un küresel finans krizinin nedenlerinden deregülasyon hareketlerini konu alan " A Brief History of the Glass-Steagall Act " başlıklı raporunda deregülasyon hareketlerinin küresel krize giden süreçte rolü bulunup bulunmadığı sorgulanmaktadır. Demos'un (2009) bu raporuna göre Morgan Stanley, Bear Stearns ve Lehman Brothers gibi sadece yatırım bankacılığı faaliyetleri sürdüren bu bankalar ve sigorta şirketi AIG tarafından krizin ortaya çıkması nedeniyle GSA'nın kaldırılmasının krize giden süreçte çok az bağlantısının olduğu kabul edilmektedir. Ancak ticari bankaların ipotek teminatlı menkul kıymetler, kredi temerrüt takasları ve diğer finansal türev varlıkların alıcıları ve satıcıları olarak önemli bir rol oynadığı düşüncesi ile karşı şerh düşülmektedir. Buna göre, GSA ilga edilmemiş olsaydı, diğer taraftan ticari bankaların bu tür finansal faaliyetleri yapmaları mümkün olmayacaktı. Bu durumda finansal türev piyasasının risk alma iştahı o zaman çok daha küçük olurdu ve krizin sonuçları bakımından ABD hükümetini harekete geçirecek şekilde krizin maliyetleri bu derece ağır olmayabilirdi (Demos, 2009: 4).

2.3.3.4. Finansal Yenilikler ve Ahlaki Riziko

Krizin ABD'deki ipotekli konut piyasasında (mortgage) patlak vermesine karşılık krizin derinleşmesinde ipoteğe dayalı konut piyasasındaki eşik altı kredilerinin menkulleştirilmesinin kilit bir rolü vardır. 1970'lerde Ginnie Mae tarafından (Devlet Ulusal İpotek Birliği) ipoteğe dayalı menkul değerlerin oluşturulması finansal piyasalar açısından devrim niteliğinde bir finansal yeniliktir. Bu sistem şöyle çalışmaktaydı: kredilere dayalı olarak toplanan ipotekler bir araya getiriliyor ve değeri uzun vadeli ve likit olmayan bu varlıklara dayalı menkul değerler oluşturulup ihraç edilmesi ile likit olmayan bu ipotekler, artık likit hale gelmiş oluyordu. Devrim niteliğinde olan bu finansal buluş daha sonra devlet destekli Fannie Mae ve Freddie Mac gibi kurumlar ipoteğe dayalı menkul değerler çıkardı. Yatırım bankalarının da ipoteğe dayalı menkul değer ihraç etmeye başlamasına rağmen, ipoteğe dayalı menkul değer piyasası 1990'lardan 2000'lere doğru büyümeye başlamıştır (Roubini and Mihm: 2012: 71 – 72).

Bankaların menkulleştirme sürecinde ipoteğe dayalı krediyi ne kadar çabuk menkulleştirip satarsa kredi riskini o kadar az üstlenip satmış olacaktır. Bu durumda banka için kredi riskinin varlığı zamanla sorun olmamaya başladı. İlk başlarda ipoteğe dayalı konut kredileri geçmişte ödeme gücünü çekmemiş, borçluluk/gelir oranı düşük insanlara verilirken, zamanla bu sınıf kredi alıcıların azalması sonrasında aşırı kar elde etme iştahı artan yatırım bankalarının ahlaki riziko altına girmelerine neden oldu. Bu durumda prime mortgage kredileri üzerinden finansal varlıklar türetilirken, yeni durumda ipoteğe dayalı konut kredileri riskin daha fazla olduğu dar gelirli insanlara ya da geliri ve işi olmayan en alt gelir grubuna (NINJA) verilmekteydi. Bu durumda her iki mortgage grubunun (prime ve sub-prime) birleştirilerek türetildiği finansal varlıklara en yüksek derecelendirme AAA verilmiştir. (Parasız, 2009: 21). Banka için önemli olan daha çok ipoteğe dayalı kredi verip, menkulleştirip satmaktır. Söz konusu bu finansal varlıkların değeri de artmaktaydı. Bunun nedeni konut fiyatlarının hiç düşmeyeceğine olan yaygın bir inancın olması ve ipoteğe dayalı ev kredisini ödeme motivasyonunun güçlü olduğuna ilişkin bir diğer inançtı. ABD'de konut fiyatlarındaki artış ile bankaların daha çok ipotekli konut kredisi vermesi, artan konut talebi karşısında emlak fiyatlarında devasa artışlar gözlenmeye başlandı. İpoteğe dayalı aldığı konutun değerinin giderek arttığını gören insanlar emlak piyasasına daha çok yönelerek, emlak fiyatlarındaki balonun daha da büyümesini neden olurken, artan emlak fiyatları bu kredilere dayalı

finansal varlıkların finansal sistemde devasa boyutlara ulaşmasına neden oldu (Eğilmez, 2015: 67).



BÖLÜM 3: KÜRESEL KRİZ DÖNEMİNDE TCMB’NİN PARA POLİTİKASI UYGULAMALARININ MAKRO EKONOMİK ETKİLERİ

Çalışmanın üçüncü bölümü 3 ana ayırımdan oluşmakta ve bu bölümde TCMB’nin para politikası uygulamaları incelenerek, kriz sonrası makro ihtiyati politikaların etkinliği açısından değerlendirilmesi amaçlanmaktadır. Bu bağlamda;

*Birinci ayırım*da TCMB’nin küresel kriz öncesi para politikası duruşunun kısa bir analizi yapılacaktır. Bu ayırım da enflasyon hedeflemesine geçiş perspektifinde TCMB’nin 2002-2006 döneminde yürüttüğü para politikasının ve 2006-2008 döneminde küresel likidite sıkışıklığının yaşandığı ve küresel krizin hemen öncesinde para politikasının kısa bir değerlendirmesi yer alacaktır.

*İkinci ayırım*da 2008 küresel finans krizinin GÜ’lerden GOÜ’e doğru yayılması sonucunda krizin etkilerini azaltmak ve krizin maliyetini minimum düzeye indirmek için TCMB’nin para politikası uygulamalarının genel bir değerlendirmesi yapılacaktır. Küresel finans kriz sürecinde GÜ merkez bankalarının genişletici para politikası uygulamaları sonucu GOÜ’lere doğru gerçekleşen yoğun sermaye akımının olduğu ve aşırı oynak ortamda, TCMB’nin küresel kriz konjonktüründeki para politikası uygulamalarından çıkış stratejisi ortaya konulacaktır.

Üçüncü ayırım ise Küresel kriz sonrası küresel konjonktürde yaşanan gelişmeler neticesinde ortaya çıkan finansal risklere karşı TCMB’nin yeni politika bileşiminin değerlendirilmesi yapılarak makro ekonomik değişkenler üzerindeki etkileri tartışılacaktır. Buna göre, kriz sonrası konjonktürde kısa vadeli yabancı sermaye akımlarının yoğun bir şekilde artması, TL’nin aşırı değerlenmesine, kredi genişlemesine, yol açmıştır. TL’nin değeri üzerindeki dış kaynaklı ve yukarı yönlü hareket, ithal malların ucuzlamasına neden olmuş ve bu dönemde toplam ithalattaki artış ve toplam ihracatta kriz sonrası toparlanmanın yavaş seyretmesi sonucu dış ticaret açığında önemli bir artış görülmüştür. Ayrıca kısa vadeli sermaye akımlarının finansal piyasalardaki ağırlığının giderek artması, piyasa faizleri tarihi düşük seviyelere gelirken, artan likidite imkânları altında kredi genişlemesinin hızında ani artışlar görülmüş ve bankaların yurtdışı yükümlülükleri de önemli oranda artmıştır. Bu dönemde TL’nin

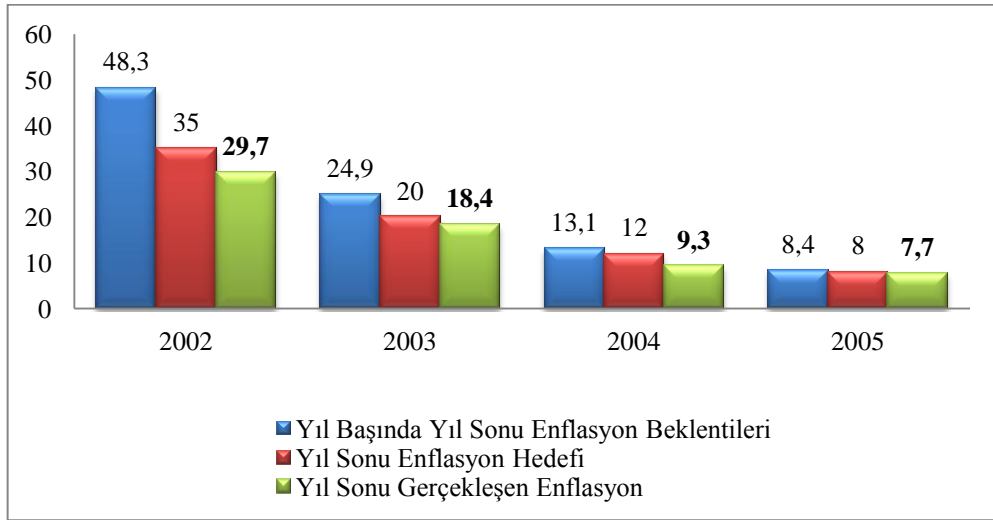
değerlenmesi, dış ticaret açığını artırırken kredi genişlemesi ile artan tüketim harcamaları, 2010 yılında rekor büyüme oranlarını beraberinde getirmiş, benzer bir rekor oran ise cari açık/GSYH’da görülmüştür. Türkiye ekonomisinde kriz politikalarından çıkış stratejisini gerçekleştirmeye çalışırken kriz sonrası konjonktürde artan makro riskler karşısında TCMB, 2010 Kasım ayından itibaren fiyat istikrarı temel amacının yanında makro finansal riskleri de dikkate alan yeni para politikası çerçevesi belirlemiş ve bu yeni para politikasında faiz dışı araçların aktif bir şekilde kullanılarak finansal istikrarında gözetilmesi amaçlanmıştır. TCMB’nin yeni para politikası çerçevesinde çoğunlukla makro ihtiyati politikaların oluşturduğu para politikası uygulamaları yer aldığı görülmektedir.

Çalışmanın odak noktası olarak 3. bölümün son ayırımında 2010 yılının son çeyreğinde uygulamaya sokulan yeni politika bileşimi ile 2011 yılının ikinci çeyreğinden 2012 yılı sonuna kadar olan süreçteki “ek makro ihtiyati sıkılaştırma” politikası değerlendirilmiştir. TCMB’nin politika uygulamalarını fiyat istikrarı yanında finansal istikrarı da tesis etme amacına yönelik olarak faiz koridoru, zorunlu karşılıklar gibi geleneksel olmayan para politikası araçlarının kullanıldığı yeni politika setlerinin Türkiye Ekonomisine etkilerinin değerlendirilmesi amaçlanmıştır.

3.1. KÜRESEL KRİZ ÖNCESİ TCMB’NİN PARA POLİTİKASI UYGULAMALARINA KISA BİR BAKIŞ

TCMB’nin küresel kriz dönemi ve kriz sonrası para politikasını değerlendirmeden önce küresel krize giden süreçte 2002-2008 dönemi para politikası performansının kısa bir analizinin yapılması, kriz dönemi politikalarının bağlamını doğru konumlandırmak için gerekli olduğu görülmektedir (TCMB, 2008a: 2). Türkiye ekonomisi 1990’lı yıllarda yüksek enflasyon altında kamu borç stokunun önemli bir sorun olarak yer aldığı ve döviz kuru hareketlerinin finansal sistemdeki yapısal kırılganlığın yüksek olması nedeniyle iç ve dış şokların meydana getirdiği 1994, 1998, 2000 ve 2001 krizlerini yaşamıştır. Özellikle Şubat 2001 de yaşanan bankacılık krizi iktisadi yapıyı derinden etkilemiş ve önemli sonuçları da beraberinde getirmiştir. Bu dönemde yapılan bankacılık düzenlemeleri ve TCMB’nin kurumsal yapısında gerçekleştirilen köklü reformlar neticesinde Türkiye ekonomisi iç ve dış şoklara karşı görece olarak daha dayanıklı hale gelmiştir.

Bu köklü reformların önemli bir ayağı TCMB'nin enflasyon hedeflemesine geçiş için ön şart olarak literatürde yer alan merkez bankalarının amaç ve araç bağımsızlığı yanında şeffaf, hesap verilebilir ve beklentileri yönetmede etkin iletişim kanallarını kullanılabilecek kurumsal yapının tesis edilmesi gerekliliğidir. Bu itibarla, para politikasının etkin bir portre çizilebilmesi açısından TCMB'nin 25 Nisan 2001 tarihli 4651 Sayılı Kanun ile yapılan yasal düzenlemeler TCMB'nin kredibilitésinin artırılmasına yönelik reformlar gerçekleştirilerek, enflasyon hedeflemesine geçişteki ön koşul olan kurumsal yapı oluşturulmuştur. Ne var ki, enflasyon hedeflemesi ile literatürde yer alan bir diğer ön koşul ise enflasyon beklentilerini çapalayabilmesi için geçmiş dönem enflasyon oranlarının çok yüksek seviyede olmaması gerekmektedir. Bu durumda 2001 yılı sonunda enflasyonun % 68 gibi çok yüksek bir seviyede olması enflasyon hedeflemesini zorlaştıran bir unsurdur (Kara ve Orak, 2009: 116). Yüksek enflasyon altındaki ekonomilerde enflasyonla mücadele de şok politikalar ile enflasyonda hızlı düşüşleri öngören döviz kuru hedeflemesi, geçiş süreci için alternatif bir strateji olarak görülmektedir. Ancak söz konusu bu hedefleme stratejisinin henüz hafızalarda 2001 yılında sabit kura dayalı sistemin çökmesi ile yer alan kötü şöhreti enflasyon hedeflemesine geçiş için elverişli bir para politikası stratejisi olmadığı anlaşılmaktadır.



Grafik 3: Türkiye 2002-2005 Örtük Enflasyon Hedeflemesi Performansı (%)

Kaynak: (Serdengeçti, 2005 ve TCMB, 2008)

Bu süreçte öncelikle 2002-2006 döneminde örtük enflasyon hedeflemesi yüksek enflasyon altındaki ekonomik koşulların oluşturduğu belirsizlikler nedeniyle bir geçiş

sürecini ifade etmektedir. Türkiye’de enflasyonla mücadele 2002-2005 yılları arasında TCMB, uyguladığı örtük enflasyon hedeflemesi ile enflasyon 2001 yılı sonlarında % 68,50’den, 2005 yılı sonu itibariyle tek haneli seviyelere yani, % 7,7 seviyelerine kadar indirmeyi başarmış ve açık enflasyon hedeflemesine geçiş için uygun koşulların oluşmasını sağlamıştır. Bu dönemde ayrıca mali baskınlığın enflasyon üzerindeki etkilerinin azalması ve para politikasının etkin bir performans göstermesi için gerekli kurumsal yapının tesis edilmesi ile enflasyon hedeflemesi bu dönemde başarılı bir performans göstermiştir (Kansu, 2007: 66).

	2006	2007	2008
Enflasyon Hedefi	5	4	4
Gerçekleşen Enflasyon	9,7	8,4	10,1
Hedeften Sapma	-4,7	-4,4	-6,1

Tablo 4: Türkiye 2006-2008 Enflasyon Hedeflemesi Performansı (%)

Kaynak: (www.tcmb.gov.tr)

Türkiye’de enflasyon hedeflemesinin 2002-2005 yıllarındaki başarılı performansına karşılık, küresel kriz öncesi 2006-2008 yılları arasındaki dönemde yılsonu enflasyon oranları enflasyon hedeflerinin üstünde gerçekleştiği görülmektedir. Küresel konjunktürde görülen parasal sıkılaşmalar neticesinde birçok GOÜ’de olduğu gibi Türkiye’de de kısa vadeli yabancı sermaye çıkışları olmuş ve TL’de %30’lara varan değer kayıpları yaşanmıştır. Döviz kurundaki yükselişle beraber emtia fiyatlarında da görülen artışlar, maliyet enflasyonunun artmasına neden olmuştur. Bu dönemde küresel konjunktürde artan belirsizliklerin meydana getirdiği olumsuz hava, enflasyon hedeflemesinde bir önceki döneme göre hedeften sapmaları meydana getirmiştir. Söz konusu 2006-2008 döneminde enflasyon hedeflemesindeki yukarı yönlü sapmaların meydana gelmesine rağmen enflasyon hedeflemesinin başarısı konusunda literatürde enflasyon beklentilerinin kötüleşmesine izin verilmemesi önem arz etmektedir. Dışsal şoklar karşısında TCMB’nin aldığı ek önlemler neticesinde enflasyon oranındaki oynaklığın kontrol altına alınmaya çalışılmış ve enflasyon beklentilerinin kötüleşmesine izin verilmeyerek enflasyon hedeflemesinin bulunduğu konjunktürde beklentileri kontrol altına aldığı savunulmaktadır (Ermişoğlu, 2013: 37 – 38).

3.2. KÜRESEL KRİZ SÜRECİNDE TCMB'NİN PARA POLİTİKASI UYGULAMARI

ABD'de finansal piyasalarda başlayan krizde ciddi toplam talep daralmalarına ve küresel ticarete yaşanan ani daralmalar, işsizlik oranlarının artmasına ve dünya büyüme oranlarının düşmesine ve krizin derinleşerek uluslararası finansal sistem üzerinden küresel boyuta taşınmasına neden olmuştur. Firmaların ve bireylerin krediye ulaşma imkânları azalırken, mevcut kredilerde geri ödeme zorlukları ortaya çıkmıştır. Varlık fiyatlarında ani düşüşler sonrasında bireylerin servet kaybına neden olurken, geleceğe yönelik beklentilerdeki bozulmalar, tüketicilerin tüketim kararlarını, üreticilerin yatırım kararlarını ertelemelerine neden olmuştur. Küresel konjunktürde yaşanan bu gelişmeler neticesinde ciddi talep daralmalarına karşılık ekonomilerin resesyona girmesine ve küresel risk alma iştahının azalması ile uluslararası sermaye akımlarının volatilitésinin düşmesine neden olmuştur. Beklentilerdeki bozulmaların toplam talep daralması ve emtia fiyatlarındaki ani düşüşlerin yaşanması sonucu enflasyon riskinin ortadan kalkmasına neden olmuş ve GÜ'lerde deflasyonist duruma doğru sürüklenmiştir. Küresel kriz sürecinde GÜ'ler başta para politikası araçları olmak üzere maliye politikası araçları ile iktisadi sisteme tekrar işlerlik kazandırmak amacıyla ekonomiye müdahalelerde bulunulmuştur. Bu süreçte politika müdahalelerine öncelikle GÜ merkez bankaları tarafından politika faiz oranları düşürülerek genişletici para politikası uygulanmış krizin derinleşmesi ile beraber geleneksel olmayan yöntemlerle likiditeyi artırıcı tedbirler yürürlüğe konulmuştur. GÜ merkez bankalarının kimi uygulamaları ile piyasa aktörü gibi finansal piyasalara likidite sağlaması, kimi uygulamalarda ise bankaların krediye erişim imkânlarını genişleterek iç talebi canlandırma yoluna gitmeleri, merkez bankalarının bilanço kompozisyonlarında ve büyüklüklerinde önemli değişikliklere yol açmıştır (TCMB, 2009a: 1-3). Küresel kriz sürecinde merkez bankacılığının geleneksel para politikası anlayışının etkin bir politika izlenimi vermemesi, para politikasının tek amaç-tek araç paradigması yerine fiyat istikrarının yanında finansal sistemin işlerliğinin kazanılması ve istikrarlı bir şekilde devam edebilmesi adına finansal istikrarı da gözetecek şekilde geleneksel olmayan politika araçlarının kullanılması gerekliliği düşüncesi ön plana çıkmıştır. Ancak buna rağmen para politikasının etkinlik alanı içerisinde öncelikli amacın düşük ve istikrarlı

bir enflasyon oranının ve kullandığı temel aracın kısa vadeli faiz oranları olduğu gerçeği değişmemiştir.

TCMB'nin küresel kriz sürecinde para politikasını küresel konjonktürdeki değişmelere göre üç aşama şeklinde aşağıdaki tabloda özetlenmiştir.

1. AŞAMA	<u>Önleyici Tedbirler (Eylül 2008)</u> <ul style="list-style-type: none"> • <i>TL Likiditesine Yönelik Tedbirler</i> • <i>Döviz Piyasasına Yönelik Tedbirler</i>
2. AŞAMA	<u>Para Politikası Çıkış Stratejisi (Nisan 2010)</u> <ul style="list-style-type: none"> • <i>Kriz sürecinde alınan önleyici tedbirlerin kademeli olarak geri alınması</i>
3. AŞAMA	<u>Yeni Politika Bileşimi (Kasım 2010 Sonrası)</u> <ul style="list-style-type: none"> • <i>Fiyat istikrarı yanında finansal istikrarın sağlanması için faiz dışı araçların etkin şekilde kullanılması</i>

Tablo 5: Küresel Kriz Dönemi Para Politikası Uygulamalarının Aşamaları

Kaynak: (Yılmaz, 2011: 39)

2008 yılının son çeyreği itibariyle krizin derinleşmeye başlaması, artan güvensizlik ortamı ve dolar likiditesinde oluşan sıkışıklığa bağlı olarak diğer GOÜ'lerin ulusal paralarında olduğu gibi TL'de de değer kayıpları yaşanmıştır. Bu dönemde toplam talepteki daralma sonrası yaşanan emtia fiyatlarındaki düşüşler ve döviz kurundaki artışlar sonucu toplam ithalatın azalması enflasyonda belirgin bir düşüşün yaşanmasına neden olmuştur. Döviz piyasasındaki bozulmalara karşı daha önceki kriz tecrübelerine dayanarak TCMB öncelikle döviz piyasasına müdahalede bulunmuş ve ayrıca kısa vadeli faiz oranlarında seri indirimler yaparak etkin likidite yönetimini gerçekleştirmeyi amaçlamıştır. Bankacılık sektörünün görece sağlam yapıda olması ve TCMB'nin krize tam zamanında müdahale etmesi krizin piyasalar üzerindeki etkilerinin sınırlı düzeyde kalmasını sağlamıştır (TCMB, 2009b: 2).

Yılmaz (2010a)'ya göre TCMB'nin 1. aşama da krize karşı aldığı tedbirlerin karmaşık ve çok büyük çapta alınan önlemler olmaması, 2. aşamada gerçekleştirilen küresel krize karşı alınan tedbirlerin geri alınmasını içeren çıkış stratejisinin sade ve kolay yapıda olduğu savunulmaktadır. Söz konusu bu tedbirlerden döviz piyasasında alınan tedbirlerin geçici nitelikte olması TCMB'nin kriz koşullarında bankaların döviz likiditelerine yönelik imkân dâhilinde alınan ve küresel piyasalardaki iyileşme ile kriz

öncesi duruma kademeli ve kontrollü bir şekilde geçişi planladığı görülmektedir. TCMB'nin kriz sürecinde para piyasalarındaki likidite sıkışıklığına karşılık, para piyasalarının aşırı fonlama yapıldığı, TL tedbirlerinin aşamalı olarak normale dönülmesi hedeflenmiştir (Yılmaz, 2010a: 10-11). Kriz sürecinde GÜ merkez bankalarının bilançolarını büyütmeleri sonrasında yaşanan küresel likidite bolluğu uluslararası finansal piyasalar, kısa vadeli yabancı sermaye akımlarının Türkiye'nin de içinde bulunduğu GOÜ ekonomilerine yoğun şekilde yönelmesine neden olmuştur. Bu dönem itibariyle kısa vadeli sermayelerin Türkiye'ye yoğun şekilde girişi piyasalardaki aşırı oynaklık ile makro finansal risklerde de artışları ortaya çıkararak; TL'nin aşırı değerlenmesine ve kredi genişlemesine, ithal mallara olan aşırı talebe bağlı olarak cari dengenin bozulmasına, bankaların aktif ve pasifleri arasında vade uyumsuzluğu gibi sorunlar gözlemlenmiştir. TCMB kriz sonrasında artan makro finansal risklerin finansal istikrarsızlığa yol açabileceği öngörüsü ile geleneksel olmayan para politikası araçlarını kullanarak para politikasının parasal aktarım kanalları üzerindeki operasyonel etkinliğinin artırılmasını amaçlamıştır. 2010 Kasım ayından sonra 3. aşamada, TCMB temel amacı fiyat istikrarı ile çelişmemek kaydıyla, finansal istikrarında tesis edilmesi adına faiz dışı para politikası araçlarını etkin bir şekilde kullanmayı amaçlamıştır. Bu amaç doğrultusunda faiz koridoru, zorunlu karşılıklar, likidite yönetimi ve rezerv opsiyon mekanizması gibi birbirini destekleyen para politikası araçlarını kullanarak, faiz kanalı, kredi kanalı ve döviz kanalını etkilemek suretiyle etkin para politikası portresinin çizilmesinin gerekliliği ortaya konmuştur (Kara, 2012a: 3). Yeni para politikası bileşimi, risk algısının ve belirsizliklerin arttığı kriz sonrası dönemde söz konusu politika uygulamalarının ve teorik çerçevesinin birçok akademik tartışmaların odağında olsa da mevcut olağandışı konjonktürel ortamın değişkenleri ve ulaşmak istediği hedefler açısından değerlendirilmesi, söz konusu para politikası uygulamalarını daha doğru bir zeminde tartışmak anlamına gelmektedir.

3.2.1. TCMB'nin Krize Yönelik Aldığı Tedbirler ve Para Politikası Duruşu

TCMB 2008 yılı Ekim ayından 2010 yılı Nisan ayına kadar yürüttüğü para politikasını krizden korunmaya ve krizin etkilerini azaltmaya yönelik tedbirler olarak adlandırılabilir. Bu dönemde para politikası; para piyasasına yönelik ve döviz piyasasına yönelik olmak üzere iki yönde şekillenmiştir.

3.2.1.1. Türk Lirası Likidite Yönetimi ve Faiz Politikası

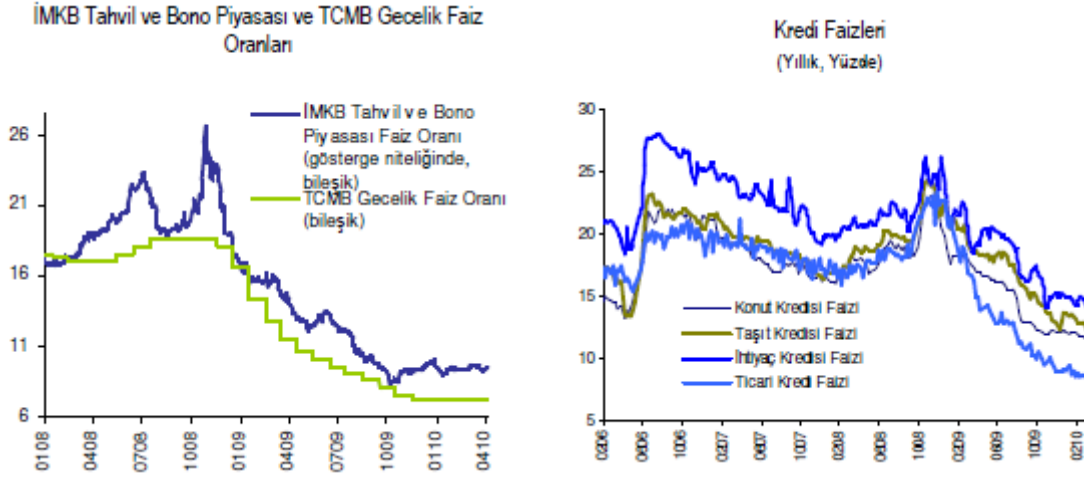
TL likiditesi TCMB'nin doğrudan kontrol edebilme yeteneğine sahip olduğu temel aracı konumundadır. Dolayısıyla bankacılık ve finansal piyasaların sağlıklı bir şekilde işleyebilmesini sağlayabilmek amacıyla, TL likiditesini kolayca yönetebilmekte ve kısa vadeli piyasa faiz oranlarını etkileyebilmektedir. Bu durumda TCMB'nin likidite yönetimini 5 amaç doğrultusunda gerçekleştirdiği görülmektedir. Bunlar (TCMB, 2009b: 19):

- *Kısa vadeli faiz oranlarını kullanarak piyasa faiz oranları etki edebilmek.*
- *Para piyasalarında oluşacak kısa vadeli faiz oranlarındaki dalgalanmaları bertaraf ederek istikrarlı bir yapıya kavuşturmak.*
- *İktisadi işlerliğin temel faaliyeti olan ödemeler sisteminin kesintisiz bir şekilde çalışmasını sağlamak.*
- *Küresel kriz ile beraber önemi daha da artan bir husus olarak parasal aktarım mekanizmasının işlerliğinin sürdürülmesi olmuş ve buna göre, parasal aktarım mekanizmasının işlerliğini, geleneksel olmayan operasyonel araçları kullanarak, sağlanması, TCMB'nin önemli bir likidite yönetimi amacı haline gelmiştir.*
- *Son olarak, likidite yönetiminin operasyonel süreçlerini etkin ve esnek bir yapıda olmasını sağlayarak, para piyasalarında oluşabilecek olağanüstü durumlara karşı tam zamanında müdahale edebilmek, amaçları sıralanabilir.*

Küresel kriz ile beraber likidite yönetimi çerçevesinde para politikası duruşunun temel dinamiğinde yer alan TL'ye yönelik bir dizi tedbirler alınmıştır. Buna göre tedbirlerin bir kısmı krizin meydana getirdiği belirsizliklerden kaynaklanan riskleri sterilize edecek geçici önlemleri oluştururken, bir kısım tedbirler ise krizin konjonktürde meydana getirdiği daha uzun süreli risklere karşı gerçekleştirilen çözümleri içermektedir. 2008 yılının son çeyreğinden itibaren krizin derinleşmesi ve etkilerinin daha uzun süreceği beklentileri karşısında TCMB kısa vadeli faiz oranlarında seri indirimler yapmış ve TCMB'nin para politikası duruşunun 1. aşaması olan Ekim

2008 – Nisan 2010 yaklaşık 19 aylık süreçte bu tedbirler kademeli olarak uygulamaya sokulmuştur.

TCMB, krizin meydana geldiği 2008 yılının son çeyreğinde Eylül ve Ekim aylarında daha temkinli bir davranış içerisinde girerek likidite yönetiminin temel faiz aracı olan ve piyasayı düzenli olarak fonladığı politika faizinde (haftalık repo faizi) herhangi bir değişiklik yapmamıştır. İzleyen aylarda krizin derinleşmesi ile beraber küresel konjonktürde yaşanan emtia fiyatlarındaki sert düşüşler ve artan belirsizliklerin küresel likidite sıkışıklığına ve uluslararası kredi piyasalarının daralmasına neden olmuştur (TCMB, 2009c: 4). TCMB'nin enflasyon hedeflemesi politikasına göre, toplam talepte daralmalarla beraber emtia fiyatlarındaki düşüş ile enflasyon beklentileri aşağı yönlü oluşurken, TCMB'nin genişletici para politikası çerçevesinde faiz indirimine gidebilmesi için gerekli zemin oluşmuştur. Bu doğrultuda TCMB Kasım 2008 –Kasım 2009 arasında 1025 baz puan politika faiz oranını (gecelik borç verme faiz oranını) %16,75'ten %6,50'ye indirerek bu bağlamda Türkiye, Yeni Zelanda'dan sonra bu dönem içerisinde en fazla indirim giden ülkelerin başında yer almıştır. Söz konusu politika faiz oranlarındaki seri indirimlerle piyasa faiz oranlarındaki (İMKB Tahvil ve Bono Piyasası faiz oranları) düşüşlerin belirgin olarak gerçekleştiği görülmüştür (Yılmaz, 2010b: 16; Vural, 2013: 58). Buna karşılık küresel ekonomideki belirsizliklerin devam ettiği, krizin ilk döneminde, kısa vadeli tüketici kredilerinin faiz oranlarındaki düşüşler daha temkinli olarak gerçekleşmiştir. 2009 yılının ikinci yarısından sonra küresel risk algısının olumlu yönde değişmesi ile politika faiz oranı ile beraber kredi faiz oranlarında belirgin düşüşler gerçekleşmiştir (TCMB, 2009d: 4).



Grafik 4: Faiz Oranlarındaki Değişmeler

Kaynak: (Yılmaz, 2010b: 17)

Para piyasalarındaki ortaya çıkan belirsizlik ortamının bertaraf edilmesi için bir dizi parasal tedbirler devreye sokularak gecelik faiz oranlarındaki volatilitenin düşürülmesi, likidite sıkışıklığının giderilerek likiditeye erişimin kolaylaştırılması ve kredi piyasasının rahatlatılması amaçlanmıştır. Bu amaçlar doğrultusunda TCMB tarafından alınan parasal tedbirler ana hatlarıyla şunlardır (TCMB, 2010a: 4-5);

- I. Krizin derinleşmeye başladığı 2008 yılının son çeyreğinde belirsizlik ortamında gecelik faiz oranlarındaki aşırı oynaklık riskine karşılık gecelik borç verme ve borç alma faiz aralığını %3,5'ten %2,5'e düşürerek kontrol altına almayı amaçlamıştır.
- II. Bu dönemde ek olarak para piyasasında gereğinden fazla fonlama yapılarak likiditeye erişimi kolaylaştırılması ve gecelik faiz oranlarındaki oynaklığın ortadan kaldırılması amaçlanmış ve gün sonunda gecelik işlemler ile likidite fazlası piyasadan çekilmiştir.
- III. Söz konusu tedbirlerin bir diğer ayağı küresel likidite imkânlarının daraldığı ve toplam talep daralmalarının yaşandığı dönemde iç talebi canlandırmak ve kredi piyasasının tekrar işlerlik kazanması amaçlanmıştır. Bu amaç doğrultusunda Haziran 2009'dan itibaren üç ay vadeli repo ihaleleri yapılmış ve ayrıca Ekim 2009'da TL zorunlu karşılık oranları % 6'dan % 5'e indirilerek piyasaya ek likidite imkânı sunulmuştur.

Alınan parasal ve mali tedbirler sonrası küresel krizin oluşturduğu belirsizliğin ortadan kalkması ve risk primlerinin düşmesi ile beraber, iktisadi faaliyetin istenilen yönde ve düzeyde gelişmeler gösterdiği görülmektedir. Bu itibarla piyasa faizlerindeki düşüş ve kredi piyasasının yeniden işlerlik kazanması, tüketim ve yatırım harcamalarını artırarak, toplam iç talebi canlandırmasına ve iktisadi büyümenin artmasında itici rol oynamıştır. Bu durumda kredi derecelendirme kuruluşlarının Türkiye Ekonomisi üzerindeki olumlu beklentileri ve iç talep kaynaklı büyüme kompozisyonunda varlık fiyatlarının yükselmesi ve TL'nin değerlenmesi gibi gelişmeler ortaya çıkmıştır (TCMB, 2010b: 9). TCMB'nin söz konusu bu ekonomik konjunktürde kriz dönemine özgü olan parasal tedbirlerinin geri alınmasını ve para politikası duruşunun tekrar kriz öncesine geçişi içeren, 14 Nisan 2010 tarihinde yayınladığı, "Para Politikası Çıkış Stratejisi" adlı politika metni ile krizden çıkış politikasını kamuoyuna duyurmuştur.

Kriz döneminde alınan parasal tedbirlerden likidite yönetimine ilişkin çıkış stratejisinin iki ayağı bulunmakta olup, bunlar; kredi piyasasına ve faiz oranlarına yönelik çıkış stratejisi olarak adlandırılabilir. Küresel kriz koşullarında yaşanan likidite sıkışıklığına bağlı olarak TCMB'nin aldığı önlemlerin bir kısmının kredi piyasasını desteklemek amacıyla yoğunlaştığı görülmektedir. Piyasayı fonlama aracı olarak üç ay vadeli repo işlemlerinin uygulanması, zorunlu karşılıkların indirilmesi gibi parasal tedbirler bankaların likiditeye erişim imkânlarının genişletilerek kredi piyasasının canlandırılması amaçlanmıştır. TCMB'nin çıkış stratejisinde likidite açığındaki belirgin azalışların ve kredi koşullarında iyileşmenin olması halinde TL zorunlu karşılık oranlarının artırılacağı ifade edilmiştir (TCMB, 2010a: 10-11). Nitekim ilerleyen dönemlerde zorunlu karşılık oranları mevduatların vade yapılarına göre çeşitlendirilmiş olup, ortalama zorunlu karşılık oranlarının da kademeli olarak artırıldığı görülmektedir.

Para politikasında kriz dönemi uygulamalardan çıkış stratejisinde önemli unsur TL likidite yönetiminde yapılan değişikliklerin bir kısmının kriz dönemine özgü riskleri bertaraf etmek için uygulamaya sokulmuş ve iktisadi koşulların iyileşme göstermesi ile bu tedbirlerin geri alınarak kriz öncesi döneme tekrar dönüşü gerektirmiştir. Ancak bu tedbirlerin bir kısmının kriz koşullarının piyasa üzerinde kalıcı (ya da daha uzun süreli) değişimleri beraberinde getirmesi ile yapılaşmış uygulamaları ortaya çıkarmıştır. Buna göre, TCMB'nin TL likidite yönetimi çerçevesinde çıkış stratejisini iki aşamada gerçekleştirdiği görülmektedir. *Birinci aşamada* likidite açığının geçici olması

durumunda piyasa ihtiyacından fazla fonlama yapılması uygulaması kademeli olarak azaltılacak ve gecelik para piyasası faiz oranlarının TCMB'nin gecelik borçlanma faiz oranının referans oran olarak belirleyici olması amaçlanmış olacaktır (TCMB, 2010a; 5-6).

İkinci aşamada TCMB'nin kısa vadeli faiz oranları ile piyasayı fonlama yönteminde değişiklikleri içeren teknik faiz ayarlamasına geçişi ifade etmektedir. TCMB'nin kriz öncesi sade ve anlaşılır şekilde tasarladığı kısa vadeli faiz oranları ve fonlama kompozisyonu, kriz ile beraber ortaya çıkan makro finansal riskler karşısında karşılaşılabilecek şoklara karşı merkez bankasının daha esnek likidite yönetimi gösterebilmesi adına değişikliğe gidildiği görülmektedir. Buna göre, TCMB'nin ortalama fonlama oranının temel piyasa faiz oranı civarında gerçekleşmesi beklenirken, ortalama fonlama oranının da politika faiz oranına referans olmasının amaçlandığı görülmektedir. (TCMB, 2010a: 7).

TCMB'nin likidite yönetimindeki değişikliğin ikinci aşaması para piyasalarında herhangi bir dalgalanma meydana getirmesine engellemek ve kriz koşullarından çıkışta beklenilmeyen likidite durumlarının ortaya çıkması ihtimallerine karşılık likidite yönetiminin esnekliğinin korunması amacıyla iki adımda gerçekleştirilmesi amaçlanmıştır.

Birinci adımda, merkez bankasının gecelik borç alma ve borç verme faiz oranları değiştirilmeyecek fakat bir haftalık repo ihale yöntemleri yeniden düzenlenerek sabit faiz oranlı miktar ihalesi yöntemi ile belirlenmesi uygulanmaya sokulmuştur. Bir haftalık repo faiz oranı, gecelik borç alma ve gecelik borç verme faiz oranı arasında olacak şekilde ve gecelik borç alma faiz oranının 50 baz puan üstünde olması planlanmıştır. Likidite yönetiminin yeni operasyonel çerçevesinde bir haftalık repo faiz oranı (referans) politika faiz oranı olarak yer almakta ancak eski politika faizi olan gecelik borç alma faiz oranının üstünde olmasının para politikası duruşunda bir değişiklik anlamına gelmemektedir. *İkinci adımda* ise gecelik borç alma faiz oranı ile bir haftalık repo faiz oranı arasındaki 50 baz puanlık farkın artırılacağı belirtilmektedir. Merkez bankasının likidite açığına ilişkin öngörülerinin değişerek arttığı durumda bu adım gerçekleştirilecektir. Gecelik borç alma faiz oranı ile bir haftalık repo faiz oranı (politika faiz oranı) arasındaki fark, parasal sıkılaştırmaya

gidilmesi durumunda politika faiz oranının yükseltilmesi ile artırılabilir. Diğer taraftan söz konusu fark, politika faiz oranında herhangi bir değişikliğe gidilmeden gecelik borç alma ve gecelik borç verme faiz oranlarının düşürülmesi suretiyle de artırılabilir (TCMB, 2010a: 8-10; Eroğlu ve Eroğlu, 2010a: 249).

Yukarıdaki açıklamalar ışığında görüleceği üzere TCMB'nin likidite yönetimindeki yeni operasyonel çerçevesinin ekonomideki likidite ihtiyacına göre esnek bir şekilde tasarlandığı görülmektedir. Buna göre, kriz öncesi dönemde bankaların gün içi fon fazlalarının olduğu durumlarda merkez bankasının gecelik borç alma faiz oranını kullanarak piyasaları by-pass ettiği görülmektedir. Kriz döneminde ise likidite açığı altındaki ekonominin gün içi fonlama ihtiyacından fazla fonlama yapılarak atıl fonların gecelik para piyasalarında sterilize edilmesi ile gecelik borç verme faiz oranının piyasa faiz oranı için referans faiz oranı olmaya başladığı vurgulanmıştır. TCMB'nin yine çıkış stratejisi bağlamında, piyasanın likidite açığının kalıcı olup olmaması durumuna göre kısa vadeli faiz oranlarının hangisinin temel politika aracı olarak kullanılacağı belirlenecektir. İlk aşamada, TCMB'nin öngördüğü gibi likidite açığı geçici bir durum ise, gecelik borç alma faiz oranının referans olarak alındığı ve gün içindeki aşırı fonlamanın gün sonunda ortaya çıkan atıl fonlama gecelik para piyasalarında sterilize edilecektir. Gecelik borç alma ve bir haftalık repo faiz oranı arasındaki farkın çok fazla artırılmayacağı vurgusunu yapılması, paranın daha çok piyasada kalması amacıyla, bir haftalık repo faizi oranını gecelik borç alma faiz oranına doğru yakınsadığı görülmektedir. Ancak likidite açığının TCMB'nin öngördüğünden farklı olarak kalıcı olursa para politikasının referans politika faiz oranı olarak bir haftalık repo faiz oranı olacaktır. Özetle TCMB likidite yönetiminde geçici likidite açığına karşılık gecelik borç alma faiz oranını referans alacağını belirtirken, likidite açığının kalıcı olması halinde bir haftalık repo faiz oranının referans faiz olarak belirleneceğini ifade etmektedir (Eroğlu ve Eroğlu, 2010a: 249-250).

TCMB'nin likidite yönetiminin duruma göre belirlenmesine yönelik ikinci koşullar dâhilinde likidite ihtiyacının geçici olmadığı ortaya çıkmış ve bir haftalık repo faiz oranının artış göstermesi ile beraber, ikinci aşama olan teknik faiz ayarlamasına geçilmiştir. 20 Mayıs 2010 tarihinden itibaren bir hafta vadeli repo ihalelerinde yöntem değişikliğine gidilerek, sabit faiz oranından miktar ihalesi yöntemine geçilmesi ile bir

haftalık repo faiz oranı, politika faiz oranı olarak merkez bankasının piyasayı büyük oranda fonladığı temel politika faiz oranı olarak belirlenmiştir (TCMB, 2010c: 22).

3.2.1.2 Döviz Likiditesi Yönetimi ve Kriz Dönemi Alınan Tedbirler

TCMB'nin krize karşı önleyici tedbirlerinin GOÜ'ler arasında görece daha başarılı olmasında üç faktör bulunmaktadır. Bunlar (i) esnek döviz kuru rejimi altında para politikasının uygulanmaya konulması, (ii) krize karşı alınan tedbirlerin tam zamanında alınmış olması ve (iii) bankacılık sisteminin görece sağlam yapıda olmasıdır. Kriz sürecinde esnek döviz kuru sistemi altında para politikası yürüten merkez bankalarının, kriz sürecinde sabit döviz kuru sistemi altında para politikası yürüten merkez bankalarına göre kriz politikaları daha etkin olduğu görülmüştür. GOÜ'de uygulanan enflasyon hedeflemesi rejimi esnek döviz kuru sistemi altında krizin meydana getirdiği konjonktürdeki değişikliklere karşı para politikasına daha fazla hareket alanı sağlayarak etkin bir politika yürütme imkânı vermektedir. Diğer taraftan kriz döneminde sabit kur sistemi altında para politikasını etkin bir şekilde yürütmek zor olmaktadır. Örneğin, kriz sürecinde belirsizliklerin artması ülkeden ani sermaye çıkışlarına ve döviz kurunda da ani yükselmelere neden olacaktır. Sabit kura dayalı para politikası yürüten bir merkez bankası bu durum karşısında kur rejimi gereği döviz kurunu belirli bir hedef aralığında tutabilmek için döviz rezervi kısıtı altında bunu yapmaya çalışacaktır. Merkez bankaları belirli bir döviz rezervi kısıtı altında döviz kurunu istenilen seviyede tutmanın maliyeti, döviz rezervlerinin hızla erimesi şeklinde gerçekleşecektir. Mevcut şartlarda esnek döviz kuru sisteminde para politikası yürüten merkez bankası ise olası bir şok döneminde döviz kurunu belirli bir seviyede tutma zorunluluğu olmadığından döviz piyasasına ya hiç müdahale etmeyecek, ya da sınırlı bir müdahale ile döviz kurundaki oynaklığı kontrol altına alacaktır. Bu durum ekonomide hızlı bir daralma yerine, ülke ekonomisinin yapısal durumuna göre daha kontrollü bir şok dönemi geçirilecektir (Eroğlu ve Eroğlu, 2010b: 69-68). Döviz piyasasına yönelik alınan tedbirlerin tam zamanında alınmış olması ve bankacılık sisteminin içsel dinamiklerinin Şubat 2001 krizi sonrası yeniden yapılandırılması neticesinde finansal sistemde meydana gelecek olası dışsal şokların etkisinin minimum düzeyde olmasını sağlamıştır. Bu açıdan Türkiye ekonomisinde son otuz yıl içerisinde irili ufaklı gerçekleşen kriz oluşumlarında döviz piyasasında meydana gelen likidite sıkışıklığının ayrı bir yeri vardır. Özellikle 2001 krizinde krizin derinleşmesinde sabit döviz kuru

sistemi altında spekülâtif bir atak sonrası ani sermaye çıkışlarının döviz likiditesindeki sıkışıklığa bağılı olarak gelişen kriz olgusudur. Buna göre TCMB'nin döviz likiditesine yönelik aldığı tedbirlerin krize karşı müdahalenin ilk aşaması olması şartırtıcı bir durum olmamaktadır. Yaşanan kriz tecrübeleri neticesinde küresel krizin ilk etkilerinin hissedilmeye başlandığı 2008 yılının son çeyreğinden itibaren, döviz piyasasına yönelik bir takım tedbirler alınmıştır.

Krizin etkilerinin küresel boyutlara ulaşması ile uluslararası para ve kredi piyasalarında krizin yarattığı güvensizlik ortamında finansal piyasalarda yaşanan likidite sıkışıklığının ülkemizde finansal sistemin ağırlığının bankacılık sistemi üzerinde olduğu düşünöldüğünde, TCMB'nin döviz likiditesine yönelik aldığı tedbirlerin doğrudan bankacılık sisteminin döviz likiditesini artırmaya yönelik olmuştur (TCMB, 2008a: 6).

9 Ekim 2008	TCMB döviz depo piyasasında aracılık işlemlerine yeniden başlamıştır
14 Ekim 2008	<ul style="list-style-type: none"> ✓ TCMB düzenli olarak gerçekleştirdiği döviz alım ihalelerine ara vermiştir. ✓ Döviz ve efektif piyasalarında bankaların bilanço büyüklüklerine göre işlem yapma limitleri yeniden düzenlenmiş ve toplamda 5,4 milyar dolar olarak belirlenmiştir.
24 Ekim 2008	Döviz ve efektif piyasalarında işlem yapma limitleri her bir banka için iki katına çıkarılmış ve toplamda işlem hacmi limiti 10,8 milyar dolar olarak belirlenmiştir.
24 Ekim 2008	Söz konusu bu tarihten itibaren döviz satım ihaleleri yapılmış ve iki döviz satım ihalesinde toplam 100 milyon dolar döviz piyasaya ek likidite olarak verilmiştir.
30 Ekim 2008	24 Ekim 2008 tarihinde başlatılan döviz satım ihalelerine son verilmiştir.
20 Kasım 2008	<ul style="list-style-type: none"> ✓ Bankaların döviz depo piyasaları ile döviz ve efektif piyasalarında kendilerine tanınan limitler dahilinde alabilecekleri dövizlerin vadeleri 1 haftadan 1 aya çıkartılmıştır. ✓ Ayrıca söz konusu bu piyasalarda borç verme faiz oranları yüzde 10'dan ABD doları cinsinden borçlanma için % 7 ve Euro cinsinde borçlanma için % 9 'a düşürülmüştür.
20 Şubat 2009	<ul style="list-style-type: none"> ✓ Bankaların döviz efektif piyasalarında ve döviz depo piyasalarında bankalar arası borç verme vadeleri ve merkez bankasının borç verme vadesi 1 aydan 3 aya uzatılmıştır. ✓ Ayrıca borç verme faiz oranları yeniden düzenlenerek ABD doları için %5,5 ve Euro için % 6,5 olarak belirlenmiştir.
9 Mart 2009	Söz konusu tarihi izleyen günden itibaren TCMB döviz satım ihalelerine yeniden başladığını duyurmuş ve döviz satım ihalelerinde günlük limiti 50 milyar dolar olarak belirlemiştir.
2 Nisan 2009	TCMB söz konusu tarihi izleyen günden geçerli olmak üzere döviz satım ihalelerini durdurmuştur. 9 Mart 2009'dan bu tarihe kadar olan sürede toplam 18 ihale gerçekleştirilerek 900 milyon dolara piyasaya enjekte etmiştir.
3 Ağustos 2009	Söz konusu bu tarihi izleyen günden itibaren TCMB Ekim 2008'de ara verdiği döviz alım ihalelerine günlük limit 30 milyon ABD dolar ve opsiyon limiti de 30 milyon ABD doları olmak üzere toplamda 60 milyon ABD doları olmak üzere üst limit belirleyerek yeniden başlamıştır.
2 Ağustos 2010	Bu tarihten itibaren TCMB'nin döviz alım ihalelerinde günlük tutar limiti artırılarak 40 milyon ABD doları ve ve opsiyon limiti de 40 milyon ABD doları olmak üzere toplamda 80 milyon ABD doları olmak üzere artırılmıştır.
1 Ekim 2010	Olağan döviz alım ihale programı dışında ek döviz alım ihale programının yönergesi kamuoyu ile paylaşılmış ve ek alım programının tutarı en fazla 300 milyon ABD doları olarak belirlenmiştir.
15 Ekim 2010	Bu tarihten itibaren TCMB döviz depo piyasası ile döviz ve efektif piyasasındaki aracılık işlemlerine son vermiştir.

Tablo 6: TCMB'nin Döviz Likidite Yönetimine Yönelik Değişiklikleri

Kaynak: (TCMB'nin Temel Likidite ve Kur Politikalarına İlişkin Basın Duyuruları)

TCMB'nin Ekim 2008'den itibaren küresel piyasalarda yaşanan gelişmelere bağlı olarak döviz likiditesi yönetimine ilişkin bazı değişiklikler ve ek uygulamaları gerçekleştirdiği görülmektedir. Bu doğrultuda alınan ilk önlem TCMB'nin döviz depo piyasası ile döviz ve efektif piyasalarında aracılık faaliyetlerine başlamasıdır (TCMB, 2008b). Likidite fazlası olan bankalar ile likidite açığı olan bankalar arasında TCMB aracılık rolünü garantör olma özelliğini kullanarak piyasalarda küresel kriz ortamında ortaya çıkan belirsizlik ve buna bağlı olarak gerçekleşen güvensizliği bertaraf etmek için aracılık faaliyetlerine başladığı görülmektedir. Söz konusu bu piyasaların kullanılmasında döviz likiditesinin akışkanlığını sağlamak ve küresel konjonktürdeki olumlu gelişmelere bağlı olarak bu uygulamalara devam edilip edilmeyeceği belirleneceği duyurulmuştur. Ayrıca döviz likidite akışkanlığının sağlanması için döviz alım ihalelerine ara verilerek, döviz alım ihaleleri ile piyasadan kalıcı olarak çekilen dövizin piyasada kalması amaçlanmış ve böylece piyasaya ek likidite imkânı sunulmuştur (TCMB, 2008c). Bu piyasaların tekrar işlerlik kazanması ile beraber merkez bankalarının döviz likiditesi yönetiminde “son kredi merci” özelliğinden önce piyasaların “son başvurulacak piyasa” özelliğine yani bankaların doğrudan birbirleri ile işlem yapmaları gereğini vurgulamıştır. Ancak TCMB'nin belirlemiş olduğu limitler çerçevesinde bu piyasalarda merkez bankası tarafından ABD doları ve Euro cinsinden 1 hafta vadeli borç alabilecekleridir. Ayrıca TCMB'nin bu döneme kadar hiçbir bankaya döviz cinsinden borç verme imkânını kullanmadığını belirtmek gerekir (TCMB, 2008d). Ekim ayı içerisinde döviz kurunda yaşanan sağlıksız fiyatlamaların oluşması nedeniyle döviz satım ihaleleri kısa bir süre için uygulanmış ve gerek görüldüğünde tekrar başlanabileceği vurgulanmıştır (TCMB, 2008e).

Kasım 2008'de ise TCMB döviz likiditesine yönelik tedbirlerini genişleterek döviz likiditesinin akışkanlığını sağlamak ve kredi piyasalarını desteklemeyi amaçladığı görülmekte ve bu amaç doğrultusunda döviz ve efektif piyasalarında limitleri 2 katına çıkarılmıştır. Yine bu dönemde geçici döviz likiditesi ihtiyaçlarının vadesini 1 haftadan 1 aya, Şubat 2009'da ise 1 aydan 3 aya çıkarılarak bu piyasalara derinlik kazandırılmaya çalışılmıştır. Ayrıca döviz cinsinde borç verme faizleri de Kasım 2008 den itibaren Şubat 2009'a kadar, kademeli olarak düşürülmüştür (TCMB, 2008f; TCMB, 2009e).

Mart 2009’da TCMB döviz piyasasının derinliğinin kaybolması ve GÜ’lerde yaşanan sorunların devam etmesiyle beraber, piyasaların ve kredi mekanizmasının işleyişini sağlamak amacıyla döviz likiditesine yönelik ek tedbirler almış ve 18 adet döviz satım ihalesi düzenleyerek toplam 900 milyon ABD doları piyasaya sürmüştür. 2 Nisan 2009 tarihli duyurusu ile küresel konjunktürde yaşanan olumlu gelişmeler ve döviz piyasasının derinliğine yönelik kaygıların azalması neticesinde döviz satım ihalelerine son vermiştir (TCMB, 2009f; TCMB, 2009g).

Ağustos 2009’dan itibaren küresel piyasalarda yaşanan olumlu gelişmeler Türkiye’nin de içinde bulunduğu GOÜ’lere doğru sermaye akımlarının hızlanmasına ve risk iştahının artmasına neden olduğu görülmüştür. Söz konusu gelişmeler TCMB’nin temel döviz likiditesi stratejisi olan “döviz rezerv birikimini artırmaya” müsait bir ortamın olması, Ekim 2008’de ara verdiği rutin döviz alım ihalelerine tekrar başlanılmasına karar verilmiştir. Döviz alım ihalelerine opsiyon miktarı ile beraber, önce 60 milyon ABD Doları günlük limiti ile başlanırken (TCMB, 2009h), dalgalı kur rejimi ile çelişmemek kaydıyla ve döviz rezerv birikimini hızlandırmak amacıyla Ağustos 2010’da bu limit 80 milyon ABD dolarına çıkarılmıştır (TCMB, 2010d).

TCMB, 2010 yılında GÜ’lerde yaşanan likidite bolluğunun küresel sermaye akımlarının GOÜ’lere doğru yoğun bir şekilde gerçekleşmesi sonrası döviz likidite yönetiminde bir takım değişikliklere gitmiştir. 2002 yılından itibaren belirlendiği şekilde devam eden döviz alım ihalelerinde olağanüstü koşulların olması nedeniyle yöntem değişikliğine gidilmesi gerekmiş, döviz rezervi birikimini hızlandırmak ve küresel sermaye akımlarının piyasalarda meydana getireceği finansal riskleri azaltmak amacıyla bu değişiklikler gerçekleştirilmiştir. Bu amaç doğrultusunda ayrıca ek ihale programları düzenleyerek küresel sermaye akımlarındaki dalgalanmalara göre likidite yönetiminde esneklik sağlanmaya çalışılmıştır (TCMB, 2010e).

Küresel piyasalarda krizin etkilerinin ortadan kalkması ile beraber merkez bankaları kriz döneminde almış oldukları kriz tedbirlerini geri almaya yönelik çıkış stratejilerini açıklamaya başlamıştır. Bu çerçevede TCMB Nisan 2010’da açıkladığı “Küresel Krizden Çıkış Stratejisi” ile beraber döviz piyasasına yönelik tedbirlerin geri alınmaya başlandığı görülmektedir. Bu doğrultuda Ekim 2008’den itibaren uygulamaya konulan döviz depo piyasaları ile döviz ve efektif piyasalarında TCMB aracılık

görevine son vermiş, ancak bankaların talep etmesi halinde kendilerine tanınan limitler dâhilinde döviz borçlanmasını 1 hafta vade ile gerçekleştirilebilecekleri kamuoyuna duyurulmuştur (TCMB, 2010f).

Merkez bankalarının son kredi mercii olması gibi kriz dönemlerinde sıkça hatırlanan temel özellikleri döviz likiditesi yönetiminde geçerli bir özellik olmamaktadır. Buna göre TCMB'nin TL'ye yönelik aldığı geniş önlem ve hareket alanına sahip olduğu (temel) para politikası tedbirlerine karşılık, diğer para birimlerine yönelik politika duruşunda döviz rezervi kısıtı altında alınan tedbirlerin bankacılık sistemindeki risk algısını azaltacak şekilde tedrici önlemler olmaktadır. Bu itibarla uluslararası para piyasalarındaki normalleşme ile döviz piyasasına yönelik alınan tedrici önlemler kademeli şekilde geri alınması planlandığı görülmektedir. (Yılmaz, 2010a: 11). TCMB'nin kriz döneminde döviz politikasını “esnek likidite yönetimi” adı altında ifade etmek mümkündür. Döviz likiditesinde temel değişkenin küresel piyasalardaki gelişmeler olduğu dikkate alındığında TCMB bu gelişmeleri dikkatle izlemiş ve bu piyasalarda derinliğin kaybolmaması adına birçok tedbirleri almıştır. Gerektiğinde döviz alım ihaleleri düzenleyerek piyasadaki sağlıksız fiyat oluşumlarını gidermeye çalışmış, ancak esnek kur rejimi gereği döviz kurunun piyasa şartlarında oluşması gerektiğini de iletişim kanalını etkin bir şekilde kullanarak vurguladığı görülmektedir.

3.3. TCMB'NİN KÜRESEL KRİZ SONRASI PARA POLİTİKASI UYGULAMALARI VE TÜRKİYE EKONOMİSİNE ETKİLERİ

3.3.1. Küresel Krizin Para Politikasına Yansımaları

Küresel kriz öncesi merkez bankacılığı ve onun modern para politikasının temel önermesi, fiyat istikrarının nihai amaç olmasıdır. Buna göre, düşük ve istikrarlı bir enflasyonun yakalanmış olması, makroekonomik istikrarın çoğunlukla tesis edildiği anlamına gelmektedir. Merkez bankaları parasal istikrarı sağlamak için fiyat istikrarı hedefine odaklanmalı ve diğer denetim ve düzenleme mekanizmalarının yerine de, piyasa aktörlerinin kurumsal yapılarının sağlamlığı üzerinde durulması gerektiği savunulmaktadır. Finansal piyasalarda oluşacak sistemik risk algısının dezenformatik etkilerinin çoğunlukla, varlık fiyatlarındaki dalgalanmalardan kaynaklandığı düşünülmektedir. Bu durumda fiyat istikrarının sağlanmış olması finansal varlıklardaki fiyat dalgalanmalarının da önüne geçerek finansal istikrar sağlanmış olacağı

savunulmaktadır. Para politikasının temel amacı olan fiyat istikrarının tesis edilmesi adına kullandığı temel aracı ise kısa vadeli (çoğunlukla gecelik) faiz oranlarının kontrolüne ve enflasyon beklentilerine dayandığı görülmektedir. Kriz öncesi merkez bankacılığında hâkim görüşe göre, kısa vadeli faiz oranlarının teknik düzeye gelmesi pek mümkün görülmemesine rağmen, 1990'larda Japonya'daki deflasyonist durum karşısında ortaya çıkan kısa vadeli faiz oranlarının teknik sınıra ulaşması, yanlış politika yönetimi sonucu olağandışı bir durum olarak görülmüştür (Borio, 2014: 193).

2008 küresel finans krizi ise, Japonya'daki yaşanan uzun süreli durgunluktan farklı olarak, geleneksel para politikası anlayışının tabu niteliğini almış, güçlü ve yaygın paradigmalarının derinden sorgulanmasına neden olmuştur. ABD'de kriz öncesinde, 2000'lerin başında yaşanan durgunluk ortamı iktisat politikasının 90'lardaki başat politikası olan para politikasına başvurularak önleneceği düşünülmüş ve FED'in durgunluk içindeki ekonomiyi tekrar tam istihdam seviyesine çıkarmak için parasal genişlemeye gittiği görülmüştür. Bir ekonomide düşük enflasyon altında durgunluk yaşanıyorsa, genişletici para politikası tanım gereği faiz kanalı ve kredi kanalı yoluyla toplam talebin artırılarak, büyüme ve istihdam oluşmasını sağlar. Söz konusu dönemde ABD'de genişletici para politikasının sonucu olarak kısa vadeli faiz oranlarında ani düşüşler sağlanmıştır. Öyle ki 2000 yılında efektif federal fon oranı yaklaşık %6,5 iken 2001 yılında %2,5 seviyelerine, 2003 yılında ise %1'e kadar indirilmiştir. Genişletici para politikası sonucu ekonomi, faiz kanalından kredi kanalına doğru etkilenmiş ve aşırı kredi genişlemesinin sonucu olarak varlık kanalı yoluyla ekonomide varlık fiyatlarında ani artışlar gerçekleşmiş ve ekonomide büyük bir varlık balonu oluşturulmuştur. Varlık balonuna bağlı olarak meydana gelen enflasyonist durum karşısında para politikasında yine faiz kanalı ile faiz oranları 2006 yılında %1 den kademeli olarak %5,25' kadar çıkarılmıştır. Artan faiz oranları kredi daralmasına neden olurken diğer taraftan finansal sistemdeki riskler, ödeme gücü düşük olan gelir grubundaki insanlara verilen (sub-prime) kredilerin artmasına ve artan kredi riskine bağlı olarak, mevcut kredilerin geri ödenmesinde zorluklar yaşanmış ve krize giden süreç işlemeye başlamıştır (Oktar vd., 2013b: 11).

2008 Eylül ayında krizin patlak vermesi ile beraber, başta ABD olmak üzere diğer GÜ'lerde geleneksel politika aracı olarak kısa vadeli faiz oranlarının kullanıldığı para politikası uygulamaları devreye sokulurken, kriz koşullarında yaşanan toplam talep

daralmasına karşılık, kısa vadeli faiz oranlarında seri indirimler ile ekonomik canlanmanın meydana gelmesi amaçlanmıştır. Ancak GÜ'lerde faiz oranları teknik olarak indirilebilecek en düşük seviyeye (politika faiz oranları %0 düzeyine) indirilmesine rağmen para politikasından beklenen etki oluşmamıştır. Kriz döneminde para politikasının aktarım mekanizmasındaki tıkanıklıklar nedeniyle GÜ merkez bankaları, adeta piyasa aktörü gibi davranmış ve geleneksel olmayan para politikası araçlarını kullanarak iktisadi sistemin tekrar işlerliğini kazandırmaya çalışmıştır. Dar anlamda para arzının politika yapıcılar için sağlıklı bir enformasyon sağlamadığı yönündeki ampirik kanıtlar mevcut olmasına karşılık, küresel kriz döneminde çeşitli parasal büyüklüklerin veri alınarak oluşturulan parasal araçlar ile geleneksel olmayan para politikası yöntemleri kullanılmaya başlanmıştır. Bunlardan ilki başta Japonya Merkez Bankası (BOJ) olmak üzere FED ve ECB tarafından kullanılan *miktarsal genişleme* yöntemiyle ülke ekonomilerinde likidite sorununun çözümüne yönelik uygulamaya gidilirken, küresel likidite bolluğunun GOÜ'ler açısından makro finansal risklerin artmasına neden olmuştur. Bir diğer geleneksel olmayan yöntem ise *kredi genişlemesi / yardımı*, İngiltere Merkez Bankası (BoE) tarafından takvime bağlanmış varlık alım programları ile bankaların likiditeye ulaşabilmesinin kolaylaştırılması amaçlanmıştır. Ancak kredi piyasasında faiz oranlarının en düşük seviyelerde olmasına rağmen bankalardaki likidite sorunlarına karşılık kredi imkânlarının genişletilmesinin istenilen etkiyi göstermede yetersiz kaldığı görülmüştür (Özdemir, 2009: 24; Vural, 2013: 37-38).

2010 yılına gelindiğinde ise küresel kriz sürecinde GÜ ekonomilerindeki toparlanma eğiliminin yavaş seyretmesi, bu ülkelerin krizden çıkışının daha uzun süreceği yönündeki beklentilerin artmasına neden olmuştur. GOÜ ekonomilerinde ise, iktisadi faaliyetlerinin kriz öncesi seviyesine gelmesinin görece olarak daha kısa zaman diliminde gerçekleştiği görülmüştür. GÜ ekonomileri ile GOÜ ekonomileri arasındaki bu ayrışma merkez bankalarının para politikalarına da yansımıştır. GOÜ merkez bankaları 2010 yılı itibariyle iktisadi faaliyetlerin kriz öncesi seviyelere dönmesi ile kriz döneminde aldıkları tedbirlerinin geri alınması yönündeki küresel kriz politikalarından çıkış stratejilerini yürürlüğe koyarken, diğer taraftan GÜ merkez bankaları krizden çıkış için bu döneme kadar görülmemiş şekilde uzun süreli ve geniş kapsamlı bir parasal genişleme programlarına devam etmişlerdir. GOÜ'lerdeki normale dönüş sürecinde

iktisadi faaliyetteki toparlanma sonrasında bu ülke gruplarında risk primlerinin düştüğü görülmüştür. Söz konusu bu konjonktür altında kredi derecelendirme kuruluşlarının bu ülkeler nezdindeki olumlu rapor ve not artırımları neticesinde GÜ’lerdeki likidite genişlemesinin bu ülkelere doğru kısa vadeli yabancı sermaye akımlarının yoğun bir şekilde yönelmesine neden olmuştur (TCMB,2010c: 2).

3.3.2. Makro İhtiyati Politikalarının Etkinliğine Yönelik Yaklaşımlar

Makro ihtiyati politikalar, reel ekonomide finansal hizmetlerin aksamına sebep verecek risklerin bertaraf edilmesi; bu risklerin ortadan kaldırılması ile iktisadi konjonktürdeki ani ve keskin değişimlerin yol açacağı dengesizliklere karşı tedbirlerin alınması ve ekonominin genel görünümünde makro değişkenlerde meydana gelen sağlıksız hareketlerin oluşturabileceği makro risklerin kaynağını ve bu risklerin yayılma bağlantılarını ortaya çıkarmak ve bu risklere karşı etkin bir politika setinin (amaç-araç) oluşturulması olarak tanımlanabilir (Vinals, 2011: 7).

Yukarıda yaptığımız makro ihtiyati politikalar tanımında iki nokta ön plana çıkmaktadır. Bunlardan birincisi makro değişkenlerdeki dengesizliklerin ortaya çıkardığı riskler, bir diğeri ise bu risklerin yayılma bağlantıları ile sistemik risk görünümü kazanmalarındır. Makro ihtiyati politikalarının genel bakış açısında bu politikaların; “konjonktür karşıtı bir politika olması” ve “risklerin yayılma noktalarında etkilerinin azaltılması” amaçlarının olduğu görülmektedir. Dolayısıyla makro ihtiyati politikalar, makro ekonomi politikasının yerine geçmesi gibi bir durum söz konusu olmamakta, aksine makro ekonomi politikalarının daha steril bir halde ve sağlam temellerde yürütülebilmesi için “tamamlayıcı politikalar” oldukları görülmektedir (TCMB, 2011a: 73)

Küresel finans krizi sonrası GOÜ’ler açısından küresel sermaye akımlarının yoğun girişi sonrası ortaya çıkan makro finansal riskler ve bu risklere karşı oluşturulacak makro ihtiyati politikalar ile politika uygulayıcılarının risklere karşı daha proaktif bir politika oluşturmaları konusunda geniş bir literatürün meydana geldiği görülmektedir (Bulut ve Demirel, 2015: 301). Bu çalışmaların makro ihtiyati politikaların doğru şekilde anlaşılması ve politika uygulayıcılarına yeni bakış açıları kazandırması açısından önemli olmaktadır. Söz konusu bu çalışmalardan bazılarını genel hatlarıyla aşağıda sıralamak mümkündür:

- Blanchard vd. (2010)'a göre, küresel krizin verdiği en önemli ders politika yapıcılarının kriz sırasında yeni politika arayışları içerisinde girmelerine yol açmıştır. Bu bağlamda, makro ekonomi politikalarının genel yapısının (istikrarlı bir çıktı açığı ve düşük enflasyon gibi) değişmemesine rağmen, sistemik risk taşıyan değişkenlerin devamlı izlenmesi gerektiğini açıkça ortaya koymaktadır. Kriz sonrasında politika uygulayıcıları daha fazla politika aracının etkin bir şekilde nasıl kullanılacağı arayışı içerisinde olmaları gerekmekte olup, gerekli denetim ve düzenleme mekanizmalarının oluşturulabilmesi için finansal ve mali sektörlerde verilerin şeffaf şekilde elde edilmesi ve sunulmasının iktisadi sistemin işleyişi açısından ayrıca öneme sahip olduğu vurgulanmaktadır.
- Galati and Moessner (2010)'a göre, finansal kurumların genel yapısını ve bu kurumlar arasındaki ilişkilere ait bir takım düzenlemelere dayalı kriz öncesi mikro ihtiyati yaklaşımdan daha çok, politika yapıcılarının makro ihtiyati politikalar çerçevesinde sorunlara yaklaşılması gerektiği konusunda bir fikir birliğinin olduğu görülmektedir. Bu çalışmaya göre makro ihtiyati politikalar üzerinde sorgulanması gereken iki konu bulunmaktadır. Bunlardan birincisi makro ihtiyati politikaların etkilemek istediği değişkenler arasındaki anlamsal ilişkinin ölçülebilmesi, diğeri ise; makro ihtiyati politikalar ile para politikası arasındaki etkileşimin ve koordinasyonun nasıl yapılması gerektiği konusudur.
- Lim vd. (2011)'e göre ise, makro ihtiyati politikaların etkinliği için politika yapıcılarının bazı hususlara dikkat etmesi gerekmektedir. Buna göre; (i) GOÜ'ler makro ihtiyati araçlarının daha kapsamlı şekilde kullanılmasıyla bu araçların daha etkili olduğu görülmektedir. Diğer taraftan, GÜ'lerin bu politika araçlarının kullanılmasından doğan bir takım maliyetlerin de doğru saptanması gerekmektedir. Aksi halde ölçsüz bir makro ihtiyati araç kullanımı büyümeyi olumsuz etkileyebilir ve bazı dengesizliklere yol açabilir. (ii) bu politikaların etkinliğinin sağlanabilmesi için gerekli düzenleyici yapıların kurumsal çerçevelerinin sağlanmış olması, operasyonel yetkinliğe ve bağımsızlığa sahip olması,

gerekli verilerin toplanılmasında, gözetilmesinde ve karar alma süreçlerinde şeffaf, anlaşılır ve açık şekilde hareket edilmesi gerekliliği ortaya konulmuştur.

- Ostry vd. (2011)'e göre, sermaye kontrolleri üzerindeki kurumsal düzenlemeler finansal risk taşıyan sermaye akımlarına yönelik olabileceği gibi finansal sektörün yabancı borçlanmalarının niteliğine göre riskli dış borçlara ya da ilişkili kur riskindeki artışın önlenmesine yönelik makro ihtiyati araçlar da kullanılabilir. Bu araçların etkinliği gerekli düzenleme mekanizmaları ile beraber zamanında uygulamaya sokulması ile sağlanabilir. Makro ihtiyati politikaların spesifik ölçütlerinin ülkeye özgü koşullar tarafından ve çeşitli kurumsal kısıtlar altında uygun bir politika aracından çok, etkinliği sağlayacak birbirini tamamlayıcı politika setlerinin oluşturulması gerekmektedir. Yine bu çalışmada da makro ihtiyati politikalarının şeffaf ve kurallara dayalı olması gerekmekte olduğu vurgulanırken, bazı çıkar gruplarının rantlarının önlenmesi için makro ihtiyati politikaların operasyonel bağımsızlığının sağlanmış olması gerektiği ifade edilmiştir.
- Oktar vd. (2013)'de ise küresel finans krizi sonrası TCMB'nin deneysel nitelikte olan geleneksel olmayan para politikası uygulamalarının etkinliği tartışılmıştır. Bu çalışmada kriz sonrası Türkiye ekonomisindeki makro değişkenlerde yaşanan bazı dengesizliklerin ortaya çıkması ile TCMB'nin amaç çeşitliliğine giderek fiyat istikrarı yanında finansal istikrarında sağlanması adına yeni politika bileşimi oluşturulduğu ifade edilmiştir. Bu iki amacın aslında birbiriyle uyumlu bir amaç setini oluşturmasına rağmen, fiyat istikrarının sağlanması için politika faiz aracından ziyade faiz koridorunun üst sınırı olan gecelik borç verme faiz oranının dikkate alınması, piyasa faizlerini etkileme gücünü azalttığı tespit edilmiştir. Bunun yanı sıra finansal istikrarın tesis edilmesinde TCMB dışındaki bir diğer kurum olarak BDDK'nın aldığı kararların TCMB'nin uygulamaya başladığı makro ihtiyati politikalarına göre geç alınmış olması, kurumlar arasındaki koordinasyon eksikliğini gösterdiği ifade edilmiştir.

- Dağlaroğlu ve Demirel (2013)'e göre ise, Türkiye'ye yönelen kısa vadeli yabancı sermaye akımlarının yönünü ve şiddetini belirleyen faktörler araştırılmış, uzun dönem veri setini oluşturan tüm değişkenler ile kısa vadeli sermaye akımları arasında anlamlı bir ilişkinin varlığı tespit edilmiştir. Buna göre, TCMB'nin politika setindeki araç ve ara hedeflerinin kısa vadeli yabancı sermaye akımları üzerinde istatistiki bir etkisinin olduğu ortaya konulmuştur. Ulusal para birimindeki aşırı değerlenmenin yabancı yatırımcının risk alma iştahını artırarak sermaye girişlerini artırdığı, ancak iç ve dış konjonktürdeki olası negatif havanın oluşması ile sermaye akımlarında ani duruşa (sudden stop) yol açma tehlikesinin iktisadi kırılganlığı artıracağı tespiti yapılmıştır. Ayrıca FED'in faiz politikasındaki değişikliklerinin küresel sermaye akımlarında belirleyici olması dolayısıyla Türkiye'ye yönelen sıcak para giriş ve çıkışlarını dolaylı yoldan etkilediği ifade edilmiştir. Bu durumda ülke içerisinde artan finansal riskler karşısında makro ihtiyati politika uygulamalarının ön plana çıktığı ancak fiyat istikrar hedefinden büyük sapmaların yaşanması durumunda iktisadi aktörlerin risk algısının artmasına yol açacağı ve bu durum karşısında artan iktisadi kırılganlık iç ve dış şoklar karşısında para politikasının etkinliğini azaltacağı savunulmaktadır.
- Tüzün ve Kahyaoğlu (2015)'e göre, TCMB uygulamış olduğu makro ihtiyati politikaları ile fiyat istikrarı amacının dışına çıkmadan bunun yanı sıra finansal istikrarın sağlanması için seçtiği sermaye akımları ve kredi genişlemesinin uygun ara hedef değişkenler olduğu sonucuna ulaşıldığı görülmektedir. Bu doğrultuda finansal istikrar için tesis edilen araç setini fiyat istikrarını da gözeterek şekilde kullanması gerektiği ifade edilmektedir.

3.3.3. TCMB'nin Makro İhtiyati Politikalarının Genel Çerçevesi

Finansal risklerin ülke ekonomilerinin finansal sistemin büyüklüğüne ve genel yapıları göre değişkenlik gösterebilmesine rağmen, 1990'lardan itibaren küreselleşme ve aşırı finansallaşma olgularının görüldüğü konjonktürde Türkiye gibi dışa açık, GOÜ

gruplarının finansal sisteminin işleyişini tehdit eden risklerin en başında kısa vadeli sermaye akımlarının kredi ve döviz piyasalarında meydana getirdiği finansal riskler gelmektedir (TCMB, 2012a: 3). TCMB'nin 2006 yılından itibaren uyguladığı açık enflasyon hedeflemesi stratejisinin genel çerçevesini Kasım 2010'dan itibaren kriz sonrası küresel konjunktürde artan dengesizlikler karşısında finansal istikrarın gözetilmesi ve bu risklerin kontrol altına alınması adına, amaç setini genişletmiştir. Amaç setinin genişletilmesi sonucunda TCMB'nin temel politika aracı olan kısa vadeli faiz oranı yanında politika araçlarının da genişletilmesi ihtiyacı doğmuştur. Bu itibarla merkez bankasının finansal istikrara yönelik operasyonel yetkinliğe haiz olması için faiz dışında yeni araçların aktif şekilde kullanması gerekliliği ortaya çıkmıştır. Bu araçlar, yeni likidite yönetimi çerçevesinde faiz koridoru ve yeni fonlama stratejisi, zorunlu karşılıklar politikası çerçevesinde TL zorunlu karşılıklar oranlarını ve yabancı para (YP) zorunlu karşılıklar oranlarıdır (TCMB, 2011b: 2).*

	ESKİ YAKLAŞIM	YENİ YAKLAŞIM
ARAÇLAR	Faiz Politikası	<ul style="list-style-type: none"> • Yapısal Araçlar • Konjonktürel Araçlar <ul style="list-style-type: none"> ▪ Politika Faizi ▪ Likidite Yönetimi ▪ Faiz Koridoru ▪ Zorunlu Karşılıklar ▪ Rezerv Opsiyon Mekanizması
AMAÇLAR	Fiyat İstikrarı	<ul style="list-style-type: none"> • Fiyat İstikrarı • Finansal İstikrar

Tablo 7: TCMB'nin Yeni Para Politikası Çerçevesi

Kaynak: (TCMB, 2012a: 2)

TCMB'nin yasa ile belirlenmiş olan temel görevinin fiyat istikrarını sağlamak, olduğu açıktır. Ancak merkez bankası kanunda yer alan temel görev ve yetkileri bölümünde madde 4 (g)'de "*finansal sistemde istikrarı sağlayıcı ve para ve döviz piyasaları ile ilgili düzenleyici tedbirleri almak*" ifadesiyle, TCMB'nin finansal istikrarında sağlanmasından sorumlu kurumlardan biri olduğu görülmektedir. Finansal

* TCMB, Eylül 2011'den itibaren rezerv opsiyon mekanizmasını da kısa vadeli sermaye hareketlerinin aşırı volatilitelerini kontrol altına almak ve finansal riskleri azaltmak amacıyla kullanmaya başlarken ROM'un zorunlu karşılıklar politikası içerisinde 2012 yılından itibaren daha aktif bir şekilde kullanıldığı görülmektedir (TCMB, 2013 Finansal İstikrar: 30).

istikrar, finansal sistemin işleyişi içerisinde meydana gelen makro riskleri gözeterek zamanında kontrol altına almayı ifade eder. Kriz sonrası küresel konjunktürde yaşanan gelişmeler neticesinde, finansal istikrarsızlıkların fiyat istikrarı yanında diğer makro değişkenleri de tehdit ediyor olmasından dolayı TCMB'nin makro finansal riskleri gözetmesi gerekliliği ortaya çıkmıştır (TCMB, 2013a: 20).

Merkez bankalarının finansal istikrarı sağlayıcı gerekli denetim ve düzenleyici mekanizmalarına sahip diğer kurum ve kuruluşlardan farklı olarak, daha çok makro düzeydeki değişkenleri istenilen yönde ve büyüklükte etkilemeye çalışan politika araçlarına sahip olduğu, görüşünden ileri gelmektedir (TCMB, 2010c: 4). TCMB'nin adı geçen bu politika araçları ile finansal istikrarı gözetmeyi amaçladığı politika setine, bu nedenle makro ihtiyati politikalar denilmektedir.

TCMB'nin makro ihtiyati politikalar ile fiyat istikrarı amacının yanında, kriz sonrası küresel piyasalarda aşırı oynaklığa bağlı olarak finansal risk taşıyan makro değişkenleri kontrol altına almayı amaçladığı görülmekte ve söz konusu makroekonomik değişkenleri (Başçı ve Kara, 2011: 4);

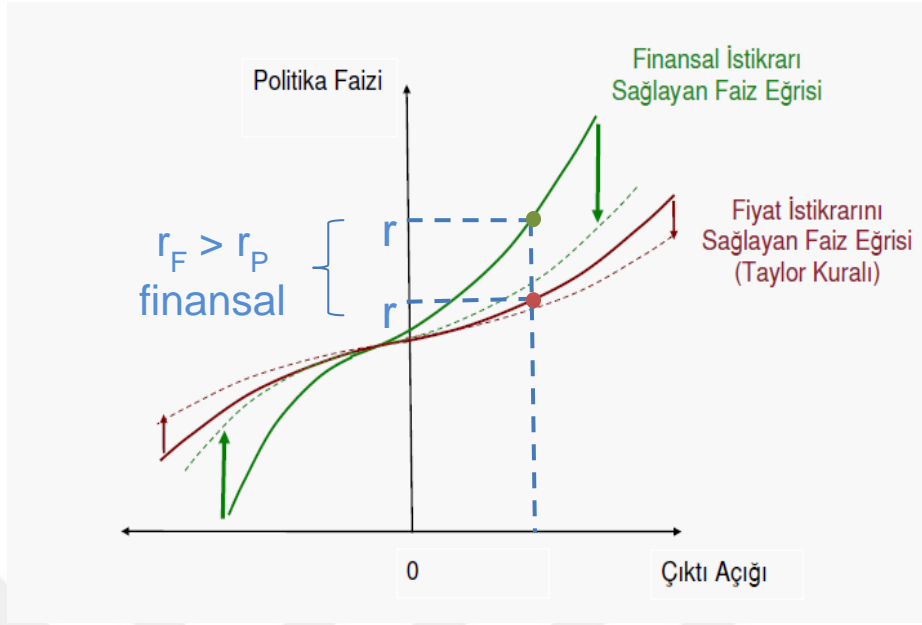
- i. *Kısa vadeli sermaye akımlarının oynaklığını azaltarak ülkeye girişini daha kontrol edilebilir hale getirmek ve toplam talebin iç ve dış dinamiklerindeki ortaya çıkan keskin ayrışmaya bağlı olarak artan cari açığın kontrol altına alınması,*
- ii. *Bankacılık sektöründeki risklere bağlı olarak hızlı kredi genişlemesinin kontrol altına alınarak iç talebin daha steril halde olmasını sağlamak, şeklinde sıralamak mümkündür.*



Şekil 7: Makro Finansal Risklerin Ortaya Çıkışı

Kaynak: (Yazar)

GÜ merkez bankalarının (FED, ECB, BoE ve BOJ) geleneksel olmayan para politikası uygulamaları sonucu artan kısa vadeli sermaye hareketleri Türkiye Ekonomisinde kredi kanalı ve döviz kuru kanalı ile cari açık riskinin artmasına yol açmış ve makro finansal dengesizliklerin meydana gelmesine neden olmuştur. Sermaye hareketlerinin meydana getirdiği olası bir “sudden stop” (ani duruş) etkisini önlemek; sermaye hareketlerinin aşırı oynaklığına bağlı aşırı değerlenmiş kur, aşırı kredi genişlemesi, dış dengenin bozulması gibi tüm “aşırılıklara” bağlı gelişmeleri önceden sezerek ülke ekonomileri başta para politikası ile olmak üzere finansal tedbirlere ilişkin önlemler alınması gerekmektedir. Nitekim GOÜ’ler arasında yer alan Türkiye’nin 2010 yılının ikinci yarısından itibaren söz konusu kısa vadeli yabancı sermaye akımlarının yoğun bir şekilde yönelmesi, makroekonomik değişkenler üzerindeki finansal riskleri artırdığı görülmektedir. TCMB’nin yeni politika yaklaşımını enflasyon hedeflemesine odaklanan kısa vadeli faiz oranlarını politika aracı olarak kullandığı, tek amaç-tek araç yaklaşımının genişletilerek çok amaç - çok araç bağlamında tasarlandığı görülmektedir. TCMB’nin yeni politika bileşimi çerçevesinde fiyat istikrarı yanında finansal istikrarını da gözeten yeni politika bileşiminin teorik temellendirmesinin yeni konjonktürde ortaya çıkan makro finansal risklerin azaltılması gerekliliği ile ortaya çıktığı görülmektedir. Söz konusu bu durum, TCMB’nin iç talebin daha kontrollü bir şekilde oluşmasını sağlanması için kredi büyüme hızının kontrol altına alınması ve kısa vadeli sermaye akımlarının azaltılması gerekliliği ortaya çıkmıştır. TCMB yeni para politikası bileşiminde bir haftalık repo faiz oranına ek olarak zorunlu karşılıkların ve faiz koridoru araçları kullanılarak kredi ve döviz kanalı yoluyla bu iki ara amacı etkilemeye çalışmıştır (TCMB, 2013a: 21).



Grafik 5: Faiz Dışı Araçların Politika Faizi Üzerindeki Etkileri

Kaynak: (Başçı, 2010: 17)

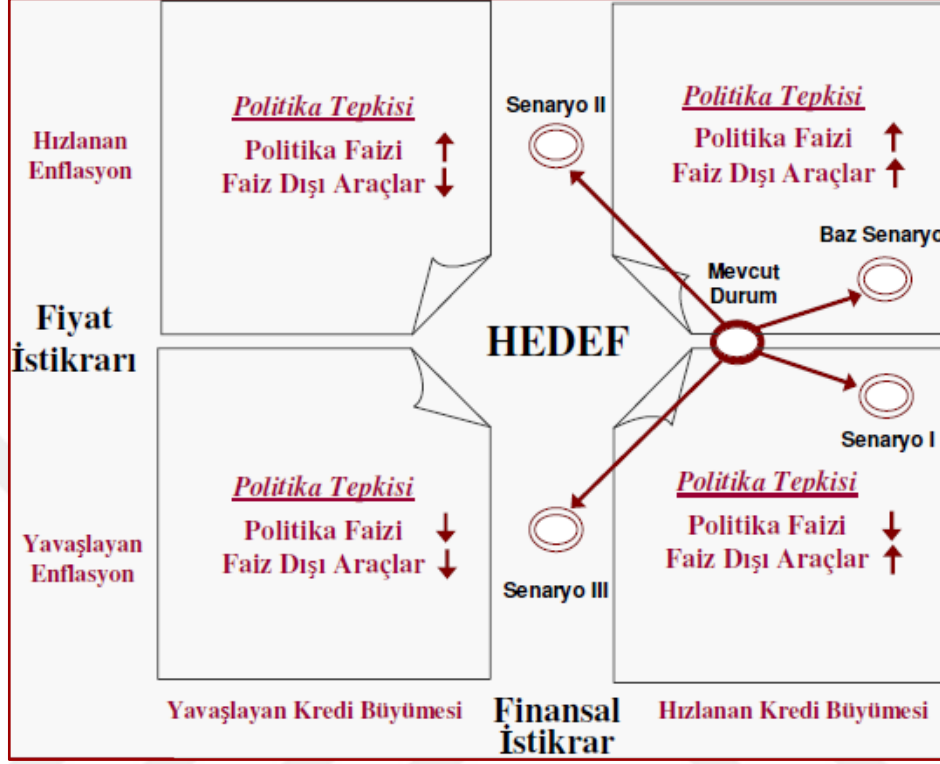
Grafik 5 incelendiğinde düşey ekseninde çıktı açığı yer alırken, dikey eksen politika faizi yer almaktadır. Kırmızı eğri geleneksel para politikası altında çıktı açığına bağlı olarak politika faiz oranlarını gösterirken, yeşil eğri para politikasının finansal istikrarı da gözetilen politika bileşimindeki çıktı açığına bağlı olarak gerçekleşen politika faiz oranlarını göstermektedir. Geleneksel para politikası altında fiyat istikrarına odaklanırken Taylor Kuralı gereği cari çıktı düzeyinin potansiyel çıktı düzeyinin altında olduğunda çıktı açığı negatif iken, (çıktı açığının grafiğin solunda yer alması durumunda) fiyat istikrarı ile finansal istikrarı sağlayan politika faiz oranları birbirine yakın olduğu görülmektedir. Söz konusu bu konjonktür düzleminde iki amaca da kısa vadeli faiz oranlarının politika aracı olarak kullanılarak ulaşılması mümkün görülmektedir. Ancak ekonomide çıktı düzeyi arttıkça başka bir deyişle potansiyel çıktı düzeyinin üstünde gerçekleşmesi halinde grafiğin sağ ekseninde yer alan politika faiz eğrileri geçerli olmaktadır. Bu durumda ekonomide ısınma arttıkça buna tepki olarak politika faiz oranındaki artış fiyat istikrarına gözetilen politika faiz oranına göre finansal istikrarı gözetilen politika faiz oranındaki artışın daha keskin bir şekilde yapılması gerekmektedir. Ekonominin fazla ısındığı konjonktürde çıktı açığı veri iken Geleneksel para politikasında Taylor Kuralı gereği fiyat istikrarını sağlayan faiz oranı r_p iken finansal istikrarı sağlayan faiz oranı r_f olmaktadır. Bu durumda çıktı açığı veri iken

merkez bankasının fiyat istikrarı için politika faizinin tepkisi finansal riskler ortaya çıktığında politika faizinin tepkisinin daha yüksek olmaktadır ($r_f > r_p$). Merkez bankalarının faiz dışı araçların kullanımını ile hem fiyat istikrarının hem finansal istikrarı sağlayan faiz eğrilerinin daha yatay olmasına, başka bir deyişle politika faiz oranının tepkisinin daha düşük düzeyde olmasını sağlamaktadır (Grafik 5). Bu durumda merkez bankalarının ekonominin fazla ısındığını gözlemledikleri konjonktürde finansal istikrarı sağlamak için geleneksel para politikası içerisinde daha fazla politika faizi tepkisi vermesi gerekir. Ancak faiz dışı araçların aktif bir şekilde kullanıldığı politika kurgusunda ise politika faizi tepkisi daha düşük olacağından ve para politikasının hareket alanı daha fazla olacaktır.

TCMB'nin yeni para politikası bileşiminin uygulamaya sokulduğu 2010 yılı konjonktürde GSYH büyümesinin %10'lara dayandığı ve çıktı açığının pozitif gerçekleştiği konjonktürde TCMB'nin politika faizinin finansal istikrarı sağlamak için tek araç olarak kullandığını varsayalım. Bu durumda çıktı açığını (fazlasını) makul düzeye indirmek için politika faizlerini artıracaktır. Söz konusu politika duruşunun cari denge üzerinde farklı iki etkisi olacaktır. Birincil etkisi faiz haddinin artırılması ile kısa vadeli sermaye hareketlerinin yoğun şekilde artması, TL'nin değerlenmesine ve cari dengenin bozulmasına neden olabilir. Faiz haddinin artırılmasının ikincil etkisi ise iç talebin azalmasına ve kredi talebinin törpülenmesine neden olurken cari dengeye olumlu şekilde yansıtacaktır. Ancak bu ikincil etkinin birincil etkiye göre daha sınırlı düzeyde kalması politika aracı olarak kısa vadeli faiz oranlarının etkinliğini de azaltacaktır. Türkiye ekonomisinin yapısal özelliklerine bakıldığında özellikle net sermaye akımlarının GSYH büyümesine ve dolayısıyla çıktı açığı üzerindeki belirleyici rolü nedeniyle birincil etki daha fazla olmaktadır.* TCMB'nin politika faizinin yeni küresel konjonktür içerisinde makro finansal riskleri azaltmada yeterli olmayacağı kanaati nedeniyle, politika faiz oranı yanında faiz koridoru ve zorunlu karşılıklar gibi geleneksel olmayan araçlarının da aktif bir şekilde kullanılması yoluna gitmiştir (Özatay, 2011: 30). Nitekim Grafik 5'da faiz dışı araçların kullanımını sonrasında kesik çizgi ile gösterilen fiyat istikrarı ve finansal istikrar için gerekli faiz eğrileri incelendiğinde çıktı açığı sıfıra yaklaşırken politika faiz oranları arasındaki fark

* Net sermaye akımları ile GSYH büyümesi arasındaki korelasyonu gösteren Grafik 9'a bakılabilir.

azalırken, çıktı açığının pozitif olduğu konjunktürde politika faizinin tepkisinin daha sınırlı düzeyde kaldığı görülmektedir (Grafik 5).



Şekil 8: Konjontüre Göre Para Politikası Duruşları

Kaynak: (Başçı, 2010: 17)

Şekil 8 fiyat istikrarı ve finansal istikrar eksenleri arasında kredi büyümesinin hareketine göre politika faizi ve faiz dışı araçların hangi yönde politika tepkisi oluşturulacağı yönünde 4 farklı senaryo gösterilmektedir. TCMB'nin baz senaryo olarak aldığı sağ üst köşedeki politika stratejisinde hızlanan kredi büyümesi-hızlanan enflasyon altında politika tepkisi politika faizinin ve faiz dışı araçların artırılması gerektiği şeklindedir. Ancak küresel konjunktürde yaşanan gelişmeler sonrasında 2011 yılında da GÜ'lerde kriz dönemi tedbirlerin devam edeceği beklentisi ile baz senaryo'dan Senaryo I'e doğru eğilimin arttığı görülmüştür (Başçı, 2010: 18).

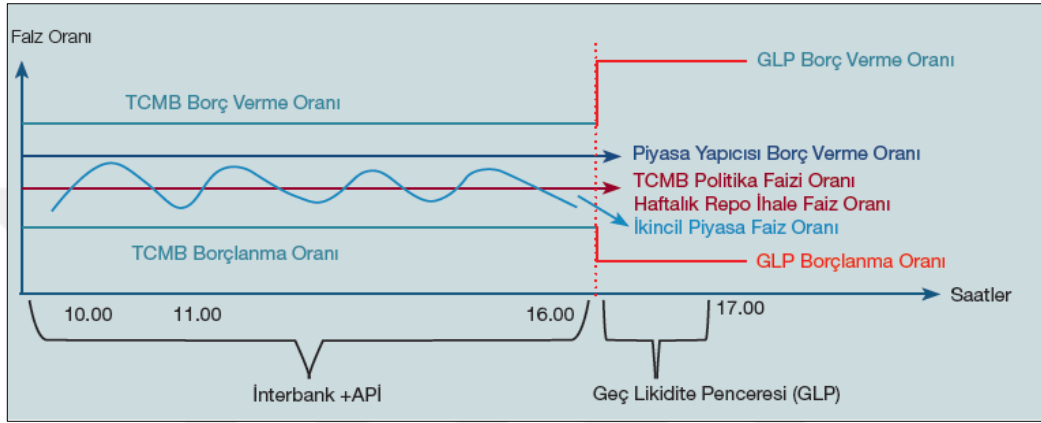
3.3.3.1. TCMB'nin Faiz Politikası ve Faiz Koridoru Uygulaması

Fiyat istikrarı ve finansal istikrarın TCMB'nin kriz sonrası para politikası içerisinde makro ekonomik istikrar açısından birbirini tamamlayıcı iki amaç değişken olduğu görülmektedir. Para politikasının genel çerçevesinde toplam kredilerdeki ve döviz kurundaki oynaklığı sınırlandırmak amacıyla makro ihtiyati politikaların

uygulanarak orta vadede fiyat istikrarından ödün vermeden makro finansal risklerin bertaraf edilmesi amaçlanmaktadır (Başçı, 2010: 16). Bu dönemde kısa vadeli sermaye akımlarının yarattığı temel finansal risk, GOÜ’lerde makroekonomik değişkenlerin çarpık bir şekilde oluşmasına neden olmasındır. Bu durumu şu şekilde izah etmek mümkündür. GÜ’lerde kriz ile beraber muazzam bir parasal genişlemenin ve faiz hadlerinin sıfır seviyelerine yakın bir şekilde yer alması, GOÜ’lerde kısa vadeli sermaye akımlarının güçlü bir şekilde yönelmesine neden olmuştur. Kısa vadeli yabancı sermaye bu düşük faiz hadleri altında GÜ’lerde ucuz borçlanma maliyetine katlanarak, getirdiği döviz GOÜ’nin ulusal para birimine çevirerek satın aldığı finansal varlığın borçlanma maliyetinin çok üstündeki getiri oranlarında kâr elde etmesini sağlamaktadır. Bu durumda elindeki finansal varlığı bir süre beklettikten sonra elde ettiği kâr ile beraber portföyünü tekrar dövize çevirerek “trade” işlemini gerçekleştirmektedir (Özatay, 2011: 32). TCMB’nin kısa vadeli sermaye akımlarının güçlü olduğu bu dönemde döviz kurundaki çarpık fiyatlandırma (TL’nin aşırı değerlenmesi) toplam ithalatın artması ve cari açığın dış ticaret hesabı üzerinden artmasını sağlarken bunun yanında cari açığın finans hesabının da açık vererek cari açığın sürdürülemez bir şekilde artmasına neden olmaktadır. Bankaların artan kısa vadeli sermaye akımları sonrasında fona erişme imkânlarının artmasına ve maliyetinin azalmasına neden olurken bankaların bu konjonktürde aşırı kar elde etme güdüsü ile kredi verme eğilimleri artmış ve kredi genişlemesinin hızlanmasına yol açmıştır. Bu nedenle Merkez Bankası kısa vadeli sermaye akımlarının arttığı bu dönemde faiz koridoru uygulamasını aktif bir şekilde kullanarak kısa vadeli sermaye akımlarının azaltılması ara hedefinin cari açık, toplam ithalat, kredi genişlemesi gibi değişkenlerdeki çarpıklaşmayı önlemeyi amaçlamaktadır.

Faiz koridoru merkez bankalarının geleneksel para politikası içerisinde küresel kriz öncesi çokta sık olarak kullanmadıkları (Vural, 2012: 30) ancak küresel kriz sonrası artan kısa vadeli sermaye hareketleri ile salt olarak politika faizi aracının piyasa faizlerini ve likiditesini etkilemekte zorlandığı durumda, aktif bir şekilde kullanmaya başlamıştır. TCMB’nin faiz koridoru tanımı, merkez bankasının borç alma faiz oranı (taban faiz oranı), borç verme faiz oranı (tavan faiz oranı) ve söz konusu bu faiz koridorunda (ya da kanalında) dalgalanan bir haftalık repo faiz oranı (politika faiz oranı) olarak ifade etmektedir. Faiz koridorunda birincil amaç, para piyasalarında

oluşan faiz oranını gecelik borç alma faiz oranının üstünde olması sağlanırken, gecelik borç verme faiz oranının altında yer alması sağlanması ve bu durumda piyasa faiz oranı ile politika faiz oranı arasında tepkisel bir anlamlılık sağlanmış olmasıdır. Geleneksel faiz koridoru uygulamasında faiz koridoru dar ve simetrik şekilde belirlenerek belirsizliğin azaltılması ve politika faiz oranının piyasa faiz oranlarını etkileme gücünü artırması beklenmektedir (Gedikli, 2017: 25 -26).



Grafik 6: TCMB'nin Para Politikasının Operasyonel Yapısı

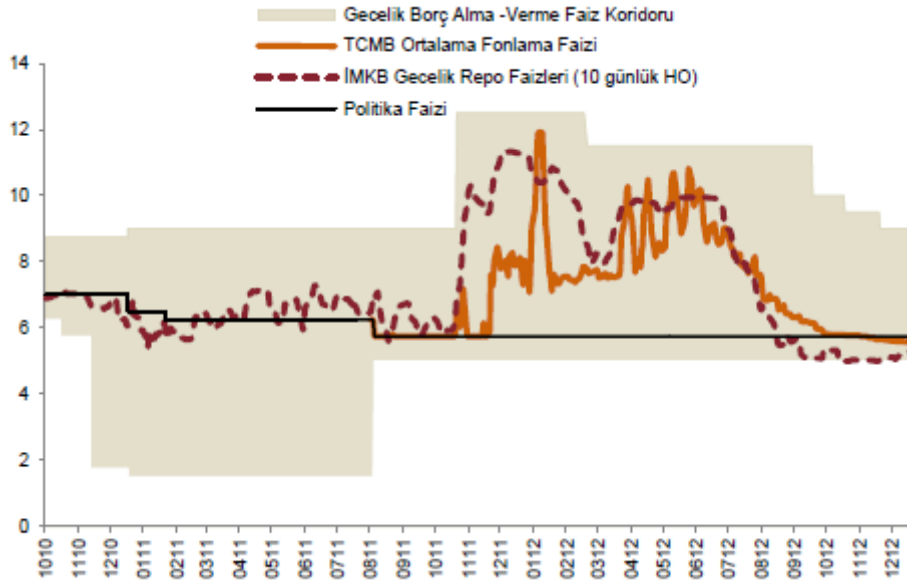
Kaynak: (TCMB, 2013b: 14)

TCMB bu bağlamda faiz koridoru ile hem döviz kanalını hem de kredi kanalını etkileyebilmektedir. Kısa vadeli sermaye hareketlerinin oynaklığının arttığı dönemlerde döviz kurundaki dalgalanmaları önlemek için faiz koridoru uygulamasının verdiği imkânlar neticesinde kısa vadeli faiz oranları ayarlanması hızlı bir şekilde yapılmasını ve döviz kurundaki bu dalgalanmaların yumuşatılmasını sağlamaktadır. Ayrıca faiz koridorunun krediler üzerinde etkisi faiz koridorunun genişliğinin artırılarak (azaltılarak) fonlama faizinin belirsizliğini artırarak (azaltarak) kredilerin istenen seviyede yavaşlamasını (hızlanmasını) ve kurumların likidite ihtiyacına göre kredi arzının sıkılaşmasını (gevşemesini) sağlamaya çalışmaktadır (Kara, 2012a: 9-11).

TCMB'nin yeni para politikası bileşiminde yer alan faiz koridoru uygulamasında ise gerektiğinde koridoru genişleterek asimetrik şekilde ayarlayabilmektedir. Faiz koridoru ile küresel kriz sonrası artan kısa vadeli sermaye hareketlerinin aşırı oynak ve ani hareketlerini ve etkilerini sınırlandırmak amacıyla politika faiz oranını değiştirme ihtiyacı hissetmeden günlük fonlama maliyetlerini değiştirerek para politikasının operasyonel kabiliyetini hızlı ve ince ayar yapabilecek şekilde esnek bir yapıda olması sağlanmıştır (TCMB, 2012a: 4-5). Geleneksel para politikası anlayışında bankaların

kredi fonlama maliyetleri için veri olarak aldığı politika faiz oranının sağlıklı bir enformasyon sağlamadığı görülmekte ve buna göre merkez bankası dar anlamda sadece politika faizi yerine, piyasayı fonladığı diğer kısa vadeli fonlama araçlarının da dâhil olduğu ortalama fonlama maliyeti ile günlük olarak bu gelişmeleri izleyerek kredi faizlerini etkilemesi beklenmektedir.

İktisadi faaliyetlerin arttığı ve kredi genişlemesinin yaşandığı aşırı oynak durumda faiz koridoru üst banttann genişletilerek piyasada fonlama maliyetinin miktarı ve oranı üzerinde belirsizlik artırılır. Bu durumda ve bankalar için kısa vadeli faizlerin getiri oranları düşürülmüş olur ve belirsizlik altında banka için koridorun üst bandının veri olurken, krediler üzerinde istenilen etki yapılarak kredi büyümesi azaltılmış olacaktır. Faiz koridoru uygulaması ile döviz likiditesini etkileyerek döviz kuru üzerindeki dışsal etkileri sınırlandırmak mümkündür. Buna karşılık kısa vadeli sermaye akımlarının yoğun giriş olduğu dönemde ulusal para üzerindeki aşırı değerlenmeyi faiz koridorunu aşağı yönlü genişletilerek döviz kuru üzerindeki aşağı yönlü baskı kısa vadeli faizlerin oynaklığı artırılarak gerçekleştirilir. Ancak kısa vadeli sermaye çıkışlarının olduğu dönemde ise döviz kurundaki yukarı yönlü baskının azaltılması amacıyla faiz koridoru bu kez üst banttann genişletilerek, kısa vadeli sermaye akımları açısından cazip hale getirilmektedir (TCMB, 2013b: 13-15).



Grafik 7: TCMB Faiz Koridoru Uygulamasının Seyri

Kaynak: (TCMB, 2012a: 6)

TCMB'nin faiz koridorunu küresel kriz sonrası kısa vadeli yabancı sermaye akımlarının yoğun şekilde olduğu ve ani giriş çıkış hareketlerinin yaşandığı bu dönemde makro ihtiyati araç olarak aktif şekilde kullanıldığı Grafik 7'de görülmektedir. Küresel likidite bolluğu ile TL'nin aşırı değerlendirildiği ortamda Kasım 2010'dan itibaren uygulanan faiz koridoru uygulaması ve Ağustos 2011'den Euro bölgesinde borç krizinin derinleşmesi ile durgunluğa bağlı olarak TL'deki ani değer kayıplarının yaşandığı ortamda faiz koridoru uygulaması olarak farklı iki yönde faiz koridoru uygulanmıştır.

Kasım 2010 – Ağustos 2011 döneminde; küresel likidite bolluğunun olduğu ve küresel risk iştahının artması ile yükselen ekonomilerdeki yüksek getiri oranlarının olması bu ülkelere yoğun sermaye girişlerin makro finansal dengesizliklerin artması sonucunu doğurmuştur. TCMB'nin bu konjonktürde geleneksel para politikası yerine geleneksel olmayan para politikası araçlarını etkin şekilde kullanmakta ve bu doğrultuda yükselen ekonomilerde yeni para politikası bileşimi ile öncü rol oynamaktadır (Kara, 2012a: 16). Grafik 7 de görüleceği üzere kısa vadeli sermaye akımlarının yoğun girişlerini kontrol altına almak amacıyla TCMB, Kasım 2010 'dan itibaren gecelik borç alma faizini % 5,75 seviyesinden 400 baz puan azaltarak % 1,75 seviyesine çekerek faiz koridorunun alt sınırını aşağı çekmiş ve gecelik borç verme faiz oranını %8,75'te sabit tutarken politika faiz oranını %7 seviyesinde belirlemiştir. Bu politika uygulaması ile faiz koridorunu aşağı yönlü genişleterek piyasa faizlerinin aşağı yönlü oynaklığı ile kısa vadeli sermaye girişlerinin beklenen getiri oranları azaltılması amaçlanmıştır (TCMB, 2012a: 6). Söz konusu bu uygulama kısa vadeli sermaye akımlarını caydırıcı bir etkiye sahip iken diğer taraftan kredi büyümesini de özendirici bir etkisi söz konusu olmaktadır. Zira sermaye akımlarını caydırmak için faiz oranlarının düşürülmesi kredi büyümesini kontrol altına almak makro ihtiyati politika hedefi açısından negatif bir etki yapmaktadır. TCMB sermaye hareketlerini ve kredi büyümesini kontrol altına almak amacına aynı anda ulaşabilmek için faiz koridoru uygulaması ile eş anlı olarak zorunlu karşılıklar oranını da artırarak kredi büyümesinin yavaşlatılması amaçlanmıştır (Başçı, 2014: 117-118).

Ağustos 2011 – Eylül 2012 döneminde; Euro bölgesindeki borç krizinin derinleşmesi ile artan belirsizlik ortamı yükselen ekonomilere yönelen kısa vadeli sermaye girişlerinde belirgin azalmalara neden olmuştur. TCMB 2011 Ağustos ayında faiz koridorunun alt sınırını % 1,50'den % 5 e yükselterek faiz koridorunu daraltmıştır.

Faiz koridorunun daralması ile kısa vadeli faiz oranlarının oynaklığının azaltılarak piyasa faizleri üzerindeki belirsizliklerin azalması ve sermaye hareketlerinin çıkışlarını sınırlı seviyede kalması amaçlanmıştır. 2011 Ekim ayı sonrasında Euro bölgesindeki borç krizinin derinleşmesine bağlı olarak artan belirsizlik ortamının TL'deki değer kayıplarının beklenenden fazla olması nedeniyle faiz koridorunun üst sınırı olan gecelik borç verme faizi % 9'dan 350 baz puan artırılarak %12,50 seviyesine yükseltilmiştir (Grafik 7). Faiz koridorunun üst sınırdan genişletilmesi TCMB'nin ortalama fonlama faizini yukarı doğru ayarlama imkânı sağlamış ve küresel risk iştahının azaldığı bu dönemde piyasa faizlerinin yukarı doğru yönlendirilmesi ile kısa vadeli sermaye akımlarının ani duruş riskinin azaltılması amaçlanmıştır (Kara, 2012a: 17). Euro bölgesinde normalleşmeye yönelik bir takım çabaların etkisi ile faiz koridorunun üst sınırı 2011 Kasım ayı seviyesine, 2012 Şubat ayından itibaren kademeli olarak indirilerek yaklaşık bir yıl sonra, 2012 Kasım ayında getirilmiştir (Grafik 7). Görüldüğü üzere, TCMB'nin faiz koridorunu sermaye hareketlerinin meydana getirebileceği olası olumsuz etkilerine karşılık aktif bir şekilde kullandığı görülmektedir.

3.3.3.2. Zorunlu Karşılıklar Uygulaması

Zorunlu karşılıklar (Required reserves), bankaların toplamış oldukları mevduatların merkez bankasınca belirlenmiş bir orandaki kısmını bankaların merkez bankaları nezdindeki mevduatlarında bulundurma zorunluluğuna denilmektedir. Zorunlu karşılıklara ilişkin geleneksel üç kullanım alanı bulunmaktadır. Bunlar ihtiyatilik, likidite yönetimi ve parasal kontrol aracı olmaktır (Gray, 2011: 5).

- i. *İhtiyatilik*: Zorunlu karşılık oranları ile merkez bankalarının son kredi mercii olma görevinin yanında bankaların olağan üstü dönemlerde yaşayabilecekleri likidite talepleri karşısında zor duruma düşmemeleri için koruma altına alınan ihtiyat rezervi olarak tanımlanmaktadır. Merkez bankalarında tutulan zorunlu rezervler bankaları likidite riskine ve ödeme gücü riskine karşı teminat altına almaktadır.*
- ii. *Likidite Yönetimi*: Zorunlu karşılıkların para piyasalarında oluşabilecek likidite açığı ya da likidite fazlası olması durumuna göre zorunlu

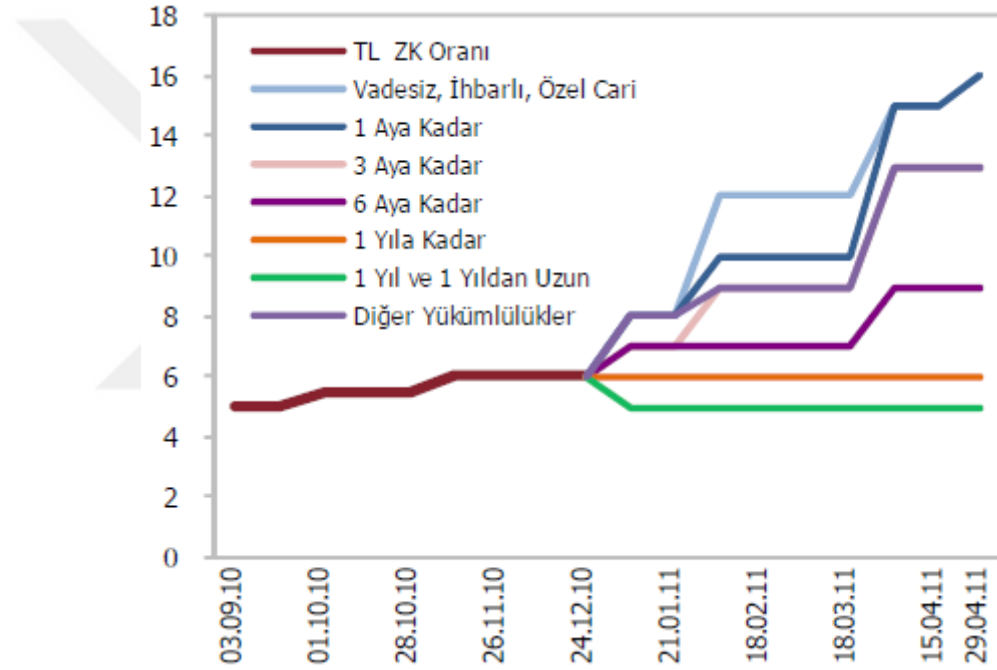
* Zorunlu karşılıkların bilinen en eski özelliği olan "ihtiyat ilkesi" günümüz bankacılığında oluşturulan sermaye yeterliliği ve likidite yükümlülükleri gibi yeni denetleme ve düzenleme mekanizmaları ile bu özelliği artık etkin bir şekilde kullanılmadığı görülmektedir (Alper ve Tiryaki, 2011: 2).

karşılıkları aktif ya da pasif bir şekilde kullanabilir. Örneğin, para piyasasında toplam para arzı toplam para talebini aşıyorsa atıl rezerv miktarı oluşacaktır. Söz konusu atıl rezerv sonrası kısa vadeli faizlerin ve döviz kurunun enflasyonist etki bırakacak şekilde hareket etmesine neden olmaktadır. Bu durumda merkez bankası aktif bir zorunlu karşılıklar politikası benimseyerek zorunlu karşılıkların artırılması yoluna giderek, atıl rezervin piyasadan çekilmesini sağlayabilir. Böylece olası kısa vadeli faiz oranlarındaki aşağı yönlü hareketi ve döviz talebindeki artışı önlemiş olacaktır. Bir diğer durumda ise para talebi para arzını aşıyorsa ortaya çıkan likidite açığına karşılık merkez bankası zorunlu karşılıklar oranını düşürerek, bankaların kısa vadeli likidite ihtiyaçlarına erişim imkânlarını artırmış ve likidite yönetimini kolaylaştırmış olacaktır. Bu durumda olası kısa vadeli faiz oranlarında oluşabilecek dalgalanmaları da bertaraf etmiş olacaktır.

- iii. *Parasal Kontrol Aracı*: Zorunlu karşılıkların katı bir şekilde uygulanması sonucunda bankalar yedek rezervlerini kolaylıkla alamadığında zorunlu karşılıklar banka bilançolarının büyümesini sınırlı bir şekilde olmasını sağlayabilir. Merkez bankası zorunlu karşılıkların mevduat kredi kullanımı arasındaki yayılma etkisini sınırlayarak enflasyonu kontrol altına almak, amacıyla zorunlu karşılıkları değiştirerek parasal büyüklüklerin düzeyini kontrol altına alabilir.

TCMB'nin küresel kriz sonrası konjunktürde zorunlu karşılıklar uygulamasının para politikasındaki yeri, yukarıda saydığımız zorunlu karşılıklarının geleneksel kullanım amaç ve yöntemlerinde farklı olarak dizayn edildiği görülmektedir. Küresel kriz sonrası artan makro finansal riskler karşısında finansal istikrarı tekrar sağlamak için birden fazla ara hedefin aynı anda ulaşılabilmesi adına merkez bankalarının geleneksel para politikası anlayışı içerisindeki tek amaç-tek araç politika düzleminden yeni para politikası bileşimine geçiş ihtiyacı doğmuştur (Başçı ve Kara, 2011: 3). Söz konusu yeni para politikası bileşimi fiyat istikrarı ve finansal istikrar olmak üzere iki amaç doğrultusunda, kısa vadeli sermaye hareketlerindeki dalgalanmaları ve kredi genişlemesini kontrol altına almak, iki ara hedefin belirlendiği politika düzlemine geçişi ifade etmektedir. Para politikasının yeni portresi içerisinde bu amaçlara ulaşabilmek adına

kısa vadeli faiz oranlarının kullanımı yanında faiz koridoru ve zorunlu karşılıklar gibi yeni politika araçlarını birbirini destekleyecek şekilde kullanma zorunluluğu ortaya çıkmıştır. Bu ihtiyaç doğrultusunda zorunlu karşılıklar TCMB'nin makro ihtiyati politikaları içerisinde önemli bir yere sahiptir (TCMB, 2013c: 30). Bankaların likiditeye ulaşma maliyetinin ucuzladığı küresel kriz sonrası dönemde hızlı kredi genişlemesi ile artan makro finansal riskler, zorunlu karşılık oranlarının artırılması ile kredi büyümesi kontrol altına alınabilmektedir. Likidite sıkışıklığının olduğu dönemlerde ise kredilerdeki ani daralma riski doğrultusunda zorunlu karşılık oranları azaltılarak kredi arzı artırılabilir.



Grafik 8: Zorunlu Karşılık Oranları

Kaynak: (TCMB, 2011a: 13)

Zorunlu karşılıkların iki farklı aktarım mekanizması üzerinden banka davranışlarını etkilediği başka bir deyişle kredi genişlemesinin önüne geçilmesi amaçlandığı görülmektedir. Birincisi bankaların mevduat faizi-kredi faizi farkını belirleyen zorunlu karşılıklar politikası maliyet kanalı üzerinden etkilerken, bankaların likidite ihtiyaçlarına göre şekillenen banka yükümlülüklerinin zorunlu karşılıklar oranlarının vade yapılarına göre belirlenmek suretiyle likidite kanalı üzerinden banka davranışları dışsal olarak yönlendirilmektedir (Alper ve Tiryaki, 2011: 6).

Zorunlu karşılıklar politikasının aktif bir şekilde kullanılarak makro finansal riskleri bertaraf edebilmek için yeterli koşul olmasa da ön koşulunun, zorunlu karşılıklara faiz ödenmesi uygulamasının kaldırılmasıdır. Nitekim TCMB Eylül 2010'dan itibaren zorunlu karşılıklara faiz ödenmesi uygulamasını kaldırdığı görülmektedir (TCMB, 2010g: 2). TCMB'nin yeni para politikası bileşimini devreye sokmadan önce zorunlu karşılıklar oranı bankaların TL yükümlülükleri çerçevesinde sade bir şekilde belirlenmiştir. TCMB zorunlu karşılıklara ilişkin vade yapısına göre değişikliğe gitmeden önce TL yükümlülükler için yüzde 6 olarak belirlediği görülmektedir. TCMB'nin finansal istikrar hedefine ulaşmak için faiz koridoru aracını kullanarak kısa vadeli sermaye girişlerini sınırlandırmak ara hedefinin yanında diğer bir ara hedef olarak da kredi genişlemesini kontrol altında tutmayı amaçlamaktadır. Bu amaç doğrultusunda zorunlu karşılıkların artırılıp azaltılması suretiyle kredi piyasasına etkilemeyi amaçlamıştır. TCMB'nin küresel kriz sonrası zorunlu karşılık oranlarını Grafik 8'de görüleceği üzere 2011 yılı Ocak ayından itibaren farklılaştırmaya gitmiş (TCMB, 2010h: 2) ve Tablo 8 de görüleceği üzere de yıl içerisinde zorunlu karşılık oranlarında seri artışlar yapılmıştır. Banka mevduatlarına uygulanan zorunlu karşılık oranları kısa, orta ve uzun vadelerde farklılaştırılmış ve kısa vadeli mevduatları, orta ve uzun vadeli mevduatlara göre daha yüksek oranlarda uygulanarak likidite riskinin azaltılması amaçlanmıştır.

Tebliğ No	Vadesiz	Vadeli				
		0-1 Ay	1-3 Ay	3-6 Ay	6-12 Ay	1 Yıldan Fazla
2010-68	8	8	7	7	6	5
2011-03	12	10	9	7	6	5
2011-12	15	15	13	9	6	5
2011-21	16	16	13	9	6	5
2011-40	16	16	12,5	9	6	5
2011-70	11	11	11	8	6	5

Tablo 8: Türk Lirası Zorunlu Karşılık Oranlarındaki Değişim

Kaynak: (TCMB'nin Zorunlu Karşılıklara İlişkin Basın Duyuruları)

Zorunlu karşılıkların etkin bir para politikası aracı olmasında uygulandığı ülkedeki bankacılık sektörünün ve finansal piyasalarının yapısal özellikleri de önem arz etmektedir. Türkiye’de bankacılık sektörünün finansal piyasalardaki ağırlıklı yükü ve bankalar arası rekabet gücünün kredi ve mevduat piyasalarında farklılık arz etmesi zorunlu karşılıkların maliyet kanalı üzerinden banka davranışları üzerinde etkisinin sınırlı olabileceğini göstermektedir (Alper ve Tiryaki 2011: 6-7). 2011 yılının ilk çeyreğinde zorunlu karşılıkların kısa vadeli mevduatlar için uyguladığı oranlarda seri artışlarla beraber zorunlu karşılıkların ağırlıklı ortalamasının yüzde 13 seviyelerine çıktığı görülmektedir. Zorunlu karşılıkların artırılması suretiyle bankaların kaynak maliyeti içerisinde yaklaşık 100 baz puan artış olduğu görülmüştür. Bu maliyetin bir kısmının banka tarafından karşılandığı göz önüne alındığında kredi talebinde önemli bir değişiklik arz etmediği görülmektedir. Çünkü zorunlu karşılıkların kredi piyasasına etkisinin mevduat faizleri üzerinden yani kredi talebinin mevduat maliyetlerine olan esnekliğinin fazla olmaması nedeniyle maliyet kanalını etki etmek suretiyle değil, likidite kanalı yolu ile etkilemeyi amaçlamıştır. (Kara, 2012a: 12). Alper ve Tiryaki’ye (2011) göre bankaların artan zorunlu karşılık oranları ile çekilen likiditeyi merkez bankası fonlarından ikame edilebilirlik derecesi azaldıkça zorunlu karşılıkların istenilen düzeyde kredi piyasasına etki etmesi beklenebilir. Enflasyon hedeflemesi rejimi altında merkez bankaları politika faizinden likidite vermeyi taahhüt etmiştir. Bankalar bu durumda artan zorunlu karşılık oranları ile piyasadandan çekilen likiditeyi merkez bankasından borçlanarak sağlaması, bir haftalık repo faizi ile elde ettikleri mevduata göre zorunlu karşılık oranlarına konu olan mevduatlarının ortalama vadesinin çok altında olması vade uyumsuzluğuyla faiz riskini ortaya çıkarmaktadır. Merkez bankası zorunlu karşılıklar oranlarını kullanarak, bankaların kredi ve faiz riskini etkileyerek likidite kanalı yolundan kredilerin artış hızını yavaşlatmış olacaktır.

3.3.3.3. Rezerv Opsiyon Mekanizması (ROM)

Rezerv opsiyon mekanizması zorunlu karşılıkları içerisinde değerlendirilmesi gereken bir araç olup, TCMB’nin mevduatlardan alınan zorunlu karşılıkların belirli bir oranını yabancı para (YP) ve altın cinsinden alınması imkânı tanımasıdır. Bu itibarla TL başına tesis edilebilecek YP ve altın miktarını belirleyen orana “rezerv opsiyon katsayısı” (ROK) denilmektedir. TCMB, ROM aracının kullanımı ile kriz sonrası

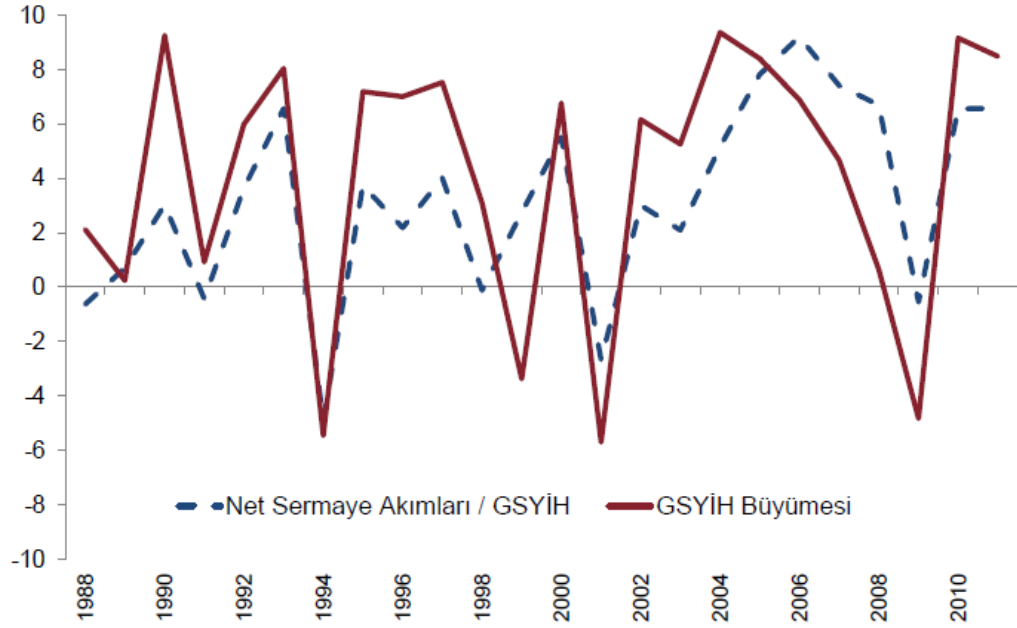
bankaların döviz rezervlerinin artırılması ve artan sermaye akımlarının döviz kuru üzerindeki etkilerini ve makro finansal riskleri azaltmayı amaçlamıştır. ROM'un işleyişi içerisinde zorunlu karşılıklarını hangi opsiyon oranı diliminde belirleme serbestisi tanınması, bankaların likidite yönetimine esneklik tanırken TCMB'nin brüt döviz rezervlerini de artırmaktadır. Küresel sermayenin konjonktüre bağlı oluşan hızlanma eğilimi ile döviz kanalı yoluyla ekonomiyi etkilemesine karşı ROM "otomatik dengeleyici" olarak TCMB tarafından tasarlanmıştır. Küresel kriz sonrası artan küresel sermaye akımlarının döviz kurundaki aşağı yönlü oynaklığın artmasıyla TL üzerindeki değerlenme baskısı da artmış olacaktır. Bankaların yabancı para kaynaklarını (YP) elde tutma maliyetinin TL'ye oranla göreceli olarak daha az maliyetli olması zorunlu karşılıkların eşik ROK'un artması ve yurt içine giren döviz rezervlerinin bir kısmının bankaların zorunlu karşılık oranları içerisinde kullanılarak piyasadan dövizin çekilmesine ve TL üzerindeki değerlenme baskısı kontrol altına alınmış olacaktır. Diğer taraftan artan döviz arzının kredi piyasasında krediye dönüşmesi de sınırlandırılmış olacaktır (TCMB, 2013b: 16).

Küresel sermayenin yavaşladığı konjonktürde, YP kaynaklarının maliyetinin TL kaynakları maliyetine göre daha fazla olması durumunda eşik ROK gerileyecektir. Bankalar azalan döviz likiditesini zorunlu karşılık oranlarında tesis edilmesini imkanını daha az kullanmak isteyecekler ve söz konusu rezerv opsiyon kullanımı azalmış olacaktır. ROM'un azalması ile bankalar zorunlu karşılıklarını büyük oranda TL üzerinden tesis edeceklerdir. Ancak ortaya çıkan TL ihtiyacı, bankaların TL talebini artıracaktır. Sonuç olarak TCMB ortaya çıkan TL talebi, döviz ihtiyacını karşılamak için doğrudan piyasaya sattığı dövizin TL cinsinden tutarına göre daha az olacaktır. Böylece piyasada oluşacak oynaklık ROM'un otomatik dengeleyici özelliği ile sınırlandırılmış olacaktır (Alper vd., 2012: 5).

TCMB 2011 Eylül ve Ekim ayında aşamalı olarak zorunlu karşılıkların döviz ve altın ile tesis edilmesi uygulamasına başlaması ile bankalar vasıtasıyla brüt (ödünç) rezervlerini artırırken, kısa vadeli sermaye hareketlerindeki dengesizliklerin banka bilançolarının kötüleşmesine karşılık rezervlerde bankaların paylarının artırılmasını sağlamaktadır. Buna göre ROM uygulamasında rezervlerde bankaların artan payı ile daha etkin bir araç haline gelerek, bankacılık sektörünün ve finansal piyasaların olası şoklara karşı esnekliğini artırmayı amaçlamaktadır (TCMB, 2012a: 14).

3.3.4. TCMB'nin Makro İhtiyati Politikalarının Türkiye Ekonomisi Üzerine Etkileri

2008 küresel finans krizinin para politikası açısından politika yapıcılara verdiği en önemli ders, ülke ekonomilerinin aşırı finansallaştığı günümüzde iktisadi sistemin işlerliğinin kesintisiz ve sağlıklı bir şekilde devam edebilmesi için şoklara karşı esnek, risk unsurlarının dağılımının dengeli şekilde olduğu, gerekli denetim ve düzenleme mekanizmalarının etkin bir şekilde yer aldığı finansal sistemin varlığının zorunluluğudur. Bu saydığımız unsurların genel anlamda finansal istikrar kavramının içini doldurduğu görülmektedir. Finansal istikrarın, makroekonomik istikrarın tesis edilebilmesi için gerekli ön koşullardan biri olarak fiyat istikrarı olgusunun yanında yer almaktadır. GOÜ'ler için uluslararası sermaye hareketleri, finansal istikrarın bu derece önemli olduğu bir konjonktürde finansal sistemin etkin işleyişini tehdit eden unsurların başında gelmektedir. Sermayenin serbest dolaşımı ile beraber, kısa vadeli sermayenin kendisi için daha cazip olan yüksek getiri oranlarına sahip ülkelere yönelmesi beklenen bir durumdur. Kısa vadeli sermaye hareketleri, yoğun bir şekilde yöneldiği bir ülkede hiç kuşkusuz ekonomik büyümeyi desteklemektedir. Ancak kısa vadeli sermaye hareketlerinin yapısı gereği ani giriş-çıkışların ülke ekonomilerini finansal sistem üzerinde büyük tahribatlar verebilmektedir. Örneğin, kısa vadeli sermaye hareketlerinin yoğun bir şekilde girişinin yaşandığı bir ülkede döviz girişine bağlı olarak ulusal para aşırı değerlendirilerek, krediye erişimin ve tüketimin artmasına ithalatı özendirici ve ihracatı azaltıcı bir etkiye sahip olmaktadır. Yaşanan bu gelişmeler sonrasında iç ve dış talepteki ayrışma dış dengeyi bozarak ülke ekonomisini söz konusu bu sermaye hareketlerine bağımlı hale getirerek, kısa vadeli sermaye hareketlerinin yönü ve şiddeti konusunda hassasiyeti artmaktadır. Bu durum hiç kuşkusuz finansal sistemi ve makro ekonomik istikrarı tehdit eden bir unsur olarak ortaya çıkmaktadır. Artan finansal riskler karşısında konjonktür terse döndüğünde ani sermaye çıkışlarının yaşanması, (sudden stop) sonrasında ise krizin oluşum mekanizması çalışacaktır (Başçı, 2012: 3).

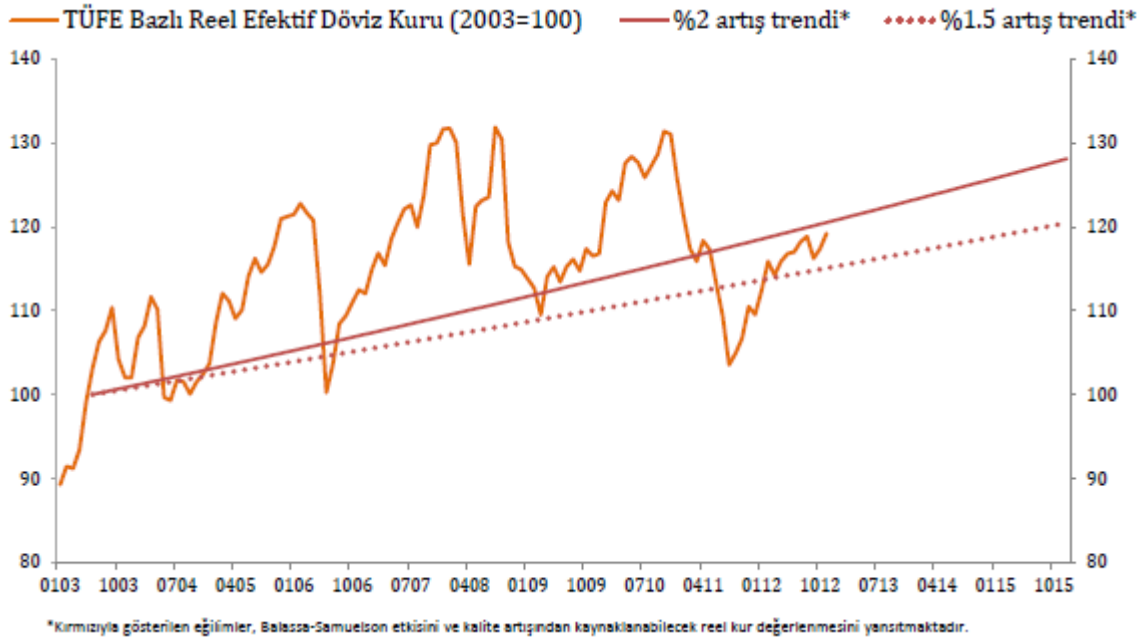


Grafik 9: Net Sermaye Akımları ve GSYH Büyümesi

Kaynak: (Kara, 2012b: 8)

Grafik 9 Türkiye ekonomisinde net sermaye akımlarının GSYH'ya oranlarının ve GSYH'nın büyüme oranlarının finansal serbestleşmenin başladığı 1988 yılı ile küresel kriz sonrası 2010 yılına kadar olan dönemi kapsamaktadır. Grafik 9 incelendiğinde Türkiye ekonomisinin iktisadi büyüme projeksiyonunda sermaye akımlarının önemli bir yeri olduğu görülmekte ve net sermaye akımları ile GSYH büyümesinin aynı yönde hareket etmektedir. Net sermaye akımlarının arttığı dönemde GSYH'da onu izleyerek artış göstermiş ve net sermaye akımlarının azaldığı dönemde de GSYH'nın büyüme oranlarının da azaldığı görülmüştür. GSYH'nın daraldığı kriz dönemlerinde (1994, 1998, 2001 ve 2008) net sermaye akımlarında aynı yönde hareket ediyor olması, Türkiye'de 1990 sonrası finansal krizlerin doğasında olan yabancı sermaye akımlarının hareketlerinin ani-duruş (sudden stop) etkisi ile krizlerin ortaya çıkış noktası açısından belirleyici olduğu görülmektedir. Nitekim 2008 kriz sonrası Türkiye ekonomisi krizden sonrasındaki uluslararası konjonktürdeki gelişmeler neticesinde yabancı sermaye akımlarının yoğun bir şekilde yöneldiği ülke konumuna gelmiş ve kriz döneminde GSYH büyümesi %-5 seviyelerinde iktisadi daralma yaşanırken, krizden çıkış ile beraber GSYH büyümesi rekor düzeyde %10 seviyelerinde gerçekleşmiştir. Aynı şekilde net sermaye akımlarının da kriz döneminde yaklaşık %-1 daralmış iken, kriz sonrası dönemde ani artışla beraber %6,5 seviyelerine geldiği

görülmüştür (Grafik 9). TCMB kriz sonrası dönemde, Eylül 2008 – Nisan 2010 arasında uyguladığı para politikasının sonuçlarını kriz koşullarının geride kalmasıyla kriz sürecinde alınan tedbirleri geri almış ve kriz sonrası konjunktürde ise Kasım 2010 itibariyle para politikasında köklü bir paradigma değişikliğine gitmiştir. Para politikasındaki yeni yaklaşımı, enflasyon hedeflemesi altında fiyat istikrarına odaklanan merkez bankacılığından, fiyat istikrarı yanında finansal istikrarı da gözetilen makro ihtiyati politikaların uygulamaya geçişini ifade etmektedir. Para politikasında böylesine köklü ve çok yönlü bir paradigma değişikliğinin, bazı yönleri itibariyle deneysel nitelikteki politika uygulamalarının etkinliğinin değerlendirilmesi, eksilerinin ve artılarının saptanması büyük önem taşımaktadır.



Grafik 10: Tüfe Bazlı Reel Efektif Döviz Kurunun (REK) Seyri

Kaynak: Kara, (2012c: 14)

Hiç kuşkusuz, TCMB'nin yeni politika bileşiminin odak noktasında yabancı sermaye akımlarının ekonomi üzerindeki olumsuz etkilerini giderme amacı yatmaktadır. Bu amaç doğrultusunda TCMB için reel efektif döviz kuru endeksi (REK) izlediği önemli bir makro ekonomik gösterge olmaktadır. REK, Türkiye'nin dış ticaret partneri olarak sıralanan 36 ülkenin Türkiye ile dış ticaret ağırlıklarına göre, o ülke para birimlerinin bulunduğu sepetin ağırlıklı ortalamasının TL değerinin nispi fiyatlardan arındırılarak oluşturulan gösterge niteliğindeki endekstir. REK, Dolar ve Euro gibi sadece önemli rezerv para birimlerini değil, Türkiye'nin dış ticaret partneri olan diğer

ülkelerin para birimlerini de kapsayan, geniş tanımlı bir endeks olmaktadır. Dolayısıyla REK'i uluslararası ticaretin rekabet gücünü, fiyat ve maliyet ilişkilerini göstermesi itibariyle önemli bir makroekonomik gösterge olmaktadır (Saygılı vd., 2010: 2).* TCMB'nin küresel kriz sonrası makro ihtiyati politikalarını anlamak ve etkilerini doğru bir zeminde tartışabilmek için, merkez bankasının etkilemek istediği değişkenlerin politika uygulamalarından sonraki seyrine bakmak gerekir. Bu açıdan bakıldığında kısa vadeli sermaye hareketlerinin olumsuz etkilerinden biri olan döviz kurundaki dalgalanmaları, TCMB'nin tüfe bazlı REK endeksini dikkate alarak etkilemek istediği gösterge bir değişkendir (Eğilmez, 2012).

Grafik 10 incelendiğinde ise tüfe bazlı REK'in belirli bir zaman aralığı içerisindeki seyrini göstermektedir. İncelenen dönem olarak küresel kriz sonrasında artan yabancı sermaye akımlarının 2009 yılının 2. çeyreğinden itibaren REK'in kademeli olarak arttığı görülmekte ve 2010 yılı içerisindeki artışın daha hızlı bir şekilde gerçekleşerek Ekim 2010 itibariyle endeksin 125 seviyesine geldiği görülmektedir. Döviz kurundaki bu gibi aşırı değerlenmenin şirket ve hane halkı bilançolarının döviz dayalı borç maliyetlerinin azalmasına neden olduğu ve bu durumun iktisadi aktörlerin tüketim ve tasarruf davranışları toplam talebi artırıcı yönde gelişme göstermesine neden olacaktır (Oktar vd., 2013b:). Yapılan çalışmalara göre ise (Shin, 2012) GOÜ'lerde döviz kurundaki aşırı değerlenmenin bilanço kanalı yoluyla firma ve hane halkının kredi büyümesini artırıcı bir etki yaptığı görülmektedir. Nitekim 2010 yılı bu açıdan Türkiye'de iç talep patlamasının yaşandığı bir yıl olarak nitelendirilmekte ve bu durumun makro ekonomik ve finansal riskleri artırdığı görülmektedir. Döviz kurunun aşırı değer kaybetmesi durumunda ise beklentileri olumsuz etkilemesine neden olurken, bilanço kanalı yoluyla finansal riskleri de artırıcı bir etki yapmaktadır (Kara, 2012c: 15). Reel efektif döviz kurundaki 2011 yılından itibaren düşüşünde 2010 yılının son çeyreğinden itibaren Euro bölgesinde ortaya çıkan kamu maliyesindeki dengesizliklerin küresel risk iştahını törpüleyerek yabancı sermaye akımlarının volatilitésinin düşmesi etkili olduğu görülmektedir. Bu dönemde TCMB tarafından TL'de arzu edilmeyen değer kayıplarının yaşanması karşısında 2011 yılında döviz satım ihaleleri ile doğrudan döviz kuruna müdahale edilirken, asimetrik faiz koridoru uygulaması ile dolaylı yoldan döviz kurunu etkilemeye çalışılmıştır. TÜFE bazlı REK, Euro bölgesi borç krizinin

* Ayrıntılı bilgi için Saygılı vd. (2010)'a bakınız.

etkileri sonrası 98,40 seviyesine gelirken, krizin iyice derinleştiği Ağustos 2011'den yılsonuna kadar olan dönemde küresel risk iştahında yaşanan azalma neticesinde döviz satım ihaleleri sonucunda yılsonuna kadar yaklaşık 10 milyar dolar piyasaya enjekte edilmiştir (Grafik 10; TCMB 2011: 12-15). Ayrıca, TCMB'nin ek parasal sıkılaştırma hamlesi ile faiz koridorunun üst bandı yukarı doğru genişletilerek kısa vadeli faizlerin yukarı yönlü oynaklığına izin verilmiş ve kısa vadeli sermaye akımların ani duruş riskine karşı alınarak, döviz kurundaki değer kaybının önüne geçilmeye çalışılmıştır.

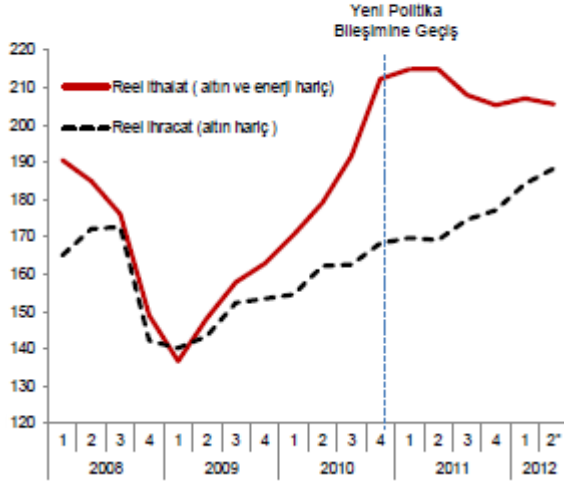
*Nitekim bu politika uygulamaları sonucunda Grafik 10'da Balassa-Samuelson etkisi ve kalite artış etkisini gösteren tüfe bazlı REK trend çizgilerinin içerisinde kalarak bir miktar değerlenmenin ise makul olduğu görülmektedir (TCMB 2012: 6-7). TCMB'nin küresel kriz sonrası artan yabancı sermaye akımlarının olumsuz etkilerini gidermeye çalışırken, olası bir ani çıkışa karşı döviz rezervlerini artırma yoluna gittiği görülmekte ve döviz kurlarındaki dalgalanmalara karşı kayıtsız kalmadığı görülmektedir.

Yabancı sermaye hareketlerinin ilk etki ettiği değişkenlerden biri döviz kurundaki değerlenme sonrası ithal malların ucuzlaması, dış ticarete konu olmayan malların nispeten daha pahalı olmasına neden olurken ithal mallara olan talebin artmasına yol açacaktır. Yapılan çalışmalara göre ulusal paranın aşırı değerlenmesi dış ticaretin ithalata konu olan sektörlerinde gelişme meydana gelirken dış ticarete konu olmayan sektörlerin gerilemesine neden olacaktır. Bu durum karşısında sektörel ayrışmalar yapısal sorunları beraberinde getirerek, bir ekonomide dış talebin artmasına iç talebin azalmasına neden olacaktır. İç ve dış talepteki keskin ayrış dış ticaret dengesini olumsuz yönde etkilerken cari açığın artmasına neden olacaktır. Artan cari açık ve toplam talep enflasyonist baskıların artarak, fiyat istikrar ve finansal istikrar gibi nihai amaçları tehdit eden unsur olarak belirmeye başlayacaktır (İnandım, 2005: 32).

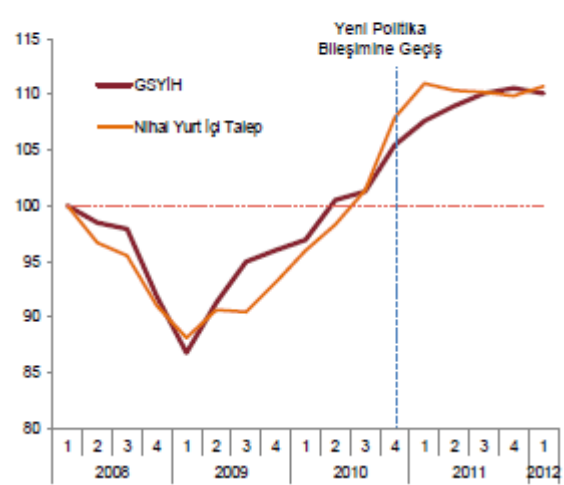
* Sayfa 154'deki "Faiz Koridoru Uygulamasının Seyri" grafiğine bakınız.

Grafik 11a: Reel İhracat ve İthalat

(2003=100, Mevsimsellikten Arındırılmış)

**Grafik 11b: GSYİH ve Nihai Yurt İçi Talep**

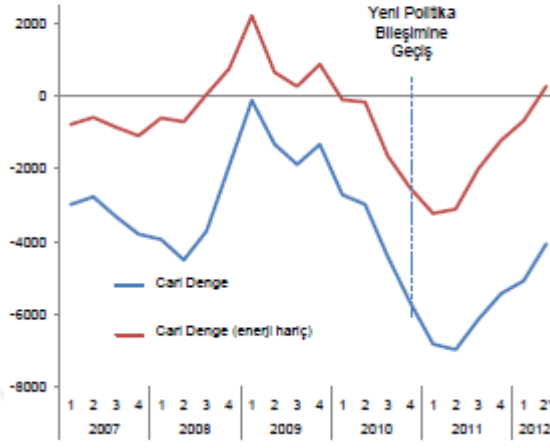
(1998 fiyatlarıyla Mevsimsellikten Arındırılmış)

**Kaynak:** (Kara, 2012b: 18)

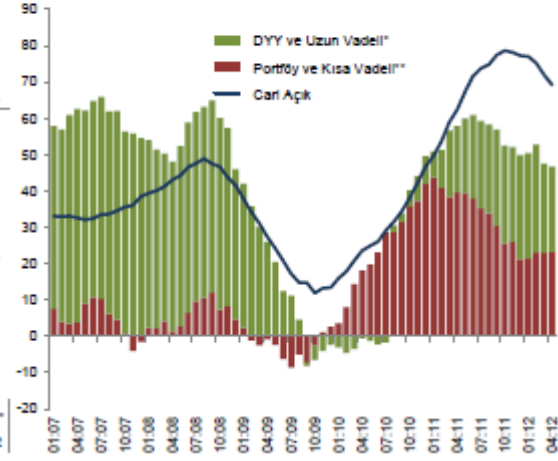
Özellikle GOÜ'lerde döviz kurundaki değişmelerin dış ticaret yoluyla toplam talebi ve fiyatları etki etmesi beklenebilir bir durumdur. Para politikası uygulaması ile kur üzerindeki müdahaleler ile makro ekonomik değişkenler etki edilmeye çalışılmaktadır. Bu itibarla TCMB'nin makro ihtiyati politikalarına başvurmasının ana nedenlerinden biri küresel kriz sonrası uygulanan genişletici para ve maliye politikaları ve güçlü finansal sistem ve hane halkı bilançolarının kriz maliyetlerinin daha az olmasının 2009 yılının birinci çeyreğinden itibaren toplam talepteki güçlü toparlanmanın belirleyicileri olmuştur. GOÜler'in toparlanma sürecini çabuk ve başarılı şekilde atlatması ile bu ülke grubu içerisinde yer alan Türkiye ekonomine kısa vadeli sermaye akımlarının yoğun şekilde yönelmesi döviz kurunun aşırı değerlendirilerek ithalatı artırırken dış talebin görece zayıf seyretmesi neticesinde ithalat ile ihracat arasındaki fark giderek artmaya başlamıştır. TCMB'nin yeni politika bileşimi geçişinde Grafik 11a incelendiğinde 2011 yılının ilk çeyreğinden itibaren ithalatın yatay seyrettiği görülürken üçüncü çeyrekte belirgin bir düşüşün başladığı görülmektedir. Diğer taraftan ihracattaki artışın devam etmesi ile beraber, ihracatın ithalatı karşılama oranının da arttığı da görülmektedir (Grafik 11a). Ayrıca Grafik 11b de görüleceği üzere yeni politika bileşimi ile nihai yurt içi talep 2011 yılında yatay seyrederken GSYİH'nin büyümesi 2011 yılının son çeyreği itibarıyla küresel kriz sonrası yakaladığı trendi devam ettiremediği görülmektedir (Grafik 11b).

Grafik 12a: Cari İşlemler Dengesi

Mevsimsellikten Arındırılmış, Üç Aylık Ortalama, ABD Milyon Dolar

**Grafik 12b: Cari Açığın Finansman Kaynağı**

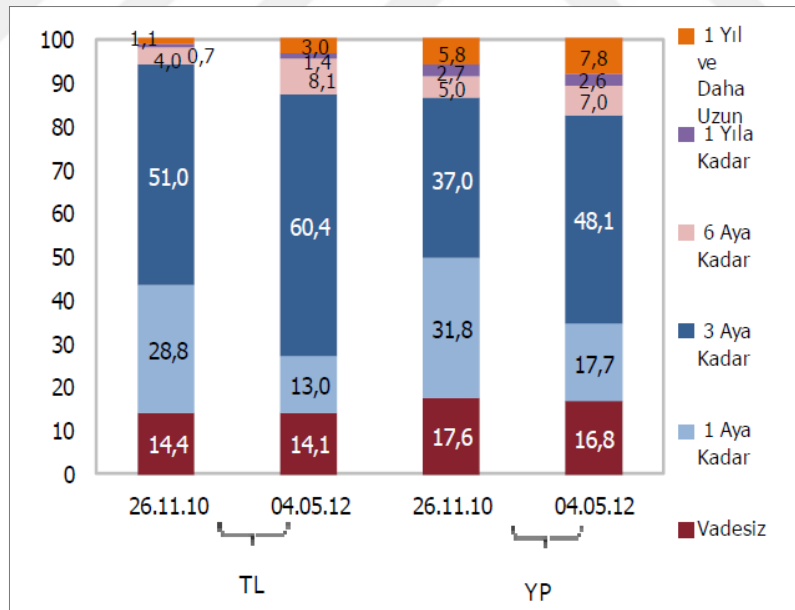
12 Aylık Birikimli, Milyar ABD Doları

**Kaynak:** (Kara, 2012b: 19)

Kriz sonrası artan kısa vadeli sermaye akımları, TL'nin aşırı değerlenmesine yol açmış, yurtiçi kredilerinin artması ve toplam ithalatın -yabancı mal ve hizmetlerin reel değerinin düşmesi sonucu- artış göstermesi ile iç talebin artması ve dış ticaretin diğer cephesinde (ihracatta) ise döviz kurunun aşırı değerli olması ve dış ticaret partneri olduğu Euro bölgesinde talebin kriz öncesi seviyeye göre zayıf olması, toplam ihracatı belirgin bir şekilde azalmasına ve dış talebin düşmesine neden olmuştur. Bu gelişmeler altında Türkiye ekonomisinde 2010 yılında iç talep ve dış talepteki keskin bir ayrışma görülmüş ve cari açık, rekor düzeyde gerçekleşmiştir. Cari açığın bu seviyelerde sürdürülebilirliği konusundaki riskin artmasının bir başka nedeni ise cari açığın finansman kalitesinde yaşanan olağanüstü bozulmalardır (Başçı ve Kara, 2011: 4; TCMB, 2013c: 30). Kriz sonrası dönemde cari açığın çoğunlukla kısa vadeli nitelikteki portföy yatırımları oluştururken, uzun vadeli nitelikteki doğrudan yabancı yatırımların azalması bir tarafa kriz sonrası konjonktürde doğrudan yabancı yatırımlarda bir miktar çıkış bile gözlenmiştir (Grafik 12b).

Aralık 2010'dan itibaren merkez bankasının yeni para politikası bileşiminde bir haftalık repo faiz oranı aracının kullanılması temel araç olmasının yanında zorunlu karşılıklar politikası da bu dönemde aktif bir politika aracı olarak kullanılmaya başlanmıştır. TCMB'nin 2010-68 sayılı Zorunlu Karşılıklara İlişkin Basın Duyurusunda belirttiği üzere "...bankacılık sektörümüzde genel olarak borçların vadesinin varlıkların vadesinden daha kısa olması, sektörü likidite ve faiz riskine maruz bırakarak bankacılık

sisteminin şoklara karşı hassasiyetini artırmaktadır.”(TCMB, 2010f). Bu nedenle TL zorunlu karşılık oranlarının vadesine göre farklılaştırmaya gidilmiş ve mevduatın vadesi arttıkça zorunlu karşılık oranları azalacak şekilde belirlendiği görülmüştür. Söz konusu bu karar ile TCMB'nin yeni para politikası çerçevesinde aldığı ilk önlem olarak sayabiliriz ve bu karar doğrultusunda kriz döneminde görüldüğü üzere bankacılık sektörünün sağlam bilanço yapısı nedeniyle kriz döneminden çabuk çıkmış ve parasal aktarım mekanizmasının kredi kanalının işlerliğinin tekrar tesis edilmesi GÜ'lere nazaran daha çabuk şekilde gerçekleşmiştir. Ancak kriz sonrası yeni dönemde bankaların sağladıkları fonlarının vadesinin kısaldığı görülmüştür. Bu durum bankaların yükümlülüklerinin aktiflerine göre daha kısa vadede olması, bir vade uyumsuzluğu problemini ortaya çıkarmaktadır. Bankacılık sektöründe yer alan makro finansal riske karşı TCMB'nin aldığı zorunlu karşılıklara ilişkin bu önlem neticesinde bankaların hem yurtiçinden hem yurt dışından sağladıkları kısa vadeli fon akımlarının vade yapılarının daha uzun vadeye yayılmasını sağlayarak banka bilançolarında yer alan yükümlülükler-aktifler arasındaki vade uyumsuzluğuna bağlı finansal riski bertaraf etmeye çalışmıştır.

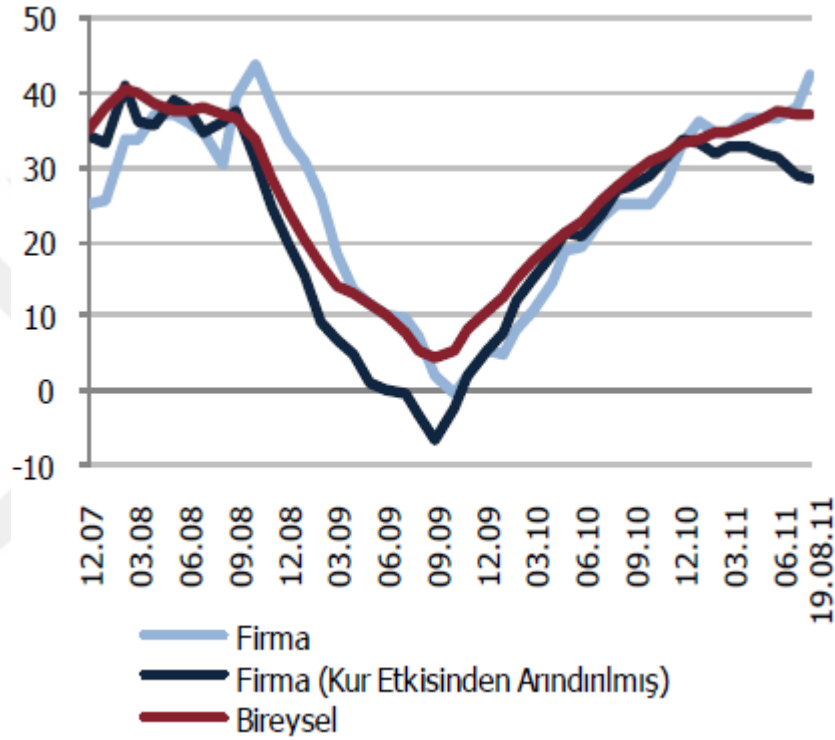


Grafik 13: Zorunlu Karşığa Tabi Mevduatın Vadeye Göre Dağılımı (%)

Kaynak: (TCMB,2012b: 42)

Grafik 13'ten de görüleceği üzere bankaların zorunlu karşılığa tabi TL ve YP mevduatlarının vade yapılarının TCMB'nin Yeni para politikası çerçevesinde zorunlu karşılıkların vade yapılarına göre farklılaştırılması ile beraber Mayıs 2012 itibariyle mevduatların vadelerinin belirgin bir şekilde uzadığı görülmektedir. Özellikle toplam

mevduatlar içerisinde Kasım 2010'da TL ve YP 1 aya kadar vadeli mevduatların toplam mevduat içerisindeki payı sırasıyla %28,8 ve %31,8 iken, Mayıs 2012'de sırasıyla %13,0 ve %17,7'ye kadar düşmüştür. Mayıs 2012 itibariyle 3-6 ay ve 6-12 ay ve 1 yıldan uzun vadeli mevduatların toplam mevduat içerisindeki payı Kasım 2010'a göre, göreceli olarak artmış olduğu görülürken, 1-3 ay vadeli mevduatların toplam mevduat içerisindeki payının da önemli oranda artmış olduğu görülmektedir (Grafik 13).

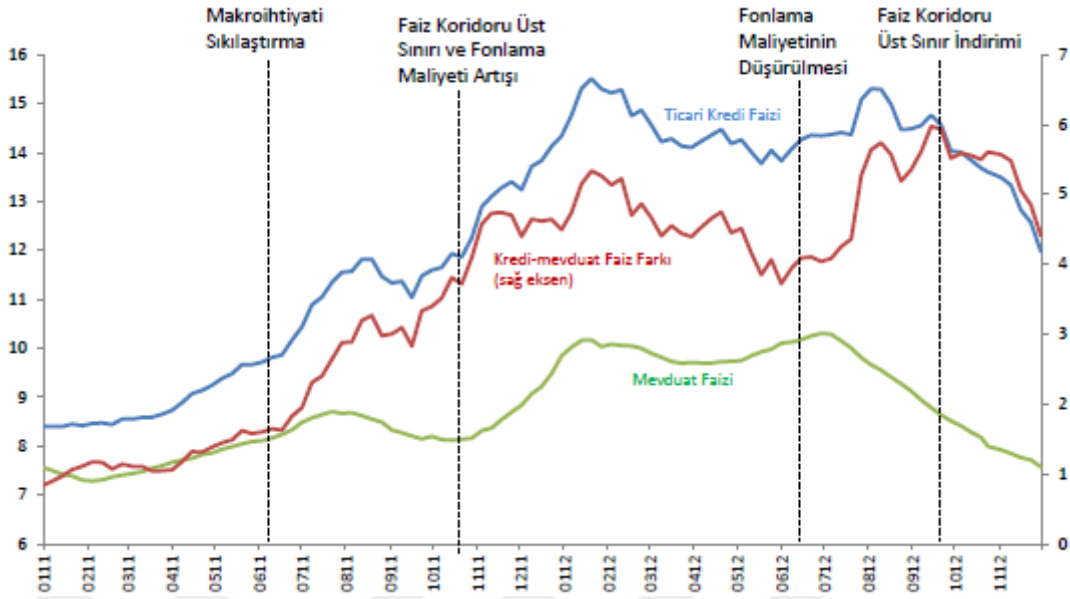


Grafik 14: Kredilerin Yıllık Değişimi (%)

Kaynak: (TCMB, 2011c:26)

TCMB'nin küresel kriz sonrası artan makro finansal risklerden biri olarak "hızlı kredi genişlemesinin" önüne geçilmesinin, makro ihtiyati politikaların en önemli ayağını oluşturduğu görülmektedir. Yapılan çalışmalarda kredi-mevduat faiz farkının makro ihtiyati politikalar çerçevesinde etkilenilmesi istenilen ara hedef olarak seçilmesinin finansal istikrarı destekleyici bir unsur olarak önemli bir potansiyele sahip olduğu görülmekte ve söz konusu faiz farkının büyüklüğü, bankaların kredi verme eğilimlerinin ve söz konusu politikanın operasyonel içeriğinin doğru anlaşılması açısından önemlidir (Binici vd., 2013: 3).

Bankacılık sektörünün tasarruf edenler ile bu tasarrufu talep edenler arasındaki bir nevi aracılık faaliyetini yerine getirirken tasarruf sahipleri açısından mevduat faizleri, bu tasarrufları fona dönüştüren bankalardan talep edilen krediler açısından kredi faizleri önemli olmaktadır. Mevduat-kredi faizi arasındaki farka faiz marjı denilmekte ve faiz marjı bankaların kredi verme eğilimlerini etkiledikleri görülmektedir. Faiz marjının para politikası aktarım kanalı üzerinden etkisini enflasyon hedeflemesi altında enflasyonla uyumlu bir politika faizinin kısa vadeli faizler üzerinden etkilediği görülmektedir. Politika tepkisi olarak kısa vadeli faizlerin azaltılması amaçlanıyorsa bu durumda mevduat faizlerinin düşmesine rağmen bankaların borçlanma maliyetlerinin düşük olması faiz marjının da daralmasına neden olacaktır. Faiz marjında bir başka önemli etken de iktisadi genişlemenin yaşandığı ve ileriye dönük beklentilerin olumlu seyrettiği dönemde bankaların risk alma iştahı artarken faiz marjlarını da düşüreceklerdir (TCMB, 2012c: 67 -68). Söz konusu bu iki durum Türkiye’de faiz marjının belirleyicileri arasında küresel kriz sonrası konjunktürde önemli bir yer tutmaktadır. Çünkü küresel kriz sonrası GÜ’lere kıyasla GOÜ’lerdeki hızlı toparlanma bu ülkelerdeki risk algısının düşmesine ve faiz marjının azalmasına neden olurken artan kısa vadeli sermaye akımları da bankaların likidite bolluğu içerisindeki konjunktürde borçlanma maliyetlerinin düşmesine neden olduğu görülmektedir. Nitekim Grafik 14’de görüleceği üzere kriz sonrası 2009 yılının üçüncü çeyreğinden itibaren kredi büyümesi hızlanmasının 2011 yılının ortalarına kadar devam etmiştir (Grafik 14).



Grafik 15: Ticari Kredi Faizi, Mevduat Faizi ve Kredi-Mevduat Faiz Farkı

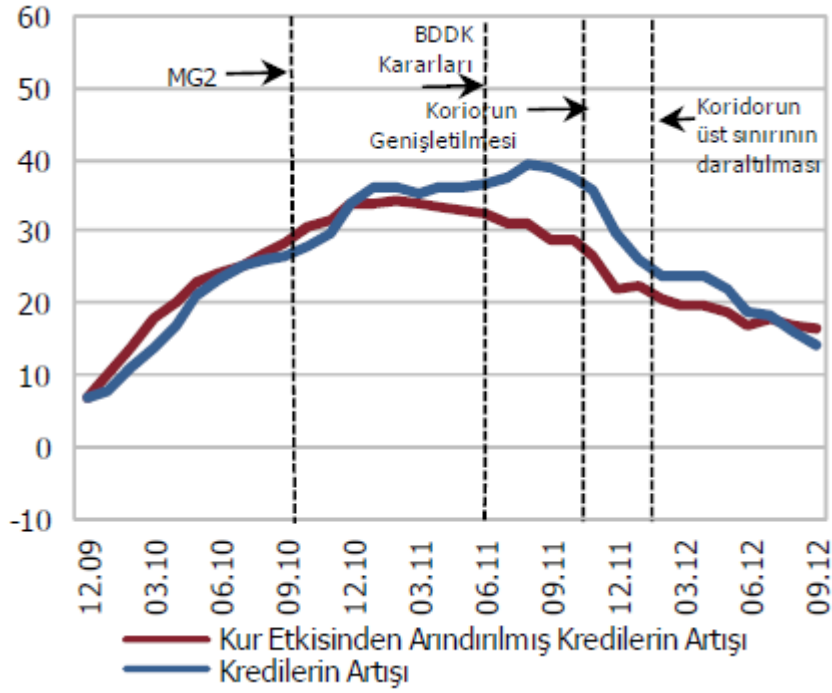
Kaynak: (Kara, 2012c: 30)

Zorunlu karşılıklar için odak noktanın banka davranışlarını ve dolayısıyla bankaların kredi verme eğilimlerini ne kadar yönlendirilebildiği gerçeğidir. Buna göre, zorunlu karşılıkların kademeli olarak artırılarak bankacılık sektöründen önemli miktarda TL likidite çekilirken Başçı ve Kara (2011)'e göre bankaların zorunlu karşılıklarından doğan likidite maliyetlerinin yaklaşık 100 baz puan olarak hesaplanmış, bu maliyetin bir kısmı mevduat sahiplerince karşılanırken, bir kısmının da banka hissedarları tarafından karşılandığı görülmektedir. Burada banka davranışlarının en önemli yapısal özelliği kredi piyasalarındaki rekabetçi ortamının mevduat piyasasına göre daha fazla olduğudur. Bu koşullar altında yüklenen mevduat maliyetlerine karşılık, mevduat ve kredi faizlerinde beklenen artış olmaması, bankaların mevduat dışı kaynaklara yönelerek likidite yönetimini gerçekleştirdikleri görülmektedir (Mutlutürk, 2012: 115 - 116). Mevduat faizlerindeki artışın zorunlu karşılıkların aktif bir şekilde kullanıldığı Kasım 2010'dan itibaren belirgin bir etkisinin olmamasının Grafik 15'de görüleceği üzere bankaların kredi verme eğilimlerinin belirleyicilerinden olarak kredi-mevduat faiz farkını da değiştirmedeği de görülmektedir.

TCMB'nin makro ihtiyati politikalarının en önemli aracı olan zorunlu karşılıklarının bir diğer önemli aracı, politika faizi aracı ile uyumlu olması gerekmektedir. Politika faizi ile zorunlu karşılıkların uyumlu olmadığı durumda ortaya politika uygulamalarının sonuçları açısından bir çatışmanın oluşmasına ve istenilen

etkinin ortaya çıkmamasına neden olmaktadır. Nitekim TCMB'nin Ekim 2010 – Haziran 2010 dönemi makro ihtiyati politika uygulamalarında ara hedefin kredi genişlemesinin hızını azaltmak, olarak belirlerken zorunlu karşılıkların agresif bir şekilde artırılarak bankaların krediye dönüştürebilecekleri fonların azaltılması amaçlanmıştı. Bu durumda bankalar azalan fonları neticesinde kredi faizlerini artırarak daha az kredi imkânları altında olacaklardı ve kredi genişlemesinin hızı böylelikle azaltılmış olacaktı. Ancak TCMB'nin enflasyon hedeflemesi altında ikincil piyasalarda oluşan kısa vadeli faiz oranlarını politika faiz oranı ile uyumlu olması için bankaların likidite ihtiyaçları çerçevesinde piyasayı fonlamak zorundadır. TCMB'nin politika faiz oranını belirlerken enflasyon beklentilerinin olumlu seyrettiği bir konjonktürde kısa vadeli sermaye akımlarının azaltılması amacı çerçevesinde koridorun aşağı yönlü genişletilerek kısa vadeli sermaye akımlarının getiri oranlarını azaltmayı amaçladığı gözden kaçırılmamalıdır (Özatay, 2012: 10). Diğer taraftan yine artan kısa vadeli sermaye akımları çerçevesinde TCMB'nin döviz rezervlerini artırmak için düzenli bir şekilde döviz alım ihaleleri düzenleyerek piyasadan döviz çekerken diğer taraftan piyasaya döviz karşılığı verilen TL'nin piyasada kaldığı görülmektedir. Bu durumda TCMB'nin Ekim 2010 - Haziran 2011 dönemi itibariyle yürütülen makro ihtiyati politika uygulamalarını sıkı para politikası olarak nitelemek mümkün değildir. Bankaların zorunlu karşılıklar ile krediye çevrilebilir fonlarının azaltılmasına rağmen, TL'nin fiyatının ucuz (kısa vadeli faiz oranlarının düşük) ve TL arzının artırıldığı bu dönemde zorunlu karşılıkların “ikame edilebilirlik derecesinin” arttığı anlaşılmaktadır. Nitekim Türkiye’de zorunlu karşılığa tabi mevduatın vadesinin ortalama 50 gün olduğu bir ortamda, bankaların Açık Piyasa İşlemleri (APİ) ile zorunlu karşılıklar neticesinde çekilen fonlarını ikame edebildikleri görülmektedir.

Üçer (2011)’e göre, TCMB'nin kriz dönemi aldığı önlemlerin başka bir deyişle genişletici para politikasının sonuçları “krizden çıkış maliyetleri” olarak tanımlandığında, söz konusu bu maliyetlerin kriz sonrası ısınan ekonomiden strelize edilmesinde ağır davranıldı. Krizden çıkışın maliyetleri hali hazırda dururken makro ihtiyati politikalara geçilmesi, bu politikaların sermaye hareketleri üzerindeki etkilerini sınırlı düzeyde kalmasına neden oldu. Bankalar artan likiditeyi krediye çevirme konusunda hiçte geri durmadıkları ifade etmektedir (Üçer, 2011: 48).



Grafik 16: Kredilerin Yüzde Olarak Yıllı Artış Hızı

Kaynak: (TCMB, 2012: 38)

TCMB'nin yeni politika yaklaşımında iktisat politikasının diğer ayağını temsil eden kamu kurum ve kuruluşlara göre kriz sonrası artan finansal riskleri daha çabuk gördüğü unutulmamalıdır. Üçer (2011) 'in ifadesiyle TCMB "... önemli bir irade göstererek, tüm hızıyla parti devam ederken, ortalığı biraz durultmaya, sakinleştirmeye karar vermiş..." ve hiç kuşkusuz TCMB'nin makro ihtiyati politikaları uygulamaya başlaması ile finansal risklere karşı önemli bir çıkış yaptığı görülmektedir (Üçer, 2011: 47). Buradaki asıl sorun makro ihtiyati politikaların etkin bir şekilde yapılması için gerekli tüm araçların bir kamu kurum ya da kuruluşun elinde olmayışıdır. Her ne kadar makro ihtiyati politikaların uygulanması konusunda genel bir uzlaşma mevcutsa da hangi araçların ne şekilde ve hangi organlarca kullanılacağı tartışma konusudur. Ayrıca bir diğer tartışma konusu "fiyat istikrarına odaklanan merkez bankalarının makro ihtiyati politikalar konusunda tek yetkili kurum olmalı mıdır?" tartışmasıdır. TCMB'nin bu rolü kendiliğinden üstlendiğinde makro ihtiyati politikaların etkilemek istediği değişkenleri doğrudan etki edecek araca sahip olmadığı görülmektedir. Kredi büyümesinin hızının makul düzeye çekilmesi için yapılması gereken TCMB'nin yaptığı gibi mevduat maliyetleri üzerinden kredi maliyetlerini artırmak değil, doğrudan kredi maliyetlerini

artıracak bir düzenlemenin getirilmesi olacaktır. Grafik 16’da görüleceği TCMB’nin Ekim 2010’dan itibaren zorunlu karşılıklar uygulaması ile dolaylı yollardan yapmaya çalıştığını BDDK’nın kredi maliyetlerini doğrudan etki edebildiği kredi karşılık oranları aracını Haziran 2011’den itibaren kullanması ile kredi büyüme hızını etkin bir şekilde azalttığı görülmektedir (Akkaya ve Gürkaynak, 2012: 104 - 105). Ancak, Özatay (2012)’ye göre, BDDK kararlarının kredi hızını azalttığı savının geçerliliği net olmamaktadır. Çünkü BDDK kararlarından yaklaşık iki ay sonra Ağustos 2011’de Euro bölgesindeki sorunların iyice derinleşmesi ile küresel konjunktürde yabancı yatırımcının risk alma iştahında ani azalma görülmüştür. Dolayısıyla azalan kısa vadeli sermaye akımları kredi genişlemesinin hızının azalmasına nedeni olabilir, görüşünü ifade etmektedir (Özatay, 2012: 13). Ancak TCMB (2011b) ‘ye göre BDDK ve diğer kamu kurum ve kuruluşların aldığı tedbirler sonrası kredi genişlemesinde 2011 yılının ikinci yarısında belirgin bir azalmanın görüldüğü, ifade edilmektedir (TCMB, 2011b: 3).

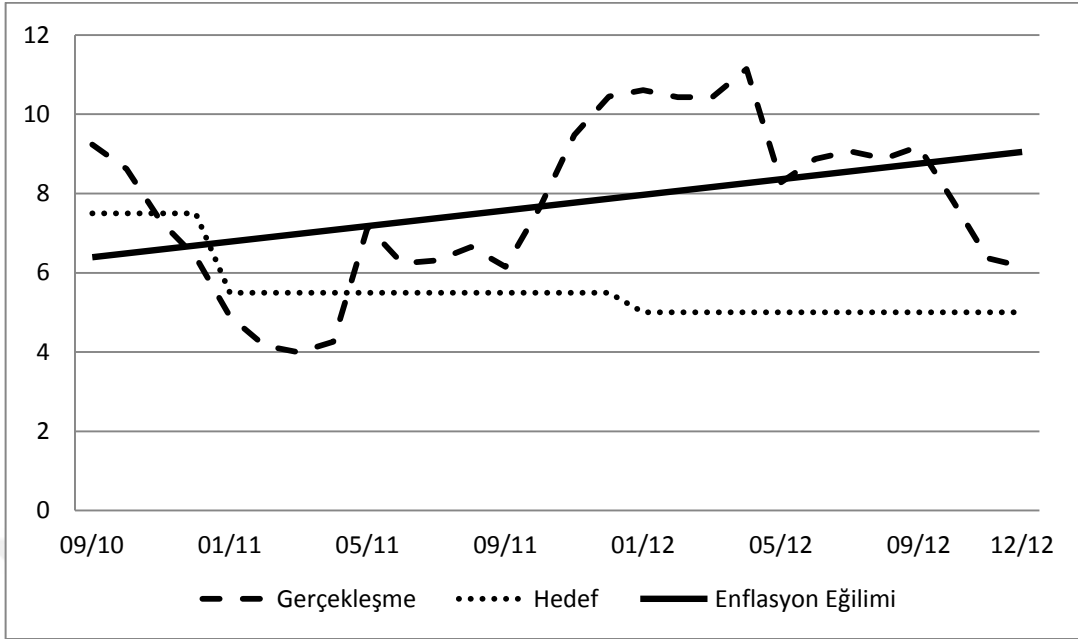
Merkez bankası yeni para politikası bileşiminin etkinliğinin sınırlı düzeyde kalabileceğini ve kredi sıkılaştırmasının esasen diğer kamu kuruluşlarında etkin ve koordineli bir şekilde katılması halinde politika etkinliğinin sağlanacağını ifade etmiştir. TCMB daha henüz yeni para politikası bileşiminin hayata yeni geçirildiği 21 Aralık 2010 tarihinde kamuoyu ile paylaşılan “2011 Yılında Para ve Kur Politikası” adlı ve bir bakıma merkez bankasının politika kurgusunun tanıtımı niteliğindeki temel politika metninde bu gerçeği şu şekilde ifade etmektedir:

...Merkez Bankası’nın aldığı ve alacağını açıkladığı önlemler, mevcut konjunktürde finansal istikrarın korunması için gereklidir, ancak tek başına yeterli değildir. Bu konuda düzenleme, denetleme ve dengeleme kapasitesine sahip tüm kurumların eşgüdüm içinde hareket ediyor olması büyük önem taşımaktadır. İlgili diğer kurumların özellikle kredi arzını sıkılaştırıcı ve finansal sistemde vade uzatımını teşvik edici önlemlere destek vermesi, Merkez Bankası’nın para politikasında hareket alanını genişleterek politikalarının etkinliğini ve esnekliğini artırmaktadır... (TCMB, 2010c: 5 – 6).

Merkez bankası bu gerçeğe rağmen 2010 Kasım ayından itibaren yeni para politikası bileşimini hayata geçirirken, başta BDDK olmak üzere diğer kamu kurum ve kuruluşlarının adım atmakta gecikmiş olması TCMB’nin makro ihtiyati politikalarının istenilen düzeyde bir etki oluşturamamasına neden olmuştur. Daha sonra 8 Haziran 2011 yılında kurulan Finansal İstikrar Komitesi kurulmuş ve komitede Hazine Müsteşarı, TCMB, BDDK, SPK ve TMSF başkanlarının bulunduğu ve hazineden sorumlu Devlet Bakanının başkanlığında oluşturulması ile finansal istikrarı

gözetebilecek makro sakıngan ve mikro sakıngan politika araçlarına sahip tüm kuruluşların koordine şekilde hareket etmesi amaçlanmıştır (Delice ve Öztürkler: 2015: 539). Bu komitenin bir karar alma mekanizması var mı? Sadece tavsiye veren bir komite niteliğinde mi olacak? Bu komitenin yaptırım gücü var mı? Bu komiteyi oluşturan kurumların örneğin TCMB gibi kurumların bağımsızlık ölçütleri bu durumda nasıl olacaktır? Burada sayılan sorular gibi birçok sorunun komitenin yapısı ile ilgili açıklanması gerekmektedir (Özatay, 2013: 313).

Türkiye için finansal istikrarın gözetilmesi ve sağlanması sorumluluğunun hangi kurumsal yapı içerisinde oluşturulması gerektiği cevaplanması gereken bir olgudur. Ersel (2012)'e göre böyle bir kurumsal yapının oluşturulması için iki farklı seçenek bulunmaktadır. Birinci seçenek merkez bankalarının tarihsel süreçte aldıkları roller ve kökleşmiş teorik ve kurumsal yapıları gereği bu sorumluluğu tek başına alacak tüm yetkilerle donatılarak gerçekleştirilebilir. Söz konusu bu kurumsal yapının oluşturulması TCMB'nin bağımsızlık ölçütünün henüz kökleşmiş bir olgu olmamasından dolayı böyle bir düzenlemenin işlerliği üzerindeki şüpheleri artırmaktadır. İkinci seçenek ise makro ihtiyati politikalarının merkez bankası ile beraber diğer denetim ve düzenleme mekanizmalarına sahip "bağımsız" kurumların eşgüdüm içerisinde olabilecekleri bir kurumsal yapının tesis edilmesidir. Bu kurumsal yapının siyasal iktidarın yetki ve koordinasyonu dışında olması gerekmektedir (Ersel, 2012: 47).



Grafik 17: Tüfe Hedef ve Gerçekleşme (Yıllık Yüzdellik Değişim)

Kaynak: (TCMB, Elektronik Veri Denetleme Sistemi (EVDS) 2017)

Küresel kriz ile birlikte genişletici para ve maliye politikalarına rağmen alışılmıştan dışında sonuçlar hızlanan bir enflasyon eğilimi göstermediği görülmektedir. Özellikle GÜ'lerde krizden çıkışın en önemli göstergesi olarak deflasyon tehlikesinden makul düzeydeki enflasyona geçiş kabul edilirken, GOÜ'ler için enflasyon hala önemli bir sorun olarak yer almaya devam ettiği görülmektedir (Aslanoğlu, 2015: 327). Türkiye'de ise, küresel finans krizi öncesi 2002-2008 döneminde yüksek enflasyon ekonomik koşullardan tek haneli rakamlara kadar enflasyonun düşürülmüş olması önemli bir başarı olarak görülmesi gerekmektedir. Ancak, Akyazı ve Ekinci (2008)'göre kriz öncesindeki enflasyon hedeflemesine geçişle birlikte enflasyon değişkenliği baz alınan GOÜ'lere göre düşük olmasına karşılık, enflasyon bu ülkelere göre hala yüksek olduğu tespit edilmiş ve kamuoyunun enflasyon üzerindeki hassasiyetinin azalmasına rağmen yine de enflasyonun önemli bir sorun olmaya devam ettiği belirtilmiştir (Akyazı ve Ekinci, 2008: 33). Küresel kriz sonrası TCMB'nin para politikasını incelerken özellikle 2010 yılında ekonomin fazla ısınmasının finansal risklerdeki artışı tetikleme makro ihtiyati politikaların daha aktif şekilde para politikası uygulamaları içerisinde yer almasına yol açtı. Ancak TCMB'nin temel amacı olarak fiyat istikrarı amacını henüz yakalayamamışken -fiyat istikrarı amacının nihai hedefi kabaca % 1-3 aralığındaki bir enflasyon olduğu düşünüldüğünde- mevcut koşullarda başkaca bir temel amacı, amaç

setine eklemesinin enflasyon hedeflemesine dayalı para politikası stratejisinin etkin bir politika bağlamında değerlendirilmesi için kriz koşullarındaki enflasyonun görünümünün de tartışılması gerekmektedir.

Grafik 17 TCMB'nin makro ihtiyati politikaları devreye soktuğu Kasım 2010 ile Ekim 2012 arasındaki enflasyon verilerinin aylık veri setlerinin grafik üzerinde gösterilmiş halidir. Grafik 17 incelendiğinde 2010 yılı sonunda enflasyonda hedefinin %6,5 olarak belirlenirken, yılsonu enflasyonun %6,4 ile TCMB'nin kısa vadeli enflasyon hedefini tutturduğu görülmektedir (Grafik 17). 2010 yılında enflasyondaki kısa vadeli hedefin tutturulması ile kısa vade de enflasyon hedefi 2011 yılı için %6,5'ten %5,5'e indirildiği kamuoyuna duyurulmuştur (TCMB, 2010c: 8).

TCMB'nin 2011 yılında fiyat istikrarı hedefinden daha çok finansal istikrar hedefini gözeterek politika uygulamaları içerisinde enflasyon dinamiklerini dikkate almadığı görülmektedir. Bunun yerine TCMB'nin yıl içerisinde aktif bir şekilde uygulayacağı makro ihtiyati politikalarının sonuçlarının, aynı zamanda enflasyon görünümünü de enflasyon hedef patika içerisinde yer almasını sağlayacağını ifade etmiştir. Buna göre, 2011 yılında uygulayacağı parasal sıkılaştırma ile kredi genişlemesinin %20-25 seviyelerine çekilmesi hedefi içerisinde kısa vadeli enflasyon hedefi olan %5 seviyesine 2011 yılı sonu ulaşılacağını taahhüt etmiştir. Ancak 2010 yılının son çeyreğinde gerçekleşen enflasyondaki gerilemenin geçici bir durum olduğu ve 2011 yılının ikinci çeyreğinden itibaren enflasyonun artış trendi içerisinde, yılsonu itibarıyla %10,45'e çift haneli rakamlara yükseldiği görülmüş ve yılsonu için açıklanan enflasyon hedefinin oldukça uzağında enflasyon gerçekleşmiştir. TCMB'nin hesap verme sorumluluğu içerisinde hedef belirlenirken, hedefin iki puan altında ve üstünde bir belirsizlik aralığında gerçekleşmesi durumunda merkez bankasının hesap verme sorumluluğu dışında kaldığı belirtilmiş, ancak belirsizlik aralığının dışında enflasyonun gerçekleşmesi halinde merkez bankasının hesap verme sorumluluğu içerisinde olacağı ifade edilmiştir. Belirsizlik aralığının dört puan gibi geniş bir aralıkta tutulmasının Türkiye'deki bazı enflasyon dinamiklerine (işlenmemiş gıda ve tütün fiyatlarının aşırı oynaklığına) bağlı olarak belirlendiği söylenmiştir (TCMB, 2010c: 8). TCMB'nin enflasyon hedefindeki geniş belirsizlik aralığına rağmen, 2011 yılı sonunda enflasyondaki gerçekleşme %3-7 belirsizlik aralığının çok daha üstünde, %10,45 oranında gerçekleşerek, TCMB'nin hesap verme sorumluluğu içerisinde uygulanan para

politikasının etkinliğinin sorgulanmasına neden olmuştur. TCMB'nin para politikası kurgusunda enflasyonun makro ihtiyati politikaların etkinliğine bağlı olarak yıl içerisinde kademeli bir düşüşü öngörmesine rağmen, zorunlu karşılıklar politikası sonrası kredi genişlemesinin büyüme oranınının 2011'in ilk yarısında azalması bir yana, artış sınırlı da olsa devam etmiştir (Grafik 17). BDDK kararları ve Euro bölgesindeki sorunların derinleşmesi sonrası küresel risk iştahının azalması üzerine kredi genişlemesinin büyümesi azalmıştır. Bu durumda TCMB'nin sene başındaki politika kurgusunun gerçekleşmemesi üzerine TCMB'nin fiyat istikrarı yanında finansal istikrarı da gözetilen makro ihtiyati politika uygulamalarının enflasyon üzerinde kalıcı bir etkisinin olmadığı görülmüştür.

Enflasyon hedeflemesi rejimi altındaki merkez bankasının temel politika aracı olarak kullanabileceği politika faiz oranı aracını, TCMB'nin bu dönemde neredeyse hiç kullanmadığı görülmüştür. Ancak yılın son çeyreğinde devreye sokulan ek parasal sıkılaştırma tedbirleri çerçevesinde ve enflasyona odaklı bir politika kurgusu içerisinde yine politika faizinde bir değişiklik yapmamış, bunun yerine koridoru alt ve üst banttan artırılması suretiyle ortalama fonlama faizi artırılmıştır. Ayrıca bu dönemde zorunlu karşılık oranları artırılarak ek parasal sıkılaştırma uygulaması desteklenmiştir (Oktar vd. ,2013b: 14). 2012 yılının Nisan ayından sonra %11,14 seviyesinden itibaren düşüş trendine girerek, 2012 yılsonunda %6,16 seviyesine kadar gerileyerek, %5 yılsonu hedefinin uzağında fakat enflasyon hedef patikası içerisinde enflasyonun gerçekleştiği görülmektedir (Grafik 17).

3.3.5. TCMB'nin Para Politikası Uygulamalarındaki Son Gelişmeler

Üzerine Gözlemler

TCMB uygulamaya soktuğu yeni politika bileşimini 2011 yılında politika çerçevesini oturtmaya çalışırken, BDDK kararları ile bu politikaların belirlenen ara hedefler doğrultusunda hareket ederek makro finansal risklerin azalma eğilimi içerisinde girdiği görülmüştür. Söz konusu risklerin azalması, kredi genişlemesinin hızının makul düzeylere çekilmesi ve cari açığın daha sürdürülebilir bir seviyeye çekilmiş olması ile sağlandığı görülmektedir (TCMB,2012a: 9).

2013 yılında ise, küresel eğilimlerin GOÜ'ler aleyhine olacak şekilde hareket etmesi, GOÜ'lere yönelen sermaye akımları üzerinde olumsuz etkileri artırmıştır. Bu

dönem içerisinde söz konusu bu gelişmeler sonrasında döviz kurunda yaşanan yukarı yönlü baskının artması ile TCMB'nin politika aracı olarak ROM'un daha aktif bir şekilde kullanılmaya başlandığı görülmektedir. Buradaki amaç, ROM'un otomatik dengeleyici özelliği ile döviz kurundaki sağlıklı fiyatlamaları ortadan kaldırmak ve bankacılık sektöründeki risk unsuru oluşturan yabancı yükümlülüklerle karşı TCMB nezdinde bankaların döviz rezervlerinin artırılması amaçlanmıştır. Görüldüğü üzere bu dönemde finansal istikrarın sağlanması amacı doğrultusunda merkez bankası döviz piyasasındaki oluşan risklerin daha yönetilebilir olması açısından zorunlu karşılıklar içerisinde ROM'un daha fazla yer almasını amaçlamıştır (TCMB, 2013c: 12 – 13). Ancak, ROM'un gerçekte para piyasaları üzerinde “otomatik dengeleyici” görevi gördüğü noktada kuşku bulunmaktadır. Nitekim Aslaner vd. (2014)'e göre ikincil piyasalarda oluşan TL faiz oranlarındaki değişim, döviz fonlamasındaki değişimden fazla olmakta ve faiz oranlarındaki artış ROM'u bankalar için daha cazip konuma getirmektedir, zira TL fonlama maliyeti YP kredilere oranla daha fazla arttığı gözlemlenmektedir. Bu durumda küresel risk iştahının azaldığı dönemde yaşanan sermaye çıkışlarında kısa vadeli faiz oranlarını artırılarak yapılan fonlama stratejisi, bankaların zorunlu karşılıklarını daha çok YP cinsinden tutmalarına yol açacağı için ROM'un otomatik dengeleyici özelliğini zayıflatabilecektir. 2013 yılında yaşanan sermaye akımları ile ROM'un otomatik dengeleyici özelliği yabancı para kaynaklarına ulaşım maliyeti artarken bankaların görece düşük olan TL maliyetleri nedeniyle ROM kullanımını azalmış olacaktır. Bu durumda artan TL talebi ile döviz kurundaki yukarı yönlü baskı artırılmış olacaktır. Ancak, sermaye çıkışlarının yaşandığı dönemde, kısa vadeli faiz oranlarındaki artış ile artan TL maliyetlerine karşılık ROM kullanımını artarak, ROM'un otomatik dengeleyici özelliği kaybolmuştur (Aslaner vd., 2014: 13 – 14).

TCMB ROM'un tekrar otomatik dengeleyici özelliğinin sağlanması (güçlenmesi) amacıyla 2014 yılı sonunda TL zorunlu karşılıklara faiz ödenmesi uygulamasını tekrar devreye sokarak bankaların fonlama faizine duyarlılığını azaltmayı amaçlamış ve bankaların zorunlu karşılıkları TL bazında tutması yönünde motivasyonu artırmaya çalışmıştır. Yine bu dönemde TCMB'nin konjonktürde yaşanan gelişmelere göre reaktif bir politika anlayışı içerisinde hareket ettiği görülmektedir (TCMB, 2014: 14).

TCMB'nin makro ihtiyati politikalarının kuşkusuz proaktif bir politika olduğu görülmektedir. Önceden tespit edilmiş risklere karşı ileriye dönük operasyonel bir politika uygulaması özelliği göstermektedir. Ancak, küresel finans sistemine entegre olmuş, esnek döviz kuru rejimi altında, açık ve küçük bir ekonomide yürütülecek para politikasının genel çerçevesinin reaktif bir politika yapısında olması şaşırtıcı olmamaktadır. Bu durumda uluslararası konjunktürde yaşanan gelişmelerin TCMB'nin politika içeriğini ve yönünü belirlemede önemli bir rolü olduğu gerçeğini ortaya koymaktadır. Nitekim Dağlaroğlu vd. (2017)'ye göre, genişletilmiş Taylor Kuralı çerçevesinde -basit kuralın enflasyon ve çıktı arasındaki bağıntısı dışında- küresel finans göstergelerinin de incelenmesine imkân tanımakta ve dolayısıyla küresel kriz sonrası TCMB'nin para politikasının fiyat istikrarı dışında finansal istikrarı amacının da incelenmesine imkân tanımaktadır. Yapılan ampirik çalışmada, küresel finans göstergelerinin TCMB'nin politika faizinin belirleyicisi haline gelirken, temel politika kurgusunun küresel iktisadi konjunktürdeki değişimlere bağımlı olduğu sonucuna ulaşılmış ve Türkiye ekonomisinde kısa vadeli yabancı sermaye akımlarındaki hareketlerin para politikasının içeriğini ve yönünü belirlediği görülmektedir. Bu durumda TCMB'nin para politikasının etkinliği araştırılırken içsel dinamikler yanında dışsal dinamiklerinde önemli olduğu vurgulanmaktadır (Dağlaroğlu vd., 2017).

GÜ merkez bankalarının kriz sürecinde genişletici para politikası uygulamalarına son vermeye başlamaları ve ekonomilerindeki toparlanma süreçleri ile bilançolarını küçültmeye başlayacaklarını duyurmaları sonrasında TCMB'nin de küresel kriz sonrası uygulanan para politikası yapısında değişikliğe gideceği duyurulmuştur. TCMB'nin reaktif para politikası kurgusu gereğince küresel para politikalarındaki normalleşme süreci içerisinde “para politikasının sadeleştirileceği” açıklanmıştır. Sadeleştirmenin en önemli ayağı faiz koridorunun simetrik ve dar şekilde belirleneceği ve TCMB'nin bankaları fonlama aracı olarak bir haftalık repo faiz oranı üzerinden yapacağı duyurulmuştur. Bu noktada TCMB'nin piyasayı TL fonlama aracı olarak sadece bir haftalık repo faiz oranı üzerinden yapacağı anlaşılmaktadır (TCMB, 2015: 1).

Küresel para politikalarındaki belirsizliklerin devam etmesi TCMB'nin para politikasındaki bekle-gör anlayışı içerisinde sadeleştirme adımlarında daha temkinli davranmaya sevk etmiştir. 2016 yılının Aralık ayında yayınlanan para ve kur politika metninde; “2017 yılında TCMB likidite politikası ve yönetimine ilişkin operasyonel

çerçeve aşağıdaki şekilde oluşturulmuştur. Buna göre; i) Sadeleşme sürecinde, Merkez Bankası temel fonlama aracının 1 hafta vadeli repo işlemleri olması hedeflenmektedir...” (TCMB, 2016: 10) ifadesini izleyen dönemde duyurulan ileriye dönük para politikası kurgusunun dışında bir dizi gelişmeler yaşandığı görülmektedir. TCMB, öncelikle bir haftalık repo ihalelerini iptal ederken olağanüstü durumlarda bankaların fonlama aracı olan geç likidite penceresi (GLP) üzerinden bankaların fonlanmaya başladığı görülmektedir. GLP'nin 2017 yılında yüzde 10'dan yüzde 12,75 artırıldığı ve fonlama kompozisyonun giderek çok büyük kısmının GLP ile yapılması temel fonlama aracının bir haftalık repo faizleri yerine GLP borç verme faiz oranı olarak belirlendiği anlaşılmaktadır (TCMB, 2017: 2).

TCMB'nin 2016 yılında para politikası enflasyon üzerindeki etkisinin dışsal faktörlerin yanı sıra artan kamu harcamalarının etkisi ile azaldığı görülmektedir. Bu dönemde enflasyonun yukarı yönlü hareketinde kamu harcamalarındaki artışların enflasyon dinamiklerinde yer aldığı görülmekte ve uzun bir zaman sonra enflasyonun tekrar çift haneli seviyelere çıktığı görülmektedir. TCMB'nin klasik enflasyon hedeflemesi altında fiyat istikrarı hedefine odaklanırken gerekli koşulları sağlayabilmesi gerekmektedir. Bu koşullardan biri olarak mali baskınlığın azaltılması gelmektedir. Türkiye'de iktisadi koşulların fiyat istikrarının sağlanamadığı ortamda kamu harcamalarının artırılması enflasyon üzerinde yukarı yönlü baskıyı artırdığı görülmektedir. Ancak klasik enflasyon hedeflemesi altında sağlanması gereken bir diğer koşul ise merkez bankasının bağımsızlığı ölçütüdür. Merkez bankalarının bağımsızlığı ile enflasyon arasında güçlü ve ters yönlü ilişkinin varlığı (Rogoff, 1985) enflasyon hedeflemesi altındaki merkez bankalarının enflasyon beklentilerini ne kadar çapalayabileceğini göstermektedir. Bu durumda TCMB'nin 2017 yılı için belirlediği, yıl sonu enflasyon hedefini yüzde 5 olmasına karşılık, piyasanın yıl sonu enflasyon beklenti yüzde 8 olduğu görülmektedir. Hedef ile piyasa beklentisi arasındaki fark arttıkça merkez bankasının enflasyon beklentilerini yeterince iyi çapalanamadığını göstermektedir. Hedef ile beklenti arasındaki yüzde 3'lük farkın Kasım ayında yüzde 3,7'ye çıkarken, Aralık ayında bu farkın yüzde 4,3 çıktığı görülmekte ve enflasyon gerçekleşmesinin yılsonu hedefinden sapmasının yüzde 110'ları bulduğu görülmektedir. Bu durum TCMB'nin enflasyon beklentilerini çapalayamadığını açıkça göstermektedir (Özatay, 2017). Sonuç olarak, 2017 yılında gevşek maliye politikası enflasyon üzerinde

yukarı yönlü hareketin belirleyicilerinden biri olmasına karşılık, para politikasının hareket kabiliyetini azaltan bir diğer unsurun ise TCMB'nin enflasyon beklentilerini çapalayacak yetkinlikte olmadığı gerçeğidir.



SONUÇ VE ÖNERİLER

Ana akım iktisadi düşüncenin genel iktisat politika kurgusunun iki ucundan birinde Klasik teori yer alırken, diğerinde Keynesyen teorinin yer aldığı görülmektedir. Klasik teori etkin piyasa sistemi altında müdahalelerin gereksiz ve etkinliği bozucu bir faktör olarak görünürken, Keynesyen teoride serbest piyasa sisteminin doğası gereği dengesizlikleri barındırdığı ve ekonomide dengenin özel bir durum olduğu, genel durumun dengesizlik üzerine olduğu ve ekonomiye mutlaka dışsal müdahaleler ile denge durumunun sağlanacağı ifade edilmektedir. Bu bakış açısının para politikasının etkinliğine dair teorik düzlemde de geçerliliğini korurken, bu iki ana akım teorisi ve bunların takipçileri olan revizyonist teorilerin, tarihsel süreçteki önemli kırılmalar da (1929 Büyük Buhran 1970’lerde stagflasyon olgusu gibi) geçerlilikleri sınanırken eleştiri ve karşı eleştirilerin yapıldığı ve 1990’larda ise Monetarist-Rasyonel Beklentiler-Keynesyen teoriyi barındıran yeni uzlaşmayı son tahlilde ortaya çıkarmıştır. Söz konusu yeni uzlaşma etrafında modern para politikasının teorik temellerinin de olduğu görülmektedir. Modern para politikası fiyat istikrarı amacına sıkı sıkıya bağlı iken odaklandığı temel gösterge olan enflasyona, politika aracı olarak kısa vadeli faiz oranlarını kullanarak ulaşmaya çalıştığı görülmektedir. Bu politika kurgusunda merkez bankaları kurumsal çerçevelerini bağımsızlık, şeffaflık, hesap verilebilirlik gibi ilkelerle politika etkinliğini artırmak isterlerken para politikasının etkinliğine dair kuramsal çerçeve ise enflasyon hedeflemesi rejime altında oluşturulduğu görülmüştür.

1990’lardan itibaren merkez bankacılığı ve para politikasının nihai amacının fiyat istikrarı olması konusunda genel bir konsensüsün sağlandığı görülürken, GÜ’lerde fiyat istikrarı sağlanması ve bunun yanında enflasyon hedeflemesi rejimini uygulayan birçok GOÜ’lerin enflasyonu düşürme konusunda başarı sağladıkları görülmüştür. Diğer taraftan 1990’lar itibariyle küreselleşme ve aşırı finansallaşma altındaki GOÜ’lerde yaşanan finansal krizler para politikasının etkinliğine dair tartışmaları teorik düzeyden daha çok ülkelerin yapısal sorunları ile ilgili olduğu görüşü ile geçirildiği görülmüş ve krizlerin kurumsal değişimlerini tam manası ile henüz gerçekleştirememiş bu ülkelere özgü bir durum olduğu belirtilmiştir. 1990’ların panoramasında yabancı sermaye akımlarının başrolde olduğu GOÜ’lerde ortaya çıkan bir dizi finansal krizler ve GÜ’lerde yakalanmış uzun dönemli fiyat istikrarı dönemi ve görece yüksek büyüme

oranlarının yakalandığı ve “Great Moderation” yani büyük uyum olarak nitelenilen bir dönem görülmektedir.

2008 Eylül ayında ABD’de ortaya çıkan Mortgage Krizi sonrası dünyaya hızla yayılan kriz, para politikası üzerindeki yerleşik inançları sarsmış ve üzerinde geniş bir iktisadi yazın oluşturacak boyutta tartışmaları ortaya çıkardığı görülmektedir. Küresel finans krizinin en önemli verdiği ders, fiyat istikrarı amacının bir ekonomideki genel istikrarı tesis etmek için yeterli bir ölçüt olmadığı gerçeğinin görülmüş olması ve finansal sistemin doğası gereği içerisinde barındırdığı istikrarsızlığa karşı finansal istikrarın sağlanması ve devamlı gözetilmesi gerekliliği ortaya çıkmıştır. Bu dönemde yaşananlar fiyat istikrarı yanında finansal istikrarını da merkez bankalarının politika kurguları içerisinde yer vermeleri gerektiği yönünde genel bir konsensüsün sağlandığı görülmektedir.

Türkiye’de ise TCMB’nin küresel kriz sonrası para politikası duruşu ve bu politikaların sonuçları etrafında bu tartışmalarının gerçekleştiği görülmüş ve söz konusu TCMB’nin yeni politika bileşiminin makro ekonomik değişkenler üzerindeki etkinliği tartışmanın odak noktası haline gelmiştir. TCMB öncelikle küresel finans krizinin ilk etkilerinin görüldüğü 2008 yılının son çeyreğinden itibaren daha önceden yaşadığı kriz tecrübeleri ışığında gerekli müdahaleleri yaparak, döviz ve TL likiditelerine yönelik aldığı önlemler neticesinde krizin etkilerini minimum düzeyde olmasını amaçlamıştır. Kriz dönemi alınan tedbirlerin genişletici para politikası niteliğinde olması kriz dönemi etkin şekilde çalışmayan parasal aktarım mekanizmasını tekrar işlenir kılmak ve makro ekonomik temel göstergeleri tekrar kriz öncesi seviyeye gelmesini amaçlamıştır. Ancak krizin etkilerini gidermeye yönelik alınan tedbirlerin maliyeti, kriz sonrası alınan bu tedbirlerin kademeli olarak geri alınmanın maliyetinden daha fazla olduğu görülmüştür. Nitekim kriz döneminde alınana genişletici para ve maliye politikaları ile küresel krizden çıkışı kolaylaştırmış ancak ekonominin daha fazla ısınmasını sağlayacak zemini de beraberinde ortaya çıkarmıştır.

Küresel krizden görece olarak GÜ’lerden daha hızlı bir şekilde çıkan GOÜ’lerde ileriye dönük beklentilerin olumlu bir seyir izlemesi bu ülkelere yoğun bir şekilde kısa vadeli sermaye akımlarının yönelmesine neden olmuştur. Bir ülkeye yabancı sermayenin yoğun bir şekilde yönelmesinin merkez bankacılığı ve para politikası

açısından bilindik bir durum olmasına karşılık, küresel konjonktür ve para politikasındaki paradigma kaymaları, merkez bankalarının geleneksel para politikası dışında politika kurgularına yönelmelerine yol açmıştır.

TCMB'nin küresel kriz sonrası Türkiye'de ısınan ekonomide ortaya çıkan makro finansal riskleri ilk gören ve bu risklere karşı ilk adımı atan kurum olması vurgulanması gereken bir nokta olmaktadır. 2010 Kasım ayından itibaren TCMB'nin fiyat istikrarı yanında kredi genişlemesi hızını makul düzeyde olmasını sağlamak ve artan kısa vadeli sermaye akımlarını daha stabil seviyelerde olmasını sağlamak gibi finansal istikrar amacına yönelik ara hedeflerini belirlemiştir. TCMB'nin makro ihtiyati politikalar olarak adlandırdığı politikanın konjonktür karşıtı bir politika olarak ortaya çıkması, rekor büyüme oranları içerisindeki ekonomiye karşı frenletici bir politika olması hükümet tarafından, yine hızlı kredi genişlemesi altında bankaların toplam kârlarının artırmış olması bankacılık sektörü tarafından, TL'nin aşırı değerlenmesi ve hane halkının borçlanma maliyetlerinin düşmesi ile toplam talebi artırıcı etki yapması reel sektör temsilcileri tarafından çokta hoş karşılanmamış ve *“partinin en güzel anında elektrik şartellerini indirerek, partiyi bitirmek”* isteyen TCMB'nin bu politikaları gerekli kamuoyu desteğini alamamıştır. TCMB'nin yeni politika yaklaşımı başlangıçta diğer kamu kurum ve kuruluşlardan ve iktisadi aktörlerden gerekli desteği alamayınca 2010 Kasım – 2011 Haziran arasında politika uygulamalarının etkinliğinin sağlanamamasının nedenlerinden biri olarak ortaya çıkmıştır.

Merkez bankalarının kısa vadeli yabancı sermaye akımlarının arttığı ve hızlanan kredi genişlemesinin olduğu küresel kriz sonrası konjonktürde faiz koridorunun hangi yönde uygulanacağı para politikası uygulayıcılarının politika stratejisine göre şekillenmektedir. TCMB'nin politika kurgusunda ise faiz koridoru kısa vadeli sermaye akımlarını azaltmak ara hedefi doğrultusunda faiz koridoru alt banttı genişletilerek gecelik para piyasasında faizlerin aşağı yönlü oynaklığına izin verilmiş bu piyasadaki getiri oranlarının düşmesi ve belirsizliğin artırılması sağlanarak, kısa vadeli yabancı sermayenin risk iştahının azalması sonucuna ulaşılması amaçlanmıştır. Diğer taraftan kısa vadeli faiz oranlarının aşağı yönlü oynaklığına izin verilerek mevcut kredi genişlemesinin kontrol altına alınması amacına ters düştüğü görülmektedir. TCMB burada, faiz koridoru uygulamasının aksi yönde ek politika aracı olarak zorunlu karşılıkları artırarak kredi genişlemesinin azaltılmasını amaçlamıştır. Ancak merkez

bankasının kullandığı zorunlu karşılıklar aracı ile etkilemek istediği kredi genişlemesini kontrol altına almak hedefi arasında güçlü bir ilişkinin kurulamamış olduğu görülmektedir. Buna göre ara hedef doğrultusunda zorunlu karşılıkların artırılması ile bankaların mevduat maliyetlerinin artması, bankaların krediye çevrilebilir fonlarının azaltılması amaçlanmış ve sonuç olarak bankaların kredi verme eğilimlerinin azalacağı beklenilmiştir. Ancak zorunlu karşılıklar politikasının sonuçları beklenildiği gibi gerçekleşmemiş ve zorunlu karşılıklar ile bankaların likidite imkânları kısıtlanmasına rağmen azaltılan krediye çevrilebilir fonların ikame edilebilirliği nedeniyle bankalar mevduat dışı fonlar aracılığıyla kredi verme eğilimlerini devam ettirmiş ve kredi piyasasında rekabetin fazla olmasının bankaların kredi maliyetlerinin artmasına ve kar marjlarının düşmesine rağmen kredi genişlemesinin önüne geçilemediği görülmüştür. TCMB'nin zorunlu karşılıkları kademeli olarak artırmaya başladığı 2010 Kasım ayından itibaren kredi genişlemesinin büyümesinde belirgin bir azalma görülmemiştir. Ancak BDDK'nın 2011 Haziran ayında krediler üzerindeki karşılıkların artırılması ile bankaların kredi verme eğilimlerinin belirgin bir şekilde azaldığı görülmüştür.

TCMB'ye yönelik bir diğer eleştirinin genişletici para politikası sonrası böylesi bir makro ihtiyati duruşa geçişteki keskin bir dönüş yapılırken kriz dönemi alınan tedbirlerin geri alınmasında yavaş davranıldığı görüşüdür. TCMB'nin artan döviz likiditesi karşısında döviz alım ihaleleri ile döviz rezervlerini artırırken ekonomiye enjekte ettiği TL'yi de sterilize etmemesi makro ihtiyati sıkılaştırmanın uygulama noktasında anlam kaymasına neden olmuştur.

Ayrıca TCMB'nin küresel krize kadar görece olarak başarılı şekilde enflasyon hedeflemesinden kriz sonrası koşullarda büyük sapmaların yaşandığı görülmüştür. Bu noktada bir merkez bankasının nihai amacının fiyat istikrarı olduğu ve teorik, yasal ve kurumsal çerçevesini ona göre belirlediği bir durumda, fiyat istikrarının sağlanmasının “nihai” durumunun ise kabaca %1-3 arasında bir enflasyonun tutturulması gerekirken, TCMB'nin henüz nihai amaca ulaşamamışken başkaca bir nihai hedefi daha amaç setine eklemiş olması, politika etkinliğinin sağlanmasını güçleştiren bir durum olmaktadır. Örneğin küresel kriz sonrası finansal istikrar odaklı para politikasının gerçekleştirildiği dönemde fiyat istikrarı hedefinden ödün verilirken, enflasyon odaklı politika faizi enstrümanının kullanıldığı politika hamlelerinde ise enflasyonist eğilimlerin azaldığı görülmüştür.

TCMB'nin makro ihtiyati politikalar neticesinde ulaşmak istediği genel hedef kısa vadeli sermaye hareketlerinin olası bir ani duruş karşısında başta enflasyon olmak üzere, cari açık, kredi büyümesi, döviz kuru, gibi değişkenlerin makul düzeylerde olmasını amaçlamıştır. Bahsettiğimiz tüm bu değişkenler makro ihtiyati politikaların etkinliğine bağlı olarak makro ekonomik istikrarın iki yüzü olan fiyat istikrarı ve finansal istikrarı amaçlarına ulaşmayı başarıp başaramadığının tespiti açısından önemlidir. TCMB'nin klasik enflasyon hedeflemesi altında nihai amacı fiyat istikrarı hedefi için amaç ve araç bağlamında son derece sade bir politika stratejisinde, kamuoyunu karşı şeffaf, hesap verilebilirlik altında iletişim kanalının etkin bir şekilde sağlanması açısından basit ve anlaşılır düzeyde bir para politikası yürütmeye çalışmıştır. TCMB'nin makro ihtiyati politikalarının ise geniş bir perspektifte birçok ara hedef ile makro ekonomik değişkenleri etkilemeye çalışması bir takım güçlükleri de beraberinde getirmiştir. Küresel kriz sonrası ortaya konan iki ara hedefin kısa vadeli sermaye akımlarını azaltmak ve kredi genişlemesinin azaltılması gibi hedeflerin farklı boyutlarda etki kanalları oluşturarak TCMB'nin ara hedef setini genişletmekte ve politika kurgusunu daha anlaşılabilir ve karmaşık bir hale sokmaktadır. TCMB yeni para politikası duruşunda uygulamaya soktuğu makro ihtiyati politika ile toplam talebin azaltılması için hızlanan kredi genişlemesinin törpülenmesi gerekirken, aynı zamanda hızlı kredi genişlemesinin önüne geçebilmek için zorunlu karşılıkların artırılmasına gitmiş başka bir makro ihtiyati politika duruşunda kısa vadeli sermaye akımlarının meydana getirdiği döviz kurundaki dalgalanmaları bertaraf edebilmek için faiz koridorunu kullanmış ve TL'deki aşırı değerlenmenin önüne geçerek bir nevi ithalatı dizginlemek ve cari açığın azaltılması için dış ticaret hesabındaki dengenin sağlanmasına çalışılmıştır. Başka bir makro ihtiyati politika duruşunda ise kısa vadeli sermaye akımlarının banka bilançolarında kısa vadeli yükümlülüklerin artması ile ilgili ortaya çıkan finansal riskleri bertaraf etmeyi de ara hedef olarak belirlemiştir. Görüldüğü üzere fiyat istikrarı hedefine kıyasla TCMB'nin finansal istikrar için belirlediği makro ihtiyati politika seti makro finansal risklerle beraber sayısı da artarken yeni politika bileşiminde eldeki mevcut araçlarla tüm hedeflerinin hepsini birden tutturmak gibi zor bir görevin üstesinden gelmeye çalıştığı görülmüştür. Bu itibarla merkez bankalarının kredibilitesi, makro finansal tedbirlerinin etkinliğinin yanında söz konusu kamuoyu ile paylaştığı politika duruşunun anlaşılabilirliği da önemli olmaktadır.

Kriz sonrası TCMB'nin yeni para politikası, finansal istikrar amacı içerisinde birçok değişkeni barındıran ve bu değişkenleri istenilen yönde etkileyebilmek için birçok politika aracına ihtiyaç duyduğu görülmektedir. Ancak TCMB'nin operasyonel yetkinliği açısından gerekli makro ihtiyati politika araçlarına sahip midir gibi bir soru ya da finansal istikrarın sağlanması adına “*tek yetkili kurum olmalı mıdır?*” gibi soru; TCMB'nin politika etkinliği açısından hem teorik düzeyde sorgulanması ve uygulama noktasında ise sonuçlarının irdelenmesi gerekmektedir. Buna karşılık 2011 yılında kurulan finansal istikrar komitesinde, komitenin hangi kurum ya da kişilerden oluştuğu ve görevlerinin neler olduğu belirlenmişse de komitenin kurumsal çerçevesi tam olarak oluşturulmadığında komitenin bir uygulayıcı mı yoksa bir tavsiye verici bir özelliği mi olduğu, belirlenmemiştir. Komite, uygulayıcı ise politika araçları nelerdir ve hangi yetki ile donatılmıştır, eğer tavsiye verici ise yaptırım gücü nedir ve söz konusu TCMB ve BDDK gibi kurumların bağımsızlık ilkeleri bu durumda ne olacaktır, gibi soru/sorunları barındıran yapıda olduğu görülmektedir.

Bu durumda TCMB'nin küresel kriz döneminde en azından riskleri en erken gören kurum olması, gerekli bağımsızlık ölçütü içerisinde karar alma noktasında yasal çerçevesinin sağlanmış olmasının yanında makro ihtiyati politikaların etkinliği açısından finansal istikrar hedefi ile uyumlu araç ya da araçların oluşturularak tarihsel tecrübeleri ve kurumsal yetkinliği dikkate alınarak finansal istikrarı sağlamak adına tek yetkili kurum olması makul bir fikir olarak görülmektedir. Bu seçenek dışında merkez bankasının fiyat istikrarı hedefine odaklı para politikası yürütürken finansal riskler karşısında küresel kriz döneminde ağırlıklı olarak üstlendiği bu görevi sadece para politikası ile yürütmek yerine, mali sektör ve bankacılık sektör düzenleme ve denetleme otoritelerinin de etkin bir şekilde çalışması ve finansal risklere karşı eşgüdümlü bir şekilde hareket ederek finansal istikrarın sağlanması başkaca bir yol olarak görülmekte ve böylece para politikasının etkinliğinin daha fazla olacağı öngörülmektedir.

KAYNAKLAR

- Acar, A. İ., Utkuseven, A. ve Koç, E. Ö. (2015). Geçmiş Öngörmek: Ekonomik Krizlerin Teorik ve Tarihsel Arka Planı. Ed: N. Eroğlu, İ. Eroğlu, H. İ. Aydın. *İktisadi Krizler ve Türkiye Ekonomisi Prof. Dr. İlker PARASIZ'a Armağan* (ss. 69 – 82). Ankara: Orion Kitabevi.
- Akalın, G. ve Tokucu, E. (2010). Kurala Dayalı-Takdire Dayalı Para Politikaları: Taylor Kuralı ve Türkiye'de Enflasyon Hedeflemesi Uygulaması. *Marmara Üniversitesi İ.İ.B.F. Dergisi*. 22(1): 37-55.
- Akat, A. S. (1994). 1994 Bunalımı Üzerine Çeşitlemeler. *Görüş Dergisi*. 15: 16 – 20.
- _____ (2009). *İktisadi Analiz*. Ankara: Efil Yayınevi.
- Akdiş, M. (2011). *Para Teorisi ve Politikası*. Ankara: Gazi Kitabevi.
- Akkaya, Y. ve Gürkaynak, R. S. (2012). Cari Açık, Bütçe Dengesi, Finansal İstikrar ve Para Politikası: Heyecanlı Bir Dönemin İzi. *İktisat İşletme ve Finans* 27(315):93 – 119.
- Aktan, C. C. (2000). *Politik İktisat*. İzmir: Anadolu Matbaacılık.
- _____ ve Şen, H. (2002). Ekonomik Kriz: Nedenler ve Çözüm Önerileri. *Yeni Türkiye Dergisi*. 1: 1-9.
- Akyazı, H. ve Ekinci, A. (2008). Enflasyon Hedeflemesi Rejiminin Performansı: Gelişmekte Olan Ülkeler ve Türkiye Karşılaştırması. *Marmara Üniversitesi İ.İ.B.F. Dergisi*. 24(1): 21 – 40.
- _____ ve Al, İ. (2015). 2008 Küresel Krizin Para Politikası ve Enflasyon Hedeflemesi Stratejisine Yansımaları. Ed: N. Eroğlu, İ. Eroğlu, H. İ. Aydın. *İktisadi Krizler ve Türkiye Ekonomisi Prof. Dr. İlker PARASIZ'a Armağan* (ss. 367 - 394). Ankara: Orion Kitabevi.
- Alparlan, M. ve Erdönmez, P. A. (2000). Enflasyon Hedeflemesi. *Bankacılar Dergisi*. 35: 14-41.
- Alper, K. ve Tiryaki, S. T. (2011). Zorunlu Karşılıkların Para Politikasındaki Yeri. *Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası Ekonomi Notları*, Sayı: 2011-08. www.tcmb.gov.tr. (07.09.2017).

- Alper, K., Kara, H. ve Yörükoğlu, M. (2012). Rezerv Opsiyon Mekanizması. *Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası Ekonomi Notları*, Sayı: 2012-28. www.tcmb.gov.tr. (07.09.2017).
- Aras, O. N. ve Öztürk, M. (2015). 1997 Asya Krizi ve Etkileri. Ed: N. Eroğlu, İ. Eroğlu, H. İ. Aydın. *İktisadi Krizler ve Türkiye Ekonomisi Prof. Dr. İlker PARASIZ'a Armağan* (ss. 221 – 240). Ankara: Orion Kitabevi.
- Aslaner, O., Çıplak, U., Kara, H. ve Küçüksaraç, D. (2014). Reserve Option Mechanism: Does it Work as an automatic Stabilizer? *CBRT Working Paper No: 14/38*.
- Aslanoğlu, E. (2011b). Küresel Ekonomik Kriz ve İktisat Politikaları. Ed: G. Özgür, H. Yetkiner. *Zor Zamanlarda İktisat* (ss. 36 – 44).
- _____ (2015). 2008 Sonrası Dünya Ekonomisinde Görünüm ve İktisat Politikaları. Ed: N. Eroğlu, İ. Eroğlu, H. İ. Aydın. *İktisadi Krizler ve Türkiye Ekonomisi Prof. Dr. İlker PARASIZ'a Armağan* (ss. 323 – 341). Ankara: Orion Kitabevi.
- Ball, L. (1999). Efficient Rules for Monetary Policy. *International finance*. 2(1): 63-83.
- Balmumcu, Ö. (2012). Küresel Finans Krizi Ekseninde Para Politikası Tartışmaları. *Ege Stratejik Araştırmalar Dergisi*, 4(2): 23-55.
- Barışık, S. (2015). Kriz Kuramları ve Kriz Modelleri. Ed: N. Eroğlu, İ. Eroğlu, H. İ. Aydın. *İktisadi Krizler ve Türkiye Ekonomisi Prof. Dr. İlker PARASIZ'a Armağan* (ss. 109 – 136). Ankara: Orion Kitabevi.
- Başçı, E. (2010). Merkez Bankası ve Finansal İstikrar “Sermaye Hareketleri ve Döviz Kuru Politikaları” Türkiye Ekonomi Kurumu Paneli 11 Aralık 2010. *Ankara: Türkiye Cumhuriyeti Merkez Bankası Yayını*. www.tcmb.gov.tr. (07.09.2017).
- Başçı, E. ve Kara, H. (2012). Finansal İstikrar ve Para Politikası. *Ankara: Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası Çalışma Tebliği No:11/08* www.tcmb.gov.tr (06.05.2017).
- _____ (2012). “Finansal ve Makroekonomik İstikrar: Önümüzdeki Zorluklar” Konferansı Açılış Konuşması 04 Haziran 2012, İstanbul. www.tcmb.gov.tr. (07.09.2017).

- _____ (2014). Küresel Krizle Birlikte Merkez Bankalarının Değişen Politikaları. Ed.: A.Arı. *Prof. Dr. İlker Parasız'a Armağan Bir Duayen ile İktisat ve Finansı Çok Boyutlu Düşünmek* (ss. 115 – 121). Ankara: Efil Yayınevi.
- Bernanke, B. S., and Mishkin, F. S. (1997). Inflation Targeting: a New Framework for Monetary Policy? *National Bureau of Economic Research*. Working Paper No: 5893.
- _____ (2012). Opening Remarks: Monetary Policy Since the Onset of the Crisis.https://www.kansascityfed.org/publicat/sympos/2012/Bernanke_final.pdf. (01.09.2017).
- _____ (2016). *Karar Alma Cesareti Yüzyılın Büyük Finans Krizi ve Sonrası*. İstanbul: Destek Yayınları.
- Bildirici, M. (1999). Rasyonel Beklenti. *Ekonomik Yaklaşım*. 10(32): 31-60
- Binici, M. Erol, H., Kara, H, Özlü, P. Ve Ünalmiş, Deren (2013). Faiz Koridoru Bir Makro İhtiyati Araç Olabilir mi? *Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası Ekonomi Notları*, Sayı: 2013-20. www.tcmb.gov.tr. (24.10.2017).
- Blanchard, O. and Galí, J. (2007). Real Wage Rigidities and The New Keynesian Model. *Journal of Money, Credit and Banking*. 39(1): 35-65.
- _____, Dell'ariccia, G. and Mauro, P. (2010). Rethinking Macroeconomic Policy. *Journal of Money, Credit and Banking*.42(1): 199 - 215.
- Bocutoğlu, E. (2012). *İktisadi Düşünceler Tarihi*. Trabzon: Murathan Yayınevi.
- _____ (2013). *Karşılaştırmalı Makro İktisat: Teoriler ve Politikalar*. Bursa: Ekin Basım Yayın Dağıtım.
- _____ (2014). ABD'de 1933 Glass-Steagall Yasasının Yürürlükten Kaldırılması 2007 Küresel Finansal Krizini Tetikledi mi? : Karşılaştırmalı Bir Değerlendirme. *Bankacılar Dergisi* 68: 83 – 111.
- Bordo, M. D. (2007). A Brief History of Central Banks. <https://www.clevelandfed.org/~media/content/newsroom%20and%20events/publications/economic%20commentary/2007/ec%2020071201%20a%20brief%20history%20of%20central%20banks%20pdf.pdf>, (02.05.2017).

- Borio, C. (2014). Central Banking Post-Crisis: Wgat Compass for Uncharted Waters?. Ed: C. Goodhart, D. Gabor, J. Vestergaard and İ. Ertürk. *Central Banking at a Crossroads Europe and Beyond* (ss. 191-216). London: Anthem Press.
- Buchs, T. D. (2004). Consenques of Financial Globalization for Policy. *Aussenwirtschaft*. 59(1): 29 – 50.
- Brunner, K. (1968). *The Role of Money and Monetary Policy*.
- Bulut, E. ve Demirel, B. (2015). *Uluslararası Parasal İktisat*. Ankara: Pelikan Yayıncılık.
- Büyükakın, T. ve Erarlan, C. (2004). Yeni Enflasyon Hedeflemesi ve Türkiye’de Uygulanabilirliğinin Değerlendirilmesi. *Kocaeli Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi*. 8(2): 18-37.
- _____ (2007). Yeni Keynesyen İktisat mı, Yeni Neo-Klasik Sentez mi?. *Kocaeli Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi*. 13(1): 22-36.
- _____ (2008). Phillips Eğrisi: Yarım Yüzyıldır Bitmeyen Tartışma. *İstanbul Üniversitesi Siyasal Bilgiler Fakültesi Dergisi*. 39: 133-159.
- Cerny, P. G. (1994) The Dynamics of Financial Globalization: Technology, Market Structure, and Policy Response. *Policy Science*, (27): 319- 342.
- Celasun, O. (1998). The 1994 Currency Crisis in Turkey. http://documents.worldbank.org/curated/en/965221468777258191/132532322_20041117180126/additional/multi-page.pdf, (30.08.2017)
- Cicioğlu, Ş. (2009). *Finansal Serbestleşme Sürecinde Türkiye Ekonomisinde Finansal Derinlik ve Baskınlık Analizi*. (Yayınlanmamış Doktora Tezi). İstanbul: Marmara Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü.
- Çakmak, S. (2004). *Karşılaştırmalı Finansal Kriz Analizleri: Latin Amerika, Asya ve Türkiye*. (Yayınlanmamış Doktora Tezi). İstanbul: İstanbul Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü.
- Çalışkan, Ö. V. (2003). Uluslararası Finansal Krizler. *Ekonomik Yaklaşım*. 14(49): 225-240.
- Çolak, Ö. F. (2007). *Finansal Piyasalar ve Para Politikası*. Ankara: Gazi Kitabevi.

- Çiçek, M. (2011). Paranın Miktar Teorisi ve Türkiye'de Geçerliliği. *Süleyman Demirel Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi*. 16(3): 87-115.
- Dağlaroğlu, T., Demirel, B. ve Varlık, S. (2013). Bilanço Düzeltme Sürecinde Gelişmekte Olan Piyasa Ekonomilerinde Ani Duruş Problemine Karşı Makro Basiretli Politikalar. International Conference on Eurasian Economies 2013, Yayın No:145104.
- _____ and Mahmud, F. S. (2017). Monetary Policy İmplications Of Short-Term Capital Flows İn Turkey. *Empirica*, 1-17., (Yayın No: 3839370).
- Dalyancı, H. L. (2010). *Finansal Kriz Teorileri ve Türkiye Ekonomisinde 1990 Sonrası Finansal Krizlerin Ekonometrik İncelemesi*. (Yayınlanmamış Doktora Tezi). İstanbul: Marmara Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü.
- Delice, G. (2003). Finansal Krizler: Teorik ve Tarihsel Bir Perspektif. Erciyes Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi, (20): 57-81.
- _____ ve Öztürkler, H. (2015). 2008 Küresel Finans Krizi Sonrası Türkiye Ekonomisi. Ed: N. Eroğlu, İ. Eroğlu, H. İ. Aydın. *İktisadi Krizler ve Türkiye Ekonomisi Prof. Dr. İlker PARASIZ'a Armağan* (ss519 - 550). Ankara: Orion Kitabevi.
- Demos, (2009). A Brief History of the Glass-Steagall Act. *Demos Background Paper*. http://www.demos.org/sites/default/files/publications/glass-steagall-history_Demos.pdf (03.09.2017).
- Doğanalp, N. (2014). *Finansal Krizlerin Gelişmekte Olan Ülke Ekonomileri Üzerine Etkileri: Türkiye Örneği*. (Yayınlanmamış Doktora Tezi). Konya: Selçuk Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü.
- Doğru. Bülent, (2015). *Merkez Bankası Para Politikası Stratejileri*. Ankara: Akademisyen Kitabevi.
- Dornbusch, R. and Fischer, S. (1998). *Makroekonomi*. Çev. Komisyon. Ankara: Akademi Yayın .

- Durmuş, M. (2012). Aşırı Birikim – Finansallaşma İlişkisinin 2008 Krizi Bağlamında Analizi. *Ekonomik Yaklaşım Dergisi*. 21(Özel Sayı): 1 – 48.
- Dwyer, G. P. (1993). Rules and Discretion in Monetary Policy. *Federal Reserve Bank of Saint Louis Review*. 75: 3-13.
- Eğilmez, M. (2012). Kendime Yazılar: Reel Efektif Döviz Kuru Endeksi Nedir?. <http://www.mahfiegilmez.com/2012/11/reel-efektif-doviz-kuru-endeksi-nedir.html>, (31.10.2017).
- _____ (2015). *Küresel Finans Krizi*. İstanbul: Remzi Kitabevi.
- _____ (2017). Kendime Yazılar: Taylor Kuralı, Türkiye ve Seçim Sorunu. <http://www.mahfiegilmez.com/2017/03/taylor-kural-turkiye-ve-secim-sorunu.html>, (22.07.2017).
- Eichengreen, B., Rose, A. K., and Wyplosz, C. (1996). *Contagious Currency Crises* (No. w5681). National Bureau of Economic Research.
- Ekin, N. (1998). Küreselleşme ve Endüstri İlişkilerinde Yeni Boyutları. *İ. Ü. İktisat Fakültesi*. 41-42(1):1 - 23.
- Erdoğan, S. (2005). Alternatif Para Politikası Stratejileri Üzerine Karşılaştırmalı Bir Değerlendirme. *Kocaeli Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi* 9(1) : 34-54.
- Erdönmez, P. A. (2009). Küresel Kriz ve Ülkeler Tarafından Alınan Önlemler Kronolojisi. *Bankacılar Dergisi* 68: 85 – 101.
- Ermişoğlu, E. (2013). Türkiye’de Enflasyon Hedeflemesi Bir Başarı Hikayesi mi?. *Bankacılık ve Finansal Piyasalar Dergisi*. 7(1): 31 – 59.
- Eroğlu, İ. (2007). Açık Enflasyon Hedeflemesi Stratejisi ve Türkiye Deneyimi. *Karamanoğlu Mehmetbey Üniversitesi Sosyal ve Ekonomik Araştırmalar Dergisi*, 9(13): 1-28.
- _____ (2009). *Enflasyon Hedeflemesi Rejimi ve Türkiye’deki Uygulamanın Performans Analizi*. (Yayınlanmamış Doktora Tezi). İstanbul: Marmara Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü.

- _____ ve Yeter, F. (2017). Neoliberal Politik Düşünce Ekseninde Yeni Para Politikası Arayışları. *Sosyal Bilimler Metinleri Dergisi*, (1): 60 – 74.
- Eroğlu, N. (2014). *İktisatta Rasyonalite ve Para Politikası*. İstanbul: Der'in Yayınları.
- _____ ve Eroğlu, İ. (2010a). 2008 Finans Krizi Çerçevesinde Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası'nın Kriz Yönetimi ve Çıkış Stratejisi. Ed: İ. Kalaycı, *Halil Seyidoğlu'na Armağan: Finansal Kriz Yazıları* (s.s. 233-253). İstanbul: Nobel Kitap Dağıtım.
- _____ (2010b). Küresel Kriz ve Bir Para Politikası Stratejisi Olarak Enflasyon Hedeflemesi'nin Rolü. *Finans Politik & Ekonomik Yorumlar*. 47(545): 63 – 71.
- Erol, İ. ve Erol E. D. (2013). *Para-Banka-Teori ve Politika*. Ankara: Orion Kitabevi Yayınları .
- Ersel, H. (2012). Finansal İstikrarın Sağlanması İçin Nasıl Bir Mekanizma Tasarlanabilir?. *İktisat İşletme ve Finans*, 27 (315): 37– 49.
- Ertuğrul, A. (2015). *Ekonomik Teori ve Analizin Tarihi*. Ankara: Efil Yayınevi.
- Evans, C. L. (1998). Real-time Taylor Rules and the Federal Funds Futures Market. *Economic Perspectives-Federal Reserve Bank of Chicago*. 22: 44-55.
- _____ (2009). Monetary Policy Normalization: If Not, Now When? <https://www.chicagofed.org/publications/speeches/2014/10-13-14-charles-evans-monetary-policy-normalization-national-council-teacher-retirement> (01.09.2017)
- Fischer, S. (1977). Long-term Contracts, Rational Expectations, and The Optimal Money Supply Rule. *Journal of Political Economy*. 85(1): 191-205.
- _____ (1996). Why are central banks pursuing long-run price stability?. <https://www.kansascityfed.org/Publicat/sympos/1996/pdf/s96fish.pdf>, (25.04.2017).
- Fontana, G. (2006). The "New Consensus" View of Monetary Policy: A New Wicksellian Connection?. *The Levy Economics Institute of Ballard College*. Working Paper No: 476.

- Foster, J. B. and Magdof, F. (2010). The Great Financial Crisis—Three Years On. <https://monthlyreview.org/2010/10/01/the-great-financial-crisis-three-years-on/>, (25.08.2017).
- Fraga, A. (2004). Latin America since the 1990s: Rising from the Sickbed?. *Journal of Economics Perspectives*. 18(2): 89 – 106.
- Galati, G. And Mossne, R. (2010). Macorprudential Policy – a Literature Review. *DNB Working Paper, no:267*, December
- Gedikli, A. (2009). *Finansal Kriz Riskini Azaltabilecek Küresel Mali Araçlara Yönelik Ortak Karar Alma Problemleri ve Olası Çözümleri*. (Yayınlanmamış Doktora Tezi). İstanbul: Marmara Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü.
- _____ (2017). Para Politikası Aracı Olarak Faiz Koridorunun Etkinliği Üzerine Bir Değerlendirme: Örnek Ülke Deneyimleri. *Sosyal Bilimler Metinleri Dergisi*, (1): 24 – 40.
- Gerdemeier, D. (2007). Price Stability: Why is it Important For You?: Teacher's Booklet. *European Central Bank*.
- Gray, S. (2011). Central Bank Balances and Reserve Requirements. *IMF Working Paper No:11/36*.
- Greenspan, A. (1996). Opening Remarks. *In at a Symposium Sponsored by the Federal Reserve Bank of Kansas City*, Jackson Hole, Wyoming.
- Goodfriend, M. (2005). The Monetary Policy Debate Since October 1979: Lessons For Theory and Practice. *Federal Reserve Bank of St. Louis Review*. 87(2). 243-262.
- Gordon, R. J. (1990). What is New-Keynesian Economics?. *Journal of Economic Literature*. 28(3): 1115-1171.
- Greenwald, B. and Stiglitz, J. (1993). New and Old Keynesians. *The Journal of Economic Perspectives*. 7(1): 23-44.
- Güloğlu, B. ve Altunoğlu, E. (2002). Finansal Serbestleşme Politikaları ve Finansal Krizler: Latin Amerika, Meksika, Asya ve Türkiye Krizleri. *İ.Ü. Siyasal Bilgiler Fakültesi Dergisi*. (27): 107 – 134.

- Hacıhasanoğlu, B. (2005). *Meksika 1994 ve Arjantin 2001-2002 Krizlerinin Gelişmekte Olan Ülkeler ve Türkiye İçin Önemi*. (Uzmanlık Yeterlilik Tezi) Ankara: Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası Piyasalar Genel Müdürlüğü.
- Hall, R. E. and Mankiw, N. G. (1994). Nominal Income Targeting. Hall, R. E. and Mankiw, N. G. (ed.), *Monetary Policy*. (71-94). The University of Chicago Press.
- Heilbornner, R. L. (2013). *İktisat Düşünürleri Büyük İktisat Düşünürlerinin Yaşamları ve Fikirleri*. Çev. Ali Tartanoğlu. Dost Kitabevi Yayınları.
- Hicks, J. (1974). Konjonktür Dalgalarında Reel ve Parasal Etkenler. *Yeni Enflasyon ve Para Politikası* (pp. 7-19). Çev. Gülten Kazgan. İstanbul: Yapı ve Kredi Bankası A. Ş.
- Humprey, T. M. (1997). Fisher and Wicksell on the Quantity Theory. *Federal Reserve Bank of Richmond Economic Quarterly*. 83(4): 71-90.
- Hunt, E. K. (2009). *İktisadi Düşünce Tarihi*. Çev. Müfit Günay. İstanbul: Dost Kitabevi Yayınları.
- İnandım, Ş. (2005). *Kısa Vadeli Sermaye Hareketleri İle Reel Döviz Kuru Etkileşimi: Türkiye Örneği*. (Uzmanlık Yeterlilik Tezi) Ankara: Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası Piyasalar Genel Müdürlüğü.
- İslatince, H. (2002). Rasyonel Beklentilerin Rasyonelliği Tartışmaları. *Cumhuriyet Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi*. 3(1): 17-23.
- Kaminsky, G. L., and Reinhart, C. M. (1999). The Twin Crises: The Causes of Banking and Balance of Payments Problems. *American Economic Review*. 89(3): 473-500.
- Kansu, A. (2007). Para Politikasında Şeffaflık ve Enflasyonist Beklentilerin Yönlendirilmesi. *Doğuş Üniversitesi Dergisi*. 8(1): 59 -71.
- Kara, H. ve Orak, M. (2009). Enflasyon Hedeflemesi. Ed.:Ercan, K. *Krizler, Para ve İktisatçılar*. (ss. 81-157). İstanbul: Remzi Kitabevi.
- _____ (2012a). Küresel Kriz Sonrası Para Politikası. *Ankara:Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası Çalışma Tebliği No:12/17 www.tcmb.gov.tr* (06.05.2017).

- _____ (2012b). Küresel Kriz Sonrası Para Politikası, Pamukkale Üniversitesi Ekonomi Yaz Seminerleri Açılış Paneli 6 Temmuz, 2012. www.tcmb.gov.tr (06.05.2017).
- _____ (2012c). Para Politikasını Anlamak, BETAM Paneli 26 Aralık, 2012. www.tcmb.gov.tr (06.05.2017).
- Karluk, S. R. (2015). Türkiye Ekonomisinde Kasım 2000-Şubat 2001 Krizleri ve Krizleri Önlemeye Yönelik Ekonomik İstikrar Kararları. Ed: N. Eroğlu, İ. Eroğlu, H. İ. Aydın. *İktisadi Krizler ve Türkiye Ekonomisi Prof. Dr. İlker PARASIZ'a Armağan* (ss. 477 - 502). Ankara: Orion Kitabevi.
- Kaytancı, B. G. (2008). Para Politikası Kurallarının Teorik Analiz: Bazı Basit Kuralların İncelenmesi. *Eskişehir Osmangazi Üniversitesi İ. İ. B. F. Dergisi*, 3(1): 11-25.
- Kazgan, G. (2012). *İktisadi Düşünce veya Politik İktisadın Evrimi*. İstanbul: Remzi Kitabevi.
- _____ (2013). *Tanzimat'tan 21. Yüzyıla Türkiye Ekonomisi*. İstanbul: İstanbul Bilgi Üniversitesi Yayınları.
- Kepenek, Y. ve Yentürk, N. (2017). *Türkiye Ekonomisi*. İstanbul: Remzi Kitabevi.
- Keyder, N. (2005). *Para Teori – Politika – Uygulama*. Ankara: seçkin Yayıncılık.
- Keynes, J. M. (2010). *İstihdam, Faiz ve Paranın Genel Teorisi*. Çev. Uğur Selçuk Akalın. İstanbul: Kalkedon Yayınları.
- _____ (2015). *Para Üzerine Bir İnceleme*. Çev. Cihan Gerçek. İstanbul: Türkiye İş Bankası Kültür Yayınları.
- Kibritçioğlu, Aykut (2001). Türkiye'de Ekonomik Krizler ve Hükümetler: 1969-2001. *Yeni Türkiye Dergisi*. 44 (Ekonomik Kriz Özel Sayısı I): 1-17.
- Kindleberger, C. P. (2007). *Cinnet, Panik ve Çöküş – Mali Krizler Tarihi*. Çev. Halil Tunali. İstanbul: İstanbul Bilgi Üniversitesi Yayınları.
- Kozanoğlu, H. ve Aytürk, Y. (2015). Finansallaşma, Küresel Gelir Adaletsizliği ve 2008 Krizi. Ed: N. Eroğlu, İ. Eroğlu, H. İ. Aydın. *İktisadi Krizler ve Türkiye*

Ekonomisi Prof. Dr. İlker PARASIZ'a Armağan (ss. 303 - 322). Ankara: Orion Kitabevi.

Krugman, P. (2015). *Bunalım Ekonomisinin Geri Dönüşü ve Küresel Kriz*. Çev. Neşenur Domaniç. İstanbul: Literatür Yayıncılık.

Küçükaksoy, İ. (2015). Keynesyen Görüş İle Monetarist Görüşün Yöntem Farklılıkları Üzerine Bir İnceleme: 1929 Krizi Örneği. *Dumlupınar Üniversitesi Sosyal Bilimler Dergisi*. (45): 57-72.

Laidler, D. (2008). Keynes ve Modern Makro Ekonominin Doğuşu. Backhouse, R. E. and Bateman, B. W. (Ed.), *Keynes*. Çev. Müfit Günay (ss. 46-64). İstanbul: Dost Kitabevi Yayınları.

Lim, C., Columba, F., Costa, A., Kongsamut, P., Otani, A., Saiyid, M., Wezel, T. and Wu, X. (2011). Macprudential Policy: Instruments and How to Use Them?. *International Monetary Fund, Working Paper 11/238*.

MacGregor, S. (2014). Refah Devleti ve Neoliberalizm. Ed: Saad-Filho, A. and Johnston, D. *Neoliberalizm Muhalif Bir Seçki* (ss. 236 - 247). İstanbul: Yordam Kitap.

Mangır, F. ve Yılmaz, M. L. (2009). Uluslararası Sermaye Hareketleri ve Finansal Liberalizasyonun Etkileri. *Selçuk Üniversitesi Sosyal Bilimler Meslek Yüksekokulu Dergisi*. 12 (1-2): 191-212.

Mankiw, N. G. (1992). The Reincarnation of Keynesian Economics. *European Economic Review*. 36(2-3): 559-565.

Mishkin, F. S. (1996). *Understanding financial crises: A Developing Country Perspective* (No. w5600). National Bureau of Economic Research.

_____ (1999). International Experiences with Different Monetary Policy Regimes. *Journal Of Monetary Economics*. 43(3): 579-605.

_____ (2000). *Para Teorisi – Politikası*. Çev. Komisyon. İstanbul: Bilim Teknik Yayınevi.

_____ and Savastano, M. A. (2001). Monetary Policy Strategies for Latin America. *Journal Of Development Economics*. 66(2): 415-444.

- Mutlutürk, Ş. (2012). Makro İhtiyati Politika Aracı Olarak Zorunlu Karşılıkların Kullanılması: Türkiye Örneği ve Bankacılık Sektörü Üzerine Etkisi. *Bankacılar Dergisi*. 81: 102 – 120.
- Oktar, S. (1998). *Enflasyon Hedeflemesi*. İstanbul: Bilim Teknik Yayınevi.
- _____ ve Dalyancı, L. (2010). Finansal Kriz Teorileri ve Türkiye Ekonomisinde 1990 Sonrası Finansal Krizler. *Marmara Üniversitesi İ.İ.B.F. Dergisi*. 29(2): 1 – 22.
- _____, Tokucu, E. ve Kaya, Z. (2013a). *Finansal Küreselleşme Sürecinde Merkez Bankacılığı ve Para Politikaları*. Ankara: Nobel Yayın Dağıtım.
- Ongun, M. T. (2012). 1980’lerden Küresel Krize Dünya Ekonomisi. *Ekonomik Yaklaşım*, 23(Özel Sayı): 79-109.
- Onur, S. (2005). Finansal Liberalizasyon ve GSMH Büyümesi Arasındaki İlişki. *ZKÜ Sosyal Bilimler Dergisi*. 1(1): 127-152.
- Orhan, O. Z. ve Erdoğan, S. (2015). *Para Politikası*. Kocaeli: Umuttepe Yayınları.
- Oruç, S. ve Turgut, A. (2014). Finansal Derinleşme, Ekonomik Büyüme ve Türk Finans Sistemi (1990-2010). *Selçuk Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi*. Dr. Mehmet Yıldız Özel Sayısı: 109-118.
- Öçal, T. ve Çolak, Ö. F. (1999). *Para Teori ve Politika*. Ankara: Nobel Yayın Dağıtım.
- Österholm, P. (2005). The Taylor Rule: A Spurious Regression?. *Bulletin of Economic Research*, 57(3): 217-247.
- Ostry, J. D., Ghosh, A. R., Habermeier, K., Laeven, L., Chamon, M., Qureshi, M. S. and Kokenyne, A. (2011). Managing Capital Inflows: What Tools to Use? *International Monetary Fund*. Staff Discussion Note, SDN: 11/06, April 5.
- Özatay, F. (2011). Merkez Bankası’nın Yeni Para Politikası: İki Hedef – Üç Ara Hedef – Üç Araç. *İktisat İşletme ve Finans*, 26 (302): 27 – 43.
- _____ (2012). Para politikasında Yeni Arayışlar ve TCMB. http://www.tepav.org.tr/upload/files/13268900343.Para_Politikasinda_Yeni_Arayislar_ve_TCMB.pdf, (08.11.2015)
- _____ (2014). *Finansal Krizler ve Türkiye*. İstanbul: Doğan Kitap.

- _____ (2017). Sahi, para politikası sıkı maliye politikası gevşek mi? <http://www.tepav.org.tr/tr/blog/s/6060> (21.12.2017).
- Özdemir, K. A. (2009). Para Politikası, Parasal Büyüklükler ve Küresel Mali Kriz Sonrası Gelişmeler. *Central Bank Review*. 9(2): 23-48.
- Özmucur, S. (1993). *İstikrar Politikaları*. İstanbul: Avcıol Basım Yayın.
- Öztürk, S. (2003). *Gelişmekte Olan Ülkelerde Enflasyon Hedeflemesi Politikası ve Türkiye'deki Uygulanabilirliği*. (Yayınlanmamış Doktora Tezi). İstanbul: İstanbul Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü.
- Öztürk, N. (2015). 1994 Krizine Yeniden Bakmak. Ed: N. Eroğlu, İ. Eroğlu, H. İ. Aydın. *İktisadi Krizler ve Türkiye Ekonomisi Prof. Dr. İlker PARASIZ'a Armağan* (ss. 433 – 464). Ankara: Orion Kitabevi.
- Paksoy, H. M., Paksoy, S., Özkan, B. ve Şentürk, M. (2011). *Ekonomik Bütünleşmeler ve Avrupa Birliği (Türkiye-AB İlişkileri)*. Ankara: Nobel Yayın Dağıtım.
- Palley, T. I. (1997). Optimal Monetary Policy in The Presence of a Monetarist Transmission Mechanism. *Economics Letters*, 55(1): 109-114.
- _____ (2014). Keynesçilikten Neoliberalizme: İktisat Biliminde Paradigma Kayması. Ed: Saad-Filho, A. and Johnston, D. *Neoliberalizm Muhalif Bir Seçki* (ss. 42-58). İstanbul: Yordam Kitap.
- Parasız, İ. (1996). *Monetarizm ve Ünlü Monetarist ve Keynesgil İktisatçılarla Söyleşiler*. Bursa: Ezgi Kitabevi Yayınları.
- _____ (1998). *Modern Para Teorisi*. Bursa: Ezgi Kitabevi Yayınları.
- _____ (1999). *Para Ekonomisi*. Bursa: Ezgi Kitabevi Yayınları.
- _____ (2009). *Küresel Kriz Finans Krizinin Güven Krizine Dönüşümü*. Bursa: Ezgi Kitabevi Yayınları.
- _____ (2011). *Merkez Bankacılığı ve Para Politikası*. Bursa: Ezgi Kitabevi Yayınları.
- _____ ve Ekren, N. (2015). *On Altı Makro Ekonomik Düşünce Okulunun Temelleri*. Bursa: Ezgi Kitabevi Yayınları.

- _____ ve Eroğlu, İ. (2016). *Para Politikası ve Türkiye Uygulaması*. Bursa: Ezgi Kitabevi Yayınları.
- Paya, M. M. (2013). *Küresel Ortamda İktisat Politikaları*. İstanbul: Türkmen Kitabevi
- Rahman, J. and Toyoda, T. (2008). An Empirical Study on Long-Run Neutrality of Money in the Japanese Economy. *Japanese Economy*, 35(3): 87-117.
- Rogoff, K. (1985). The Optimal Degree of Commitment to an Intermediate Monetary Target, *Quarterly Journal of Economics*.
- Romer, D. (1993). The New Keynesian Synthesis. *The Journal of Economic Perspectives*. 7(1): 5-22.
- Roubini, N. And Mihm, S. (2012). *Kriz Ekonomisi Dünya Ekonomisinin Çöküşü ve Geleceği*. Çev.İşıl Tezcan. İstanbul: Pegasus Yayınları.
- Sağlam, E. (2009). Türkiye'nin Kriz Deneyimi. Ercan, K. (Ed.), *Krizler, Para ve İktisatçılar*. (ss. 171 - 198). İstanbul: Remzi Kitabevi.
- Saydam, İ. M. (2009). Yeni-Keynesçi Yaklaşımında Ücret Katılıkları. *İktisat Fakültesi Mecmuası*. 59(2): 239-261.
- Savaş, V. F. (2007a). *Keynezyen İktisat Yıkılırken*. Ankara: Nobel Yayın Dağıtım.
- _____ (2007b). *İktisatın Tarihi*. Ankara: Nobel Yayın Dağıtım.
- Schmid, P. (1999). Monetary Targeting in Practice: The German Experience. CFS Working Paper No: 3.
- Schwartz, A. J. (1995). Why Financial Stability Depends on Price Stability. *Economic Affairs*. 15(4): 21-25.
- Screpanti, E. and Zamagni, S. (2015). *An Outline of the History of Economic Thought*. New York: Oxford University Press.
- Serin, V., Arıcan, E. Ve Köksal, B. (1998). Değişen Dünya ve Değişen Politikalar. Serin, V. (Ed.), *İktisat Politikası*. (ss. 108-201). İstanbul: Alfa Basım Yayın Dağıtım.

- Serdengeçti, S. (2005). *Enflasyon Hedeflemesi Rejiminin Genel Çerçevesi ve 2006 Yılında Para ve Döviz Kuru Politikası*. TBB'de Yapılan Sunum, Aralık 2005. www.tcmb.gov.tr. (29.08.2017).
- Seyidoğlu, H. (2002). *Ekonomik Terimler Ansiklopedik Sözlük*. İstanbul: Güzem Can Yayınları.
- _____ (2003). Uluslararası Mali Krizler, IMF Politikaları, Az Gelişmiş Ülkeler, Türkiye ve Dönüşüm Ekonomileri. *Doğuş Üniversitesi Dergisi*. 4(2): 141 -156.
- Snowdon, B. and Vane, H. (1995). New-Keynesian Economics Today: The Empire Strikes Back. *The American Economist*. 39(1): 48-65.
- _____ (2012). *Modern Makroekonomi Temelleri, Gelişimi ve Bugünü*. Çev. Komisyon. Ankara: Efil Yayınevi.
- Stiglitz, J. E. (2012). *Serbest Düşüş Amerika, Serbest Piyasalar ve Dünya Ekonomisinin Çöküşü*. Çev. Banu Özgün. İstanbul: Gündoğan Yayınları.
- Svensson, L. E. (2002). Inflation Targeting: Should it Be Modeled as An Instrument Rule or A Targeting Rule?. *European Economic Review*. 46(4): 771-780.
- _____ (2003). What is Wrong with Taylor rules? Using Judgment in Monetary Policy Through Targeting Rules. *Journal of Economic Literature*, 41(2): 426-477.
- Şahin, H. (2016). *Türkiye Ekonomisi*. Bursa: Ezgi Kitabevi Yayınları.
- Saygılı, H., Saygılı, M. ve Yılmaz, G. (20120). Türkiye İçin Yeni reel Efektif Döviz Kuru Endeksleri *Ankara: Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası Çalışma Tebliği No:10/12* www.tcmb.gov.tr (11.09.2017).
- Şimşek, H. A. (2008). Küreselleşme Sürecinde Finansal Krizler ve Maliye Politikaları: Teorik Bir Değerlendirme. *Süleyman Demirel Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi*. 13(1): 183-208.
- Taylor, J. B. (1993). Discretion Versus Policy Rules in Practice. *In Carnegie-Rochester Conference Series on Public Policy, North-Holland*. (39): 195-214.

- _____, (2000). Recent Developments in The Use of Monetary Policy Rules. *Monetary Policy And Inflation Targeting In Emerging Economies, Bank Indonesia And International Monetary Fund.*
- TCMB, (2006). *Enflasyon Hedeflemesi.* Ankara: Türkiye Cumhuriyeti Merkez Bankası Yayını. www.tcmb.gov.tr. (13.07.2017).
- _____, (2008a). *2009 Yılında Para ve Kur Politikası.* Ankara: Türkiye Cumhuriyeti Merkez Bankası Yayını. www.tcmb.gov.tr. (08.09.2017).
- _____, (2008b). Döviz Depo Piyasasına İlişkin Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası Basın Duyurusu, Sayı: 2008 – 44 (9 Ekim). www.tcmb.gov.tr. (11.09.2017).
- _____, (2008c). Döviz Alım İhalelerine İlişkin Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası Basın Duyurusu, Sayı: 2008 – 47 (15 Ekim). www.tcmb.gov.tr. (11.09.2017).
- _____, (2008d). Döviz ve Efektif Piyasaları İşlem Limitlerine İlişkin Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası Basın Duyurusu, Sayı: 2008 – 50 (23 Ekim). www.tcmb.gov.tr. (11.09.2017).
- _____, (2008e). Döviz Satım İhalelerinin Durdurulmasına İlişkin Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası Basın Duyurusu, Sayı: 2008 – 53 (30 Ekim). www.tcmb.gov.tr. (11.09.2017).
- _____, (2008f). Döviz ve Efektif Piyasaları – Döviz Depo Piyasası'na İlişkin Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası Basın Duyurusu, Sayı: 2008 – 58 (20 Kasım). www.tcmb.gov.tr. (11.09.2017).
- _____, (2009a). *Finansal İstikrar Raporu Mayıs 2009 Sayı: 8.* Ankara: Türkiye Cumhuriyeti Merkez Bankası Yayını. www.tcmb.gov.tr. (01.09.2017).
- _____, (2009b). *2010 Yılında Para ve Kur Politikası.* Ankara: Türkiye Cumhuriyeti Merkez Bankası Yayını. www.tcmb.gov.tr. (08.09.2017).
- _____, (2009c). *Enflasyon Raporu 2009-I.* Ankara: Türkiye Cumhuriyeti Merkez Bankası Yayını. www.tcmb.gov.tr. (08.09.2017).
- _____, (2009d). *Enflasyon Raporu 2009-III.* Ankara: Türkiye Cumhuriyeti Merkez Bankası Yayını. www.tcmb.gov.tr. (08.09.2017).

- _____ (2009e). Döviz ve Efektif Piyasaları – Döviz Depo Piyasası'na İlişkin Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası Basın Duyurusu, Sayı: 2009 – 12 (20 Şubat). www.tcmb.gov.tr. (11.09.2017).
- _____ (2009f). Döviz Satım İhalelerine İlişkin Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası Basın Duyurusu, Sayı: 2009 – 15 (09 Mart). www.tcmb.gov.tr. (11.09.2017).
- _____ (2009g). Döviz Satım İhalelerinin Durdurulmasına İlişkin Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası Basın Duyurusu, Sayı: 2009 – 20 (02 Nisan). www.tcmb.gov.tr. (11.09.2017).
- _____ (2009h). Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası Basın Duyurusu, Sayı: 2009 – 41 (03 Ağustos). www.tcmb.gov.tr. (11.09.2017).
- _____ (2010a). *Para Politikası Çıkış Stratejisi*. Ankara: Türkiye Cumhuriyeti Merkez Bankası Yayını. www.tcmb.gov.tr. (08.09.2017).
- _____ (2010b). *Finansal İstikrar Raporu Aralık 2010 Sayı: 11*. Ankara: Türkiye Cumhuriyeti Merkez Bankası Yayını. www.tcmb.gov.tr. (01.09.2017).
- _____ (2010c). *2011 Yılında Para ve Kur Politikası*. Ankara: Türkiye Cumhuriyeti Merkez Bankası Yayını. www.tcmb.gov.tr. (08.09.2017).
- _____ (2010d). Döviz Alım İhalelerine İlişkin Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası Basın Duyurusu, Sayı: 2010 – 42 (02 Ağustos). www.tcmb.gov.tr. (11.09.2017).
- _____ (2010e). Döviz Alım İhalelerine İlişkin Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası Basın Duyurusu, Sayı: 2010 – 55 (01 Ekim). www.tcmb.gov.tr. (11.09.2017).
- _____ (2010f). Döviz ve Efektif Piyasaları İle Açık Piyasa İşlemleri Uygulamalarına İlişkin Basın Duyurusu, Sayı: 2010 – 58 (15 Ekim). www.tcmb.gov.tr. (11.09.2017).
- _____ (2011a). *Finansal İstikrar Raporu Aralık 2010 Sayı: 12*. Ankara: Türkiye Cumhuriyeti Merkez Bankası Yayını. www.tcmb.gov.tr. (01.09.2017).
- _____ (2011b). *2012 Yılında Para ve Kur Politikası*. Ankara: Türkiye Cumhuriyeti Merkez Bankası Yayını. www.tcmb.gov.tr. (08.09.2017).

- _____ (2012a). *2012 Yılında Para ve Kur Politikası*. Ankara: Türkiye Cumhuriyeti Merkez Bankası Yayını. www.tcmb.gov.tr. (01.09.2017).
- _____ (2012b). *Finansal İstikrar Raporu Mayıs 2012 Sayı: 14*. Ankara: Türkiye Cumhuriyeti Merkez Bankası Yayını. www.tcmb.gov.tr. (02.09.2017).
- _____ (2012c). *Finansal İstikrar Raporu Kasım 2012 Sayı: 15*. Ankara: Türkiye Cumhuriyeti Merkez Bankası Yayını. www.tcmb.gov.tr. (02.09.2017).
- _____ (2013a). *Enflasyon ve Fiyat İstikrarı*. Ankara: Türkiye Cumhuriyeti Merkez Bankası Yayını. www.tcmb.gov.tr. (02.09.2017).
- _____ (2013b). *Parasal Aktarım Mekanizması*. Ankara: Türkiye Cumhuriyeti Merkez Bankası Yayını. www.tcmb.gov.tr. (02.09.2017).
- _____ (2013c). *2014 Yılında Para ve Kur Politikası*. Ankara: Türkiye Cumhuriyeti Merkez Bankası Yayını. www.tcmb.gov.tr. (01.09.2017).
- _____ (2014). *2015 Yılında Para ve Kur Politikası*. Ankara: Türkiye Cumhuriyeti Merkez Bankası Yayını. www.tcmb.gov.tr. (01.09.2017).
- _____ (2015). *Küresel Para Politikalarının Normalleşme Sürecinde Yol Haritası*. Ankara: Türkiye Cumhuriyeti Merkez Bankası Yayını. www.tcmb.gov.tr. (01.09.2017).
- _____ (2016). *2017 Yılında Para ve Kur Politikası*. Ankara: Türkiye Cumhuriyeti Merkez Bankası Yayını. www.tcmb.gov.tr. (01.09.2017).
- _____ (2017). *2018 Yılında Para ve Kur Politikası*. Ankara: Türkiye Cumhuriyeti Merkez Bankası Yayını. www.tcmb.gov.tr. (24.12.2017).
- TDK, (2005). *Türkçe Sözlük*. Ankara: Akşam Sanat Okulu Matbaası.
- Thimann, P. C. And Winkler, B. (2013). The ECB's Non-Standard Monetary Policy Measures The Role of Institutional Factors and Financial Structure. *European Central Bank Working Paper Series No. 1528*.
- Thompson, G. (1981). Monetarism and Economic Ideology. *Economy and Society*. 10(1): 27-71.
- Tobin, J. (1986). The Future of Keynesian Economics. *Eastern Economic Journal*. 12(4): 347-356.

- Tunay B. (1998). Türkiye’de 1980 – 1995 Döneminde Para Politikalarının Değişimi. Serin, V. (Ed.), *İktisat Politikası*. (ss. 227-257). İstanbul: Alfa Basım Yayın Dağıtım.
- Turgut, A. (2007). Türleri, Nedenleri ve Göstergeleriyle Finansal Krizler. *TÜHİS İş Hukuku ve İktisat Dergisi*. 20(4-5): 35-46.
- Tüzün, O. ve Kahyaoğlu, H. (2015). Makro İhtiyati Para Politikası Amacı Olarak Finansal İstikrar: Türkiye Üzerine Bir Uygulama. *Finans Politik & Ekonomik Yorumlar*. 52(603): 25 – 61.
- Uygur, E. (2001). Krizden Krize Türkiye: 2000 Kasım ve 2001 Şubat Krizleri Discussion Paper, Turkish Economic Association, No. 2001/1. https://www.econstor.eu/bitstream/10419/83281/1/dp_2001-01.pdf, (30.08.2017).
- Üçer, M. (2011). Son Para Politikası Uygulamaları Üstüne Gözlemler. *İktisat İşletme ve Finans*, 26 (302): 45 – 51.
- Viñals, J. (2011). Macroprudential Policy: An Organizing Framework:Background Paper. *International Monetary Fund*, Monetary and Capital Markets Department, March 14.
- Vural, U. (2013). *Geleneksel Olmayan Para Politikalarının Yükselişi*. (Uzmanlık Yeterlilik Tezi) Ankara: Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası İletişim ve Dış İlişkiler Genel Müdürlüğü.
- Wallisonn, P. J. and Calomiris, C. W. (2009). The Last Trillion-Dolar Commitment: The Destruction of Fannie Mae and Freddie Mac. *The Journal of Structured Finance* 15(1): 71 – 80.
- Yay, G. G. (2001). Chicago Okulu, Milton Friedman ve Monetarizm. *Liberal Düşünce*, 24(6): 196-207.
- _____ (2015). *Para ve Finans Teori - Politika*. İstanbul: İstanbul Bilgi Üniversitesi Yayınları.
- Yeldan, E. (2013). *Küreselleşme Sürecinde Türkiye – Bölüşüm, Birikim ve Büyüme*. İstanbul: İletişim Yayınları.

- Yentürk, N. (2005). *Körlerin Yürüyüşü Türkiye Ekonomisi ve 1990 sonrası Krizler*. İstanbul: İstanbul Bilgi Üniversitesi Yayınları.
- Yıldırım, E., Lopcu, K., Çakmaklı, S. ve Özkan, Ö. (2010). Yeni Keynesyen Makro Ekonomik Bir Model: Türkiye Uygulaması. *Ege Akademik Bakış*. 10(4): 1269-1277.
- Yılmaz, D. (2010a). Küresel Krizler ve Ekonomik Yönetişim 15 Nisan 2010. Ankara: *Türkiye Cumhuriyeti Merkez Bankası Yayını*. www.tcmb.gov.tr. (07.09.2017).
- _____ (2010b). 78. Olağan Genel Kurul Toplantısı Açılış Konuşması 20 Nisan 2010. Ankara: *Türkiye Cumhuriyeti Merkez Bankası Yayını*. www.tcmb.gov.tr. (07.09.2017).
- _____ (2011). Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası Ankara Sanayi Odası Sunumu 25 Mart 2011. Ankara: *Türkiye Cumhuriyeti Merkez Bankası Yayını*. www.tcmb.gov.tr. (05.09.2017).
- Yılmaz, Ş. (2012). Finansal Şişkinliğin Arka Planı. *Ekonomik Yaklaşım Dergisi*. 23(Özel Sayı): 13 – 38.
- Yücel, F., ve Kalyoncu, H. (2010). Finansal Krizlerin Öncü Göstergeleri ve Ülke Ekonomilerini Etkileme Kanalları: Türkiye Örneği. *Maliye Dergisi*. 159: 53-69.

ÖZGEÇMİŞ

Adı Soyadı : Fatih YETER

Doğum Yeri ve Tarihi : Sivas – 1986

Eğitim Durumu

Lisans Öğrenimi : İktisat

Yüksek Lisans Öğrenimi : İktisat ABD

Yabancı Dili : İngilizce

Bilimsel Faaliyetler : Ulusal sempozyumlarda bildiriler, ulusal hakemli dergilerde makaleler, uluslararası sempozyumlarda bildiriler, uluslararası hakemli dergilerde makaleleri bulunmaktadır.

İş Deneyimi : Memur - 12.04.2011 - Halen Devam Etmekte - Adalet Bakanlığı

İletişim

E-posta Adresi : fatih.yeter@hotmail.com