

**2001-2010 DÖNEMİ TÜRKİYE'DE MERKEZ BANKASI PARA
POLİTİKALARI UYGULAMALARI**

Esra ULAŞAN

Yüksek Lisans Tezi

Danışman: Doç. Dr. Abdülkadir KÖKOCAK

UŞAK

Temmuz, 2011

**2001-2010 DÖNEMİ TÜRKİYE'DE MERKEZ BANKASI PARA
POLİTİKALARI UYGULAMALARI**

Esra ULAŞAN

YÜKSEK LİSANS TEZİ

İktisat Anabilim Dalı

Danışman: Doç. Dr. Abdülkadir KÖKÖKAK

Uşak

Uşak Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü

Temmuz, 2011

YÜKSEK LİSANS TEZ ÖZETİ

2001-2010 DÖNEMİ TÜRKİYE'DE MERKEZ BANKASI PARA POLİTİKALARI UYGULAMALARI

Esra ULAŞAN

İktisat Anabilim Dalı

Uşak Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Temmuz, 2011

Danışman: Doç. Dr. Abdülkadir KÖKOCAK

Bu çalışma, 2001-2010 dönemi Türkiye'de Merkez Bankası tarafından uygulanan para politikalarının yaşadığı süreç ve bunun Merkez Bankası hedeflerine uygunluğu, fiyat istikrarı üzerindeki yansıması ve diğer ekonomik göstergeleri belirleme etkisi konusunu incelemeye yönelik olacaktır. Çalışma Merkez Bankasının performansını ölçme ve değerlendirmenin yanı sıra, uygulanan para politikalarının hedefi tutturma ve genel ekonomik yapı üzerindeki başarısını esas alacaktır.

Çalışmanın yürütülmesi sürecinde öncelikle para politikası ve uygulama yöntemlerine ilişkin teorik çalışma yapılacaktır. Uygulama aşamasında ise 2001-2010 periyodu içerisinde Türkiye'de uygulanan para politikalarının yıllara göre incelemesi yapılacaktır. İzlenecek yöntem geçmiş veri analizine dayalı olacaktır. 10 yıllık periyotta Merkez Bankasının para politikası hedefleri, kullandığı araçlar, ana ve ara göstergeler ve kur, faiz ve rezerv uygulamaları yıllar itibarıyla ilgili kaynaklardan sağlanacak verilerle analiz edilecektir.

Tezin sonuç ve değerlendirme kısmında para politikalarının uygulamaları ile Merkez Bankası hedeflerinin ne ölçüde tutturulduğuna ilişkin bulgu ve analizler yer alacaktır. Çalışma sonucunda üç farklı sonuca ulaşılmış olacaktır: Birincisi, Merkez Bankası performansının ölçülmesi; ikincisi, Merkez Bankası para politikalarının fiyat istikrarı üzerindeki etkisinin değerlendirilmesi; üçüncüsü ise, diğer bazı ekonomik göstergelerin uygulanan programdan nasıl etkilendiğine ilişkin bulgular sağlanacaktır.

Anahtar Kelimeler: Para Politikası, Para Talebi Teorileri, Ekonomik İstikrar Politikaları, Para Politikası Uygulamaları, Ekonomik Krizler

ABSTRACT**CENTRAL BANK MONETARY POLICY IMPLEMENTATION IN TURKEY
BETWEEN THE PERIOD OF 2001-2010**

Esra ULAŞAN

Department of Economics

Social Sciences Institutes Uşak University, July 2011

Advisor: Assoc. Doç. Dr. Abdülkadir KÖKOCAK

The goal of this proposed theses aims to examine the process of monetary policies implemented by the Central Bank of Turkey during the period of 2001-2010, and its compliance with the objectives of the Central Bank, its reflection on the price stability and the impact of determining other economic indicators. The study will be based on measuring and evaluating the performance of the Central Bank as well as to reach the goal of applied monetary policies and the success of the overall economic structure. In the process of carrying out the study, initially theoretical work on monetary policy and application procedures will be done. On the application stage, monetary policies implemented in Turkey during the period of 2001-2010 will be examined annually. The method to be applied will be based on the analysis of past data. The monetary policy objectives of the Central Bank, applied tools, main and minor indicators and exchange rate, interest rate and reserve practices in the 10-year period will be analyzed annually based on relating sources of the data.

In the conclusion and evaluation part of the theses data and analysis of monetary policy implementations and the extent of the Central Bank reaching its goals will be presented. Three different conclusions will be reached at the end of this study. Firstly, the measuring the performance of the Central Bank; secondly, evaluating the impact of the monetary policies of the Central Bank on the price stability; and thirdly, presenting findings on how some other economic indicators are influenced by the applied program.

Key Words: Monetary Policy, Money Demand Theories, Economic Stabilization Policies, Monetary Policy Applications, Economic Crisis

JÜRİ VE ENSTİTÜ ONAYI

İktisat Anabilim Dalı yüksek lisans /doktora/sanatta yeterlilik öğrencisi
.....'ın “2001-2010 Dönemi Türkiye’de
Merkez Bankası Para Politikaları Uygulamaları” başlıklı tezi
.....tarihinde aşağıdaki jüri tarafından Lisansüstü Eğitim
Öğretim Yönetmeliğinin ilgili maddeleri uyarınca, Yüksek Lisans tezi olarak
değerlendirilerek kabul edilmiştir.

JÜRİ ÜYELERİ

İmza

Üye (Tez Danışmanı): Doç. Dr. Abdülkadir KÖKOCAK

.....

Üye : Yrd. Doç. Dr. M. Hilmi ÖZKAYA

.....

Üye : Yrd. Doç. Dr. Hakkı ODABAŞ

.....

Enstitü Müdürü

Doç.Dr.Musa ÇİFCİ

ÖNSÖZ

Günümüzde para modern piyasa ekonomilerinin işlemesinde önemli bir ekonomik birim ve politika aracıdır. İktisat politikalarının temel amacı ekonomideki istikrarsızlıkların gidererek sürdürülebilir bir büyüme ve istihdam artışı sağlamak ve gelir dağılımı adaletini arttırmak dolayısıyla toplumun refahını arttırmaktır. Para politikası piyasalarda belirsizliklerin ve istikrarsızlıkların giderilmesinde iktisat politikaları içinde önemli bir yere sahiptir. Son yıllarda para politikasının öncelikli hedefi olarak fiyat istikrarı ön plana çıkmaktadır. Fiyat istikrarının sağlandığı bir ekonomi iktisat politikalarının amaçlarına hizmet etmektedir.

Bu çalışmanın amacı, gelişmiş ve gelişmekte olan ülkeler bazında para politikası uygulamalarını ve etkinliğini inceleyerek para politikası araçlarının kullanımını yıllar itibariyle değerlendirerek nasıl bir gelişme çizgisi izlediğini göstermek ve Türkiye’de 1970’den günümüze kadar uygulanmakta olan para politikalarının gelişimini ele alarak diğer bazı makroekonomik göstergelerin para politikası uygulamalarından nasıl etkilendiğine ilişkin sonuçları paylaşmaktır.

Çalışmanın hazırlanmasında değerli yorumları ve bilgilerini benimle paylaşan, yardımlarını esirgemeyen ve yol gösteren Danışman Hocam Sayın Doç.Dr. Abdülkadir KÖKOCAK’a teşekkürü bir borç bilirim.

Ayrıca, tüm hayatım boyunca maddi ve manevi desteklerini esirgemeyen, en umutsuz olduğum anlarda dahi inançlarını gösteren, moral ve motivasyon desteğini hiç eksik etmeyen biricik anneme, canım babama ve abime sonsuz minnettarlığımı bildiririm.

30 Haziran 2011

Esra Ulaşan

ÖZGEÇMİŞ

Kişisel Bilgiler

Adı Soyadı : Esra ULAŞAN
Doğum Yeri ve Tarihi : Karahallı / 04.12.1985
Lisans Öğretimi : Marmara Üniversitesi, İİBF
Yabancı Dil : İngilizce

İş Deneyimi

Çalıştığı Kurumlar : Şırnak Üniversitesi, İİBF

İletişim

: esra_ulasan@sirnak.edu.tr

İÇİNDEKİLER

ÖZET	iii
ABSTRACT	iv
JÜRİ VE ENSTİTÜ ONAYI	v
ÖNSÖZ	vi
ÖZGEÇMİŞ	vii
İÇİNDEKİLER	viii
KISALTMALAR	xi
TABLolar LİSTESİ	xiii
GRAFİKLER LİSTESİ	xiv
GİRİŞ	1
BİRİNCİ BÖLÜM	4
1. PARA TEORİLERİ	4
1.1. KLASİK MİKTAR TEORİSİ	4
1.1.1.FİŞHER YAKLAŞIMI (İŞLEM ANKES YAKLAŞIMI)	6
1.1.2. CAMBRIDGE YAKLAŞIMI (NAKİT ANKES YAKLAŞIMI)	10
1.2. KEYNESYEN PARA TEORİSİ	13
1.2.1. KEYNES'İN PARA TALEP TEORİSİ: LİKİDİTE TERCİHİ TEORİSİ	15
1.2.1.1. İŞLEMLER SAİKİYLE PARA TALEBİ.....	16
1.2.1.2. İHTİYAT SAİKİYLE PARA TALEBİ.....	17
1.2.1.3. SPEKÜLASYON SAİKİYLE PARA TALEBİ	17
1.3. MODERN MİKTAR TEORİSİ (FRIEDMAN)	19
1.3.1.MONETARİZMİN ANAHTAR ÖNERMELERİ.....	20
1.3.2. MONETARİST YAKLAŞIMDA PARA VE PARA TALEBİ.....	23
1.4. NEO-KEYNESYEN YAKLAŞIM	28
1.4.1. LİKİDİTE TERCİH TEORİSİ.....	29
1.4.2. PORTFÖY DENGESİ YAKLAŞIMI	31
1.4.3. SERVET UYUMLAMASI YAKLAŞIMI	31
İKİNCİ BÖLÜM	33
2. İSTİKRAR POLİTİKALARI	33
2.1. İSTİKRAR POLİTİKALARININ ANLAMI VE AMAÇLARI	33
2.2. İSTİKRAR POLİTİKALARINA TEORİK YAKLAŞIMLAR.....	34

2.2.1. KLASİK YAKLAŞIM	34
2.2.2. KEYNESYEN GÖRÜŞ	35
2.2.3. MONETARİST YAKLAŞIM	37
2.2.4. YAPISALCI (STRUCTURALIST) YAKLAŞIM.....	39
2.2.5. RASYONEL BEKLEYİŞLER TEORİSİ.....	40
2.3. EKONOMİK İSTİKRAR PROGRAMLARI VE ÖZELLİKLERİ	43
2.3.1. ORTODOKS İSTİKRAR PROGRAMLARI.....	43
2.3.2. HETERODOKS İSTİKRAR POLİTİKALARI	45
2.3.2.1. FİYAT VE ÜCRET KONTROLLERİ.....	46
2.3.2.2. BÜTÇE DİSİPLİNİ VE PARASAL DİSİPLİN	48
2.3.2.3. SABİT DÖVİZ KURU	50
ÜÇÜNCÜ BÖLÜM.....	52
3. DÜNYADA UYGULANAN PARA POLİTİKALARI.....	52
3.1 AMERİKA'DA UYGULANAN PARA POLİTİKALARI.....	52
3.2.İNGİLTERE'DE UYGULANAN PARA POLİTİKALARI.....	63
3.3.BREZİLYA'DA UYGULANAN PARA POLİTİKALARI	71
3.4.MALEZYA'DA UYGULANAN PARA POLİTİKALARI.....	78
DÖRDÜNCÜ BÖLÜM	83
4.TÜRKİYE'DE MERKEZ BANKASI PARA POLİTİKALARI	
UYGULAMALARI.....	83
4.1.1980 ÖNCESİ DÖNEMDE UYGULANAN PARA POLİTİKALARI.....	83
4.1.1. 1970-1980 DÖNEMİ PARA POLİTİKASI UYGULAMALARI.....	83
4.2.1980 SONRASI DÖNEMDE UYGULANAN PARA POLİTİKALARI	87
4.2.1. 24 OCAK 1980 EKONOMİK İSTİKRAR KARARLARI VE EKONOMİK	
ETKİLERİ	88
4.2.1.1. 24 OCAK KARARLARININ GEREKÇESİNİ OLUŞTURAN	
NEDENLER.....	88
4.2.1.2. 24 OCAK KARARLARININ STRATEJİ VE HEDEFLERİ	89
4.2.1.3. 24 OCAK KARARLARININ TÜRKİYE EKONOMİSİ ÜZERİNDEKİ	
ETKİLERİ.....	90
4.3.1980-1987 DÖNEMİ PARA POLİTİKASI UYGULAMALARI	91

4.4.1987-1990 DÖNEMİ PARA POLİTİKASI UYGULAMALARI	96
4.5.1991-1995 DÖNEMİ PARA POLİTİKASI UYGULAMALARI	102
4.5.1. 5 NİSAN 1994 EKONOMİK İSTİKRAR KARARLARI VE EKONOMİK ETKİLERİ	107
4.5.1.1. 5 NİSAN 1994 KARARLARININ GEREKÇESİNİ OLUŞTURAN NEDENLER	107
4.5.1.2. 5 NİSAN KARARLARININ STRATEJİ VE HEDEFLERİ	107
4.5.1.3. 5 NİSAN KARARLARININ TÜRKİYE EKONOMİSİ ÜZERİNDEKİ ETKİLERİ	108
4.6.1995-2000 DÖNEMİ PARA POLİTİKASI UYGULAMALARI	110
4.7.2001 YILI SONRASINDA UYGULANAN PARA POLİTİKALARI	119
4.7.1.GÜÇLÜ EKONOMİYE GEÇİŞ PROGRAMI	119
4.7.1.1. MALİ SEKTÖRLE İLGİLİ DÜZENLEMELER	120
4.7.1.2. DEVLETTE ŞEFFAFLIĞI ARTTIRMAYA VE KAMU FİNANSMANINI GÜÇLENDİRMEYE YÖNELİK DÜZENLEMELER	122
4.7.1.3. EKONOMİDE REKABETİN VE ETKİNLİĞİN ARTTIRILMASINA YÖNELİK DÜZENLEMELER	122
4.7.1.4. SOSYAL DAYANIŞMANIN GÜÇLENDİRİLMESİNE YÖNELİK DÜZENLEMELER	122
4.8.2001-2005 DÖNEMİ PARA POLİTİKASI UYGULAMALARI	123
4.9.2006-2011 DÖNEMİ PARA POLİTİKASI UYGULAMALARI	134
4.9.1. KÜRESEL FİNANSAL KRİZİN NEDENLERİ	137
4.9.2. KRİZİN TÜRKİYE EKONOMİSİNE ETKİLERİ	139
5.SONUÇ VE DEĞERLENDİRME	147
KAYNAKÇA	151

KISALTMALAR

ABD: Amerika Birleşik Devletleri

API: Açık Piyasa İşlemleri

BDDK: Bankacılık Düzenleme ve Denetleme Kurumu

BNM: Bank Negara Malaysia (Malezya Merkez Bankası)

BOE: İngiltere Merkez Bankası

DÇM: Döviz Çevrilebilir Mevduat

DİBS: Devlet İç Borçlanma Senedi

DPT: Devlet Planlama Teşkilatı

DTH: Döviz Tevdiat Hesabı

ERM: European Exchange Rate Mechanism (Avrupa Döviz Kuru Mekanizması)

FED: ABD Merkez Bankası

FOMC: The Federal Open Market Committee (ABD Federal Rezerv Sistemi Açık Piyasa İşlemleri Komitesi)

GEGP: Güçlü Ekonomiye Geçiş Programı

GSMH: Gayri Safi Milli Hasıla

GSYH: Gayri Safi Yurtiçi Hasıla

HICP: Harmonised Inflation Consumer Price Index (Uyumlaştırılmış Tüketici Enflasyon Endeksi)

İMKB: İstanbul Menkul Kıymetler Borsası

IMF: Uluslararası Para Fonu

Interbank: Bnkalararası Para Piyasası

KİT: Kamu İktisadi Teşekkülü

KKBG: Kamu Kesimi Borçlanma Gereği

KMDTH: Kredi Mektuplu Döviz Tevdiat Hesabı

MB: Merkez Bankası

MMK: Mevduat Munzam Karşılıkları

MPC: Monetary Policy Committee (Para Politikası Komitesi)

NİV: Net İç Varlıklar

NUR: Net Uluslar arası Rezervler

OECD: Organization for Economic Cooperation and Development (İktisadi İşbirliği ve Kalkınma Teşkilatı)

RPIX: Retail Prices Index Excluding Mortgage Payments (İpotek Faiz Ödemelerinin Dışarıda Tutulduğu Perakende Fiyat Endeksi)

SPK: Sermaye Piyasası Kurulu

TCMB: Türkiye Cumhuriyeti Merkez Bankası

TPKK: Türk Parasını Koruma Kanunu

TRLIBOR: TL Rerefans Faiz Oranı

TEFE: Toptan Eşya Fiyat Endeksi

TÜFE: Tüketici Fiyat Endeksi

TABLOLAR LİSTESİ

Tablo 3.1. İngiltere: Enflasyon ve Para Politikası Değişkenleri.....	64
Tablo 3.2. Brezilya: Bazı Makroekonomik Veriler, 1982-1985.....	71
Tablo 4.1. 1970-80 Dönemi Temel Ekonomik Göstergeler	84
Tablo 4.2. 1980-87 Dönemi Temel Ekonomik Göstergeler	92
Tablo 4.3. 1987-1990 Dönemi Temel Ekonomik Göstergeler	97
Tablo 4.4. 1990 Yılı TCMB Hedeflenen Ve Gerçekleşen Değerler	102
Tablo 4.5. 1992 Yılı TCMB Hedeflenen Ve Gerçekleşen Değerler	103
Tablo 4.6. 1991-1995 Dönemi Temel Ekonomik Göstergeler	105
Tablo 4.7. 1995-2000 Dönemi Temel Ekonomik Göstergeler	115
Tablo 4.8. 2000 Sonrası Uygulanan Para Politikası Stratejileri	119
Tablo 4.9. 2001 Yılı Performans Kriterleri, Gösterge Değerler ve Gerçekleşmeleri	124
Tablo 4.10. 2002 Yılı Performans Kriterleri, Gösterge Değerler ve Gerçekleşmeleri	127
Tablo 4.11. 2003 Yılı Performans Kriterleri, Gösterge Değerler ve Gerçekleşmeleri	128
Tablo 4.12. 2004 Yılı Performans Kriterleri, Gösterge Değerler ve Gerçekleşmeleri	129
Tablo 4.13. 2005 Yılı Performans Kriterleri, Gösterge Değerler ve Gerçekleşmeleri ..	131
Tablo 4.14. 2001-2005 Dönemi Temel Ekonomik Göstergeler	133
Tablo 4.15. 2006 Yılında Hedefle Uyumlu Enflasyon Patikası ve Belirsizlik Aralığı	136
Tablo 4.17. 2007 Yılında Hedefle Uyumlu Enflasyon Patikası ve Belirsizlik Aralığı	141
Tablo 4.18. 2008 Yılında Hedefle Uyumlu Enflasyon Patikası ve Belirsizlik Aralığı	143
Tablo 4.19. 2009 Yılında Hedefle Uyumlu Enflasyon Patikası ve Belirsizlik Aralığı	145
Tablo 4.20. 2010 Yılında Hedefle Uyumlu Enflasyon Patikası ve Belirsizlik Aralığı	145

GRAFİKLER LİSTESİ

Grafik 3.1. Amerika'da Parasal Büyüklükler.....	54
Grafik 3.2. Amerika'da 1970-1987 Döneminde Makroekonomik Büyüklükler (%)	55

Grafik 3.3. Amerika’da 1988-2010 Döneminde Makroekonomik Büyüklükler (%)	56
Grafik 3.4. Amerika: Kriz Döneminde Kısa Vadeli Faizlerin Seyri	60
Grafik 3.5. İngiltere: Yıllar İtibariyle TÜFE Artış Oranları	65
Grafik 3.6. İngiltere: Enflasyon Hedeflemesi Sonrası RPIX Oranları	66
Grafik 3.7. İngiltere: Enflasyon Hedeflemesi Sonrası TÜFE Artış Oranları.....	67
Grafik 3.8. İngiltere: 2000-2010 Dönemi Büyüme Oranları.....	68
Grafik 3.9. İngiltere: 2006-2010 Dönemi Makroekonomik Göstergeler.....	69
Grafik 3.10. İngiltere: Küresel Kriz Döneminde Politika Faiz Oranları.....	70
Grafik 3.11. Brezilya: Enflasyon Hedeflemesi Döneminde Enflasyon Hedef ve Gerçekleşmeleri	74
Grafik 3.12. Brezilya: Enflasyon Hedeflemesi Döneminde Büyüme ve İşsizlik.....	76
Grafik 3.13. Brezilya: Enflasyon ve Selic Oranları.....	77
Grafik 3.14. Malezya: 1980-2010 Dönemi Büyüme ve Enflasyon Oranları	79
Grafik 3.15. Malezya: 1985-2010 Dönemi Enflasyon ve İşsizlik İlişkisi.....	80
Grafik 4.1. 1970-1980 Dönemi TCMB Bilançosu (Milyar TL).....	86
Grafik 4.2. 1980-1987 Dönemi TCMB Bilançosu (Milyar TL).....	94
Grafik 4.3. 1987-1990 Dönemi TCMB Bilançosu (Milyar TL).....	101
Grafik 4.4. 1991-1995 Dönemi TCMB Bilançosu (Trilyon TL).....	106
Grafik 4.5. 1995-2000 Dönemi TCMB Bilançosu (Milyar TL).....	116
Grafik 4.6. 2001-2005 Dönemi Enflasyon Hedef ve Gerçekleşmeleri (%).....	133
Grafik 4.7. Kısa Vadeli Faiz – Enflasyon İlişkisi.....	142
Grafik 4.8. 2006-2011 Dönemi Enflasyon Hedef ve Gerçekleşmeleri (%).....	144

GİRİŞ

1970'li yılların başında Amerika Birleşik Devletleri tarafınan doların altına konvertibiletisinin kaldırılmasıyla Bretton Woods sisteminin çökmesine neden olmuş ve sonraki süreçte ise para arzının artmasıyla birlikte enflasyonist bir süreç girilmiştir. 1970'li yılların ortalarından itibaren yaşanan yüksek enflasyon ekonomideki istikrarsızlıkları arttırarak fiyat istikrarının önemini ortaya koymuştur.

Makroekonomik istikrarın sağlanarak sürdürülebilir büyümenin ve istihdam artışının sağlanmasının ön koşulu ekonomide fiyat istikrarının sağlanmasıdır. Ekonomi politikalarından biri olan para politikasını uygulamakla sorumlu merkez bankalarının nihai amacı fiyat istikrarını sağlamak ve sürdürmektir.

Para politikasının etkinliği iktisat kuramının en önemli ve tartışmalı konularından birisidir. Bu çerçevede para politikasının gücüne dair çeşitli iktisadi görüşler açısından yapılan farklı yorumlar söz konusudur. Klasik iktisatçılara göre para yansızdır. Klasik iktisatçılara göre ücret, faiz oranları ve mal fiyatlarının tam esnek olduğu, her arzın kendi talebini yarattığı ve ekonomi daima tam istihdam düzeyinde faaliyet gösterdiği kabul edilmekte ve tam istihdamı sağlamada para politikası tam etkinliğinden söz edilmektedir. Klasik yaklaşımda miktar teorisi gereği para arzındaki artış fiyatlar genel seviyesini aynı düzeyde arttırırken reel değişkenleri ise etkilememektedir. Keynesyen analizde ise paranın yanlı olduğu savunulmuştur. Para politikasının amacı fiyat istikrarını sağlamanın yanında aynı zamanda tam istihdamı sağlamaktır. Keynes, yatırımların faiz esnekliğinin düşük olması ve likidite tuzağı durumlarında para politikasının etkisizliğini açıklamaya çalışmıştır. Devlet maliye politikası aracılığıyla ekonomiye müdahale ederek istikrarsızlıkları gidermeye çalışır. Yüksek enflasyona karşı yapılabilecek ilk şey kamu harcamaların kısılması ve vergileri arttırma yoluna gidilmesidir.

Monetarist görüş ise para arzının artış oranı ile nominal gelirin büyüme oranı arasında kesin olmamakla birlikte tutarlı bir ilişki olduğunu savunur. Diğer bir deyişle para miktarındaki hızlı büyüme nominal gelirden bir artışı beraberinde getirecektir. Monetarist görüş aynı zamanda enflasyonun her zaman ve her yerde parasal bir olgu olduğuna vurgu yapar. Kısaca Monetarizm, para arzının reel ve parasal değişkenlerin temel belirleyicisi olarak kabul etmekte ve istikrar politikası aracı olarak para politikasına ağırlık verilmesi gerektiğini belirtmektedir. Parasalcı

görüŖe karŖı ortaya çıkan Yapısalcı görüŖ ise yapısal bozukluklara ve darboğazlar ekonomik istikrarsızlığın nedenini oluŖturmakta ve bu sorunlar çözülmeyince enflasyon gibi makroekonomik sorunların çözülemeyeceğini ileri sürmektedir. Neo Keynesyenler ekonomide kronik enflasyonun devamlı para arzı genişlemesi nedeniyle ortaya çıktığını savunur. Tüm bu görüşler ekonomide istikrarı sağlamada farklı görüşler sunmuş ve uyguladıkları farklı politikalarla ekonomide istikrarı sağlamaya çalışmışlardır. Nitekim günümüzde ülkeler bozulan makro ekonomik dengenin yeniden kurulması için çeŖitli istikrar programları uygulamaktadırlar. Söz konusu bu ekonomik istikrar politikaları genel olarak ortodoks ve heterodoks olmak üzere iki grup altına sınıflandırılmaktadır.

Türkiye ekonomisi 1970’li yıllardan itibaren kronik enflasyon, bütçe açıkları ve finansal istikrarsızlıklar gibi makroekonomik dengesizliklerin olduğu ve parasal kontrolün sağlanamadığı bir süreç geçirmiştir. Bu süreçte kamu sektörü genellikle Merkez Bankası kaynaklarına başvurarak enflasyonist baskı yaratmıştır. Bu sorunların çözümü için köklü reformlara ihtiyaç duyulmuş ve bu kapsamda ortodoks ve heterodoks tipli ekonomik istikrar tedbirleri yürürlüğe konularak ekonomik istikrar sağlanmaya çalışılmıştır. Bir yandan uygulanan yüksek reel faiz uygulaması enflasyonist baskı yaratırken diğeryandan hızlı parasal büyümenin önüne geçmek için sıkı para politikası uygulanmıştır. Makroekonomik istikrarın sağlanabilmesi amacıyla kura dayalı bir istikrar programı uygulamay konulmuş ancak başarılı olunamamış ve 2001 yılında ekonomi ciddi bir krizle karşılaşmıştır. Kriz sonrası dalgalı kur rejimi altında örtük enflasyon hedeflemesi stratejisi çerçevesinde kısa vadeli faiz oranlarının para politikası aracı olarak kullanıldığı ve para tabanı gelişiminin enflasyon hedefi yanında ek çapa olarak kullanıldığı bir para politikası stratejisi uygulanarak enflasyonun kontrol altına alınması ve yapısal reformlar sonrası sürdürülebilir bir büyüme amaçlanmıştır.

Güçlü Ekonomiye Geçiş Programı (GEGP) ile 2002-2005 örtük enflasyon hedeflemesi döneminde enflasyonun yüksek kronik yapısı kırılarak tek haneli enflasyon rakamlarına ulaşılmış ve 2006’dan itibaren de fiyat istikrarını sağlamak ve sürdürmek temel amacı doğrultusunda para politikası uygulamaları dalgalı döviz kuru rejimi altında açık enflasyon hedeflemesi rejimi çerçevesinde yürütülmeye başlanmıştır.

Bu çerçevede çalışmamızda ekonomi politikası içinde para politikalarının öneminin istikrar politikaları kapsamında incelenmesi ve makroekonomik göstergelere yansımaları ve 2001 krizi sonrası Türkiye ekonomisinde yaşanan para politikası değişimleri ve bunun parasal göstergeler üzerinde yapacağı etkinin tespiti yapılacaktır.

Bu amaçla çalışmamız dört bölüme ayrılmıştır. Birinci bölümünde çeşitli iktisadi görüşlerin para, para talebi, para arzı ve para politikası üzerine farklı yorum ve görüşleri üzerine bir araştırma sunulacaktır.

İkinci bölümde ise ekonomik istikrarsızlıkların giderilmesinde çoğu ülke tarafından kullanılan ekonomik istikrar programları hakkında detaylı bilgi verilecektir. Üçüncü bölümde ise 1970'li yıllardan itibaren çeşitli ülkelerde yaşanan ekonomik krizler, uygulanan para politikaları, sonuçları ve çeşitli makroekonomik göstergelere yansımaları değerlendirilecektir.

Son bölümde 2001-2010 dönemi Türkiye'de Merkez Bankası tarafından uygulanan para politikalarının geçirdiği süreç ve bunun Merkez Bankası hedeflerine uygunluğu, fiyat istikrarı üzerindeki yansımaları ve diğer ekonomik göstergeleri belirleme etkisi konusunu incelemeye yönelik olacaktır. Merkez Bankasının para politikası hedefleri, kullandığı araçlar, ana ve ara göstergeler ve kur, faiz ve rezerv uygulamaları yıllar itibarıyla ilgili kaynaklardan sağlanacak verilerle analiz edilecektir. Ayrıca bu çalışmada Türkiye'de 1970'li yıllardan itibaren uygulanan para politikası uygulamaları detaylı bir biçimde incelenecektir.

Çalışma geçmiş veri analizine dayalı olup Merkez Bankasının performansını ölçme ve değerlendirmenin yanı sıra, uygulanan para politikalarının hedefi tutturma ve genel ekonomik yapı üzerindeki başarısını esas alacaktır.

BİRİNCİ BÖLÜM

1. PARA TEORİLERİ

1.1. KLASİK MİKTAR TEORİSİ

1900'lerden itibaren iktisatçılar para piyasasını çeşitli yollardan açıklamaya çalışmışlardır. Klasik ekonomik yaklaşım para arzı ve fiyatlar arasındaki ilişkiyi miktar teorisi çerçevesinde ifade etmektedir. Miktar teorisi, para teorilerinin en eskisidir. Bu teoriye göre para, nötr (yansız)dır ve para arzındaki değişmeler reel değişkenleri etkilemeyip sadece parasal değişkenler üzerinde bir etkiye sahiptir. Teori en yalın ifade ile para miktarındaki değişmeler doğrudan doğruya ve aynı oranda fiyat değişmelerine neden olduğu yönündedir.

Para teorisi konusunda klasik yaklaşım 1790-1930 yılları arasında bir süreyi kapsar (Lewis ve Mizen, 2000: 51). Kaynaklarda miktar teorisinin ilk öne sürülmesi konusunda değişik görüşler mevcuttur. Akdiş, paranın miktar teorisinin ilk defa Jean Bodin (1530-1596) tarafından açıklandığını ifade etmiştir (Akdiş, 2001: 96). Aren ise miktar teorisinin Roma'nın ilk dönemlerinden beri bilindiğini ve sonradan Bodin, Humes, Cassel ve Fisher tarafından geliştirildiğini ifade etmektedir (Aren, 2008: 197). Fisher ise paranın satın alma gücünün paranın değerinin onun miktarı ile ilişkili olduğunu belirten Romalı Julius Paulus'u, Jone Loke (1632-1704), David Hume (1711-1776), Adam Smith (1723-1790), David Ricardo (1772-1823), J.Stuard Mill (1806-1873), Alfred Marshall (1842-1924)'ın izlediğini öne sürmüştür (Fisher, 1911: 14). Friedman ise, miktar teorisinin ilk başlangıcının 18. yüzyılda David Hume (1752) tarafından "On Money" adlı eserde (Öçal, 1990) tartışılarak ortaya atıldığını ileri sürer (Abaan, 1995: 301). Bu başlangıç daha sonraları Sir William Petty tarafından matematiksel biçimde ifade edilmiştir (Öçal, 1990: 309).

Paranın ilk miktar teorisini D.Hume'ye göre para bir değişim aracıdır. Clarke ise D.Hume'nin formüle ettiği analizde parayı, zenginliğin özü olmaktan uzak, genel kabul gören hesap birimi olarak bir metanın diğer bir meta ile değiştirilmesini kolaylaştıran bir araç olarak aktarmıştır (Ercan, 1970: 116).

Fiyatlar para ve malların miktarlarındaki değişmeye bağlı olarak piyasada kendiliğinden belirlenir. Paranın sadece hesap birimi olma ve değişimi kolaylaştıran bir işleve sahip olduğunu savunan Hume, göre paranın birikmesinin zenginliğin

kaynağı olmadığı artan para miktarının yalnızca malların fiyatını arttırarak enflasyona neden olacağını belirtmiştir.

Hume'e göre faiz oranları kredi talebine göre belirlenir. Sermaye ve para arzının arttığı ortamda faiz oranları düşme eğiliminde olacaktır. D. Hume "Political Discourses" adlı eserinde ise para miktarının artışının fiyat ve ücretler düzeyini yükselteceğini ve dolayısıyla üretimi özendireceğini belirtmiştir. Para miktarının faiz oranlarını etkileyeceğini de belirtmesine rağmen kesin bir biçimde ilişkilendirmez. Faiz oranlarının yükselmesinin nedenini büyük yatırımlar, yüksek kar oranı ve düşük tasarruf düzeyine bağlamıştır. Para arzının artışının kısa dönemde iktisadi faaliyetleri canlandıracağını, uzun dönemde ise faiz oranlarını düşüreceğini savunmuştur (Öçal, 1990: 312).

Kısaca Hume' ye göre miktar teorisinin temel önermesi, metaların fiyatları dolaşımdaki para miktarına bağlı olduğu yönündedir.

John Locke ise arz ve talep sabitken fiyatların yükselişini para miktarındaki değişmeye bağlamıştır. Ancak paranın hızlı ya da yavaş el değişmesine göre fiyatların az ya da çok yükseldiğine dikkat çeker (Aktan, 2000).

W.Petty ise parayı bir mal gibi algılar. Fiyat düzeyinin, gerçek fiyat ile piyasa fiyatı arasında oluştuğunu belirtmiştir. Ancak toplumun gelenekleri, araçların sayısı ve mallar arasındaki ikame olanaklarının fiyat düzeyi üzerinde bir etkiye sahip olduğunu savunmuştur (Öçal, 1990: 309).

Klasik ekonominin diğer bir kurucusu olan D. Ricardo ise paranın nötr ve değersiz olduğu düşüncesindedir. Ricardo, para miktarındaki nicel değişikliklerin reel süreci yalnızca malların fiyatları kanalıyla etkileyeceği görüşündedir (Ercan, 1970: 122).

Klasik miktar teorisi para miktarındaki değişmelerin fiyatlar genel düzeyini değiştireceği şeklinde tanımlanır. Miktar teorisinin temel varsayımı para arzı ile para akımları arasında bir ilişki olduğudur (Eroğlu, 2004: 4). Klasik teori, para arzının değiştirilerek reel üretimin arttırılamayacağı, faiz değişikliğinin para talebi üzerinde etkili olmadığı ve paranın gelir hızının en azından kısa dönemde sabit olduğu varsayımları altında para arzı ve fiyat arasında çok yakın bir ilişki bulunduğu savunmaktadır (Alıcı, 2007: 77). Fiyatlar genel düzeyi para piyasasında belirlenir. Klasik iktisatçıların para piyasası ile en önemli varsayımı paranın bir değişim aracı

olduğu üzerinedir. Klasik teoride ücret, faiz oranları ve mal fiyatlarının tam esnek olduğu, her arzın kendi talebini yarattığı ve ekonomi daima tam istihdam düzeyinde faaliyet gösterdiği kabul edilmektedir. Klasik iktisat teorisinde para nötr bir değişken olarak kabul edilmekte ve teori atıl para tutulamayacağı varsayımı üzerine kuruludur. Ayrıca miktar teorisinde paranın dolaşım hızı sabit kabul edilmektedir (Aren, 2009: 77). Bu nedenle para arzındaki değişimler üretim ve istihdam düzeyi üzerinde bir etkiye sahip değildir. Diğer bir ifadeyle para arzındaki artış fiyatlarda bir artışa neden olmakta, reel değişkenler üzerinde ise etkili olmamaktadır (Öge Güney, 2009: 26). Paranın elde tutulma amacı sadece muamele saiki olduğu için ekonomide fiyat düzeyini belirleyen tek faktör para arzıdır (Eroğlu, 2004: 189).

Klasik iktisatçılara göre para arzının büyüme hızı, tam istihdam reel GSMH'nin üzerinde bir büyüme gösterirse ekonomide enflasyon sorunu baş gösterir. Klasik iktisatçılar para arzını kontrol eden bir para otoritesinin (Merkez Bankası) bulunduğunu savunurlar. Buna göre ekonominin genişleme dönemlerinde meydana gelen bir parasal genişleme enflasyona neden olacaktır.

Klasikler ekonomide tam istihdamın para politikası yoluyla sağlanabileceğini savunmuştur. Onlara göre, para politikası piyasada gayri iradi işsizlik ve ücretlerin rijitliği (katılık) olması durumunda para politikası uygulanarak para arzının arttırılması suretiyle mutlak fiyatları arttırmak ve böylece nominal ücretler aynı seviyede kalırken reel ücretleri ($R=W/P$) düşürebilmek mümkündür. Dolayısıyla klasik sistemde tam istihdamı sağlamada para politikası tam etkindir. Maliye politikasının ise tam istihdamı sağlamada rolü yoktur (Eroğlu, 2004: 216).

Klasik miktar teorisinde iki farklı yaklaşım vardır. Miktar teorisi 20. yüzyılda Irving Fisher'in işlemler yaklaşımı ile başlamış, A.C. Pigou ve Alfred Marshall'ın analizleri ile geliştirilmiştir.

1.1.1.FİŞER YAKLAŞIMI (İŞLEM ANKES YAKLAŞIMI)

Klasik miktar teorisinin en açık hali 20. yüzyılda Amerikalı iktisatçı Irving Fisher (1911) tarafından açıklanmıştır. Fisher miktar teorisini mübadele denklemini kullanarak analiz etmiştir. Bu yaklaşıma göre para yalnızca değişim aracı olarak kullanılmaktadır. Paranın ayrıca elde tutulmasının bir faydası yoktur. Bu nedenle hiç kimse yanında para tutmak istemez (Parasız, 1998: 4).

Buna göre Fisher'in mübadele denklemi (Fisher, 1911: 24-54);

$$MV = PT$$

olarak ifade edilmektedir. Burada (Lewis ve Mizen, 2000: 60);

M = para miktarı (para arzı)

V = paranın dolaşım hızı

P = fiyatlar genel seviyesini

T = işlem hacmi 'ni

ifade etmektedir. Farklı kaynaklarda işlem hacmini ifade eden T, üretim miktarını gösteren Q, geliri gösteren Y ile de gösterilebilmektedir (Akdiş, 2001: 97). Burada para miktarı, fiyatları, ve işlem hacmini anlamak basit olmasına rağmen paranın dolaşım hızı daha karmaşık bir kavramdır (Lewis ve Mizen, 2000: 60).

Tanım olarak denklemin her iki yanı da aynıdır. Para stokunun paranın el değiştirme sayısı ile çarpımı dönem boyunca işlemlere yapılan harcamaların parasal değerine eşittir. Diğer bir deyişle denklemin bir yanı işlemlere yapılan harcamaları, diğer yanı ise işlemlerin hasılatını göstermektedir (Parasız, 1998: 55). Buna göre miktar teorisi belirli bir para stokunun dolaşımı ve işlem değeri arasındaki bir denge ilişkisini temsil eden bir eğilim olarak kullanılır (Lewis ve Mizen, 2000: 59).

Miktar teorisini;

$$MV = PT$$

ya da

$$\overline{MV} = \overline{PT}$$

olarak da gösterilebilir.

Burada V ve T üzerindeki çizgi bu değişkenlerin sabit olduğunu gösterir. Teoriye göre para miktarında meydana gelen değişimler V ve T sabit oldukları için

aynı anda ve aynı oranda P'ye yansiyacaktır. İşte M'deki değişimin aynı oranda P'yi arttırma olgusuna **paranın miktar teorisi** denilmektedir.

Bu eşitlikten para arzını çekersek;

$$M = \frac{PT}{V}$$

Bir ekonomide elde tutulan para miktarı her zaman para arzına eşittir (Şıklar, 2006: 185). Dolayısıyla eşitliği,

$$M^d = \frac{PT}{V}$$

olarak yazabiliriz. Böylece Fisher mübadele denkleminde para talebi eşitliğine ulaşılabilir. Paranın dolaşım hızının sabit olması nedeniyle toplam harcamalarda meydana gelen bir değişiklik para talebi ile doğru yönde olacaktır. Diğer bir ifade ile toplam harcamalarda meydana gelen bir artış para talebini arttırırken, toplam harcamaların azalması para talebini azaltacaktır. Ancak Fisher toplam harcamalar üzerinde etkili olan etmenlere değinmiştir. Fisher toplam harcamaları satın alınan mal miktarı ve bu malların fiyatları açısından açıklamaya çalışmıştır. Buna göre mübadele denklemi;

$$MV = PY \text{ (miktar teorisinin gelir denklemi)}$$

miktar teorisinin gelir denklemine dönüşmüştür (Friedman, 1970: 199).

Klasik teorinin modeli geçerli hale getiren çeşitli varsayımları vardır. Bunlar (Keyder, 2002: 303);

1. Akılcı bireylerin hedefi fayda maksimizasyonudur.
2. Gelirler ve harcamalar arasında bir eşanlılık mevcuttur.
3. Fiyatların esnek olduğu varsayımına dayanır.

4. Paranın dolaşım hızı sabittir.
5. Para talebinin faiz esnekliği sıfırdır.

Paranın miktar teorisi nominal gelir düzeyi için elde ne kadar para tutulması gerektiğini gösterir. Bu yüzden aynı zamanda para talebi teorisini ifade eder.

$$M = \frac{1}{VPY}$$

$\frac{1}{V}$ 'i göstermek için yerine k yazarsak (V bir sabit olduğu için k da bir sabittir),

Yukarıda belirtildiği gibi para piyasası dengede olduğu zaman insanların elde tuttuğu para miktarı, M^d , arz edilen para miktarına eşit olacaktır.

$$M^d = kPY$$

olacaktır.

Y = Nominal GSMH

$k = M/Y = 1/V =$ para arzı/ GSMH = elde tutulmak istenen para miktarını

ifade etmektedir.

Yukarıdaki eşitlik nominal gelir düzeyini, PY, oluşturan muamelelerin, k bir sabit olduğu için kişilerin talep ettikleri para miktarını belirlediğini göstermektedir. Paranın devir hızının paranın miktarı ile hiçbir ilgisi yoktur. Fisher, paranın dolaşım hızını ve elde para tutma istemini etkileyen unsurların kurumsal etmenler (kredi kartı kullanımı, harcama alışkanlıkları, ödeme sistemi, nüfus yoğunluğu, ulaşım hızı vb.) tarafından belirlendiğini söylemektedir (Wrightsmann, 1971: 134). Fisher, kurumsal ve teknolojik unsurların ekonomiyi çok yavaş etkileyeceğini, dolayısıyla paranın dolaşım hızının kısa dönemde sabit olacağı görüşünü benimser (Laidler, 1994: 47).

Fisher'in miktar teorisi para talebinin tamamıyla gelirin bir fonksiyonu olduğunu ve faiz oranlarının para talebi üzerinde hiçbir etkisinin olmayacağını ifade etmektedir (Yıldırım, Karaman, Taşdemir, 2009: 629).

Buna göre Fisher mübadele denkleminde fiyatlar ve gelir düzeyinin değişmesi durumunda, para talebi de aynı oranda ve aynı yönde değişecektir (Keyder, 2002: 305). Özetle, Fisher versiyonuna göre para talebi faiz haddinden bağımsızdır ve gelir düzeyi ile aynı yönde değişir (Ünsal, 2009: 478).

1.1.2. CAMBRIDGE YAKLAŞIMI (NAKİT ANKES YAKLAŞIMI)

1910'lu yıllardan itibaren gelişmiş kapitalist ülkelerde yaşanan parasal bunalımların yarattığı belirsizlik ortamında insanların ellerinde geleceği garanti altına almak için belirli miktarlarda para tutmaları paranın miktar teorisinde paranın işlem yönü analizinin değişmesine neden olmuştur.

Buna yönde miktar teorisi ilk olarak Cambridge Üniversitesi öğretim üyelerinden Alfred Marshall ve Arthur Cecil Pigou tarafından ele alınarak geliştirilmiştir. Marshall, miktar teorisine Cambridge Denklemi şekline çevirirken iki konuda başarıya ulaştı. Bunlardan birincisi, teoriyi mikroekonomik arz ve talep çerçevesinde titizlikle ifade etmiş, böylece para teorisini genel teorinin bir parçası olan fiyat istikrarını kurmuştur. İkincisi ise, kendinden önceki miktar teorisyenleri olan Locke, Hume, Cantillon, Ricardo, Thornton, Wheatley, Jevons ve diğerlerinin miktar teorisine ilişkin önermelerini geliştirmiştir. Bunu yaparken beş esas varsayıma dayandı (Humphrey, 2004: 2). Bunlar;

1. Para ve fiyatların orantısızlığı
2. Para- fiyat nedenselliği
3. Paranın uzun vadeli ve kısa vadeli olmayan tarafsızlığı
4. Para stoku içselliği
5. Görelî fiyat / mutlak fiyat dikotomisidir.

Fisher yaklaşımında para bir değişim aracı olarak kullanılırken, Cambridge Okulu parayı daha finansal bir varlık olarak görmektedir (Cesur, 2006: 95). İşlem Ankes Yaklaşımı insanların elde para tutma arzularını analiz etmez yalnızca

ekonomide insanların tutacakları para miktarını hangi faktörlerin belirlediğini incelerken, Nakit Ankes Yaklaşımı ise insanların tutmayı arzuladıkları ankesleri ortaya çıkarmaktadır (Parasız, 1998: 56). Marshall, insanların gelirleri ile para talebi arasında bir ilişki kurarak gelirlerinin belirli bir kısmının gelecekte bilinmeyen ihtiyaçlara karşılık ellerinde tuttuklarını öne sürmüştür. Bu anlamda para, gelecekteki olası durumlara karşı hazırlıklı olma ve çıkan fırsatlara karşı bir güven unsuru haline gelmektedir. Burada paranın tanımı daha çok değişim aracı olmaktan öte satın alma gücüne dayandırılmıştır.

Bu görüşe göre paranın dolaşım hızı gibi bir sabit yerine insanların gelirlerinin belirli bir oranını para olarak tuttukları varsayımına yöneliktir. Diğer bir deyişle Marshall, para talebi teorisinde ihtiyat amaçlı para talebinin yani, dolaşımdan çekilen para talebinin varlığını analize dahil etmiştir.

Marshall miktar teorisini yalnız paranın iç değerini ya da yurtiçinde üretilen ürün ve hizmetleri satın alma gücünü açıklamakta değil, aynı zamanda paranın dış değerini yani, yabancı dövizleri, yurtdışı ürün ve hizmetleri satın alma gücünü açıklamakta kullanmıştır (Humphrey, 2004: 7).

Cambridge İktisatçıları servetlerinin bir bölümü olarak elde ne kadar para bulundurulmak istenmesini açıklamaya çalışırken, Fisher ise halkın veri bir harcamayı gerçekleştirmek için ne düzeyde para talep edeceklerini açıklamaya çalışmıştır. Pigou, para talebini fertlerin servetine (stok değişken) bağlarken, Fisher ise fertlerin harcamalarına (akım değişken) bağlamaktadır (Keyder, 2003: 306). Cambridge denkleminde para talebi nominal gelir düzeyinin belirli bir kısmından ibarettir. Diğer bir ifadeyle nominal para talebi faiz haddinden bağımsız olup, gelir düzeyi ile aynı yönde değişir (Ünsal, 2009: 479). Buna göre Cambridge İktisatçıları, paranın miktar teorisini (Harris, 1985: 48);

$$M = kPT$$

$$M^d = kPy$$

Cambridge denkleminde para talebi gelirin bir fonksiyonudur. Buna göre;

$$M^d = f(Y)$$

olarak formüle edilmiştir (Graff, 2008: 14).

Burada;

M^d = Nominal para talebi

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

P = Fiyat düzeyi

y = Gelir düzeyini

ifade etmektedir.

Dikkat edilecek olursa Fisher yaklaşımındaki V ile, Cambridge yaklaşımındaki k birbirinin tersidir. Yani gelirin elde para olarak tutulan kısmı, paranın gelir hızının tersidir (Aren, 2008: 200). Dolayısıyla şu şekilde gösterilir;

$$V = 1/k$$

$$k = 1/V \text{ 'dir.}$$

Cambridge İktisatçılarına göre servetin miktarını belirleyen faktör gelir düzeyidir. Gelir ve servet değişimleri k 'nın üzerinde etkide bulunurlar. Buna göre reel gelir yükselirse talep edilen para miktarı da artacaktır.

Buradaki k sabiti, diğer ifade ile Cambridge sabiti, insanların ellerinde tutmak istedikleri paranın gelirlerine oranını, daha genel bir ifade ile bir ekonomide arzulan likiditenin ulusal gelire oranını temsil etmektedir (Ercan, 1970: 138-39).

Cambridge Yaklaşımına göre k oranı, yani elde para tutma arzusu üzerinde, elde para tutmanın marjinal faydası, eldeki kaynağı paradan ziyade varlık olarak tutmanın (alternatif yatırım araçları) marjinal faydası, iş yaşamı alışkanlıkları, banka anlaşmaları ve gelişimleri, çek alışkanlıkları gibi kurumsal faktörler, taşıma, üretim

ve ticari işlerdeki kullanılan yöntem değişikliği, beklenmeyen şoklar, ekonomik istikrar gibi çeşitli faktörler söz konusudur (Humphrey, 2004:3).

Cambridge yaklaşımı daha çok paranın aktif olarak faydasını etkileyen değişkenler üzerine durmuştur. Para tutmaya alternatif yatırım araçları (tahvil, hisse senedi) vardır. Bu yatırım araçlarının piyasa fiyatındaki değişimler sermaye kaybı ya da kazancı getirecektir. Elde para tutmak ise fiyat düzeyindeki oynamalara göre paranın reel getirisini değiştirebilmektedir (Keyder, 2003: 308). Bu anlamda elde para tutmanın alternatif maliyeti ve gelecek hakkındaki belirsizlik gibi kavramlar üzerinde durur (Öçal, 1990: 366).

Cambridge Yaklaşımında faiz oranları çok kısa dönemde bile değişkendir. Sözü edilen gelecekle ilgili belirsizlik yalnızca faiz oranlarının gelecekteki değerleriyle ilgili bir kavramdır.

Özetleyecek olursak, hem Irving Fisher hem de Cambridge iktisatçıları para talebi ve gelir arasındaki ilişkiye klasik bir yaklaşım geliştirmişlerdir. Cambridge yaklaşımı faiz oranının etkisini vurgularken, Fisher ise faizin kısa dönemli etkisini göz ardı etmektedir.

1.2. KEYNESYEN PARA TEORİSİ

J. M. Keynes'in 1929 Dünya Buhranından sonra yayımlanan İstihdam, Faiz ve Paranın Genel Teorisi (The General Theory of Employment, Interest and Money, 1936) adlı eseri yeni bir makro ekonomik sistem sunmuştur. Genel Teori, yeni kavramlar ve terminoloji içermesi bakımından ekonomistler üzerinde büyük bir etki yaratmıştır.

Keynes, paranın değer ölçüsü olma, mübadele aracı ve değer muhafaza aracı görevlerini yapan parasal bir ekonomiyi ele almıştır. Keynes parasal büyüklükleri reel değişkenler ile birlikte açıklamaya çalışmıştır (Öçal, 1990: 495).

Keynes'e göre ekonomi kendi haline bırakılması durumunda ekonominin tam istihdam dengesine gelmesi imkansızdır. Toplam talep ve harcama yetersizliği oluşacak ve ekonomi eksik istihdam düzeyinde faaliyette bulunacaktır. Bu durum, ekonomide gayri iradi işsizliğe neden olacaktır. Keynes devletin tam istihdam seviyesine ulaşmak için ekonomiye müdahale etmesi gerekliliğini savunmuştur.

Keynesyen makro iktisatta yatırımlar ve faizler arasındaki ilişki sermayenin marjinal etkinliği kavramı ile açıklanmaktadır. Yatırımlar sermayenin marjinal etkinliği ile faiz haddi arasındaki mukayeseye bağlıdır (Erginay: 155, Eroğlu, 2004: 233 ve Hicks, 1937: 152).

Klasik analizde fiyatlar para arzı tarafından belirlenir. Yani, para arzındaki bir artış miktar teorisi gereği fiyatlar genel düzeyinde bir artışa neden olacaktır. Keynesyen analizde ise fiyatlar toplam talep ve toplam arz tarafından belirlenir. Toplam talepte meydana gelecek bir artış toplam arz tarafından karşılanamazsa fiyatlar genel düzeyi yükselecektir.

Keynes paranın dolaşım hızı, Klasik yaklaşımın aksine, hem kısa hem de uzun dönemde istikrarsızdır. Ekonomide mal talebi fazlası oluştuğunda, para arzı artmadığı takdirde, paranın dolaşım hızı yükselecektir. Dolayısıyla, Keynesyen yaklaşımda paranın dolaşım hızının istikrarsız olması üzerine para arzı ile fiyatlar düzeyi arasındaki aynı yönlü ilişki reddedilmiştir (Cesur, 2006: 91).

Keynesyen yaklaşım mal piyasasında görülen enflasyonun nedenini gelir ve harcama dengesinin kurulamamasına bağlar (Ertuğrul, 1992: 187-189). Harcamalar ile gelir düzeyi arasında aynı yönde oransal bir ilişki vardır. Yani, gelir düzeyi yükseldikçe harcamalar da artacaktır.

Keynesyen görüşe göre faiz oranları para arz ve talebi tarafından belirlenmektedir (Akçay, 1997: 7). Keynesyen analizde para arzındaki bir artış fiyatlar üzerinde bir artışa değil faiz ve tüketim fonksiyonu üzerinde değişmelere neden olacaktır.

Keynesyen analizde para politikasının amacı fiyat istikrarını sağlamanın yanında aynı zamanda tam istihdamı sağlamaktır.

Keynesyen kurama göre yalnız para politikasının araçlarını kullanarak enflasyona karşı başarılı olmak zordur. Keynesyen teoride önemli olan, para arzının para talebine olan oransallığıdır. Para talebinin ve yatırım- tüketimin faiz esneklikleri para politikasının etkinliğini üzerinde etkilidir. Para talebinin faiz esnekliğinin yüksek olması dengenin oluşumunda para arzının etkinliğini yitirmesine neden olmaktadır (Çolak, 1994: 89). Keynes, para politikasının etkisizliğini likidite tuzağı ile açıklamaya çalışmıştır (Darby ve Lothian, 1986: 4)

Merkez bankaları para politikası aracılığıyla ekonomiye müdahale ederler. Keynesyen analizde ekonomide yaşanan bir durgunluk olduğunda MB genişletici para politikası uygulayarak para arzının artırılması suretiyle tam istihdam gelir düzeyine ulaşılacak istenir. Ekonomide enflasyon olduğunda ise başvurulacak yol daraltıcı para politikası olmalıdır. Yani, para arzının kısılması ile toplam harcamaların azaltılarak fiyat düzeyindeki artışların önüne geçmek amaçlanır(Ertek, 2009: 433).

Para politikasının reel ekonomi üzerindeki etkisi, para arzının ve dolayısıyla faizlerin yatırımlar ve GSMH üzerindeki etkiye bağlı olacaktır. Diğer bir deyişle faiz oranlarındaki değişimler, yatırımları ve tüketimi etkileyerek GSMH'nın değişmesine neden olur (Akçay, 1997: 8). İşte para arzındaki bir değişikliğin faiz oranı, yatırım ve tüketim kararları, toplam talep ve milli gelir düzeyinde meydana getirdiği bu döngü Keynesyen Parasal Aktarım Mekanizması diye adlandırılır.

1.2.1. KEYNES'İN PARA TALEP TEORİSİ: LİKİDİTE TERCİHİ TEORİSİ

Bir mali varlığın mübadele aracına dönüştürülme hızı ve kolaylığı likidite olarak adlandırılır. Buna göre para, en likit varlıktır. Bu anlamda para talebi kişilerin parayı elde likit olarak tutmaları anlamını taşır. Keynes insanların elde para tutma nedenleri üzerine durmuştur. Keynes, insanların faiz getiren tahvil, hisse senedi ve finansal varlıklar yerine servetin bir kısmını nakit olarak tutmasını aynı zamanda **likidite tercihi teorisi** (liquidity preference theory) olarak nitelendirmiştir. Ona göre, kişiler üç amaçla para talep ederler: *işlemler, ihtiyat ve spekülasyon saiki*.

Keynes, kişilerin sahip oldukları varlıkların bir bölümünü para olarak tutmak istemeleri gelir düzeyine ve faiz oranlarına bağlıdır. Gelir düzeyi, işlemler ve ihtiyat amaçlı para talebi, faiz oranı ise spekülasyon amaçlı para talebi üzerinde bir etkiye sahiptir (Hicks, 1937: 152). Buna göre Keynes toplam talep denklemini (Friedman, 1997; 9);

$$Y = C(Y) + I(r)$$

Keynes, para talebi denklemini ise;

$$M = L(Y, r)$$

olarak ifade etmiştir.

Burada;

Y = Gelir düzeyi

C = Tüketim düzeyi

I = Yatırım

L = Likidite Tercihi

M = Para Miktarı

R = Faiz Oranı'nı temsil etmektedir.

Keynes, para talep denkleminde para miktarındaki artışın diğer bir ifade ile para arzındaki artışın etkilerini şöyle sıralamıştır; para arzında meydana gelen bir artış faiz oranlarında düşüşe neden olacak ve faiz oranlarındaki düşüş yatırımları arttıracaktır. Bu durum üretim ve reel geliri arttıracak ve dolayısıyla tüketim miktarında bir artış sağlanacaktır (Friedman ve Schwartz, 1982: 45).

1.2.1.1. İŞLEMLER SAİKİYLE PARA TALEBİ

İnsanlar gelirlerinin bir kısmını gerek tüketim ihtiyaçlarını karşılamak gerekse işlerini yürütebilmek için masraflarını karşılamak amacıyla para biçiminde tutmak zorundadırlar (Aren, 2009: 70). İşte firma ya da kişilerin kazançları ile beklenen harcamalarını karşılamak için para talep etmesi işlemler saiki (transactions motive) olarak nitelendirilmiştir (Ünsal, 2009: 481).

$$L_T = k(PY)$$

$$L_T / P = k(Y)$$

k = parasal gelirin elde ya da vadesiz mevduat hesabında tutulmak istenen kısmı

P = Fiyat düzeyi

Y = Nominal parasal gelir seviyesini

temsil eder.

İşlemler saikiyle talep edilen para miktarı, faiz haddinden bağımsız olup, kişilerin gelir düzeyine bağlıdır (Hicks, 1937: 152-53). Parasal gelir artınca işlemler motifiyle elde tutulan para miktarı da artacaktır.

1.2.1.2. İHTİYAT SAİKIYLE PARA TALEBİ

Keynes'e göre insanların tahvil yerine likiditeyi tercih etmelerinin diğer bir nedeni de beklenmedik yapılan harcamalardır. Kişiler hastalık, kaza gibi ani harcama gerektiren ve fiyatlardaki avantajlı ve indirimli satın almalar gibi beklenmedik durumlarda fırsatlar sağlamak için para talep edebilirler. Keynes kişilerin beklenmedik harcamalar için para talep etmelerine ihtiyat saiki (precautionary motive) ile para talebi denilmektedir (Keynes, 1936: 196).

İhtiyat amacıyla para talebi reel gelir düzeyinin pozitif bir fonksiyonudur (Ünsal, 2009: 482).

$$L_P = k(PY)$$

$$L_P/P = k(Y)$$

Yani, ihtiyat amacıyla para talebi tamamıyla planlanan, beklenen gelir ve harcamalara dayanır (Lewis ve Mizen, 2000: 107).

1.2.1.3. SPEKÜLASYON SAİKIYLE PARA TALEBİ

Keynes parayı bir mübadele aracı olmasının yanında aynı zamanda bir değer biriktirme aracı olarak da tanımlamıştır. Değer biriktirme amacıyla kişiler servetlerini faiz ve tahvil olmak üzere iki şekilde bulundurlar. Keynes, paranın değer biriktirme aracı olarak ne kadar para tutulacağına ilişkin kararı etkileyen faktörleri daha detaylı incelemiş ve bu konuda faizlerin önemli bir rolü olduğunu savunmuştur. Ona göre faiz, likiditeden vazgeçmenin bedelidir ve faiz oranları para talebi üzerinde önemli bir rol oynamaktadır.

Peki, kişiler servetlerinin para ve tahvil arasında tutulacak kısmını belirlerken neler dikkat ederler, nasıl bölüştürürler?

Eğer elde para tutmanın beklenen getirisi, tahvil tutmanın getirisinden yüksekse kişiler tercihlerini şüphesiz elde para bulundurmadan yana kullanacaklardır. Ancak Keynes'in yaşadığı dönemde bankalar vadesiz mevduat hesaplarına faiz ödemedikleri için paranın beklenen getirisi sıfır olarak kabul edilmiştir. Tahvil için ise beklenen getirinin iki bileşeni vardır: faiz geliri ve beklenen sermaye kazancı (Yıldırım, Karaman ve Taşdemir, 2009: 639).

Tahvilin piyasa değeri, tahvilin faiz geliri ile piyasa faiz oranı arasındaki orana eşittir. Diğer bir deyişle, tahvilin piyasa değeri ile faiz oranları arasında ters yönlü bir ilişki vardır. (Ünsal, 2009: 483).

$$V = R / i$$

Yani, faiz oranları yükseldiğinde tahvilin fiyatı düşmekte ya da faiz oranları düştüğünde tahvilin fiyatı artmaktadır. Bu bağlamda eğer, faiz oranlarında bir yükseliş bekliyorsanız, tahvilin fiyatında bir düşme gerçekleşir yani bir sermaye kaybına uğrarsınız. Eğer faiz oranlarının önemli ölçüde artacağını düşünüyorsanız uğrayacağınız sermaye kaybı elde edeceğiniz faiz gelirini aşabilir yani tahvilden beklenen getiri negatif olabilir. Böyle bir durumda kişi servetini para olarak tutmak isteyecektir. Çünkü paranın beklenen getirisi tahvilin beklenen getirisinden daha büyüktür. Diğer bir ifade ile paranın getirisi sıfır iken, tahvilin getirisi negatiftir. Tam tersi de mümkündür. Yani, faiz oranlarında bir düşme beklentiniz varsa tahvilin fiyatı artacak ve bir sermaye kazancı elde edeceğiniz anlamına gelir.

Kısaca, yüksek faiz oranları elde likidite tutmanın alternatif maliyetini yükseltmekte, düşük faiz oranlarında ise elde tahvil bulundurmanın alternatif maliyeti yüksek olmaktadır. İlk durumda, elde para bulundurarak, ikinci durumda ise elde tahvil bulundurarak kişi getirisini maksimize etmeye çalışır (Akdiş, 2001: 130). İlk durumda kişi spekülasyon kazanç açısından daha rasyonel olan mali servetini para biçiminde muhafaza etmesi, spekülasyon saiki (speculative motive) olarak adlandırılır (Ünsal, 2009: 485).

Kişilerin işlem ve ihtiyat güdüsüyle para talebi faiz oranından etkilenmezken, spekülasyon amacıyla para talebi faiz oranından etkilenmektedir (spekülasyon para talebi piyasa faiz oranının ters bir fonksiyonudur) (Ertek, 2009: 423).

$$M_A = f(i)^1$$

Keynes'e göre ekonomide faizlerin düşebileceği bir alt sınır vardır. Kişiler faiz haddinin belirli bir düzeyin altına düşmeyeceğine inanırlar. Faiz haddi piyasada beklenen minimum, i_{\min} , kritik düzeye düşünce faizlerin bunun altına düşmeyeceği ve artık yükseleceği beklentisi oluşur. Böyle bir durumda kişiler mali servetlerini tahvil olarak tutarlarsa sermaye kaybına uğrayacakları için elde para tutmayı tercih edeceklerdir. Bu durumda tahvil talebi sıfır olacağı için para talebi eğrisi yatay yani, sonsuz esnek olacaktır. Ekonomide bu durum likidite tuzağı (liquidity trap) diye nitelendirilmektedir. İnsanlar para arzı ne kadar arttırılırsa arttırılsın tüm parayı likit olarak talep ederler ve para arzındaki değişimler faiz oranını etkilemez (Modigliani, 1944: 55, Bordo ve Schwartz, 2003: 8). Böylece para politikasının etkinliğini yitirmekte ve para politikası reel etkilere yol açmamaktadır (Friedman, 1997: 14-15).

1.3. MODERN MİKTAR TEORİSİ (FRIEDMAN)

1970'lerde kapitalist sistemde fiyatların yükselişi üzerine ekonomide bir stagflasyon krizinin Keynesci politikalarla çözülememesi üzerine Milton Friedman'ın miktar teorisini yeniden formüle etmesi ve alternatif görüşleri kendisini ekonomistler arasında en yüksek seviyeye çıkarmıştır.

Friedman, 1956 yılında "Paranın Miktar Teorisi: Yeni Bir Yaklaşım" adlı ünlü makalesi ile yeni bir para talebi teorisi geliştirmiştir (Friedman, 1956). Monetarizmin teorik temellerinin yanında akademik tartışma üzerinde önemli etkisi olmuş ve dünyadaki merkez bankalarında para politikalarının şekillenmesinde ve yürütülmesinde oldukça etkili olmuştur.

Milton Friedman, eski Miktar Teorisyenlerinin yanında Chicago Okulu'ndan da etkilenmiştir.

Friedman'ın, Irving Fisher ve Marshall'dan etkilendiği açıktır. Ancak Friedman'ın Modern Miktar Teorisi daha çok Cambridge Nakit Ankesler Yaklaşımı ile Keynesyen Portföy Analizinin geliştirilmiş bir sentezidir (Yay, 2001: 3).

¹ Keyder, a.g.e., s. 314.

Friedman'ın ortaya attığı Monetarist Yaklaşımına ilişkin birtakım önermeleri mevcuttur. Tüm bu önermelerde Friedman'ın üzerinde oldukça durduğu konu para politikasının ekonomide ne kadar önemli bir işleve sahip olduğu ve para politikasının önemli bir özelliğinin de banka kredisi, toplam krediler ya da faiz oranlarından ziyade para miktarı üzerinde belirleyici bir etkisi olduğu üzerinedir.

1.3.1. MONETARİZMİN ANAHTAR ÖNERMELERİ

Monetarist görüşüne göre ekonomide yaşanan iktisadi sorunların gerisinde para arzının istikrarsız bir biçimde artırılması yatmaktadır. Bu nedenle mevcut sorunların giderilmesinde para politikası, etkili bir iktisat politikası aracı olarak kullanılabilir. Friedman'ın ampirik çıkarımlardan hareketle para politikasına ilişkin önerdiği bir takım önermeler mevcuttur (Friedman, 1983: 22-25). Bunlar:

1. Para miktarının büyüme oranı ile nominal gelir büyüme oranı arasında kesin olmamakla birlikte tutarlı bir ilişki vardır. Burada nominal gelirden kastedilen para ile ölçülen gelirdir. Para miktarındaki hızlı büyüme nominal gelirden bir artışı beraberinde getirecektir.
2. Para miktarı ile nominal gelir arasındaki ilişki açıkça görülmez. Çünkü para miktarındaki değişikliklerin geliri etkilemesi zaman alır. Burada zamanın ne kadar süreceği değişkendir. Bugünkü para miktarındaki büyüme oranı ile bugünkü gelirin büyüme oranı arasında yakın bir ilişki yoktur. Cari dönemdeki büyüme geçmişteki para miktarının büyüme oranına bağlıdır. Sonuç olarak bugünkü para miktarındaki değişiklikler de ilerideki geliri belirleyecektir.
3. Parasal büyüme oranındaki bir değişiklik nominal gelir büyüme oranındaki değişikliği yaklaşık 6 ay ile 9 ay gibi bir süre sonra meydana getirir. Bu, her durum için geçerli olmayan bir ortalama değildir. Burada zamansal gecikme “time lag” bazen daha uzun bazen de daha kısadır.
4. Nominal gelir büyüme oranındaki değişiklik tipik olarak öncelikle hasıla üzerinde kendini göstermekte ve fiyatlar üzerinde neredeyse hiç etkili olmamaktadır. Parasal büyüme oranı azaltılırsa yaklaşık 6 ile 9 ay sonra nominal gelir artış oranı ve fiziksel hasıla da azalacaktır. Buna karşın, fiyat

artış oranı bundan çok az etkilenecektir. Fiyatlarda aşağıya doğru baskı yalnızca gerçek ile potansiyel hasıla arasında bir fark ortaya çıkınca olacaktır.

5. Fiyatlar üzerindeki etki ortalama olarak gelir ve hasıla üzerindeki etkiden 6 ile 9 ay sonra meydana gelir. Böylece parasal büyümedeki bir değişiklik ve enflasyon oranındaki bir değişiklik arasındaki toplam gecikme ortalama 12-18 ay gibi sürer.
6. Parasal değişim ve gelir değişimi sırasında parasal büyümenin etkisinde gecikme olsa bile, aradaki ilişki mükemmel değildir.
7. Kısa vadede, 5 ya da 10 yıl kadar bir zaman süresinde, parasal değişiklikler öncelikle hasıla düzeyini etkiler. Diğer taraftan 10 yılı aşkın sürede parasal büyüme öncelikle fiyatları etkiler. Hasılanın nasıl etkileneceği; girişimcilik, yaratıcılık ve çalışkanlık, tasarruf kapasitesi, sanayi ve hükümet yapısı, uluslar arası ilişkiler ve diğerleri gibi reel faktörlere bağlıdır.
8. Yukarıdaki önermelerden hareketle *“enflasyon her zaman ve her yerde parasal bir olgudur”* ve ancak para miktarındaki artışın hasıla artışından daha hızlı olmasıyla oluşur çıkarsamalarına ulaşılır. Buna karşın parasal genişlemenin, altın madenlerinin keşfi, kamusal harcamalar ve özel sektör harcamaların finansmanı gibi birçok farklı olası nedenleri vardır.
9. Kamusal harcamalar, para basımı ya da mevduat genişlemesi gibi para yaratma işlemleri şeklinde finanse edilirse enflasyonist etkiler yaratacaktır. Kamusal harcamaların vergiler ya da kamu borçlanması yoluyla finanse edilmesi durumunda hükümet fonları, vergi mükelleflerinin, borçlananların yerine ya da fonların başka kişilere ödünç verilebileceği yerine harcamış olacaktır. Maliye politikası, milli gelirin ne kadarının hükümet tarafından harcanmasının ve bu harcamaların yükünü kimlerin üstlendiğinin saptanması bakımından oldukça önemlidir. Maliye politikası tek başına enflasyona neden olmaz.
10. Para miktarındaki değişimin hangi yollarla gelir düzeyini etkilediğini basit bir şekilde açıklamak zordur. Genellikle ilk etki gelir düzeyi üzerinde olmaktan çok, mevcut kıymetli varlıkların, tahvillerin, hisse senetlerinin, evlerin ve diğer fiziksel sermayelerinin fiyatları üzerinde olur. Bu etkiyi, Keynes tarafından vurgulanan likidite etkisi, gelir hesaplarından ziyade

bilançolar üzerinde görebilmek mümkündür. Yükselen parasal genişleme oranı, ister açık piyasa işlemleriyle isterse diğer yollarla olsun bireylerin ve firmaların diğer varlıklarına kıyasla ellerinde bulundurdukları nakit miktarını arttırır. Ellerinde nakit fazlalığı olan bireyler diğer varlık alımlarına yönelerek portföylerini yeniden düzenlerler. Ancak bir kişinin harcaması diğer bir kişinin geliri anlamına geldiğinden toplumu oluşturan bireyler hep birlikte ellerinde tuttıkları nakit miktarını değiştiremezler. Bunu ancak parasal otorite yapabilir. Buna karşın, toplum nakit ankeslerini değiştirme eğilimine girdikçe, bu etki bir aktiften diğerine yayılacaktır. Dolayısıyla varlık fiyatlarının yükselmesi ve faiz oranlarının düşmesi, yeni varlıklarının üretimini ya da var olan varlıklarının satın alınmasından ziyade cari harcamalara yönelik hizmeti teşvik eder. İşte bu durum, bilançolar üzerindeki ilk etkinin nasıl gelir ve harcama üzerindeki bir etkiye nasıl dönüştüğünü açıklamaktadır. Burada Keynesyenler ve Monetaristler arasındaki farklılık, bu mekanizmanın süreçsel yapısı ile ilgili değil, analiz kapsamına alınan varlıkların türü ile ilgilidir. Keynesyenler sınırlı sayıda finansal araç ve faiz oranlarını dikkate alırken; Monetaristler, çok sayıda varlığı ve faiz oranlarını dikkate almışlardır.

11. Bu mekanizmanın önemli bir özelliği de parasal büyümedeki bir değişikliğin önce faiz oranlarını tek bir yönde ancak daha sonra tersi bir yönde etkilemesidir. Hızlı parasal genişleme önce düşük faiz oranlarına yol açacaktır. Ancak daha sonra harcamaları arttırdıkça ve enflasyonist fiyat artışlarını uyardıkça bu durum kredi talebinde de bir yükselişi beraberinde getirmesi faiz oranlarında yükselişe neden olur. Diğer yandan artan fiyatlar reel ve nominal faiz oranları arasında farkın oluşmasına neden olur. Böylelikle para miktarında ve fiyatlarda en hızlı artışın görüldüğü ülkelerde neden dünya çapında en yüksek faiz oranlarına sahip olduklarını görmek mümkündür. Diğer taraftan, para miktarındaki artış oranının düşük olması ise öncelikle faiz oranlarını yükseltir ancak sonrasında bu durum harcamalar ve fiyatlar üzerinde bir düşüşe neden olacağı için faiz oranlarında da bir düşüş gerçekleşir. İşte bu durum para miktarındaki artış oranının düşük olduğu ülkelerin neden dünya çapında en düşük faiz oranlarının görüldüğü ortadadır.

Para ve faiz oranları arasındaki bu iki uçlu ilişki neden Monetaristlerin faiz oranlarını para politikası için son derece yanıltıcı bir kılavuz olarak üzerinde durduklarını açıklamaktadır.

1.3.2. MONETARİST YAKLAŞIMDA PARA VE PARA TALEBİ

Friedman, parayı bir çeşit aktif değer olarak ele almış ve bunun kişilerin varlığını oluşturan aktifler içinde yer aldığını belirtmiştir. Ona göre para; bir varlık olarak “serveti saklamanın bir şekli” dir (Hiç, 1994: 374).

Modern miktar teorisi taraftarları paranın genel fiyatlar düzeyini belirlemenin ötesinde daha geniş işlevinin olacağını ileri sürmüşler ve paranın kısa dönemde ekonomik faaliyetleri etkileyeceğini kabul etmişlerdir (Parasız, 1985: 56).

Monetaristlere göre ekonomik hayatın temel belirleyicisi parasal değişimlerdir. Bu görüşe göre toplam talebi, üretimi, istihdam ve genel fiyat seviyesini belirleyen en önemli temel unsur para arzında meydana gelen değişimlerdir (Kaufman, 1981: 500-501).

Bireylerin varlığını oluşturan aktiflerin dengesinde para talebinin de önemi vardır. Daha öncekiler gibi Friedman da halkın neden elde para tutmaya yöneldiğinin cevabını aramıştır. Ona göre herhangi bir varlığa yönelik talebi etkileyen faktörlerin para talebi üzerinde de etkisi olacağını savunarak portföy tercihleri teorisini para talebine yansıtmıştır.

Portföy analizi yaklaşımıyla ele alınan bu yeni yaklaşım ilk yaklaşımlardan oldukça farklı ve detaylıdır. Bu bağlamda para talebi önceleri cari gelirin ve faizin bir fonksiyonu olarak değerlendirilirken Friedman, para talebine yeni boyutlar kazandırarak para talebinin varlık kavramıyla yani Friedman’ın ifadesiyle “Sürekli Gelir” (Friedman, 1957: 26) kavramıyla da ilişkisinin bulunduğunu açıklamıştır. Ona göre sürekli gelir kavramı, hanehalkının hayatı boyunca elde etmeyi umdukları beklenen ortalama gelirdir (Harris,1981: 124). Sürekli gelir teorik olarak faiz oranının ve servetin bir ürünüdür (Havrilesky ve Boorman, 1978: 263).

Monetaristlere göre para talebi yalnızca nominal gelir düzeyi ile orantılıdır. Para talebi faiz oranına bağlı değildir. Yani, para talebi faiz oranlarına esnek değildir. Aynı zamanda fiyatlar kısa dönemde bile esnektir. Para arzındaki bir değişiklik orantılı bir şekilde fiyatlar üzerinde kendini gösterecektir (Stiglitz, 1997: 756-57).

Keynesyen görüş faiz oranlarının para talebi üzerinde çok önemli bir belirleyicisi olduğunu savunurken, Monetaristler ise faiz oranlarının para talebi üzerinde çok düşük düzeyde etkili olduğunu iddia etmişlerdir (Baye ve Jansen, 1995: 518).

Portföy tercihleri teorisine göre para talebi, bireylerin servetlerinin ve para dışındaki varlıkların beklenen getirinin bir fonksiyonudur. Friedman'a göre reel para talebini belirleyen değişkenler vardır. Davranış parametrelerinin para talebi üzerinde belirleyici bir etkisi vardır (Ergin, 1983: 60-62).

Friedman, para talebini etkileyen değişkenleri ABD'nin 1870-1954 yılları arasında yaptığı bir çalışma ile ortaya koymuştur. Friedman'ın araştırmasından çıkardığı sonuçlar şunlardır:

1. Para talebini etkileyen en önemli faktör varlıklardır.
2. Fiyatlar ile para talebi arasında bir etkileşim vardır.
3. Faiz oranlarının para talebi korelasyonu negatiftir. Faizlerin yükselmesi para talebinde daraltıcı bir etki yapmaktadır. Faizlerin düşmesi ise para talebini yükseltmektedir.

Monetarist iktisatçılar bireylerin ellerinde tutmak istedikleri para miktarının saptanmasında para ile birlikte diğer varlıkların nispi getirilerini de ele almışlardır. Buna göre Friedman reel para talebi fonksiyonunu (Xueping, 2000: 5);

$$M^d / P = f (Y_P, r_b, r_m, r_e, \pi^e, w, u)$$

ya da

$$M^d / P = f (Y_P, r_b - r_m, r_e - r_m, \pi^e - r_m)$$

+ - - -

olarak gösterilir.

M^d / P = Talep Edilen Reel Para Miktarı

Y_P = Sürekli Gelir

w = Servet

r_b = Tahvilin Beklenen Getirisi

r_m = Paranın Beklenen Getirisi

r_e = Hisse Senedinin Beklenen Getirisi

π^e = Beklenen Enflasyon Haddi

u = Tercihleri

ifade etmektedir.

Friedman'ın reel para talebi, uzun dönemde sürekli olarak elde edilmesi beklenen ortalama gelir anlamına gelen sürekli gelir (Gordon, 1984: 240) ile aynı yönlü değişmektedir. Sürekli gelir düzeyinin artışı para talebinde de bir artışı beraberinde getirecektir. Bu durum fonksiyonda (+) işaretiyle gösterilmektedir.

Modern Miktar Teorisi'nde ya da diğer bir ismiyle Monetarist görüşte Friedman, ekonomik birimlerin mevcut servetlerini değerlendirmede paraya alternatif aktifleri üç kategoriye ayırmaktadır: tahvil – hisse senedi – mallar.

Friedman'ın para talebi fonksiyonunda bu aktiflerin elde tutulmasının gerekçesi bu aktiflerin paraya kıyasla getirdikleri getiriyle açıklanmıştır. Denklemde geçen ($r_b - r_m$) terimi, paranın getirisine kıyasla tahvilin beklenen getirisini (tahvilin nispi getirisini), ($r_e - r_m$) terimi, paranın getirisine kıyasla hisse senedinin beklenen getirisini (hisse senedinin nispi getirisini), ($\pi^e - r_m$) terimi ise paranın getirisine kıyasla malların getirisini (malların nispi getirisini) temsil etmektedir. Söz konusu bu para dışı varlıkların paraya kıyasla getirileri ile para talebi arasında ters yönlü bir ilişki vardır. Denklemde terimlerin altındaki (-) işareti bunu temsil etmektedir.

Bilindiği gibi elde para tutmanın getirisi Keynesyen analizde sıfır olarak kabul edilirken, Friedman paranın pozitif bir getirisi olduğunu belirtmiştir. Friedman analizinde paranın beklenen getirisinin (r_m), mevduata ödenen faiz ve para arzı kapsamına dahil edilen mevduatlar için bankalar tarafından sunulan hizmetler (otomatik ödeme talimatı, internet ve telefon bankacılığı vb.) gibi faktörlerce etkilendiğini belirtmiştir. Bankalarca sunulan bu hizmetlerin ve mevduata ödenen faiz oranının artması reel para talebini azaltacaktır.

Yukarıdaki faktörlere bağlı olarak toplam servet değişik varlıklar arasında tahsis edilir. Bu durum, varlıkların marjinal getirilerinin birbirine eşit oluncaya kadar devam eder (Orhan ve Erdoğan, 2003: 187).

Friedman'ın teorisi Keynesyen teorinin aksine faiz oranlarının para talebi üzerinde çok küçük bir etkisi olduğunu, faiz oranlarındaki değişmelerin para talebini çok az etkileyeceğini iddia etmiştir. Dolayısıyla daha önce de bahsedildiği gibi para talebini etkileyen tek önemli belirleyicisi servetin göstergesi olan sürekli gelir kavramıdır (Friedman, 1959: 23 ve Harris, 1981: 123). Böylece Friedman'ın para talebi fonksiyonu şu şekilde gösterilir:

$$M^d / P = f(Y_p)$$

Monetarist para politikasında en önemli faktörlerden birisi para arzının artış oranıdır. İkincisi ise gelir dolaşım hızındaki değişiktir. Bu iki faktör ekonomide enflasyon faktörüne neden olmaktadır. Para arzının toplam hasıla artışından daha hızlı artması enflasyona neden olacaktır. Yükselen fiyatlar faiz oranlarını yükseltecek ve dolayısıyla bireylerin para talebi azalırken, paranın dolaşım hızı artacaktır. Friedman'ın ifade ettiği gibi enflasyon parasal bir olaydır (İlgaz, 1986 :24-25).

Friedman'ın üzerinde durduğu diğer bir husus da paranın dolaşım hızının istikrarlılığıdır. Friedman'a göre paranın dolaşım hızı cari gelir düzeyi ile sürekli gelir arasındaki orana eşittir. Para talebini etkileyen sürekli gelir kavramının istikrarlı bir yapıda olması para talebinin de istikrarlı bir yapıya sahip olmasını sağlamaktadır. Para talebinin istikrarlığı yani büyük dalgalanmalar göstermemesi dolaşım hızının da istikrarlı olmasını beraberinde getirir. Bu durum paranın dolaşım hızının önceden tahmin edilebilir olduğunu göstermektedir (Şıklar, 2006: 198). Buna göre paranın dolaşım hızı şu şekilde ifade edilir:

$$V = Y / f(Y_p)$$

Para dolaşım hızının öngörülebilir ve istikrarlı olması para miktarındaki değişimin toplam harcamalar üzerinde yaratacağı değişikliğin de öngörülebilir

olmasını sağlayacaktır. Diğer bir ifade ile para miktarı paranın miktar teorisinde de olduğu gibi nominal hasıla düzeyinin belirlenmesinde bir aktör konumundadır. Bu nedenle Friedman'ın geliştirdiği para talebi teorisi miktar teorisinin yeni bir sunumudur. Bu nedenle Friedman'ın para talebi teorisi Modern Miktar Teorisi olarak adlandırılmaktadır.

Kısaca, paranın dolaşım hızı sürekli gelir düzeyinin istikrarlı bir fonksiyonu olarak ele alınmakta ve dolaşım hızının ekonomik konjonktürün genişleme dönemlerinde artış, durgunluk dönemlerinde ise bir azalış eğilimi gösterdiği ifade edilmektedir (Akdiş, 2001: 111).

Diğer önemli bir husus da Friedman'ın para talebinin gelir esnekliğinin birden büyük olduğudur. Böylece sürekli gelirin artması durumunda elde tutulan para miktarı artacak ve dolayısıyla paranın dolaşım hızı düşecektir.

Friedman'a göre para miktarı para otoritelerinin kontrolündedir. Parasal otorite para miktarında ılımlı bir parasal büyüme öngören para politikasının uygulanması sonucu enflasyon ve deflasyon sorunundan kaçınılmış olacaktır (Aktan, 2000). Ona göre para miktarı ile milli gelir ve fiyatlar arasında istikrarlı bir ilişki vardır (Friedman, 1975: 77).

Monetarist para politikasına göre parasal değişimler ekonomik reel değişimlere neden olmaktadır (Uludağ ve Arıca, 2003: 328). Paracılara göre para arzı ile GSMH arasında doğrudan ve güvenilir bir ilişki mevcuttur. Dolayısıyla para arzında meydana gelen bir değişme toplam harcamaları ve hasılayı öngörülen bir düzeyde değiştirecektir (Parasız, 1994: 465). Bu süreçte faiz oranlarını önemli bir bağlantı aracı olarak görmezler hatta Monetarizmin yorumuna göre eğer faiz oranları hiç değişmiyorsa bu güçlü bir para politikası uygulandığının kanıtıdır. Çünkü likiditedeki değişme mal ve hizmet alımında harcanmakta ve hiçbir likidite finansal piyasalara girmemektedir.

Friedman ekolü faizi, Keynesyenlerin aksine paranın fiyatı olarak değil kredinin fiyatı olarak tanımlarlar. Öte yandan Friedman'a göre genişletici para politikası faiz oranlarını yükseltecek, daraltıcı para politikası ise faiz oranlarını düşürecek. Bu mekanizmanın önemli bir özelliği, parasal büyümedeki bir değişikliğin faiz oranları üzerindeki etkisinin farklılık göstermesidir. Parasal genişleme başlangıçta faiz oranlarını düşürecek. Daha sonrasında kredinin fiyatının

yüksek olmasının nedeni para miktarındaki hızlı genişlemeye paralel olarak önce harcamaların dolayısıyla fiyatların ardından da kredi talebinin artış göstermesidir (örnek: Brezilya, Şili ve Kore). Artan fiyatlar nominal ve reel faizler arasındaki farkın genişlemesine neden olur. Diğer taraftan para miktarındaki artış hızının düşük olması durumunda ise harcamalar ve fiyatlar düşeceği için faiz oranlarının da düştüğünü çoğu ülkede görmek mümkündür (örnek: İsviçre ve Almanya). Para ve faiz oranları arasındaki bu iki taraflı ilişki Monetaristlerin faiz oranlarının para politikasının yanıtıcı bir göstergesi olduğunu ifade etmektedir (Friedman, 1969: 95-110).

Monetaristlerin temel varsayımlarından biri de Merkez Bankası için ideal durumun öngörülen bir dolaşım hızı olduğudur. Yani, dolaşım hızı istikrarlı ve önceden tahmin edilebiliyorsa, MB para arzını bilinen dolaşım hızına göre ayarlayarak arzuladığı harcama hacmini teşvik edebilir. Dolayısıyla para politikası harcamaların kontrolünde tek başına zorunlu ve yeterlidir. Diğer bir ifade ile Monetarizmde maliye politikalarına gerek yoktur, para politikası üzerine yoğunlaşmaktadır (Parasız, 1994: 466).

1.4. NEO-KEYNESYEN YAKLAŞIM

1970'li yıllardan bu yana Keynesyen Yaklaşım'ın ekonomide istenmeyen bir işsizlik haddinin olduğu ve toplam talepteki değişimlerin kısa vadede hasıla düzeyini etkileyeceği varsayımlarına dayanan ekonomik teoriler geliştirilmiştir (Handa, 2000: 398-399). Keynesyen yaklaşımın gözden düştüğü 1970'li yıllarda iktisat teorisinde Yeni Keynesyen Yaklaşımı altında değerlendirilen çalışmalar varlığını sürdürmüştür (Orhan ve Erdoğan, 2003: 213).

Neo- Keynesyen iktisatçıların vurguladıkları temel varsayım ekonominin tam rekabet koşulları altında çalışmadığıdır. Diğer önemli varsayımları ise; ekonomi eksik istihdam seviyesinde dengeye ulaşabilmektedir ve fiyatlar ve ücretler piyasada dengeyi sağlamak için yeterli esnekliğe sahip değildir. Tam kapasitenin altındaki istihdam ve üretim istenmeyen bir durumdur (Kural, 1995: 10-11).

Neo- Keynesyenlere göre para ve maliye politikaları ekonomide istikrarı sağlamak için kullanılır. Bunun yanında parasal aktarım mekanizmasında faiz yolu çok önemlidir. Değer birikim aracı olarak para ve tahvil olmak üzere iki alternatif

vardır. Tüm finansal ve yatırım araçları arasında getiri oranları göz önüne alınmak koşuluyla ikame söz konusudur. Konjonktür sadece parasal bir olay değildir. Parasal faktörlerin yanında parasal olmayan etmenler de konjonktür hareketlerine neden olabilmektedirler.

Para arzı ve gelir düzeyi arasında çift yönlü bir ilişki vardır. Uygulanan politikalar sonucu para arzındaki değişimler nominal gelirden dalgalanmalara neden olabileceği gibi nominal gelirdeki değişimler de para arzında değişimlere neden olabilir.

Ekonomide kronik enflasyonun devamlı para arzı genişlemesi nedeniyle ortaya çıkmaktadır. Enflasyonda geçici bir yükselmenin toplam talebi etkileyen herhangi bir faktörle (beklenmedik tüketim, yatırım, kamu harcaması) kaynaklanabileceğini savunurlar (Lipsey, Steiner ve Purvis, 1984: 260). Bu tür fiyat artışları para arzı ile takviye edilmediği sürece kendiliğinden duracaktır.

Neo- Keynesyen görüşte 3 yaklaşım ele alınmaktadır. Bunlar:

1. Likidite Tercih Teorisi (Keynesyen Teori)
2. Portföy Dengesi Yaklaşımı
3. Servet Uyumlaması Yaklaşımı

1.4.1. LİKİDİTE TERCİH TEORİSİ

Keynes Klasik Teorinin tam istihdam düzeyinde otomatikman ulaşılması ve sabit dolaşım hızı varsayımlarına karşı çıkmıştır. Keynes para talebinin gelir düzeyine bağlı olmasının yanında aynı zamanda faiz oranına da bağlı olduğunu vurgulamıştır. Keynesyen para talebi, muamele (transactions) ve ihtiyat (precautionary) amacıyla elde tutulan paranın gelirin pozitif bir fonksiyonu olduğunu savunmuştur. Diğer taraftan, spekülasyon (speculative) amaçlı elde tutulan para ise faiz oranının ters bir fonksiyonu, servetin ise pozitif bir fonksiyonudur. Bu nedenle sabit dolaşım hızı Keynesyen modelde geçerliliğini yitirecektir.

Keynesyen sentezde para arzının artırılması sonucu ortaya çıkan fazla paranın maliyeti sahip olunan fazla likiditenin faydasından fazla olacaktır. Bu yüzden bu fazla para, fiziksel varlıklar ve mallar yerine finansal varlık alımında kullanılacaktır. İnsanlar tahvil alımına yönelecektir. Tahvil talep fazlası tahvil

fiyatlarının artmasına neden olacak ve tahvilin getiri oranı düşecektir. Bu durumda kişiler ellerindeki fazla parayı, para olarak tutmak isteyeceklerdir. Keynes, parasal genişlemenin ekonomide meydana getirdiği süreci şu şekilde özetlemiştir (Keyder, 2003: 316):

$$M\uparrow \rightarrow D_B\uparrow \rightarrow P_B\uparrow \rightarrow i\downarrow \rightarrow I\uparrow \rightarrow AD\uparrow \rightarrow Y\uparrow (k_i * \Delta I = \Delta Y) \rightarrow M_t\uparrow \text{ ve } M_p\uparrow$$

$$\begin{array}{ccc} & \downarrow & \downarrow \\ & M_a\uparrow & M_d\uparrow \end{array}$$

M = Para Arzı

D_B = Tahvil Talebi

P_B = Tahvil Fiyatı

i = Faiz Oranı

I = Yatırım

AD = Toplam Talep

Y = Nominal Gelir

k_i = Gelir Çoğaltanı

M_d = Para Talebi ($M_t + M_p + M_a$)

M_t = Muamele Amaçlı Para Talebi

M_p = İhtiyat Amaçlı Para Talebi

M_a = Servet (Spekülatif) Amaçlı Para Talebi

Para arzında meydana gelen bir artış sonucu ilave ankes ile tahvil alınmak istenmektedir. Bu durum tahvile olan talebi arttıracaktır. Böylece tahvil ya da menkul kıymet fiyatları yükselmekte ve dolayısıyla faiz oranları düşüş eğilimine girmektedir. Yatırımın marjinal etkinlik eğrisi faiz oranlarına duyarlılığı nedeniyle düşük faiz oranları üzerinden yatırımlarda bir artış meydana gelir. Bu da, toplam talep eğrisini yukarıya doğru kaydıracaktır. Dolayısıyla gelir düzeyi yatırımlarda meydana gelen artış ve gelir çoğaltanı kadar ($k_i * \Delta I = \Delta Y$) artmakta ve muamele (M_t) ve ihtiyat (M_p) amaçlı para talebi de gelirin bir fonksiyonu olması nedeniyle artış gösterecektir. Böylece artan para arzı para talebindeki artışla kapanmış olacaktır.

Geri kalan kısım ise faiz oranındaki düşme sonucu spekülâtif amaçlı para talebindeki (M_a) artışla kapanacaktır. Sonuç olarak, para arzı para talebine eşitlendiği zaman para piyasasında denge sağlanmış olacaktır. ($M = M_d$)

1.4.2. PORTFÖY DENGESİ YAKLAŞIMI

Bu yeni yaklaşım esin kaynağını Markowitz'in rasyonel yatırımcı davranışları üzerine yaptığı "Portfolio Selection" adlı çalışmasından almıştır (Markowitz: 1959). Çalışmasında rasyonel yatırımcının menkul kıymetler arasında maksimum getiriye sağlayacak optimal portföyü oluşturacağını belirtmiştir. Tobin (1958) ise benzer amaçla görüşlerini savunmuştur. Tobin (1961), Keynesyen Likidite Tercih modelinin geliştirilmiş bir versiyonunu sunarak tahvil getirilerinde bir belirsizlik olması durumunda ihtiyatlı yatırımcının riski ve getiriye de göz önüne alarak aynı anda tahvil ve para tutmanın daha iyi bir seçenek olduğunu belirtmiştir. Hatta risk ve beklentiler dahilinde kişi çeşitli yatırım araçlarından portföyünü çeşitlendirecek ve en yüksek getiriye sağlayacak olan kombinasyonu seçecektir.

Bu yaklaşım likit değerlere ait talep teorisidir ve para bunlardan yalnızca birisidir. Bu yaklaşımın en önemli katkısı para talebinde risk faktörüne de yer vermesidir. Buna göre alternatif yatırım araçlarının getiri oranları düşükçe likit değerler içinde para talebinin likit servet içinde payının artması beklenir.

Portföy Dengesi Yaklaşımında uygun para politikasını saptarken sadece para arzını değil aynı zamanda diğer yatırım araçlarının arzı da dikkate alınmalıdır (Tuzcular: 1990: 32). Çünkü herhangi bir değer arzında meydana gelen bir değişim faiz oranının yanı sıra aynı zamanda diğer alternatif yatırım araçlarına olan talebini de etkilemektedir.

1.4.3. SERVET UYUMLAMASI YAKLAŞIMI

Servet Uyumlaması Yaklaşımı 1960'lı yıllarda Meltzer (1963)'in çalışmasıyla ortaya çıkmıştır. Bu yaklaşımda para dahil tüm varlıklar ikame edilebilir. Bu yaklaşımın, varlıklar arası rasyonel portföy seçimini vurgulaması bakımından portföy dengesi yaklaşımı ile ilişkisi söz konusudur. Kişilerin varlık seçimleri nispi getirilerinden etkilenecektir. Ayrıca para talebi de aynı zamanda insanların toplam varlıkları, ya da parayı da içeren toplam serveti tarafından belirlenmektedir. Yani para servetin pozitif bir fonksiyonudur. Bu yaklaşıma göre para talebindeki bir artış,

gelir düzeyindeki bir artış nedeniyle ya da faiz oranlarındaki düşüş sebebiyle meydana gelir. Diğer bir ifade ile toplam para miktarı gelir düzeyinin, servetin ve faiz oranının bir fonksiyonudur.

Para arzındaki bir artışın faiz oranlarında bir azalışı ve kişinin servetinde ise bir artışı sağlanması beklenir.

Bu yaklaşımda finansal varlıkların kişilerin ellerinde tuttukları para kadar bir getirisi olmadığı sürece varlık sahipleri paranın likiditesi yüksek olması bakımından elde para tutmayı tercih edeceklerdir.

Para miktarı kuramında olduğu gibi para talebi fonksiyonunun istikrarlı olduğu belirtilmektedir. Meltzer, uzun dönem para talebi fonksiyonunu şu şekilde ifade etmiştir:

$$\ln M_d = \ln a + b \ln i + c \ln w$$

Burada;

M_d = Para Talebi

i = Faiz Oranı

w = Servet

için kullanılmıştır.

Burada, Meltzer tahvilin getiri yüzdesini temsili tek bir faiz oranı olarak kullanmıştır. Bu denklemde servet ve faiz oranı para talebinin önemli açıklayıcı değişkenleridir ve para talebinin servete olan esnekliği 1 civarında bulunmuştur. Denklemde para talebinin alternatif varlıkların getiri oranları ile ters yönde, servet ile aynı yönde değişmesi beklenmektedir.

İKİNCİ BÖLÜM

2. İSTİKRAR POLİTİKALARI

2.1. İSTİKRAR POLİTİKALARININ ANLAMI VE AMAÇLARI

Ekonomik istikrar, ekonomide devresel dalgalanmalardan kaynaklanan dengesizliklerin giderilmesi, var olan dengenin korunması ve sağlanması durumudur (Eker, Sakal ve Altay, 1994: 82).

Diğer bir ifade ile bir ülkede, istihdam, üretim hacmi, fiyatlar genel düzeyi gibi ekonomik unsurların istikrarlı bir dengede olma durumunu ifade etmektedir.

Fiyatlar, üretim hacmi, istihdam, ödemeler bilançosu, faiz haddi gibi makroekonomik göstergeler dinamik göstergeler olduğundan istikrar kavramının “değişmezlik” olarak ele alınması günümüz ekonomik koşullarında olası değildir. Bu nedenle istikrar kavramından anlaşılması gereken, bu göstergelerde büyük sapmaların olmaması kabul edilebilir değişmelerin varlığıdır (Duygulu, 1998: 108).

İstikrar politikaları, çeşitli nedenlerle ekonominin finansal ve reel kesimde oluşan dengesizlikleri gidermeyi amaçlayan diğer bir ifade ile nihai hedefinin ekonomik istikrarı sağlamak olan politikalar (Bayraktutan ve Özkaya, 2002:1).

İstikrar politikalarının uygulama aracı olan istikrar programları ise içsel ya da dışsal nedenlerle bozulan ödemeler dengesi, cari açık, yüksek enflasyon gibi makro ekonomik sorunlara karşı geliştirilen ve bozulan toplam arz- toplam talep dengesini yeniden sağlamayı amaçlayan bir dizi politikalar paketidir.

Gelişmekte olan ülkelerde ise ekonomik istikrarı sağlamaya yönelik ödemeler dengesinde iyileşme ve enflasyonu düşürme gibi genel makroekonomik hedeflere ulaşmak amacıyla hazırlanan ekonomik önlemler olarak tanımlanır (Khan ve Knight, 1982: 710).

Kısaca, istikrar politikaları makroekonomik göstergelerde meydana gelen sapmaların düzeltilmesine yönelik alınan önlemler bütünü olarak tanımlanır (Dornbusch, 1992: 25).

İstikrar politikasının amacı, fiyat istikrarsızlığına meydan vermeden tam istihdam düzeyini sağlamak ve bu düzeyi sürdürmektir. Görüldüğü gibi ekonomik istikrarda iki faktör önemlidir. Bunlar; fiyat istikrarı ve tam istihdam düzeyidir (Aren, 2008: 309). Tam istihdam düzeyi dinamiktir. Bu nedenle istikrardan anlatılmak istenen şey fiyat istikrarıdır (Karabıçak, 2000: 50). Fiyat istikrarından tam

anlamıyla enflasyon oranının sıfır olmasıdır. Ancak MB'larının fiyat istikrarında hedefledikleri şey fiyatlar genel düzeyinin stabilizasyonu değil düşük ve istikrarlı bir enflasyon oranıdır (Demirhan, 2002)

Dolayısıyla istikrar politikalarının temel amaçlarını şu şekilde sıralayabiliriz (Whittlesey, Freedman ve Herman, 1967: 410):

1. Tam istihdam
2. Fiyat istikrarı
3. Ödemeler bilançosu dengesi
4. Maksimum sürdürülebilir bir büyüme

İstikrar, iç ekonomik istikrar ve dış ekonomik istikrar olarak ikiye ayrılır. İç ekonomik istikrar, fiyatların sabit kalmasını, üretim ve istihdamın düzenli bir biçimde artmasını ifade eder. Dış ekonomik istikrar ise, ödemeler bilançosunda denge anlamını taşır (Karabıyık, 2009: 14-15).

Kısaca, istikrar politikaları gelişmekte olan ülkelerde iç veya dış nedenlerle bozulan dengeyi ekonomik hayata müdahale ederek yeniden sağlamak ve var olan dengeyi sürdürmek için uygulanan müdahaleler bütünüdür.

2.2. İSTİKRAR POLİTİKALARINA TEORİK YAKLAŞIMLAR

2.2.1. KLASİK YAKLAŞIM

Müdahaleci devlete karşıt görüş olarak ortaya çıkan Klasik görüş “bırakınız yapsınlar, bırakınız geçsinler” felsefesi üzerine kuruludur. Buna göre Klasik teori dört temel ilke üzerine kuruludur:

1. Ekonomide tam rekabet şartları geçerlidir. Yani piyasada tam istihdam dengesi kendiliğinden mevcuttur.
2. Faiz haddi, ücretler ve fiyatlar esnektir.
3. Her arz kendi talebini yaratır. (Say Kanunu)
4. Miktar teorisi geçerliliğini korumaktadır.

Bütün bu varsayımlar altında ekonomi doğal güçlere bağlı olarak dengededir. Üretim hacmi toplam arz- toplam talep tarafından belirlendiği için her arz kendi

talebini yaratarak ekonomide arz-talep dengesi kurulacaktır. Bu yüzden piyasaya ekonomik ve sosyal amaçlı, devletin herhangi bir müdahalede bulunması gerekmemektedir (Çubukçu, 1983: 71). Çünkü kişisel çıkarları peşinde koşan bireysel karar alıcılar toplumsal faydanın maksimum olmasını sağlayacaktır. “*invisible hand*” (görünmez el) ekonomide istikrarı sağlayacaktır. Ekonomik ve sosyal yaşamdaki dengesizlikleri giderecek güçler serbest piyasa ekonomisinin yapısında mevcuttur (Öztürk, 2007: 24).

Klasik yaklaşımda ekonominin her zaman dengede ve istikrarda olduğu varsayılmıştır. Bu yüzden istikrar politikaları arızidir ve istikrar politikaları uygulamasına gerek yoktur (Hiç, 1994: 133). Çünkü fiyat ve ücretlerin esnekliğine bağlı olarak ekonomi tam istihdam düzeyini kendiliğinden sağlamakta, işsizlik ise geçici olarak görülmekte ve işsizliğin nedeni ücret ve fiyatların katılığına bağlanmaktadır.

Klasik yaklaşımda miktar teorisi gereği para arzındaki artış fiyatlar genel seviyesini aynı düzeyde arttırırken reel değişkenleri ise etkilememektedir. Üretim hacmi bundan etkilenmeyecek ekonomide denge yükselen fiyat seviyesinden dengeye ulaşacaktır. Klasik görüşte enflasyona karşı para arzının kısılması gerekmektedir.

2.2.2. KEYNESYEN GÖRÜŞ

1929’da yaşanan Büyük Buhran, Klasik teorinin savunduğu tam istihdamın kendiliğinden sağlanacağı tezini gözden düşürmüştür.

Klasiklerin bunalımı açıklayamamaları Keynesyen ekolün doğuşunu sağlamıştır. Klasik iktisadi görüşün savunduğu jandarman devlet anlayışı yerini Keyneslerle beraber Keynesyen müdahaleci sosyal refah devleti anlayışına bırakmıştır.

Yüksek enflasyon, kronik ödemeler bilançosu açıkları ve işsizlik etkin kaynak dağılımını engeller niteliktedir. Keynesyen anlayışına göre devletin, ekonomik kalkınma, fiyat istikrarı ve tam istihdam amaçlarına yönelik para ve maliye politikaları uygulaması, kaynak dağılımında etkinliğin sağlanması ve gelir dağılımının adil hale getirilmesinde ekonomiye müdahalesi gerekli görülmüştür. Klasik iktisadi görüşün 1929 Ekonomik Bunalımı sonucunda yaşanan ekonomik

durgunluk ve işsizlik sorununa çözüm getirememesi üzerine Keynes piyasanın “görünmez eli” yerine devletin görünen elini ikame etmiştir (Öztürk, 2007: 29-37). Bu anlamda Keynesyen kuramda devletin konumu ve işlevi bütünüyle değişmiştir.

Keynesyen kuramda piyasada arz-talep dengesi tam istihdam düzeyinde kendiliğinden ekonomide oluşmaz. Keynesyen teoride ekonomi eksik istihdam seviyesindedir. Ekonominin kendiliğinden ve daima tam istihdam düzeyinde olmaması devletin ekonomiye müdahalesini zorunlu kılmış ve uygulayacağı politikalarla işsizliği ortadan kaldırması öngörülmüştür (Savaş, 1998: 198).

Klasik ekolde Mahreçler kanunu olarak bilinen “*her arz kendi talebini yaratır*” yaklaşımı Keynesyen modelde “*her talep kendi arzını yaratır*” görüşüne dönüşmüştür (Öztürk, 2007: 30).

Keynesyen yaklaşımda istihdam ve üretim hacmi efektif talep tarafından belirlenir. Toplam talepteki artış tam istihdam seviyesine ulaşıncaya kadar üretim ve istihdam hacmini arttırmaktadır. Keynesçilere göre ulusal gelirdeki dalgalanmaların nedeni harcamalardaki değişikliklerdir (Lipsey, Steiner, Purvis ve Courant, 1990: 385). Tam istihdama ulaşıldıktan sonra da toplam talebin atışı fiyatlar genel seviyesini yükseltmektedir. Dolayısıyla toplam talebin doğru biçimde yönlendirilmesi ekonomik istikrarı sağlayacaktır.

Ekonomide istikrarsızlığın temel nedeni talep yetersizliği ve yatırımlardaki istikrarsızlıktır. Bu yüzden devlet maliye politikası aracılığıyla ekonomiye müdahale ederek toplam talep üzerinde belirleyici bir etkiye sahiptir. Örneğin; depresyon dönemlerinde devlet kamu harcamaları arttırılır. Böylece, efektif talep arttırılarak ekonominin canlandırılması amaçlanır. Diğer taraftan, yüksek enflasyona karşı yapılabilecek ilk şey kamu harcamaların kısılması ve vergileri arttırma yoluna gidilmesidir.

Keynesyen öğretilerde Philips eğrisi analizi ile enflasyon ve işsizlik arasında ters yönlü bir ilişkinin varlığı kabul edilmiştir. A.W. Philips (1958) tarafından geliştirilen Philips eğrisi, bir enflasyon teorisi olmaktan ziyade ekonomide yer alan fiyat istikrarı ile işsizlik gibi içsel değişkenlerin arasındaki değiş-tokuş (trade off) ilişkisini göstermektedir. Buna göre düşük bir işsizlik oranı ancak yüksek bir enflasyon oranı ile sağlanabilir (Turnovsky, 1977: 90). Yani Keynesyen yaklaşım Philips eğrisindeki söz konusu değiş-tokuşu (trade off) kabul etmektedir. Keynesyen

analizde asıl hedeflenen şey tam istihdama ulaşmaktır. Diğer bir ifade ile düşük işsizlik oranı ve yüksek çıktı düzeyleri için yüksek bir enflasyon oranına katlanılacaktır.

Keynes'e göre para politikalarını kullanarak ekonomik istikrarsızlığın önüne geçebilmek mümkün değildir. Çünkü para politikalarının efektif talep üzerindeki etkisi doğrudan ve birebir değildir (Akdiş, 1996: 15-16).

Likidite tuzağı ve yatırımların faiz esnekliğinin düşük olması ekonomik istikrarı sağlamada para politikasının etkisini sınırlamaktadır. Bu yüzden Keynesyenler istikrar politikası aracı olarak maliye politikası üzerinde durmuşlar para politikasını ise toplam talebin genişletilmesinde maliye politikasını destekleyici bir istikrar politikası olarak ele almışlardır (Orhan, 1995: 120).

2.2.3. MONETARİST YAKLAŞIM

1970'li yıllara gelindiğinde o zamana kadar rastlanmayan bir krizle karşılaşmıştır. Ekonomide durgunluk yaşanmış, hem fiyatlar seviyesi artmış hem de işsizlik baş göstermiştir. Keynesyen teori Philips eğrisi analizindeki trade off'u kabul etmiş ve bu iki olgunun bir arada yaşanmasına bir çözüm getirememiştir. Bu yıllarda yaşanan bu "*durgunluk içinde enflasyon*" durumu "*stagflasyon*" olarak tanımlanmıştır.

Stagflasyon krizinin aşılmasında talep ağırlıklı Keynesyen politikalar krizin aşılmasında yetersiz kalmış ve Keynesyen teoriye yönelik eleştiriler artmıştır. Bunlardan birisi Paracılar olarak da bilinen Monetarist teori tarafından yapılmıştır. Monetarist terimi ilk olarak Karl Brunner tarafından ortaya atılmıştır. Ona göre parasal etkiler ulusal gelir, işsizlik ve fiyatlar üzerinde değişmelere neden olurlar (Brunner, 1968: 9).

Monetaristler ekonominin kendi iç dinamiği sayesinde kendiliğinden ve tam istihdam seviyesinde faaliyet gösterdiğini savunurlar. Onlara göre istikrarsızlıkların nedeni devletin uyguladığı ekonomik politikalar (Kaufman, 1981: 500). Devlet müdahalelerinin piyasanın işlerliğini, optimal kaynak dağılımını ve gelir bölüşümünü bozmakta ve konjonktür dalgalanmalarını yaratan en önemli faktörün beklenmeyen parasal değişimler olduğunu ileri sürmüşlerdir (Ersoy, 1990: 289). Dolayısıyla istikrarsızlığı sağlamanın ilk yolu devletin ekonomideki işlevini asgariye indirmektir.

Monetaristler ekonominin doğasının istikrarlı olduğuna inanırlar. Friedman'a göre özel sektör, hem para talebi hem de tüketim fonksiyonları istikrarlıdır. Ekonomiye dengeden uzaklaştıran sorunlar içsel kaynaklı değil, piyasaya yapılan dışsal müdahalelerden kaynaklanmaktadır (Yay, 2001: 10)

Monetaristlere göre ekonomik istikrarsızlığın nedeni parasal faktörlerdir. Ekonomideki dalgalanmaların kaynağı uygulanan yanlış istikrar politikalarıdır. Parasal istikrarsızlık ekonomik büyümedeki istikrarsızlığı da beraberinde getirir (H.Wood, 1972: 49). Friedman enflasyonu her zaman ve her yerde parasal bir olgu olarak tanımlamıştır (Friedman, 1983: 24). Yani para arzındaki artışlar enflasyonun temel kaynağıdır. Bunun yanı sıra para arzındaki değişiklikler reel hasıla ve istihdam üzerinde kısa dönemde etkili olurken, uzun dönemde ise para arzındaki kontrolsüz artışlar fiyatlar genel seviyesini yükselterek enflasyon yaratmaktadır. Diğer taraftan, Friedman her ekonomide kendine özgü doğal işsizlik oranının olduğunu ileri sürmüştür. İşsizlik ise enflasyonun neden olduğu bir olgudur. Bu nedenle enflasyon işsizlik probleminin önce çözülmesi gereken bir sorundur (Uludağ ve Arıcan, 2003: 327-328).

Friedman toplam talebin para miktarına bağlı olduğunu ve ekonomide para arzı artışlarının çok iyi ayarlanması gerekliliği üzerine durmuştur. Ekonomik konjonktürdeki değişen durumlara uyum sağlamak için para politikası üzerinde ani, sert ve kısa aralıklarla değişiklik yapmak yerine (stop and go politikasından kaçınmak) para arzı yıllık artış hızının sabit bir oranla sınırlandırılması ekonomik istikrarı sağlayacaktır (Öztürk, 2007: 63).

Bu yüzden Monetarist yaklaşımda para arzının reel ve parasal değişkenlerin temel belirleyicisi olarak kabul etmekte ve istikrar politikası aracı olarak para politikasına ağırlık verilmesi gerektiğini belirtmektedirler. Monetarist yaklaşımda para politikası, maliye politikasının para politikası üzerindeki etkileri engellendiği sürece, fiyat düzeyinin belirlenmesinde temel belirleyicidir ve maliye politikası ise fiyat istikrarının sağlanmasında gereksizdir (Woodford, 1996: 1). Dolayısıyla, para politikası maliye politikasından çok daha etkin bir araçtır ve sabit oranlı para arzı artışını esas alan para politikası en uygun politikadır.

2.2.4. YAPISALCI (STRUCTURALIST) YAKLAŞIM

Az gelişmiş ve gelişmekte olan ülkelerin yapısal özellikleri ve ekonomik sorunları gelişmiş ülkelere farklılıklar taşıdığı için gelişmiş ülkeler için uygulanan politikalar ve istikrar programları gelişmekte olan ülkeler için aynı etkiyi yaratmayacaktır. Dolayısıyla gelişmekte olan ülkelerde enflasyonun parasalci önlemlerle ortadan kaldırılamaması nedeniyle parasalci görüşe tepki olarak yapısalci yaklaşım ortaya çıkmıştır. Öncülüğünü Latin Amerikalı iktisatçıların yaptığı yapısalci yaklaşım, gelişmekte olan ülkelerdeki ekonomik istikrarsızlığın nedenini yapısal bozukluklara ve darboğazlara bağlamaktadır ve bu sorunlar çözülmedikçe enflasyon gibi makroekonomik sorunların çözülemeyeceğini ileri sürmektedir. Yapısalci yaklaşıma göre az gelişmiş ülkelerin sahip olduğu yapısal bozukluklar ve darboğazlar şunlardır (Aktan, 2000);

1. Tarımsal ürünler arzının yeterince esnek olmaması
2. Dış ticaret dengesinin sürekli açık vermesi
3. Ekonomik kurumların yetersizliği

Bunun yanı sıra yapısal bozukluklar aynı zamanda kaynakların hareketsizliği, piyasaların parçalı olması ve sektörel arz-talep arasındaki dengesizliklerden kaynaklanmaktadır. Gelişmekte olan ekonomilerde daha yüksek bir büyüme düzeyine çıkılmasıyla birlikte talepte meydana gelen artışları arz karşılamakta yetersiz kalmakta ve darboğazlar ortaya çıkmaktadır (Parasız, 1996; 70).

Enflasyonun nedenini ekonomik ve toplumsal faktörlere bağlayan yapısalci yaklaşım piyasadaki aksaklıkların fiyat artışlarına neden olduğunu ileri sürerler (Kepenek ve Yentürk, 2005: 573). Ancak yine de az gelişmiş ülkelerde işsizlik yatırım ve tüketimde aksaklıklarla karşılaşmak yerine parasal ve mali otoriteler enflasyona katlanıp para arzını arttırma yoluna gidebilirler (Çatalbaş, 2007: 199).

Yapısalci yaklaşım, gelişmekte olan ekonomilerde ithal- ikameci sanayileşme stratejisi ve devlet müdahalesini ve korumacılığını gerekli görmektedir. Yapısalci yaklaşım, kendine yeterli bir ekonomi kurma ve içe dönük bir ekonomik kalkınmayı savunmaktadır (Öztürk, 2007: 91-94). Yapısal görüş devletin ekonomiye büyük ölçüde müdahalesinin yanında aynı zamanda vergi ve toprak reformu gibi köklü

değişiklikleri gerektirmektedir. Bu yollarla toplam arzın arttırılması, ekonomide arz-talep dengesinin kurulmasıyla yapısal bozuklukların (enflasyon) giderilmesi amaçlanmaktadır (Çubukçu, 1983: 84).

Ekonomide etkin büyümeyi gerçekleştirmek için önerilen politikalar şunlardır (Ay, Erdoğan ve Uysal, 2007: 586);

1. Vergi, harcama ve transfer sistemlerinde mali reformların yapılması
2. Emek piyasasının deregülasyonu ve liberalizasyonu
3. Yabancı sermaye hareketlerinin deregülasyonu
4. Mal ve hizmetlerde tekelciliğin ortadan kaldırılması ve özelleştirilmesi
5. Ulusal finansal piyasaların deregülasyonu

Ekonomide var olan darboğazları göz ardı eden istikrar politikaları etkili değildir. Yapısalcı istikrar politikaları uzun vadeli politikalarlardır. Çünkü yapısal istikrarsızlıklar yatırımların yeniden tahsisi ile ortadan kaldırılabilir (Parasız, 1996: 71).

Sonuç olarak yapısalcı istikrar politikaları yalnızca uzun vadeli programlar olmakla kalmayıp aynı zamanda köklü değişiklikleri de gerektiren reformist politikalarlardır.

2.2.5. RASYONEL BEKLEYİŞLER TEORİSİ

1970’li yıllarda ortaya çıkan diğer bir yaklaşım da Rasyonel Bekleyişler Teorisi, diğer bir adı da Yeni Klasik Yaklaşımdır. Keynesgil ve Paracı modeller 1970’li yıllardaki ekonominin yapısını ve yerleşmiş kurumlarını ve beklentileri ayrıntılı olarak ele almadıklarından yetersiz kalmaktadırlar. Yeni Klasik yaklaşım bu eksiklikleri gidermeye çalışan modeller oluşturarak 1970’li yıllarda ön plana çıkmıştır (Özçumur, 1991: 10). Bu yaklaşım ilk olarak 1961 yılında J.Muth’un “Rasyonel Beklentiler ve Fiyat Hareketleri Teorisi” adlı makalesiyle birlikte ortaya çıkmıştır (Muth, 1961). Rasyonel Beklentiler yaklaşımının makroekonomik politikalar açısından etkileri devrim niteliğinde olmuştur (Telatar, 2002: 129).

Bu yaklaşımın temel önermesi tüm ekonomik birimlerin rasyonel beklentilere sahip olması ve ekonominin işleyişi ile ilgili tüm enformasyonu kullanarak bireysel çıkarılara yönelik davrandıklarıdır (Savaş, 1998: 226 ve Özdemir, 2008: 100). Buna göre kişiler uygulanan iktisat politikalarından ders alırlar (Parasız, 1985: 4) ve karlarını maksimize edecek bir biçimde kararlarını alacaklardır. Bu yaklaşımın temel görüşü kısaca “*daha az devlet, daha çok özel teşebbüs*” şeklinde özetlenebilir (Başkaya, 1986: 219). Buna göre Yeni Klasik iktisadın temel varsayımları (Orhan ve Erdoğan, 2007: 199);

1. Rasyonel beklentiler
2. Rasyonel kişisel çıkar
3. Ücret ve fiyatların esnekliği

Rasyonel Bekleyişler teorisi piyasaların temizlendiği ve denge fiyatı varsayımlarına dayalı ileriye dönük bir yaklaşımdır. Piyasalarda rekabet tamdır. Yani, bu yaklaşımda tüm piyasalarda ücret ve fiyatlar esnektir ve ekonomide her zaman bir denge sağlanır. Rekabetin tam olduğu bir piyasada ise denge sağlandığında piyasaların temizlendiği varsayılır. Bu kurama göre rasyonel olan ekonomik karar birimleri bugünkü davranışlarını belirleyen tek öge gelecekle ilgili beklentileridir (Ünsal, 2009:288). Piyasalar her dönemde dengededir ve gönüllü işsizlik vardır (Uygur, 1983: 13). Buna göre Yeni Klasik iktisadın Rasyonel Bekleyişler yaklaşımının önermeleri (Jörg, 1987: 410);

1. Ekonomide bireysel optimizasyon söz konusudur.
2. Piyasalar temizdir.
3. Para yansızdır.
4. Para arzı değişiklikleri fiyatlar üzerinde etkindir.
5. Paranın fiyatlar üzerindeki etkisini açıklamada para miktar teorisi kullanılır.

Rasyonel Bekleyişler Ekolü, piyasaya yapılan her türlü müdahalenin istikrarsızlıklara neden olacağını savunur. Hükümet tarafından önceden açıklanan

iktisat politikalarının etkilerine karşı rasyonel ekonomik birimler alınan kararların sonuçlarını öngörerek alınan kararları etkisi hale getirebilmektedirler. Rasyonel birimler uygulanacak istikrar politikalarına karşı önlemlerini alacaklardır. Örneğin; ekonomide MB tarafından para arzını arttırıp talebi canlandırmak suretiyle işsizliği azaltmayı hedefliyorsa karar birimleri para arzında önceden açıklanan bir artışın fiyatların yükseleceğini doğru biçimde tahmin ederler. Yükselen fiyatlar neticesinde firmalar ücretleri yükseltirler ve böylece reel ücret düzeyinde bir değişme olmaması üzerine istihdam ve üretim hacminde de bir artış olmayacaktır. Bu varsayımlar ise devletin para ve maliye politikalarıyla istikrar amaçlı ekonomiye müdahalesini anlamsız kılmaktadır (Aydın, 1998: 59). Dolayısıyla hükümetin tam istihdamı sağlamak için aktif bir iktisat politikası uygulamasına gerek yoktur. Bu bakımdan hükümet aktif politikalar yerine istikrarlı politikalar uygulamalıdır (Aktan, 2000). Ekonomi kendi haline bırakıldığında piyasalar optimum çözümü getirecektir ve bu anlamda ekonomide istikrarlılığı sağlamak için aktif iktisat politikalarına yer verilmemelidir. Ekonomide iktisat politikaları aracılığıyla işsizliği azaltmak ve atıl kapasiteyi azaltmaya çalışmak enflasyonist etkilere yol açacaktır (Uygur, 1983: 33).

Ekonomide meydana gelen bir istikrarsızlık ise bireylerin fiyat düzeyi tahminlerindeki hatalardan kaynaklanır (Öztürk, 2007: 76). Tam istihdamdan sapmalar fiyat düzeyi konusundaki öngörü hatalarından kaynaklanır. Bekleyişlerdeki yanılığın süreklilik arz etmemektedir ve bu yanılığın ancak bilgilerin zamanında elde edilmemesinden kaynaklanır (Uygur, 1983: 33).

Bu yaklaşıma göre öngörülen para politikaları kısa ve uzun dönemde sadece fiyatlar üzerinde etkin olup, reel değişkenleri etkilememektedir. Çünkü karar birimleri ücret ve fiyat bekleyişlerine karşı duyarlıdır (Güvel, 1998: 19). Politikası etkisizliği önermesi diye de nitelenen bu durum, ancak öngörülme (unanticipated) politikaların makroekonomik değişkenler üzerinde etkili olacağını gösterir (Sargent ve Wallace, 1975: 249 ve Ünsal, 2009: 290). Toplam talep üzerinde kamu açıklarının pek önemi olmamasının yanında toplam talebin temel belirleyicisi maliye politikasıdır. Ricardocu eşdeğerlilik (Ricardian Equivalence) doktrinine göre hanehalkı devlet bütçesindeki şimdiki değişikliklerin gelecekteki sonuçlarını doğru algılayabilirlerse özel tasarruflarını ulusal tasarruflardaki değişiklikleri telafi edecek biçimde uyarlayacaklardır. Kamu açıkları fiyat istikrarı üzerinde bozucu bir etkiye

sahip değildir. Devlet bütçesi toplam talebi etkilese bile uygun bir para politikasının, toplam talep üzerindeki maliye politikalarının etkisini telafi ederek, fiyat istikrarını sağlaması gerekir. Bu analizler altında mali istikrarsızlık merkez bankasının amacına ulaşmasını güçleştirir ancak fiyat istikrarı amacıyla maliye politikasının bu uğurda önemsiz görülmesini gerektirmez (Woodford, 1996: 1-2). Ancak bu yaklaşımda genel görüş para ve maliye politikası aracılığıyla ekonomiye yapılan müdahalenin bir istikrar politikası olarak hiçbir etkinliğe sahip olmayacağı yönündedir (Başkaya, 1986: 218). İstikrar politikası uygulamak yerine MB'nın önceden açıklanan bir parasal büyümeyi güvenle sürdürmesi istikrarsızlığı engeller. Burada para arzının büyüme hızı üretimin büyüme hızından büyük değilse enflasyon sorunu önlenecektir (Parasız, 2003: 413).

Kısaca, ekonomiye istikrarı sağlamak için uygulanan para politikaları enflasyonist etkilere yol açar. Ekonomideki dalgalanmalar rastlantısaldır ve bunları azaltmak amacıyla istikrar politikasına gerek yoktur. Piyasa mekanizmasına dayalı bir ekonomi, para ve maliye politikası uygulayan otoritelerden daha başarılıdır.

2.3. EKONOMİK İSTİKRAR PROGRAMLARI VE ÖZELLİKLERİ

Ülkeler bozulan makro ekonomik dengenin yeniden kurulması için istikrar programları uygulamaktadırlar. Ekonomik istikrar politikaları ortodoks ve heterodoks olmak üzere iki grup altına sınıflandırılmaktadır.

2.3.1. ORTODOKS İSTİKRAR PROGRAMLARI

Ortodoks istikrar programları hiperenflasyonla mücadelede uygulanan IMF destekli politikalar (Parasız, 1995: 33). Bu tür programlar parasal ve mali kısıtlamaları kapsamaktadır (Dornbusch ve Simonsen, 1987: 5). Sıkı para ve maliye politikalarını içeren ortodoks istikrar politikaları enflasyonun düşürülmesi ve ödemeler bilançosu açıklarının giderilmesini amaçlayan parasalcı görüşe dayanan istikrar politikalarıdır. Bu programlarda sıkı para ve maliye politikalarıyla toplam talebin kısılarak enflasyonun önüne geçilmeye çalışılmaktadır.

Ortodoks modelde enflasyon ve ödemeler dengesi açıklarının esas nedenleri, para arzındaki hızlı artışlara, aşırı değerlenmiş döviz kuruna ve kamu kesimi açıklarına bağlanmaktadır (Köse, 2000: 9). Daraltıcı politikalar içeren ortodoks

istikrar politikalarıyla bir taraftan kamu açıkları kontrol altına alınarak diğer taraftan da faizler arttırılıp tüketim harcamalarının kısılması amaçlanır. Böylece toplam talep kontrol altına alınarak mevduat faizlerinin yükselmesi sonucu bankacılık kesiminde kullanılabilir kaynakların artması beklenir. Oluşan bu fonlarının işletmelerde yatırımları için finansman kaynağı yaratılarak kısa dönemde üretimin arttırılabileceği savunulmaktadır (Doğruel, 2006: 63-65). Ortodoks istikrar programlarında temel amaç; ödemeler bilançosunun sürekli olarak iyileştirilmesi ve yurtiçi enflasyonun hızla düşürülmesidir (Karluk, 2004: 441).

Ortodoks istikrar programlarında reel ve parasal dengenin kurularak makro ekonomik dengenin sağlanması amaçlanmaktadır (Topallı, 2006: 144). Bu tür istikrar politikalarında nominal para arzının kontrolü ve kamu açıklarının azaltılması ön plana çıkmaktadır (Parasız, 1998: 198).

Ortodoks nitelikli programlarda parasal dengenin sağlanmasında sıkı para ve maliye politikalarının uygulanmasının (Parasız, 1995: 48) yanında ticaretin serbestleştirilmesi ve sabit kur politikasından da yararlanılmaktadır (Bahçeci, 1997: 5).

Ortodoks istikrar programlarının içerdiği politikalar, talep yönlü ve arz yönlü istikrar politikaları olmak üzere iki gruba ayırabiliriz (Parasız, 2002: 105). Talep yönlü istikrar politikaları, para arzının kontrolü, kamu açıklarının kısıtlanmasını, fiyatların serbest bırakılarak piyasa mekanizmasına güven unsurunun arttırılmasını, vergi artışlarını ve yüksek faiz oranlarını içermektedir. Bunun yanı sıra arz yönlü istikrar politikaları ise, sübvansiyonların kaldırılması, atıl kapasitelerin kullanımını sağlayarak kapasite kullanımının arttırılmasını, tasarruf ve yatırım teşviklerini içermektedir (Yıldırım, 2003: 71).

Ortodoks politikaların başarısı enflasyonist bekleyişler, güven unsuru ve açık ve zımnî sözleşmeler gibi nedenlerle tartışılmakta (Emsen, 2007: 88), sosyal ve politik karışıklıklara neden olduğu iddia edilmektedir (Parasız, 1995: 33). Çünkü ortodoks istikrar programları, GSMH'nin büyüme oranını ve endüstriyel büyüme oranını düşürmekte, ekonomide resesyon ve işsizlik yaratmaktadır (Parasız, 1995: 49). Öyle ki sıkı para ve maliye politikalarına dayanan ortodoks istikrar programlarının uygulandığı ülke deneyimlerinin çoğunda enflasyonun yavaş bir şekilde düştüğü, diğer yandan işsizlik oranında bir artışın ve büyüme oranında da bir düşüşün gerçekleştiği görülmüştür (Kiguel ve Liviatan, 1988: 273). Ortodoks

politikalar reel ücretlerin düşmesi ve programın maliyetinin ücretliler ve küçük işletmeler üzerine kalmasıyla sonuçlanmıştır. Bundan dolayı birçok ortodoks istikrar politikalarının yürütülmesinde askeri müdahalelere tanık olunmuştur. Programın yürütülmesi bürokratik-otoriter-askeri çizgide gerçekleştirilmiştir (Parasız, 1998a: 218).

Ortodoks istikrar politikası zamana yayılmış aşamalı bir stratejidir (Knight ve McCarty, 1986: 14). Şili örneğinden de gördüğümüz üzere bu tür politikaların kronik enflasyonu yenmede başarılı olabilmesi için en az on yıl ve daha fazla uygulanması gerekir. Aynı zamanda bu süreç içerisinde mali ve nominal disiplin ısrarla sürdürülmeli ve korunmalıdır. Bu ısrar ücret ve döviz kuru politikalarından ziyade uygulanan politikanın başarıya ulaşmasının esasıdır (Kiguel ve Liviatan, 1988: 297).

2.3.2. HETERODOKS İSTİKRAR POLİTİKALARI

Yüksek enflasyonla mücadelede uygulanan ortodoks istikrar politikalarının büyümede daralma ve işsizlik oranındaki artışı karşın enflasyonla mücadelede başarılı olamamış hatta enflasyonu daha da şiddetlendirmiştir (Esen, 1989: 33-34). Bunun üzerine hiperenflasyonu çok kısa bir sürede durdurmayı amaç edinen heterodoks istikrar politikaları uygulanmaya başlanmıştır (Ay, Erdoğan ve Uysal, 2007: 584).

1985 yılından itibaren Arjantin (Austral Plan), Brezilya (Cruzado Plan), Meksika ve İsrail gibi yüksek enflasyonla mücadele etmek amacıyla istikrar önlemlerini uygulamaya koydular. Geleneksel istikrar programlarındaki sıkı para ve maliye politikalarının yanında gelirler politikasını içermesi bakımından kronik enflasyonla mücadelede uygulanan şok niteliğindeki programlardır. Bu programlara uygulamada seçtikleri şok tedavi yöntemi nedeniyle “heterodoks şok programlar” olarak adlandırılmıştır (Dornbusch, 1992: 25).

Bu programların amacı geleneksel istikrar programlarından farklı olarak ekonomik faaliyetlerde ve istihdamda bir gerileme yaratmadan enflasyonu kısa süre içinde ve kesin olarak düşürmektir (Dornbusch ve Simonsen, 1987: 7).

Heterodoks programlar iki aşamada uygulanır; birinci aşamada ücret ve fiyatlar dondurularak enflasyon oranının hızlı bir biçimde düşürülmesi amaçlanır, ikinci aşamada ise ortodoks istikrar programı ile desteklenerek bütçe kontrolü ve

yapısal değişimler gerçekleştirilmeye çalışılır (Doğruel, 2006: 67). Heterodoks istikrar politikalarının tek başına uygulandıklarında başarılı olma şansı oldukça düşüktür heterodoks istikrar programlarının uzun dönemdeki başarısı mali dengenin sağlanmasına yani ortodoks istikrar programlarla desteklemesine bağlıdır (Yıldırım, 2003)

Yüksek kronik enflasyonun yaşandığı ülkelerde tercih edilen ve enflasyonu hızlı ve kalıcı bir biçimde düşürmeyi hedefleyen heterodoks istikrar programlarının ayırt edici özelliği ilk olarak sabit döviz kuru, ücret ve fiyat kontrollerini içeren gelirler politikalarından oluşmaktadır. Gelir politikası enflasyon sorununa hızlı ve koordinasyonlu bir düşüşü beraberinde getirmektedir (Dornbusch, 1992: 27). Heterodoks istikrar programlarını ortodoks politikalarından ayıran en önemli husus, gelir politikalarının belirli bir süre içinde geçici olarak kullanılmasıdır (Kiguel ve Liviatan, 1991: 1-5).

Gelirler politikası ile döviz kuru, ücret ve fiyatların dondurulması bütçe açıklarının kısılması için etkili bir araçtır (Dornbusch, 1992: 25).

Heterodoks istikrar programlarının 3 dayanağı vardır. Bunlar kısa dönemde hiperenflasyonu durdurmayı hedefleyen ücret ve fiyatların dondurulması, sabit döviz kuru ve bütçe açıklarının kapatılmasını amaçlayan mali disiplin ve parasal reformlardır (Oktar, 1994: 37).

2.3.2.1. FİYAT VE ÜCRET KONTROLLERİ

Fiyat ve ücret kontrollerine gidilmesi enflasyonun sürüp giden yapısı ile açıklanmaktadır. Sürüp giden enflasyon (inertial) bugünkü enflasyonun dünkü enflasyon olarak gerçekleşmesidir (Esen, 1989: 35). Hiperenflasyon koşullarında ekonomik birimler gelecekteki enflasyon oranının dünkü enflasyon oranına eşit olacağını düşünürler (Parasız, 1995: 40).

Ekonomideki tüm iktisadi birimler yüksek enflasyon ortamının olası zararlarından korunmak için davranışlarını şekillendirirler (Esen, 1989: 35). Ekonomik birimlerin dünkü enflasyonu baz alarak tüm sözleşmeler buna bağlı olarak yapılacak ve bugünkü enflasyona yönelik öngörü realize olarak dünkü enflasyon cari enflasyon olarak gerçekleşir (Dornbusch ve Simonsen, 1987: 7-8). Bu durum insanlarda bir kötümserlik yaratacaktır. Heterodoks istikrar programlarının temel

amacı dünkü enflasyon ile bugünkü enflasyon arasındaki ilişkinin kesilerek enflasyonist ataleti ortadan kaldırmaktır (Blejer ve Cheasty, 1988: 868). Böyle bir hiperenflasyonist ortamda heterodoks istikrar programların uygulmaya geçilerek fiyat ve ücretlerin dondurulması ekonomide şok etkisi yaratacak ve neticede ücret- fiyat spirali durdurulurken istikrar programının kamuoyu üzerindeki güvenilirliği artacaktır. Diğer bir deyişle fiyat ve ücretlerin dondurulması kısa dönemde ücret fiyat sarmalını durdururken istikrar programına olan inandırıcılığı da arttırmaktadır (Cin, Yalçın ve Doğru, 2000/2001: 1).

Heterodoks istikrar programlarının başarısı programa olan inanca bağlıdır. Eğer bu inanç kamuoyunda oluşturulamazsa enflasyon giderek ivme kazanacaktır (Kiguel ve Liviatan, 1992: 22). Bunun yanı sıra etkin bir fiyat dondurma politikasının gerçekleşebilmesi için toplumsal bir uzlaşma gereklidir. Bunun için demokratik bir ortamın varlığı gerekir (Doğruel, 2006: 67).

Heterodoks istikrar programlarına yöneltilen eleştirilerden birisi fiyat kontrollerinin kaynak dağılımını olumsuz yönde etkilemesidir (Blejer ve Cheasty, 1988). Fiyat kontrolleri piyasa mekanizmasının etkin bir şekilde işleyişini bozmaktadır. Bu tür araçların uzun vadede kullanımı piyasalar arası dengeyi bozacağından dengeleri tekrar inşa etmek istikrar programının maliyetini arttıracaktır (Bahçeci, 1997: 8). Fiyat dondurmalarının diğer bir dezavantajı da ekonomide arz kıtlıklarına ve karaborsaya neden olmasındır. Ancak heterodoks politika savunucuları bu maliyetlerin sıkı para politikası ve talep yönetimi şeklindeki uygulamalarının üretim ve istihdam üzerindeki reel kayıptan daha az maliyeti olduğunu iddia etmektedir (Parasız, 1996: 83).

Heterodoks programların uygulandığı başarılı örneklerde fiyatların kontrol altına alındığı esnada mali durumun da geliştiği görülmüştür. Örneğin, İsrail'in uyguladığı programda mali açık kapanmış ve fazla verdiği görülmüştür. Yine, 1960'lı yıllarda Brezilya rneğinde de yine aynı yönde bir iyileşme olduğunu söylemek mümkündür. Heterodoks programların bir avantajı da enflasyonun ilk anda düşmesiyle ters olarak bilinen "Olivera- Tanzi etkisi" sonucu mali dengenin iyileştiği ve kamu gelirlerinde bir artışın sağlandığı izlenimidir. Bu mali dengedeki iyileşmeyi sürdürebilmenin yolu ancak enflasyon oranının düşük seviyede tutabilmesi ile mümkündür. Kiguel ve Liviatan'a göre heterodoks programlarda enflasyonu

düşürmenin maliyeti kontroller gevşediğinde başlar. Ekonomik daralma ve değerli kur nedeniyle rekabet kaybı ihracatı yavaşlatır ve işsizlik oranında bir artışa neden olur (Kiguel ve Liviatan, 1992: 46-50). Ayrıca, heterodoks istikrar programlarının daha az işsizliğe yol açarak enflasyonu kısa sürede düşürmesi önemli bir üstünlük sayılabilir (Köse, 2000: 13). Örneğin, Meksika’da program öncesinde işsizlik oranı 1985’te %4.8 iken, 1986’da %4.3 seviyesine gerilemiş, 1987’de %3.9 seviyesine düşmüştür. 1988’de ise bu oranın %3.6 seviyelerinde seyrettiği görülmüştür (Kiguel ve Liviatan, 1992: 42).

Kısaca, heterodoks yaklaşımın asıl amacı, ekonomik göstergelerde ve istihdamda bir gerilemeye neden olmadan enflasyonu hızla düşürmektir (Bayraktutan ve Özkaya, 2002: 3).

2.3.2.2. BÜTÇE DISİPLİNİ VE PARASAL DISİPLİN

Enflasyon hakkındaki genel görüş, bütçe açıklarının enflasyona neden olduğu yönündedir. Enflasyonist ortamda, bütçe açıklarının yüksek olmasının nedeni enflasyondur ve bütçe açığı enflasyona değil, enflasyon bütçe açığına neden olmaktadır (Dornbusch ve Simonsen, 1987: 16).

Döviz kuru, ücretler ve fiyatların dondurulması şeklinde uygulanan gelir politikası bütçe kesintisi için etkili araçtır (Dornbusch, 1992: 25).

Sıkı maliye politikası ve bütçe disiplini heterodoks programlar için vazgeçilmez öğelerdir. Programın başlangıç aşamasında enflasyonun hızla düşmesi ve artan vergi gelirleri ile birlikte bütçe açıkları kapanmaya başlar. Enflasyonun hızla düşüşü “Olivera Tanzi Etkisi”ni tersine çevirmektedir. Bu etkinin ortaya çıkması verginin tahakkuku ile tahsili arasındaki gecikmeden kaynaklanmaktadır (Blejer ve Cheasty, 1988a: 18; Dornbusch ve Simonsen, 1987: 16). Tanzi etkisi, enflasyonun yüksek olduğu ülkelerde önemlidir. Tanzi etkisinin tersine işlemesiyle sağlanan kazancın büyüklüğünü ölçebilmek zordur. Yine de örnek olarak İsrail ve Arjantin’i vermek mümkündür. İsrail’de elde edilen kazancın büyüklüğü, GSYH’nın %1.5’i, Arjantin’de ise GSYH’nın %2’si civarlarında olduğu tespit edilmiştir (Kiguel ve Liviatan, 1991: 20-21).

Heterodoks programların sıkı maliye politikasını kapsamaması gelişmekte olan ülkeler için uygulamada güçlükler ortaya çıkmaktadır. Çünkü bu ülkelerde

hükümetlerin üzerinde olağan zamanlarda bile harcamalarını arttırmaları yönünde baskılar oluşacaktır (Parasız, 1996: 84).

Latin Amerika örneklerinde görüldüğü gibi bütçe disiplini enflasyonun düşürülmesinde tek başına istikrarı sağlama konusunda yeterli gelmemekte, bunun parasal kısıtlamalarla desteklenmesi gerekmektedir. Parasal reformun başlıca iki özelliği bulunmaktadır. İlki, enflasyonist ortamda yapılan sözleşmelerin sıfır enflasyon oranına göre yeniden düzenlenmesi, diğeri ise, programın inandırıcılığını sağlamak için yeni bir para biriminin devreye sokulmasıdır (Cin, Yalçın ve Doğru, 2000/2001: 4).

Enflasyonist bir ortamda tüm sözleşmeler fiyatların artacağı beklentisi içinde düzenleneceği için sözleşmeler kısa dönemli hale gelmektedir. Programın başarıya ulaşması ve enflasyonun düşmesi halinde sözleşmeler sorun teşkil edecektir. Finansal sektörde ise enflasyon oranının düşmesi borçlulardan alacaklılara doğru bir servet transferine neden olmaktadır (Esen, 1989: 39).

Enflasyonist ortamda ücret sözleşmeleri ise daha karışık bir hal almaktadır. Fiyatların hızla arttığı bir ortamda reel satın alma gücü düşmekte ve sözleşmeler belirli aralıklarla yenilenmek zorunda kalınmaktadır. Bu durum hem maliyet artışına hem de fiyatların bir kısır döngü şeklinde devamlı yükselişine neden olmaktadır.

Parasal kurumlarda yapılacak diğeri bir değişiklik de yeni para biriminin tedavüle sokularak tüm işlemlerin bu para birimi üzerinden yürütülmesidir. Diğeri önemli reformlardan birisi de MB'nın bütçenin finansmanı için para basımına son verilmesi gerekliliğidir (Esen, 1989: 40).

Heterodoks istikrar programlarının ortodoks istikrar programlarına göre üstünlük sağlayan gelir politikası araçları kısa vadede ve dikkatle kullanılmalıdır. Heterodoks programların şok politika olarak uygulanarak kısa sürede enflasyonu düşürmede etkili olması programın inandırıcılığı açısından büyük önem taşımaktadır. Politika araçları etkin kullanıldığında ekonomik faaliyetlerde ve istihdamda bir gerilemeye neden olmadan enflasyonu düşürmede etkili bir araç olarak kullanılması programın üstünlüklerindedir. Bu anlamda en başarılı örnek İsrail'dir.

2.3.2.3. SABİT DÖVİZ KURU

Heterodoks istikrar politikasının diğer araçlarından birisi de sıkı maliye politikası ve sabit kuru uygulamasıdır. Program uygulamasının birinci safhasında fiyatlar ve ücretler dondurulduğunda döviz kuru da sabitleştirilmektedir. Heterodoks istikrar politikası uygulamalarında döviz kontrolü önemli bir yere sahip olması nedeniyle bu politikalar çoğu zaman “döviz kuruna dayalı istikrar politikaları” olarak da tanımlanmaktadır (Doğruel, 2006: 71).

Heterodoks istikrar programına göre enflasyonist beklendişlerin kırılabilmesi için döviz kuru, para arzı, faiz oranı, banka kredileri ve ücretler gibi ekonomik değişkenler arasından bir anahtar fiyatın (key price) diğer bir ifade ile program çapasının seçilerek istikrar sağlanmaya çalışılır. Uygulamada tek bir çapaya aşırı yük binmemesi için birden fazla çapa kullanılmaktadır (Karluk, 2004: 442).

Çapa olarak nitelendirilen sabit döviz kuru politikası ile ulusal paranın yabancı paralar karşısında uğrayacağı değer kaybına yönelik beklentilerin kırılması amaçlanır (Ay, Erdoğan ve Uysal, 2007: 585).

Kronik enflasyon sorunuyla karşı karşıya olan ülkeler sabit döviz kuru uygulamasıyla programın başlangıç aşamasında döviz kurunun değer kaybı beklentisinin kırılması ve enflasyonun kontrol altına alınmasını amaçlamaktadır (Cin, Yalçın ve Doğru, 2000/2001: 1-2). Fiyat-ücret kontrolü ve sabit döviz kuru politikasıyla iç fiyatlarda istikrarın sağlanacağı ve bunun sonucunda vergi gelirlerinin artacağı beklenmektedir. Bu beklentileri gerçekleştirmek için sabit döviz kuru uygulamasının özellikle fiskal politikalarla tutarlı olması gerekir. Döviz kuruna dayalı istikrar için mali uyum ve destek şarttır (Kiguel ve Liviatan, 1988: 290). Programın hemen öngörülen sonuçlarından birisi fiyat endeksinde meydana gelen bir kerelik artıştır. Bu artış ücretlerdeki artışla telafi edilmeli ve devalüasyonla devam etmelidir (Patinkin, 1993: 117).

Döviz kuruna dayalı uygulamanın en riskli sonucu dış ticaret dengesi üzerindeki olumsuz etkidir. Yerli paranın değer kazanması, ihracatı ithalata nazaran pahalılaştırdığı için cari işlemler dengesini bozmaktadır (Doğruel, 2006: 61).

Sabit döviz kuru uygulamasıyla eğer enflasyon düşürülemezse bu uygulamanın diğer önemli bir sonucu da ihracat sektörüne vereceği tahribattir. 1985 yılında “Austral Plan” adı altında uygulamaya konulan Arjantin örneği bu durumu

çok iyi özetlemektedir. 1981’de cari olarak 9.1 milyar dolar olan Arjantin ihracatı, 1986’da 6.9 milyar dolara, 1987’de ise 6.4 milyar dolara gerilemiştir. İhracattaki bu gerilemenin sebebi sabit döviz kuru uygulamasıdır (Parasız, 1996: 84).

ÜÇÜNCÜ BÖLÜM

3. DÜNYADA UYGULANAN PARA POLİTİKALARI

3.1. AMERİKA'DA UYGULANAN PARA POLİTİKALARI

Amerika Birleşik Devletleri Merkez Bankası (FED), maksimum istihdam, fiyat istikrarı, orta ve uzun vadeli faiz oranları hedeflerine ulaşmak için ülkenin para politikasını belirleme yetkisine sahiptir. Amerika'da para politikası, FED tarafından üstlenilen ulusal ekonomik hedeflere ulaşmada para ve kredi ulaşılabilirliğini ifade etmektedir.

FED'in yasal olarak Kongre'ye karşı fiyat istikrarı ve maksimum istihdam olmak üzere iki ana sorumluluğundan bahsetmek mümkündür (Bernanke, 2009: 184). Ayrıca uzun vadede maksimum sürdürülebilir ekonomik bir büyüme hedefi FED'in diğer önemli amaçları arasındadır.

FED'in enflasyon hedeflemesi stratejisini kabul etmemesine ve enflasyon hedeflerini açıkça ilan etmemesine rağmen para politikası amacının fiyat istikrarı olduğu vurgulanmıştır (Mishkin, 2002: 223).

Fiyat istikrarının olduğu ve fiyatları üzerinde enflasyonun bozucu etkisinin olmadığı durumda kaynakların etkin dağılımı sağlanmakta ve daha yüksek yaşam standardına katkıda bulunmaktadır. Ayrıca, sabit fiyatlar varlık değerlerinde enflasyondan kaynaklanan aşınma riskini azaltarak tasarruf ve sermaye üzerinde teşvik edici bir etkiyi sağlar ve böylece hane halkı daha fazla tasarruf ve işletmeler de daha fazla yatırım için teşvik edilmiş olur (Chair, Alvarez, ve diğerleri, 2005: 15).

1970'li yıllarda bir dizi yasa ve kararlarla Federal Reserve Bank'ın para politikası hedefleri belirlenerek düzenli raporlarla para politikasının uygulanması, ekonomik görünüm ve hedefler sunulmaktadır. 1975'den itibaren de para politikasının durumu hakkında Kongre'ye sunulmak üzere yılda iki kez düzenlenen sunumlar yapılmaktadır. Ayrıca 1979'da altı aylık ekonomik tahminler, 1983'de "Beige Book"un yayınlanması daha fazla açıklık kriterine uygun olarak alınan önemli kararlardır (Bernanke, 2008: 177).

FED'in para politikası uygulamasında operasyonel hedefi federal fon oranı diye nitelendirilen interbank piyasasında kullanılan kısa vadeli faiz (gecelik faiz oranı) oranıdır.

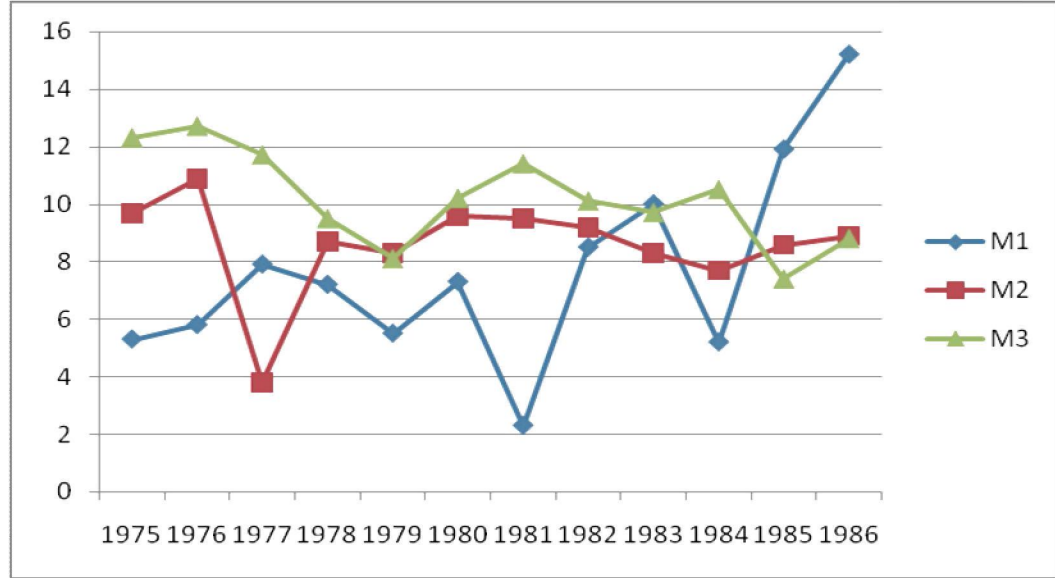
FED, para politikası amaçlarına ulaşmak için açık piyasa işlemleri, iskonto oranı, munzam karşılıklar gibi çeşitli para politikası araçlarından yararlanmaktadır.

1970'li yılların başında ABD'de federal fon oranı ve bankalararası borçlanma faiz oranının para politikası aracı olarak kullanıldığı ve parasal genişlemenin hedef değişken olarak benimsendiği bir para politikası stratejisi uygulanmaktadır (Bernanke and Mishkin, 1992: 189).

1971-1973 yılları arasında altın sisteminden vazgeçmesiyle birlikte Amerika, devalüasyon krizi ile karşı karşıya kalmış ve 1973-1974 Petrol Şoku'yla birlikte doların uluslar arası piyasalarda değer kaybına uğraması yurtiçinde enflasyon baskısının artmasına neden olmuştur (Axilrod, 2009: 55). 1970'li yıllarda yaşanan bu koşullar altında FED'in fiyatlar üzerindeki baskının azaltacak, istihdam ve ekonomik büyümeyi makul seviyelere getirecek politika arayışlarına girmiştir. Enflasyonu yeniden kontrol altına almak için para politikası uygulamasında para arzının seyrine önem verilmiştir.

Bu yıllarda enflasyon oranındaki artış nedeniyle para politikasını yöneten ABD Federal Rezerv Sistemi Açık Piyasa İşlemleri Komitesi (The Federal Open Market Committee - FOMC) tarafından M1 para arzının haftalık olarak takip edilmesi ve gösterge hedef olarak da M2 para arzının seçilmesine karar verilmiştir (Meulendyke, 1990: 11).

1975 yılında ise FED tarafından parasal genişleme için belirlenen hedefler kamuoyuna ilan edilmeye başlanmıştır. Ancak FED'in önceliği parasal hedeflere ulaşmadan ziyade işsizliği düşürme ve faiz oranlarında esneklik olmuştur. Ayrıca parasal hedefleme stratejisi çerçevesinde finansal piyasaların istikrarı ve döviz kuru diğer gözetilen amaçlar arasındadır (Mishkin, 2000: 2).

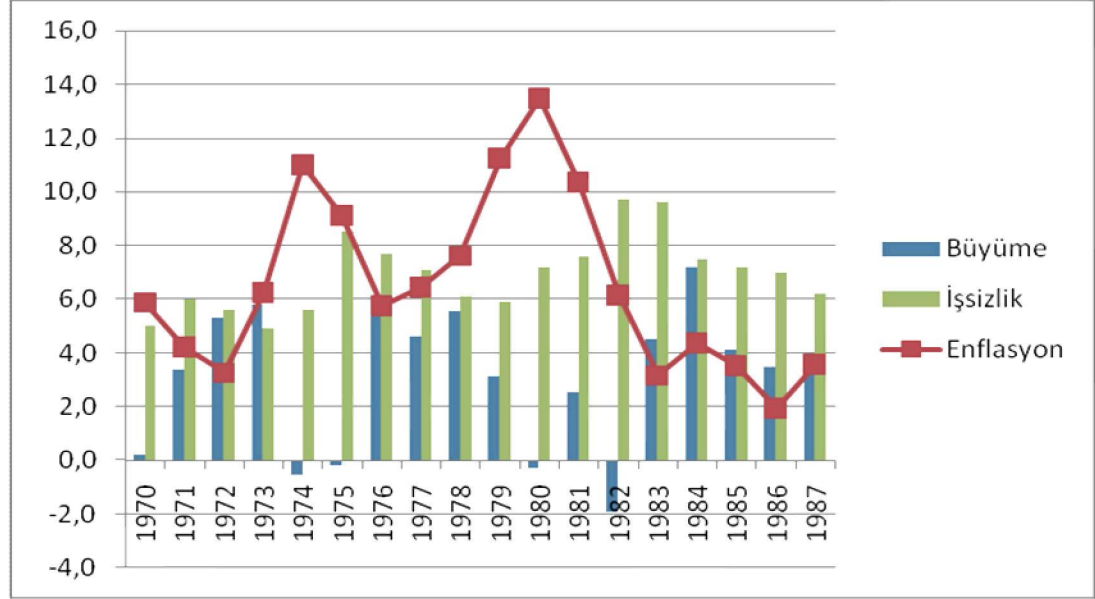
GRAFİK 3.1. AMERİKA'DA PARASAL BÜYÜKLÜKLER

Kaynak: Bernanke and Mishkin, 1992: 190

Grafik 3.1.'de görüldüğü gibi yıllar itibariyle parasal büyüklüklerde dalgalanmalar yaşanmıştır. 1975'te azalan hedef aralıklarına rağmen M1'de bir artış eğilimi görülmüştür. Özellikle 1974-1977 arasında enflasyon oranlarının ortalamanın üstüne çıkmasıyla negatif reel faiz oranları uygulanmıştır. 1975-1978 yılları arasında parasal genişleme doğrultusunda enflasyon oranı hızla yükselirken işsizlik oranı giderek azalmıştır (Bernanke and Mishkin, 1992: 192).

Para arzının hedeflendiği 1970'li yılların sonunda FED enflasyonla mücadelede güvenilirliğini iyice yitirmiş ve enflasyonist beklentiler fiyatların yükselmesinde önemli bir faktör haline gelmiştir. Dolayısıyla bu durum, FED'in enflasyonla mücadelede kontrolünün azalmasına neden olmuştur.

Ağustos 1979'ta FED'in başkanlığına gelen Paul Volcker, görev süresince (1979-1987) faiz oranlarından ziyade para arzı ve toplam rezervler üzerinde durarak enflasyonu düşürmeye ve kontrol altına almaya dolayısıyla FED'in güvenilirliğini arttırmaya çalıştı (Axilrod, 2009: 91).

GRAFİK 3.2. AMERİKA'DA 1970-1987 DÖNEMİNDE MAKROEKONOMİK BÜYÜKLÜKLER (%)

Kaynak: Federal Reserve Economic Data

Bu dönemde Volcker, FED'in uygulama prosedüründe değişikliğe giderek banka rezervlerinin büyümesi üzerinde kontrol sağlamaya çalıştı. Böylece artan para stoku, bankaları belli bir indirim üzerinden daha fazla rezerv borçlanmaya itecek ve böylelikle federal fon oranı ve kısa vadeli faiz oranlarında otomatik olarak artışa neden olacaktır (Goodfriend, 1993: 3).

Bu dönemde FED, parasal genişleme ve rezervlerde hedeflere ulaşmada faiz oranlarını hedef değişken olarak kabul etmedi. Ancak faiz oranlarında değişkenliği sınırlamanın enflasyona neden olduğu anlaşıldı.

Ancak yine de para piyasasını faiz oranlarındaki değişkenlikten korumak için faiz oranlarındaki oynaklığa izin verilmeyerek bu uygulamaya devam edildi. Sonuç olarak kısa vadeli faiz oranları kontrolünden vazgeçilerek ödünç olmayan rezervler hedeflendi. Yine de bu dönemde faiz oranının %20'ye ulaşılmasının önüne geçemedi. Rezerv kontrolünün para talebindeki değişme nedeniyle başarısızlığa uğradığı iddia edildi. Halbuki faiz oranı hedefi rezerv hedefi ile tutarlılık arz etmemekteydi (Meltzer, 2010: 284).

1981-87 arasında enflasyonla mücadelede sıkı para politikası uygulanarak para ve kredi genişlemesini kontrol altında tutulmuştur. Özellikle 1982'den sonra

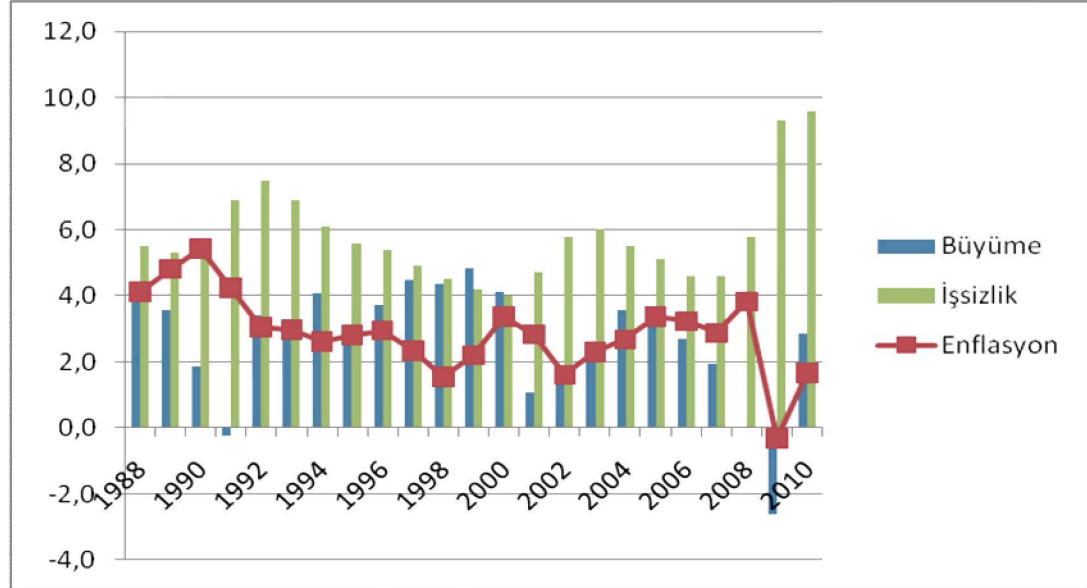
artan faiz oranlarında istikrar sağlanmaya çalışılmıştır (Mccallum, 2000: 55). Ayrıca finansal piyasalarda ve döviz kurunda da istikrar asıl amaçlardan birisidir.

Volcker'in politika değişikliği enflasyonu düşürmede hedefine ulaşırken diğer taraftan 1981-1982 yıllarında derin bir resesyona neden olmuştur (Bernanke and Mishkin, 1992: 193). Grafik 3.2.'den de görüldüğü üzere 1980'de %13.5 olan enflasyon oranı 1983'te %3.2 seviyesine düşerken, 1982 yılında büyümede dönemin en düşük seviyesi yaşanmış ve işsizlik rakamları ise en yüksek seviyesini görmüştür.

Diğer yandan fiyat istikrarında başarı sağlanmış ve enflasyon 1980'li yıllarda 1960'lı yıllardan beri ilk kez bu kadar düşük ve istikrarlı bir seviyeye ulaşmıştır. (Bernanke ve Mishkin, 1992: 193-194).

Volcker'in anti-enflasyon politikasının başarıya ulaşmasında; enflasyonun düşürmek öncelikli hedef olarak belirlenmesi ve enflasyonist beklentilerin kırılması önemli faktörlerdir.

GRAFİK 3.3. AMERİKA'DA 1988-2010 DÖNEMİNDE MAKROEKONOMİK BÜYÜKLÜKLER (%)



Kaynak: Federal Reserve Economic Data

1987'de %3.6 olan enflasyon oranı 1990 yılında ciddi bir artışla %5.4 seviyesine yükselmiştir. FED'in başkanlığına getirilen Greenspan döneminde gittikçe yükselen enflasyona karşı sıkı para politikası uygulanmaya başlanmıştır. Fiyat istikrarına yönelik olarak sıkı para politikası uygulanmaya başlanmış ve federal fon oranlarını 1989'a kadar yaklaşık %10 seviyesine yükseltmiştir. 1990'da yaşanan

Gulf Savaşıyla ABD'nin Irak ve Kuveyt'e bölgede sözde istikrarı sağlamada çıkarma göndermesi dolayısıyla savaşın Amerikan ekonomisine etkileri ağır olmuştur. Ağustos 1990'da petrol fiyatlarında ani yükselme görülmüş ve işsizlik oranları artarak ekonomide daralma görülmüştür. 1990-91 yıllarında yaşanan resesyona birlikte FED parasal hedeflemeden ziyade faiz oranını hedef değişken olarak kullanılmaya başlanmıştır. Buna göre FED, savaşın başlangıcında %8 civarında seyreden federal fon oranını 1991'de %6 seviyesine çekmiştir. Uygulanan sıkılaştırıcı politika sonucunda 1991 yılında enflasyonda düşüş eğilimi görülmeye başlanmıştır. GSMH'da yıllar itibariyle gittikçe artış olmasına rağmen işsizlik oranı ise %7.5 ile 1992'de zirve yapmıştır. Bu dönem istihdamsız iyileşme (jobless recovery) olarak karşımıza çıkmaktadır. Sonraki süreçte ise FED, faiz oranlarını düşürmeye devam etmiştir. 1991'de %6 seviyesinde seyreden faiz oranları Şubat 1994'e kadar %3 düzeyine düşmüştür (Goodfriend, 2003: 175-176). 2000 yılına kadar ekonomide toparlanma ve iyileşme süreci devam etmiş işsizlik oranı düşerken enflasyon da düşük seviyede dalgalanmalar göstermiştir.

Dünyada 2000 yılında yüksek büyüme oranları gözlenmiş, dünya hasılası %4.7 oranında bir artış yaşanmıştır. ABD ekonomisinin de etkileyici performansı hızla genişlen ekonomik aktivite ile 2000 yılının ilk yarısında da devam etmiştir. Bu dönemde enerji fiyatlarındaki ani sıçramadan dolayı enflasyon oranlarında da fark edilir derecede bir artış gözlemlenmiştir.

(<http://www.federalreserve.gov/boarddocs/hh/2000/July/FullReport.pdf>).

2000 yılı ilk çeyreğinde yüksek büyüme performansı gösteren ABD ekonomisi, yılın ikinci yarısından sonra bir durgunluk eğilimine girmiştir. Ekonomik koşulların getirdiği toplam talep ve potansiyel toplam arzda meydana gelen bir dengesizlik kendini işgücü piyasasında da göstermiştir. 2000 yılının ilk yarısında ithal ham petrolün fiyatındaki artış enerji fiyatlarında da keskin bir artışa neden olarak enflasyon oranında da bir yükselişi meydana getirmiştir.

2000 yılının ikinci yarısında ve 2001 yılında ekonomik büyümede yavaşlama görülmüştür. Yavaşlayan büyümeyi arttırmak için 1999 ortalarından Mayıs 2000 arasında federal fon oranlarında bir artırıma gidilmiştir. Para politikasında yapılan sıkılaştırmanın etkisi çok ağır olmuş, ekonomik büyüme giderek yavaşlamış, endüstriyel üretim azalarak işsizlik artmıştır. Diğer bir deyişle 1991-2001 yıllarında

yaşanan ekonomik genişleme 2001 yılında sona ermiştir (Labonte and Makinen, 2008: 1).

Ayrıca, ekonomik büyümedeki olumsuz tablo tüketici güven endeksine yansiyarak hanehalkının harcamalarını ertelemelerine neden olmuştur. Bunun yanında doların yüksek döviz değeri, düşük hisse senedi fiyatları, bankalarda sıkı kredi koşulları gibi finansal piyasalardaki gelişmeler toplam talep üzerinde sınırlayıcı bir etkisi mevcuttu. Bu durum, düşük federal fon oranlarının etkisini sınırlamaktaydı (<http://www.federalreserve.gov/boarddocs/hh/2001/july/ReportSection1.htm>).

Zayıflayan ekonomik konjonktürün etkisiyle ekonomik resesyon korkusu yaşayan FED, para politikasında aşamalı bir şekilde genişletmeye giderek federal fon oranlarını düşük tutmuştur. Bunun üzerine 2001-2003 yılları arasında federal fon oranlarındaki hedef düşürülerek %1 seviyesine çekilmiştir.

Federal fon oranlarındaki düşüşü kısa vadeli faiz oranlarında azalma takip etmiş, ekonomi iyileşme sürecine girerek genişlemiştir. İşsizlik oranının ise 2003'den sonra azalma eğilimine geçtiği görülmektedir.

Düşürülen faizler ABD'de konut kredilerine olan talebi arttırmıştır. Ayrıca artan tüketim 2003 yılından itibaren fiyatlar genel seviyesinde yükselmeye neden olmuştur. Fiyat istikrarının sağlanması için faiz oranları kademeli olarak arttırılmaya başlanınca yükseltelen faiz oranları kendini makroekonomik göstergelerde göstermeye başlamıştır. Enflasyonist baskıların giderilmesi için uygulanan sıkı para politikası büyüme oranlarında düşmeye neden olmuştur. Buna göre 2004 yılında itibaren düşen büyüme oranları 2009 yılında yerini daralmaya bırakmıştır.

Krizin başlangıç aşamasına bakıldığında ise krizin ilk sinyallerinin 2006 yılında verildiği görülmektedir. Kredi kuruluşları tarafından kredi geçmişi uygun olmayan kişilere kredi sağlanmış ve bu söz konusu kredi alacaklarını menkul kıymetleştirme yoluyla yeni bir yatırım aracı (örneğin; morgage'a dayalı menkul kıymetler ve teminatlandırılmış borç yükümlülükleri) haline getiren bu kuruluşlar söz konusu yatırım araçlarını tekrar pazarlayarak yeni kazançlar elde etme hırsı içine girdiler. Faizlerin düşük seyretmesi risk derecesi yüksek bu tarz türev ürünlere olan talebi arttırmıştır.

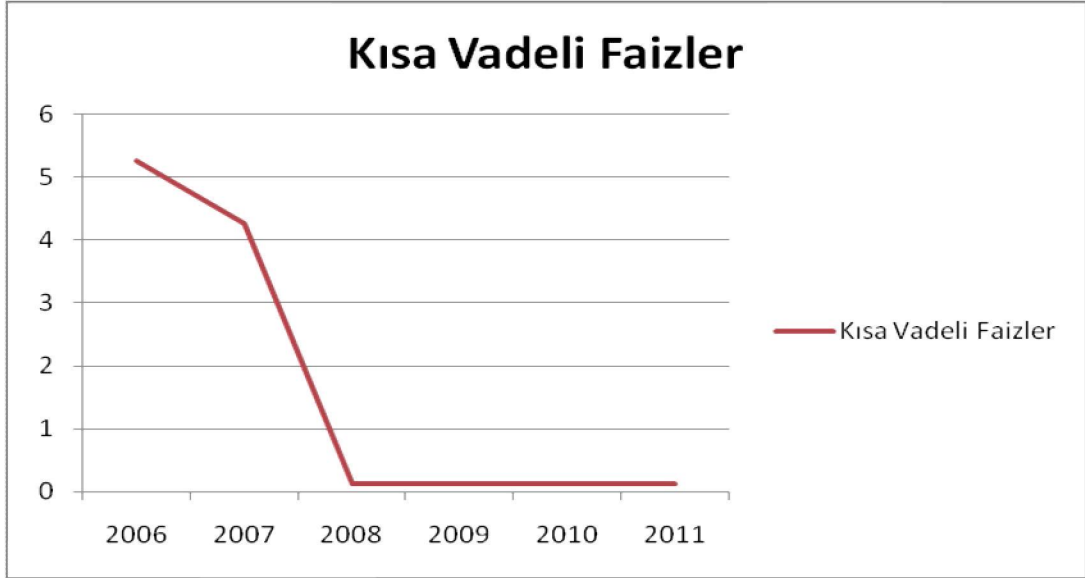
Buna göre tahvilleştirilen yüksek riskli kredilerin oranı 2001'de %7.2 iken 2006'da %20.1 düzeyine ulaşmıştır (Özsoylu, Ünlükaplan ve Gedik, 2010: 46).

Ancak değişken faizli mortgage kredisi kullanan gelir düzeyi düşük olan kesimin 2006 yılından itibaren faizlerin yükselmesiyle ödeme güçlüğü içine girmişlerdir. Ancak yine de yüksek faizle karşı karşıya kalan yatırımcı yüksek gayrimenkul fiyatları sayesinde kredilerini geri ödemeseler bile gayrimenkullerini satarak yüksek getiri sağlıyorlardı. Ancak gayrimenkul piyasasının 2006 yılında durgunluğa girmesiyle ev fiyatlarında düşüş yaşanmış ve kredi kullananlar zor bir döneme girdiler. Kredi kuruluşları ise bu ipotekli evlere el koymaya başladılar. Böylelikle konut fiyatları daha da düşük seviyelere inmiştir. Mortgage piyasasında yaşanan bu gelişmeler neticesinde bu tür kredilere dayalı türev ürünlere olan talebi de azaltarak fiyatlarının oldukça düşmesine neden oldu. Bu tür ürünlere yatırım yapan şirketler ciddi zararlara uğradılar ve iflasın eşiğine geldiler.

2007 Ağustos ayında ABD emlak piyasasındaki eşik-altı ipotekli konut kredilerin (subprime mortgage) tetiklenmesi ile başlayan ve Büyük Depresyondan bu yana yaşanan en önemli kriz olarak nitelendirilen global finans kriz (Melvin and Taylor, 2009: 1243), 2008 yılı Eylül ayında başta ABD' de olmak üzere büyük mali kuruluşların iflas etmesi sonucunda gittikçe derinleşmiş ve yaygınlaşmıştır.

Mortgage kredilerinden kaynaklanan ve türev piyasalarının büyümesi fakat yeterince düzenleme yapılamaması yüzünden tüm dünyayı etkileyen (Apak ve Aytaç, 2009: 14) global finansal kriz bir likidite krizi haline gelmiştir.

Her şey FED'in düşük federal fon faiz oranlarını hedeflemesini esas alan geleneksel para politikası uygulamalarıyla başladı. 2007 yılında federal fon faiz oranları %5.25'ten %4.75 seviyesine indirilmiş ve bu oran giderek düşürülmüştür. 2008'de ise finansal piyasalarda baskıları ve harcamaları teşvik etmek için gecelik faiz oranlarını ifade eden federal fon oranlarında hedef %2'e düşürülmüştür. Aralık 2008 itibariyle federal fon oranlarında hedef aralığı belirlenmiştir (Mishkin, 2011: 59). Buna göre FED'in politikasında izlediği faiz indirimi yıllar itibariyle Grafik 3.4.'de gösterilmiştir.

GRAFİK 3.4. AMERİKA: KRİZ DÖNEMİNDE KISA VADELİ FAİZLERİN SEYRİ

Kaynak: Principle Global Indicators Data Explorer

Not: 2011 Mayıs ayına ait veridir.

Krizin etkilerinin ağır biçimde hissedilmeye başladığı 2008 yılında faiz oranlarında ciddi oranda bir düşüş gerçekleşmiştir. 2006 yılında %5.25 seviyelerinde seyreden faiz oranları 2008'de %0.13'e indirilmiş ve bu yıldan itibaren faiz oranlarında bir artırıma gidilmemiştir.

FED'in federal fon oranı hedefinin ve iskonto faiz oranının azaltması özellikle federal fon oranında hedef aralığının %0 ile %0.25 seviyesine düşürülmesi ekonomik çöküşü hazırladı. FED'in bu dönemde uyguladığı politika kredi ve parasal genişlemenin bir kombinasyonu olarak nitelendirilir (Tempelman, 2009: 217; Reis, 2010: 7). Bu durum doğrudan borçlanma rezervlerini arttırmıştır. Buna göre Federal Reserve'den toplam borçlanma miktarı 2007'de 366 milyar dolar iken, 2008'de 725 milyar dolara yükselmiştir. Doğrudan borçlanma miktarı ise 100 milyar dolar seviyesinin altına düşmemiştir. Mevduat kurumlarının rezervlerinde eşi görülmemiş bir artışın görülmesi Eylül 2008'de krizin daha da kötüleşmesine neden olmuştur. Söz konusu kurumlar rezervlerini Ağustos 2008'de 44.6 milyar dolardan 2008'in sonuna 167 milyar dolara, 2009'un sonunda ise 1 trilyon 139 milyar dolara yükseltmişlerdir (Labonte, 2010: 6).

Faiz hedef aralığının %0 ve %0.25 aralığına düşmeden önce FED geleneksel olmayan para politikası önlemleriyle krizi atlattırmayı düşünmüştür (Mishkin, 2011: 59-62).

Bu yönde alınan ilk önlem, banka ve diğer finansal kurumlara sağlanan likidite enjeksiyonudur. Diğer geleneksel olmayan para politikası önlemleri ise beklentilerin yönetimi ve varlık alımlarıdır. Varlık alımları yönünde ilk girişim Mart 2009'da 300 milyar dolarla uzun vadeli hazine bonolarının alımı ile başlamış olup, en büyük varlık alım programı ise Mart 2010'da 1 trilyon 25 milyar dolar değerinde mortgage'a dayalı menkul kıymet alımı ile devam etmiştir.

Banka ve finansal kurumlara likidite sağlanması ve varlık alımları parasal genişleme yönünde atılan adımlardır. Böylelikle parasal taban genişlemesi sağlanmıştır. Ancak genişleyen parasal tabanın ekonomide uyarıcı etki yaratıp yaratmayacağı yönünde şüpheler yoğunlaşmaktaydı.

Curdia ve Woodford (2010), parasal tabanın genişlemesinin toplam talebi arttıracığı, düşük faiz oranları ve banka kredilerinin teşvikini sağlamayacağını savunmuştur. Yine Bernanke (2009) bu yöndeki şüphelerini dile getirmiştir. Romer (1992) ise ABD'de Büyük Depresyon sürecinde para arzı artışlarının etkilerini inceleyen çalışmasında faiz oranları sifıra yakın olsa bile parasal genişlemenin ekonomide iyileşme yaratacağını savunmuştur.

Krizde Ağustos 2007'den 2009 yılı başına kadar FED'in bilançosu 800-850 milyar dolardan 2200-2300 milyar dolara yükselmiştir. FED tarafından krizin çözümüne yönelik likidite ve sermaye enjeksiyonu, faiz oranlarında indirim, özel mevduatlara ve banka kredilerine garanti, mortgage bonolarının satın alımı, finansman bonusu satın alma fonları ve açığa satışların yasaklanması gibi önlemler alınmıştır. Sorunlu aktiflerin satın alınması, garanti karşılıkları, finansal kurumlara yapılan destek ve vergi teşvik paketleri büyük ölçüde para tabanı tarafından finanse edilmiştir (Parasız, 2009: 101-127).

Finansal sistemde ve bankacılık sektöründe uygulanan en etkili politika ise geleneksel ve geleneksel olmayan politikalar ve bazı banka ve finansal kurumların kamulaştırılarak kurtarılması olmuştur (Mishkin, 2011: 58).

2010 yılında ise ABD ekonomisinde yaklaşık %3 seviyesinde büyüyerek toparlanma sürecine girmiştir. İşsizlik oranı ise yaklaşık %10 ile hala yüksek seviyesini sürdürürken, enflasyon %1.6 civarındadır.

Son yıllarda uygulanan sıkı para politikası ve fiyat istikrarı hedefi daha düşük enflasyon oranına ve enflasyonist beklentilerin sabitlenmesine katkıda bulunmuştur. Bu politikalar yalnızca düşük ve istikrarlı enflasyon oranı sağlamada değil aynı zamanda ekonominin genel performansının artırılmasında da etkili olmuştur (Mishkin, 2009: 194).

3.2. İNGİLTERE'DE UYGULANAN PARA POLİTİKALARI

Bretton Woods sisteminin çökmesinin ardından fiyat istikrarı hedefi 1970'li yıllarda tam bir hüsrarla sonuçlandı. Nitekim, bu yılların enflasyon ortalaması %13.4 olarak gerçekleşmiş ve 1975'te %25'in üzerine çıkarak en yüksek enflasyon seviyesine ulaşmıştır. %2.7² seviyelerinde enflasyona sahip olan İngiltere'de bu denli yüksek enflasyonun yaşanması, enflasyonla mücadelede para politikası yerine parasal nitelik taşımayan ücret ve fiyat kontrollerinin uygulamalarının yansımasıdır (Nelson, 2004).

1970'li yılların ortalarından itibaren ise para politikası diğer politikalara (gelirler ve maliye politikası) bağımlı hale gelerek Hükümetin enflasyonla mücadelede etkili bir politika olarak görülmüştür (Nelson, 2003: 195).

Bu doğrultuda İngiltere, 1976'da parasal hedeflemeye geçmiş ve enflasyon oranını %20 seviyelerinden %10 düzeyine düşürmeyi başarmıştır. Bu başarımın altında yatan iki önemli faktör bulunmaktadır; birincisi bu dönemde parasal hedefleme para ve maliye politikaları arasında koordinasyonu sağlayarak kamu kesimine para yaratmada bir limit koyarak kamu harcamalarını kısıtlaması diğeri ise parasal hedefler enflasyonu düşürmede para politikasına olan güveni sağlamasıdır (Allen, 2000: 65).

1979 yılında göreve gelen Thatcher Hükümeti, yüksek marjinal vergi oranlarını ve döviz kontrollerini ivedilikle kaldırarak işe başladı. Ayrıca işgücü piyasasında aşamalı olarak gerçekleştirilen reformlar ve özelleştirmeler de bu sürece katkı sağlamıştır. Diğer temel bir değişiklik de ücret ve fiyat kontrollerinin kaldırılması sıkı para politikası uygulamasını desteklemektir (Nelson, 2004). Enflasyonla mücadelede "Orta Vadeli Mali Strateji" ile bütçesinde kamu kesimi borçlanma gereği ve M3 için 5 yıllık hedef belirlemiştir. Hükümet kamu kesimi borçlanma gereğini düşürerek M3 para arzında bir azalmayı ve sonuçta enflasyonu aşağıya çekmeyi planlamıştır. Buna göre, 1980-81 döneminde %7-11 olarak hedeflenen M3 artış hızının 1983-84 döneminde %4-8 düzeyine indirilmesi öngörülmüştür. Ayrıca, 1980 ve 1981 yıllarında uyguladığı sıkı para politikası sonucunda enflasyon oranı (TÜFE) %22 seviyesinden %4 seviyesine indirmeyi

² 2006-2010 dönemine ait ortalama enflasyon oranıdır.

başarmasına rağmen M3 hedeflenenin üzerinde gerçekleşmiştir (Temel, 2007: 81). Parasal hedefler aşılmasına rağmen enflasyon oranlarında düşüş gerçekleşmiştir. Diğer bir ifadeyle parasal büyüklükler ve hedef değişkenler arasındaki artan istikrarsızlık enflasyonun kontrollünde parasal hedeflemenin para politikası için uygun bir strateji olmadığı anlaşılmıştır (Mishkin, 2000: 4). Bu durum Tablo 3.1.'de açıkça özetlenmektedir.

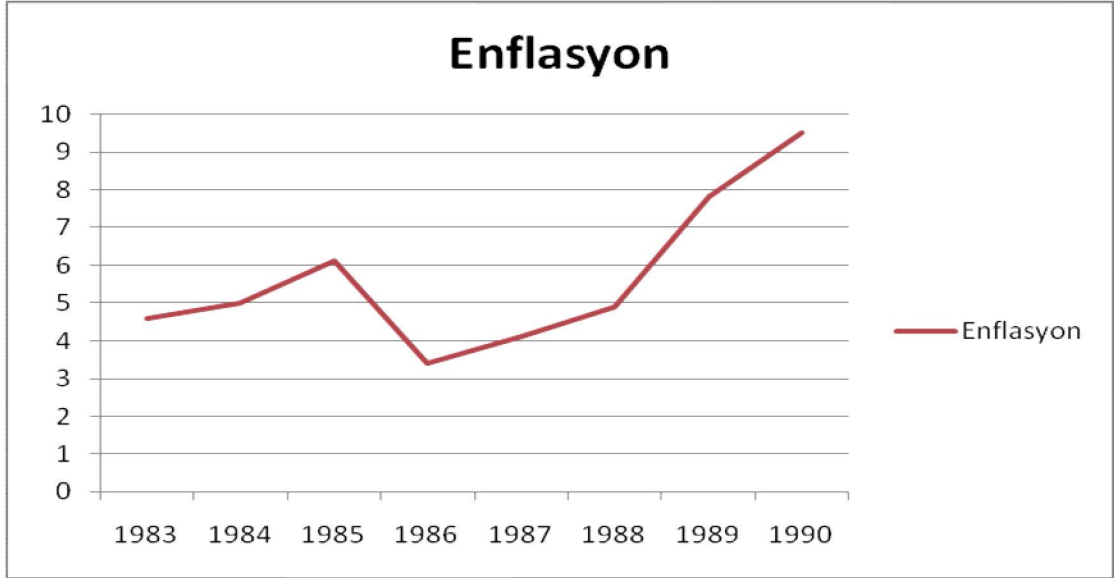
Tablo 3.1. İngiltere: Enflasyon ve Para Politikası Değişkenleri

Yıllar	Enflasyon (RPI/RPIX)	M3	Kısa Vadeli Faiz Oranları	
			Nominal	Reel
1969	5.5	3.2	7.6	2.6
1970	6.4	6.7	7.0	-1.6
1971	9.5	12.2	5.6	-2.4
1972	7.1	23.6	5.5	-2.4
1973	9.2	25.5	9.3	-3.5
1974	16.1	15.6	11.3	-9.4
1975	24.7	8.8	10.2	-13.1
1976	16.3	8.5	11.2	-5.1
1977	15.8	8.1	7.7	-2.6
1978	8.6	15.2	8.5	-0.0
1979	12.6	12.5	13.0	-5.5
1980	16.9	15.7	15.1	2.3
1981	12.2	16.4	13.0	2.2
1982	8.5	11.1	11.4	5.1
1983	5.2	9.8	9.6	5.0

Kaynak: Nelson, 2004a: 5

Not: RPIX, faiz ödemelerinden arındırılmış Perakende Fiyat Endeksini ifade etmektedir.

Parasal büyüklük hedeflemesinde görülen başarısızlık sonucu bu politikalardan 1986 yılı sonunda vazgeçilmiştir. 1987-88 yıllarında Sterlinin Mark karşısında aşırı değerlenmesi sonucu para otoritesi döviz kurlarına odaklanmıştır. Ancak konut fiyatlarındaki ani yükselme ve yurtiçi talebin artması sonucunda bu politika 1988 Mart ayında terk edilmiştir.

GRAFİK 3.5. İNGİLTERE: YILLAR İTİBARIYLA TÜFE ARTIŞ ORANLARI

Kaynak: International Financial Statistics Yearbook

Enflasyon ve faiz oranlarının en yüksek seviyeye çıktığı 1990 yılında İngiltere, parasal hedeflemeyi terk ederek “Avrupa Döviz Kuru Mekanizması” na (European Exchange Rate Mechanism - ERM) katılmıştır. Bu sisteme geçişin ilk etkisi olarak para arzında bir daralmayla birlikte enflasyon oranlarında bir düşme ve faiz oranlarında da bir gerileme görülmüştür (Allen, 2000: 66).

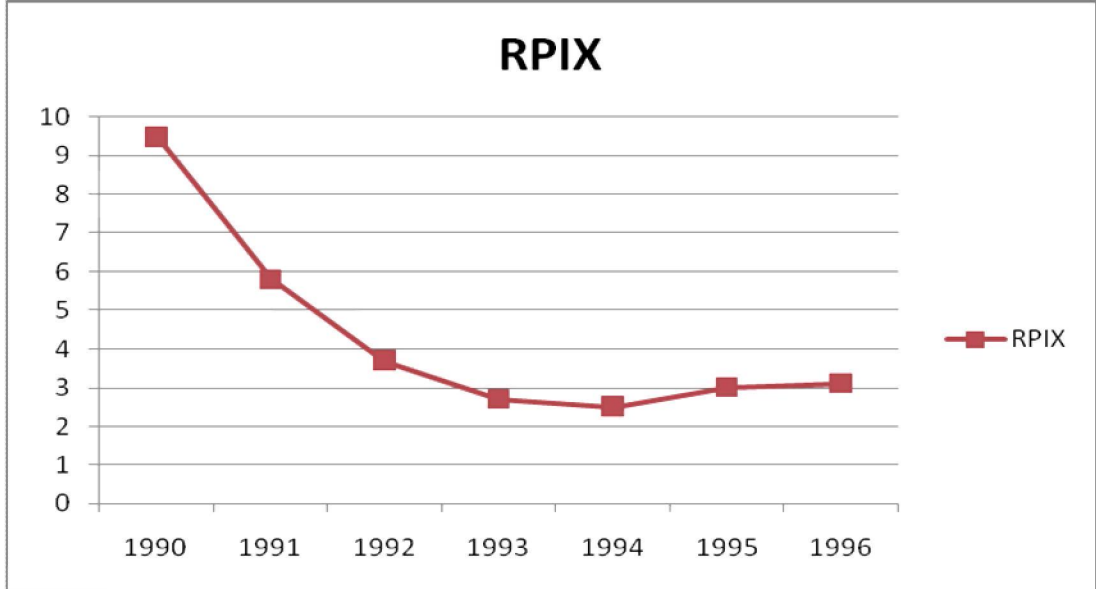
Ancak İngiltere’de faiz oranlarının düşmeye devam etmesi ve Eylül 1992’de Sterline olan spekülatif atak sonrasında Sterlin Mark karşısında önemli oranda değer kaybetmesi üzerine ekonomi resesyona girmiş ve İngiltere ERM’den çıkmak zorunda kalmıştır (Allen, 2000: 66; Mishkin, 2000: 17).

İngiltere’de 1992 yılında yaşanan döviz krizi sonrası Pound’un %10 devalüe edilmesi ve ERM’den çekilmesi para politikasına olan güveni iyice sarsmıştır. Böylece, döviz kuru hedeflemesiyle de parasal hedefleme gibi reel sektör büyüklüklerinde belirlenen amaçlara ulaşılamayacağı anlaşılmıştır. Yeni politika arayışına giren İngiltere, 8 Ekim 1992 tarihinde enflasyon hedeflemesine geçmiş ve MB tarafından %2.5 düzeyinde enflasyon hedefi ilan edilmiştir (Ball and Sheridan, 2003: 36; Malatyalı, 1998: 30).

İngiltere enflasyon hedeflemesi stratejisini başarılı bir dezenflasyon süreci sonrasında benimsemiştir. Para politikası ana hedef değişkeni olarak enerji ve gıda fiyatlarının dahil edildiği ve mortgage faiz ödemelerinin dışarıda tutulduğu

Perakende Fiyat Endeksi (Retail Price Index - RPIX)'ni seçmiştir (Mishkin and Posen, 1997: 73).

GRAFİK 3.6. İNGİLTERE: ENFLASYON HEDEFLEMESİ SONRASI RPIX ORANLARI



Kaynak: International Financial Statistics Yearbook

RPIX ilk kez 1994'de %2.5 hedefine ulaşmış ve bu düzeyi 1995 yılının başına dek sürdürebilmiştir. Nitekim, 1996 yılı boyunca RPIX, %2.8-3.1 bandında gerçekleşmiştir.

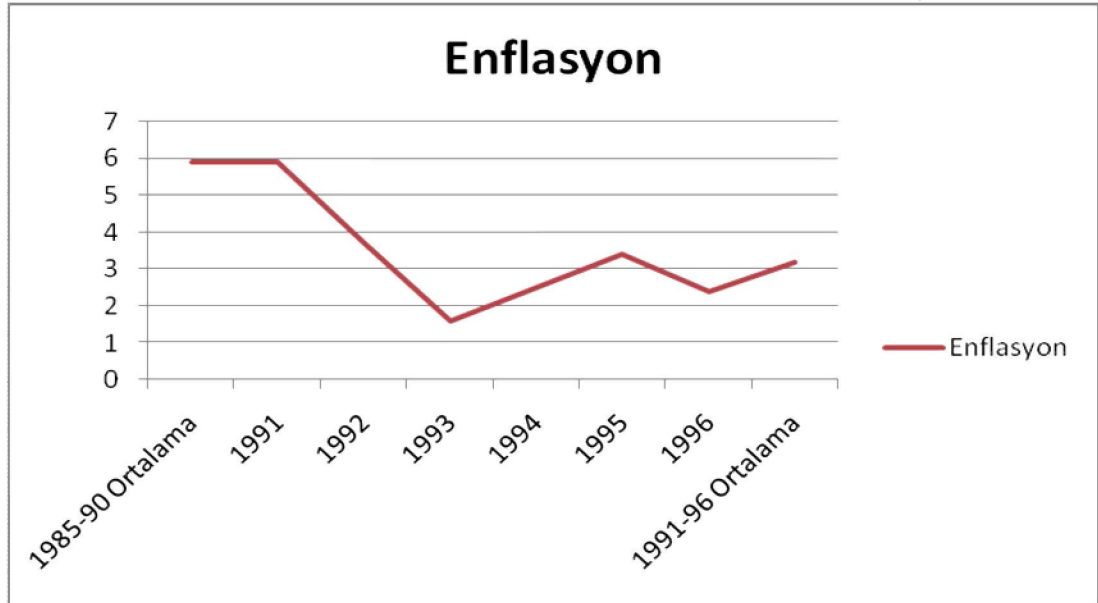
Başlangıçta İngiltere Merkez Bankası (Bank of England) tarafından enflasyon oranlarında enflasyon aralığı hedef alınırken daha sonrasında nokta hedef olarak belirlenmeye başlanmıştır. Buna göre 1997 yılına kadar geçerli olan enflasyon hedef aralığı %1-4'tür.

Enflasyon hedeflemesine geçildiği dönemde İngiltere Merkez Bankası'nın hedef belirleme ya da para politikasının duruşuyla ilgili kararlar vermede tam kontrolünden bahsetmek mümkün değildir. Hazinesin kararları doğrultusunda merkez bankası parasal hedefleme stratejisi altında fiyat istikrarı hedefine ağırlık verilmiştir.

1997 Mayıs ayında yeni İşçi Partisi iktidara geldikten sonra İngiltere Merkez Bankası'na enflasyon hedefi %1 tolerans aralığı ile %2.5 oranında nokta hedef ve faiz oranlarını belirleme yetkisi vererek para politikasının uygulanmasında daha bağımsız bir rol verilmiştir. Böylece merkez bankasının operasyonel açıdan bağımsız

bir pozisyon kazandığı görülmektedir (Vickers, 1998: 368; Martin and Milas, 2004: 210). İngiltere Merkez Bankası operasyonel bağımsızlık kazandıktan sonra Para Politikası Komitesi (Monetary Policy Committee-MPC) kurulmuştur. Dokuz üyesi olan MPC ayda en az bir defa olmak üzere toplanıp para politikası kararlarını almakta ve faiz oranlarını belirlemektedir. Ayrıca MPC, Komite toplantı raporlarını ve Enflasyon Raporunu kamuoyu ve hükümete bildirmekle sorumludur (Angeriz and Arestis, 2007: 4-5). Bu tür bir açıklık politikası beklentilerin doğru şekilde şekillenmesine yardımcı olmuş şeffaflık ve hesapverebilirlik ilkeleri çerçevesinde para politikasına olan güveni arttırmıştır (Karasoy, Saygılı ve Yalçın, 1998: 30).

GRAFİK 3.7. İNGİLTERE: ENFLASYON HEDEFLEMESİ SONRASI TÜFE ARTIŞ ORANLARI



Kaynak: International Financial Statistics, Yearbook (İlgili Yıllar)

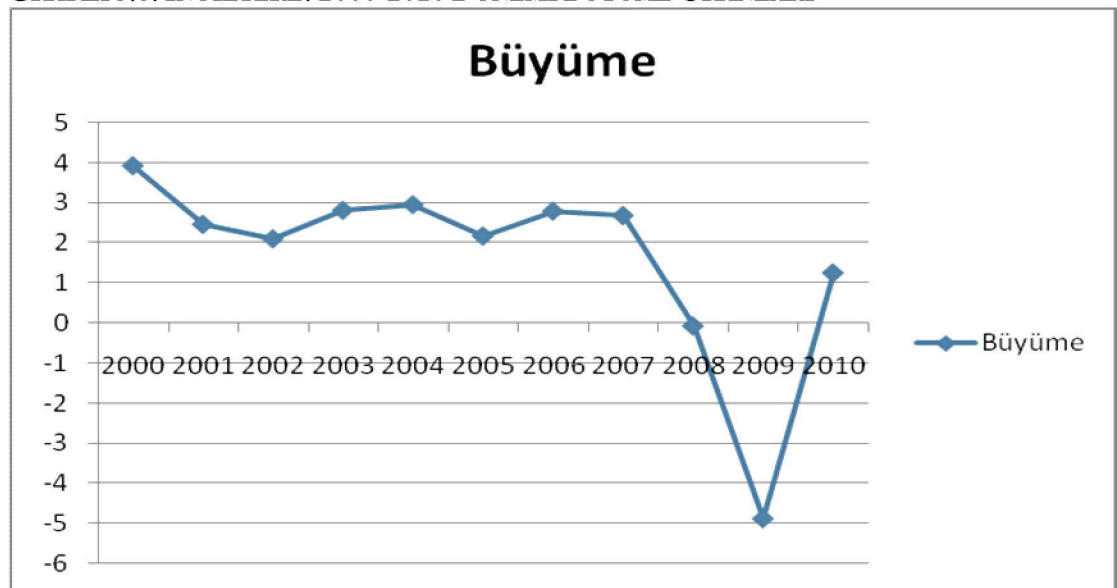
Sonuç olarak İngiltere'nin enflasyon hedeflemesi uygulamasının başladığı 1992 yılından itibaren olumlu bir performans gösterdiği görülmektedir. 1993 yılında %1.6 enflasyon oranı ile en düşük seviyesini görmüştür. 1980-1992 döneminde ortalama %6.4 enflasyon oranının enflasyon hedeflemesine geçildikten sonraki 1993-2002 döneminde %2.49 oranına düşerek bir istikrar sağladığı söylenebilir. Enflasyonla mücadelede sağlanan bu başarı sonucunda aynı döneme ait en düşük nominal (ortalama %5.58) ve reel (ortalama %6.38) faiz oranlarının gerçekleştiği görülmektedir (King, 2002: 26).

İngiltere’de uygulanan enflasyon hedeflemesi stratejisi düşük ve istikrarlı enflasyon oranlarına ulaşmada başarılı olmuştur. Bu başarıda şüphesiz ki 1997 yılından bu yana İngiltere Merkez Bankasının şeffaflık ve açıklık kriterlerini sağlaması da önemli rol almaktadır (Mishkin ve Posen, 1997: 88).

Mortgage faiz ödemelerini içermeyen enflasyon hedeflemesinde kullanılan RPIX değiştirilerek Aralık 2003’te %2 ana hedef çerçevesinde %1’lik tolerans aralığı ile Uyumlaştırılmış Tüketici Enflasyon Endeksi (Harmonised Inflation Consumer Index – HICP) kullanılmaya başlamıştır (Angeriz ve Arestis, 2007: 6). Kısaca yenilenen haliyle tüketici fiyat enflasyonu (Consumer Price Index-CPI) kullanılmaktadır (Mihailov, 2006: 398; Barker, 2005: 277)

2003 ve 2004 yıllarında sırasıyla %2.2 ve %3.1 GSYH oranlarına sahip olan İngiltere enflasyon oranlarında da hedeflerine ulaşarak %1.4 ve %1.3 seviyesinde gerçekleşmiştir. Bu performansını 2005-2007 arasında da sürdüren İngiltere 2008 yılında global piyasalarda yaşanan enerji fiyatlarının artması sonucu enflasyon oranında bir miktar yükseliş yaşamış ancak yine de bu yükseliş tolerans aralığı içinde kalmıştır. Küresel finansal krizin etkilerinin derinleştiği 2009 yılında uluslar arası talepte meydana gelen düşmenin yansımasıyla ekonomi %4.9 oranında daralma yaşarken diğer taraftan enflasyon oranında düşme görülmüştür.

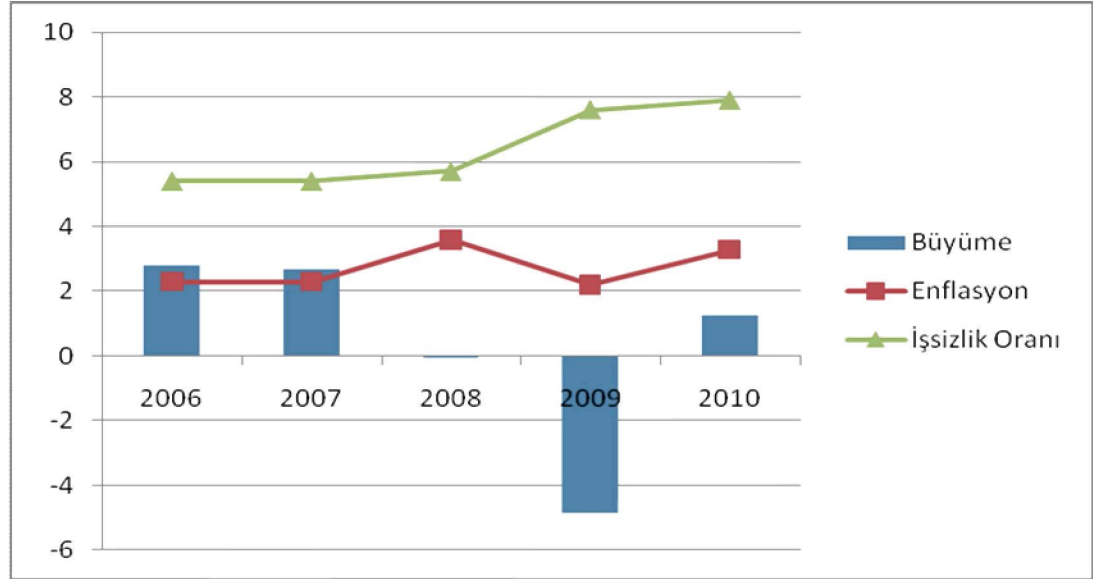
GRAFİK 3.8. İNGİLTERE: 2000-2010 DÖNEMİ BÜYÜME ORANLARI



Kaynak: Principle Global Indicators Data Explorer

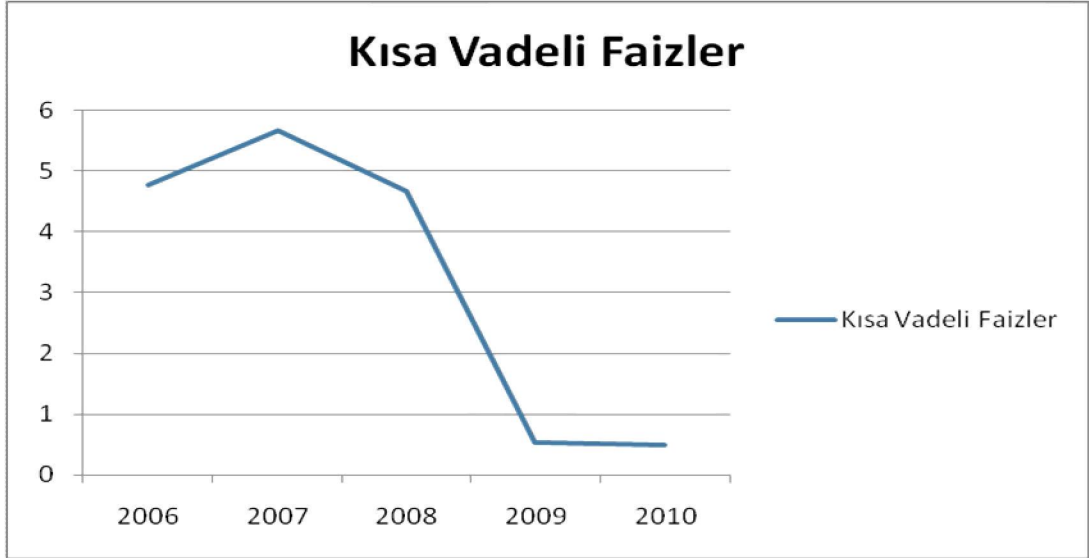
Küresel finansal kriz döneminde İngiltere ekonomide derin bir daralma yaşamıştır. Buna göre İngiltere’de kriz döneminde enflasyon, büyüme ve işsizlik oranlarının seyri yıllar itibariyle Grafik 3.9.’de görülmektedir.

GRAFİK 3.9. İNGİLTERE: 2006-2010 DÖNEMİ MAKROEKONOMİK GÖSTERGELER



Kaynak: Principle Global Indicators Data Explorer

İngiltere Merkez Bankası fiyat istikrarının yanı sıra, büyüme ve istihdam gibi hükümetin ekonomi politikası hedefleriyle uyumlu faiz oranlarını belirleme özerkliğine sahiptir (Barışık, 2002: 82-83). Buna göre temel para politikası aracı olarak kullanılan faiz oranlarında meydana gelen kriz sürecindeki değişim Grafik 3.10.’de gösterilmiştir.

GRAFİK 3.10. İNGİLTERE: KÜRESEL KRİZ DÖNEMİNDE POLİTİKA FAİZ ORANLARI

Kaynak: Principle Global Indicators Data Explorer

2007 yılından itibaren düşme eğiliminde olan faiz oranları 2009 yılında keskin bir düşüş yaşayarak %0.53 seviyesine gerilemiş ve 2011 Mayıs ayı itibariyle de %0.52 düzeyinde seyretmektedir.

2011 yılı itibariyle İngiltere Merkez Bankasının temel amacı büyüme ve istihdam makroekonomik hedefleriyle uyumlu olmak üzere fiyat istikrarını sağlamaktır. Enflasyon hedeflemesi stratejisi altında belirlenen enflasyon hedefi 2011 yılı için %1 hedef aralığında %2'dir. Hedeften sapma olması durumunda Banka, kamuoyu ve Hükümete hesap vermekle sorumludur.

3.3. BREZİLYA'DA UYGULANAN PARA POLİTİKALARI

Brezilya'nın enflasyon tarihine bakıldığında 1959-1964 yılları arasında populist yönetim enflasyonun %10 seviyelerinden %100 seviyesine çıkarmıştır. 1968 yılında %20 düzeyine düşürmeyi başarmış ancak bu sefer de yaşanan Petrol Şokuyla birlikte enflasyon oranında yine yüzde yüz düzeyinde artarak %40 düzeyine çıkmıştır. 1979 yılına kadar aynı seviyede seyreden enflasyon artan kamu borçları ve petrol şokları ile birlikte 1980-1982 yıllarında %100'e, 1983-1984 yıllarında %200'e ve 1986 yılında ise %400 seviyesine yükselmiştir (Cardoso and Dornbusch, 1987:).

Tablo 3.2. Brezilya: Bazı Makroekonomik Veriler, 1982-1985

	1982	1983	1984	1985
Enflasyon Oranı	98	142	197	227
Büyüme	0.9	-3.2	4.5	0.1
Bütçe Açığı / GSYH	16.7	19.9	22.2	27.1
Cari İşlemler Açığı / GSYH	8.5	3.5	0	0.1

Kaynak: Cardoso and Dornbusch, 1987: 10

1982 yılında Brezilya'da yaşanan ödemeler dengesi sorunları üzerine IMF ile yapılan anlaşma gereğince istikrar programı uygulanarak ulusal para devalüe edilmiş, dolaylı vergiler arttırılmıştır. Ancak uygulanan istikrar programı enflasyonu düşürmede başarılı olamamış ekonomide daralma ve işsizliğe yol açmıştır.

1986 yılına gelindiğinde aylık enflasyon oranının %15'e yükselmesi üzerine yeni iktidara gelen hükümet heterodoks önlemler içeren Cruzado Planı adı altında istikrar programını uygulamaya koyarak ekonomide istikrar sağlanması amaçlanmıştır. Bu programa göre tüm fiyat ve ücretler dondurularak halka aktif destek çağrısı yapılmış, ulusal para devalüe edilerek sabit döviz kuru sistemi uygulanmaya başlamıştır. Ayrıca yeni para birimi olan Cruzado tedavüle sokularak eski para birimi ile yapılan sözleşmeler için dönüşüm tablosu hazırlanmış, bir yıldan kısa sözleşmeler için endeksleme yasaklanmış ve yeni ücret sözleşmeleri bir yıllık yapılmıştır (Esen, 1989: 48-49; Cardoso and Dornbusch, 1987: 11).

Dış faktörler programın uygulanmasını olumlu bir biçimde etkiledi. Bu dönemde uluslararası faiz oranlarında yaşanan düşme bütçe üzerinde borç servis yükünü azaltırken, petrol fiyatlarının düşmesi dış ödemeler dengesi açıklarını

hafifletmiştir. Ayrıca doların değer kaybetmesi de uygulanan programın rekabet edilebilirliğini arttırmıştır. Nitekim uygulanan istikrar programı uygulamaya konulduğu yılda kendini göstererek 1986 yılının Şubat-Haziran döneminde kümülatif enflasyon oranı %0'a düşerken, sanayi üretimi de %12 artmıştır (Cardoso and Dornbusch, 1987: 12).

Ancak ekonomide bu ılımlı hava uzun sürmemiş bütçe açığının kapatılamamış olması ve politikaların kararlı bir biçimde uygulanamaması baskı altında tutulan fiyatları patlatarak programın sonunu getirmiştir.

1989 yılında ise yine heterodoks politikalar içeren istikrar programları uygulamaya konularak reel ücretleri düşürmeyi engellemek için enflasyona endekslenen maaş artış oranlarının enflasyondan düşük tutulması ile gerçekleştirilmeye çalışılması nedeniyle bir sonuç alınamamıştır (Köse, 2000: 21).

1990-1994 yıllarında yabancı sermayeyi ülkeye çekmek için yüksek faiz politikası uygulanmış ve bu durum ülkeyi spekülasyon ataklarına karşı savunmasız hale getirerek kamu borç stokunun hızla artmasına neden olmuştur. Bütün bu problemlere karşı enflasyonu denetim altına almak, mali disiplini sağlamak ve döviz kurunda istikrar sağlamak amacıyla 1994 yılında Real Planı uygulamaya sokulmuştur.

1994'te uygulamaya konulan yarı-sabit döviz kuruna dayalı istikrar programı olan Real Planı'nın heterodoks önlemler nedeniyle 1994 yılında %916 enflasyonu kısa sürede denetim altına alarak 1998 yılı sonunda %1.7 seviyesine getirilmesi açısından başarılı olduğu söylenebilir. Ancak Brezilya Hükümeti tarafından bütçe üzerinde mali disiplinin sağlanamamış olması ve giderek artan kamu borçları döviz kuru rejiminin spekülasyon ataklarına karşı hassasiyetini arttırarak programın başarısız olmasında başlıca etken olmuştur (Mishkin and Savastano, 2000: 51).

Brezilya Real Planının başarısızlığının ardından Merkez Bankası Başkanlığına gelen Arminio Fraga, öncelikle 1999 yılında enflasyon hedeflemesi stratejisine geçildiğini açıklamış ve ardından da interbank faiz oranını 600 baz puan arttırarak %45 seviyesine çıkararak para politikasının sarsılan güvenilirliğini sağlamaya çalışmıştır. Brezilya'nın enflasyon hedeflemesi çerçevesinde ilk dört yıl için enflasyon hedefleri (+,-2) tolerans aralığı ile 1999 yılı için %8, 2000 yılı için %6, 2001 yılı için %4 ve 2002 yılı için %3.5'tir. Ayrıca dalgalı döviz kuru rejimi

altında para politikası operasyonel hedef olarak gecelik faiz oranları seçilmiştir (Mishkin and Savastano, 2000: 53).

Bu dönemde enflasyon hedeflerine ulaşmada Brezilya Merkez Bankası para politikasının uygulanmasından tam sorumludur. Tüketici enflasyonu (Consumer Price Index - CPI) üzerinden hedeflenen enflasyon oranı MB ile Hükümet işbirliği içerisinde açıklanmaktadır. Maliye Bakanlığı'nın (Minister of Finance) önerisi ile oluşturulan enflasyon hedeflerinin ve tolerans aralıklarının belirlenmesinden Ulusal Para Konseyi (National Monetary Council) sorumludur. Ayrıca Merkez Bankasının hesapverilebilirliği artırılmış ve hedeften sapma olması durumunda MB, Hükümete sapmanın nedenlerini anlatan açık mektup yazmakla yükümlüdür (Alves and Areosa, 2005: 3).

Enflasyon hedeflemesine geçilmesiyle Brezilya Merkez Bankası döviz kurunda meydana gelen aşırı oynaklıklara karşı ve döviz rezervlerini arttırmak için açık piyasa işlemleriyle döviz piyasasına müdahalede bulunarak sterilize edilmiştir (Mello, Moccero and Gnabo, 2008: 12).

1999-2000 yıllarında yaşanan petrol fiyatlarındaki ani sıçramaya, enerji fiyatlarının artışı ve yerli paranın aşırı değerlenmesi de eklenince petrol ihraç eden ülkelerin enflasyon hedeflerine ulaşmayı riske atmıştır. Ancak petrol şokunun Brezilya'da çekirdek enflasyon üzerindeki etkisi az olmuştur (Mishkin and Hebbel, 2001: 10).

Nitekim, 1999 yılında yerli paranın %60 devalüe edilmesi sonucunda büyüme %0.8 seviyesinde gerçekleşirken, %8 olan enflasyon hedefi, %8.9 enflasyon oranı ile %2'lik tolerans aralığında gerçekleşerek hedefe ulaşılmıştır. 2000 yılı sonunda ise Brezilya %4.4 büyüme performansı sergilerken enflasyon oranı %6 seviyesine gerilemiştir (Giavazzi and Fellow, 2005: 334).

2001 yılında enerji fiyatlarında meydana gelen artış ve 11 Eylül saldırısı enflasyon beklentilerinin yükselmesine neden olmuş, Ocak ayı itibariyle Selic Rate'in³ %15.25 seviyesine düşmesiyle Brezilya MB enflasyon hedeflemesi rejimi altında sıkı para politikası uygulamasına geçmiştir. Temmuz ayı itibariyle Selic rate 50 baz puanlık artışla %19 düzeyine sıçramış ve 2002 Şubat'ına kadar aynı

³ Selic faiz oranı Brezilya'da uygulanan temel para politikası aracıdır.

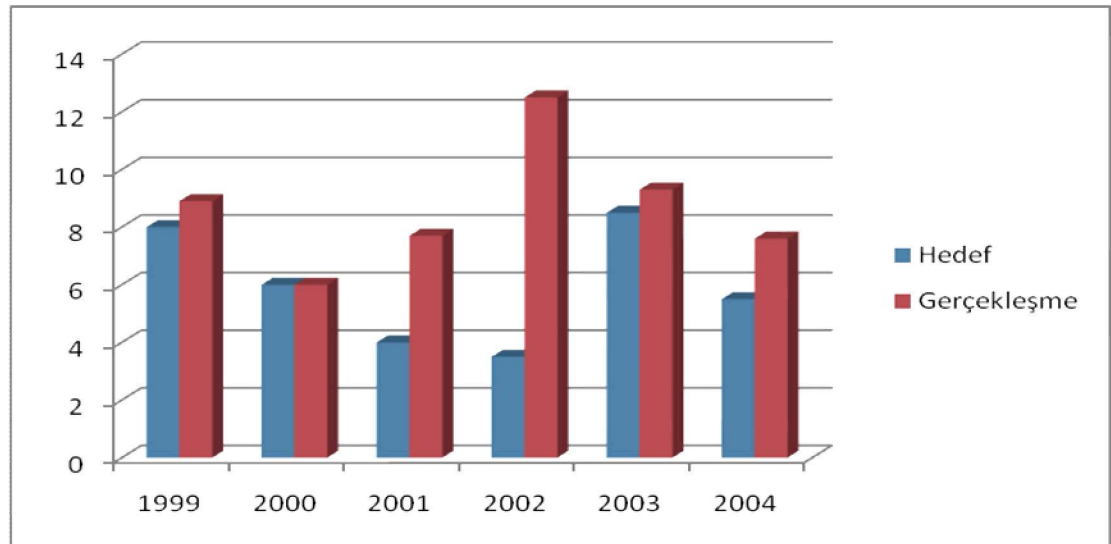
seviyesini korumuştur. Enflasyon oranı ise 2001 yılı sonu itibariyle %7.7 seviyesinde gerçekleşirken, ekonomi de ancak %1.3 büyüebilmiştir.

2002 Haziran ayı itibariyle %18 seviyesine düşen Selic rate yıl sonunda %25 seviyesine yükselirken döviz kurunun değer kaybetmesi nedeniyle enflasyon oranı %12.5, büyüme ise %1.9 düzeyinde gerçekleşmiştir.

2003 yılında ise MB, enflasyon hedefinin aşılması nedeniyle Hükümete açık mektup yazmış ve 2003 yılı için enflasyon hedefi de %8.5 olarak revize edilmiş, band genişliği de +/- 2.5 puana yükseltilmiştir. Ancak enflasyon oranında hedef tutturulamamış olmasına rağmen 3 puanlık bir azalışla enflasyon %9.3 seviyesine gerilemiştir. Sıkı para politikasının yanında kamu harcamalarının kısılmasına önem verilmiş, yükselen enflasyon baskısının enflasyonist beklentilere olan etkisinin önlenmesi amaçlanmıştır.

2004 yılında politika faiz oranı %19.75 seviyesinde gerçekleşirken enflasyon da %5.5'lik hedefi aşarak %7.6 ile tolerans aralığı içinde gerçekleşmiştir. Buna göre Grafik 3.11.'de Brezilya'da uygulanan enflasyon hedeflemesi döneminde enflasyon hedef ve gerçekleştirmeleri özetlenmiştir.

GRAFİK 3.11. BREZİLYA: ENFLASYON HEDEFLEMESİ DÖNEMİNDE ENFLASYON HEDEF VE GERÇEKLEŞMELERİ

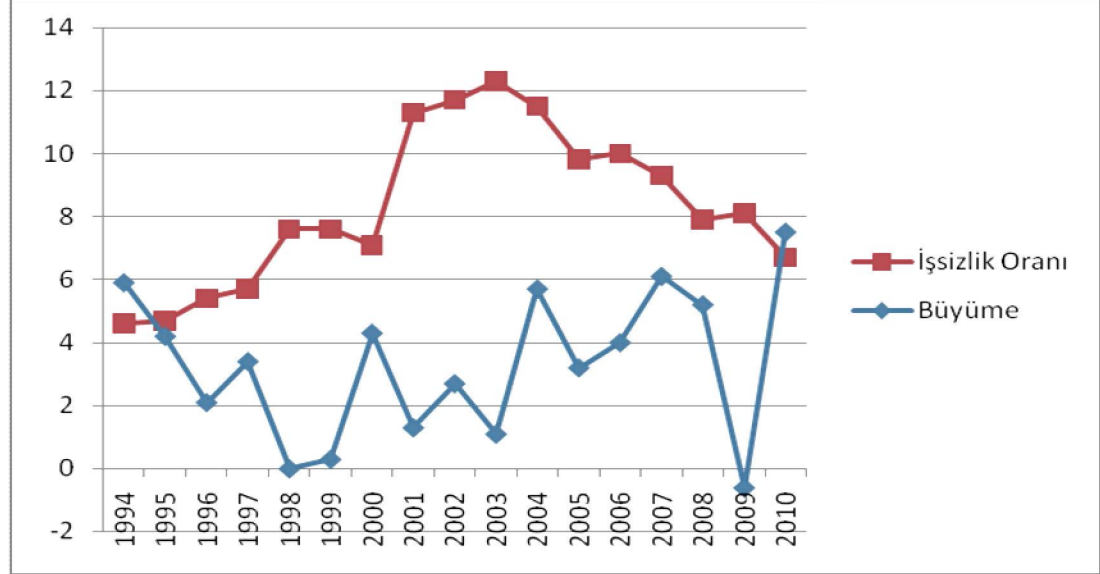


Kaynak: Banco Central Do Brasil

1999-2004 yıllarında enflasyon hedef ve gerçekleştirmeler incelendiğinde 1999-2000 döneminde enflasyon hedefleri tutturulmuş, enflasyonist beklentiler

azaltılmıştır. Enflasyon ataletinin kırılmasında para otoritesinin ileriye dönük hedefleri ve beklenen enflasyon oranında sapmadan sorumlu olmasının etkisi büyüktür. Ayrıca uygulanan dalgalı döviz kuru rejiminin de enflasyon dinamiklerinin şekillenmesinde önemli bir role sahiptir. Döviz kurunun çıpa olarak seçilmesi yüksek kronik enflasyon yaşayan Brezilya'da enflasyon ataletinin kırılarak enflasyon oranının hızla düştüğü görülmüştür (Mello and Moccerro, 2007: 8). Ancak 2001 yılında dışsal şokların etkisiyle döviz kurundaki artış enflasyon performansını olumsuz etkilemiştir. 2002 yılında ise sermaye girişlerindeki ani yavaşlama döviz kurlarını hızlandırarak enflasyonu rekor seviyede arttırmıştır. 2001, 2002 ve 2003 yıllarında enflasyon hedefinin üst limitinin aşıldığı, 2004 yılında ise tekrar band uygulamasına geçilmesiyle hedefin tutturulabildiği görülmektedir.

Vernengo'ye göre ise Brezilya'da uygulanan enflasyon hedeflemesinin yalnızca sosyal adalet açısından iyileşmeler yarattığını savunmaktadır. Enflasyon hedeflemesinin belirlenen enflasyon hedeflerine ulaşmada, büyüme, işsizlik ve gelir dağılımı üzerindeki etkide başarısız olduğu savunulmaktadır. Bu görüşe göre arz şoklarının ekonomi üzerindeki etkisinin fazla olduğu ve enflasyon hedeflemesinin hedefler revize edilmeden fiyatları kontrol etmede etkisinin sınırlı olduğu iddia edilmektedir. Ayrıca enflasyon hedeflemesi değerlenmiş döviz kuru gerektirmeden enflasyonu düşürebilmelidir. Çünkü değerlenmiş döviz kuru ihracat üzerinde kısıntı yaratırken ithalat oranlarını arttırmakta ve sürdürülemez dış ticaret açığına neden olmaktadır. Bu durumda enflasyon hedeflemesi sabit döviz kuru rejiminin yarattığı etkiden fazlasını verememektedir. Nitekim her iki rejimin ortak özelliği aşırı değerlenmiş döviz kuru, yüksek faiz oranları ve düşük büyüme oranlarıdır. Sonuç olarak, döviz kuru hala fiyatları kontrol etmede merkez konumundadır ve enflasyon hedeflemesini sınırlamada bir ölçüdür (Vernengo, 2008: 207-208).

GRAFİK 3.12. BREZİLYA: ENFLASYON HEDEFLEMESİ DÖNEMİNDE BÜYÜME VE İŞSİZLİK

Kaynak: IMF, Data and Statistics

Brezilya’da enflasyon hedeflemesi (1999-2004) döneminde her ne kadar enflasyon oranları yüksek seviyelerde olsa da nispeten başarı sağlanmış ekonomide önemli derecede iyileşmeler yaşanmış, para politikasının şeffaflığı ve MB’nın kredibilitesi artmış, ekonominin genel yapısı istikrara kavuşmuştur.

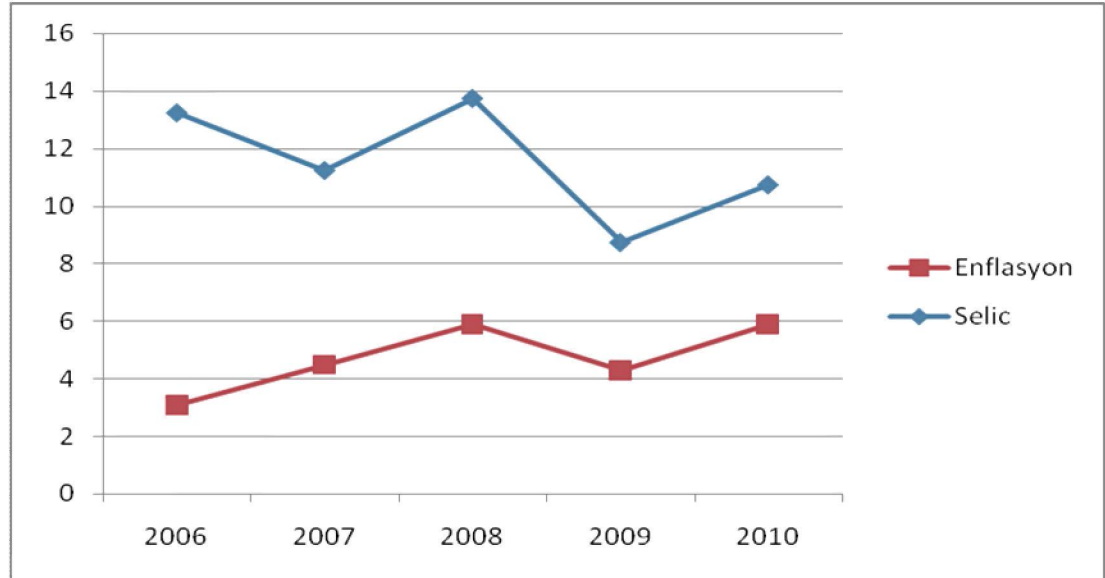
Şöyle ki faiz oranlarındaki değişim enflasyonu iki kanaldan etkilemektedir. Birincisi, çıktı açığı kanalı yani, faiz oranlarındaki bir artış tüketim ve yatırımı negatif yönde etkileyerek toplam talebi azaltmakta dolayısıyla çıktı açığını arttırarak Philips eğrisi aracılığıyla enflasyon üzerinde azaltıcı etki yapmaktadır. Diğer aktarım kanalı ise döviz kurudur. Faiz oranlarında meydana gelen bir artış ulusal paranın değerinde bir artışa neden olarak ticarete konu olan malların fiyatında düşüşe neden olacak ve enflasyon düşecektir (Libanio, 2010: 75-76).

2000-2006 yılları arasında ortalama büyüme oranlarına baktığımızda Brezilya ekonomisinin %3 civarında büyüdüğünü görmekteyiz. Bunun nedeni enflasyon hedeflemesi altında uygulanan para politikası faiz oranlarında artış olacağı önyargısını aşılmasıdır. Sonuç olarak, bu durum toplam talebi azaltarak büyüme oranlarında negatif yönlü bir etki yaratmıştır.

2003-2008 yılları arasında parasal sıkılaştırma uygulanmıştır. Büyümeyi belirli bir seviyede tutmak ve enflasyonda ani bir atışı önlemek için temel araç olarak para politikasının sıkılaştırılması tercih edilir (Business Latin America, 2010: 4).

2008 yılında dışsal şoklar sebebiyle emtia fiyatlarındaki artış enflasyonda yükselmeye neden olmuştur. Artan enflasyon karşısında Brezilya Merkez Bankası politika faiz oranlarını (Selic Rate) arttırmaya başladı (Moura and Aranha, 2009: 107-109).

GRAFİK 3.13. BREZİLYA: ENFLASYON VE SELİC ORANLARI



Kaynak: International Financial Statistics, IMF

Küresel emtia fiyatlarındaki düşüş ve kontrol altında tutulan zayıf kur enflasyonun düşük seviyelerde seyretmesini sağladı. Yurtiçi talepte yaşanan kesin düşüş dezenflasyonist bir etki yaratmıştır. Enflasyon ve Selic oranlarında 2006-2010 yılları arasında bir paralellik söz konusudur. Selic faiz oranındaki artış 2008’de en yüksek değerine ulaşmıştır. 2009’da ise dünya genelinde Merkez Bankalarının politika faiz oranlarında düşüşe gitmesiyle Brezilya Merkez Bankası da Selic oranlarını düşürmüştür. 2009’da en düşük seviyesini görmüştür. 2011 yıl sonu itibariyle enflasyon hedefi +/-2 hedef aralığında %4.5 olacağı, Selic faiz oranı ise 2011 Mayıs ayı itibariyle %12 seviyesinde olmakla birlikte yıl sonu itibariyle %12.25 seviyesinde seyredeceği beklenmektedir.(www.emergingmarketsmonitor.com).

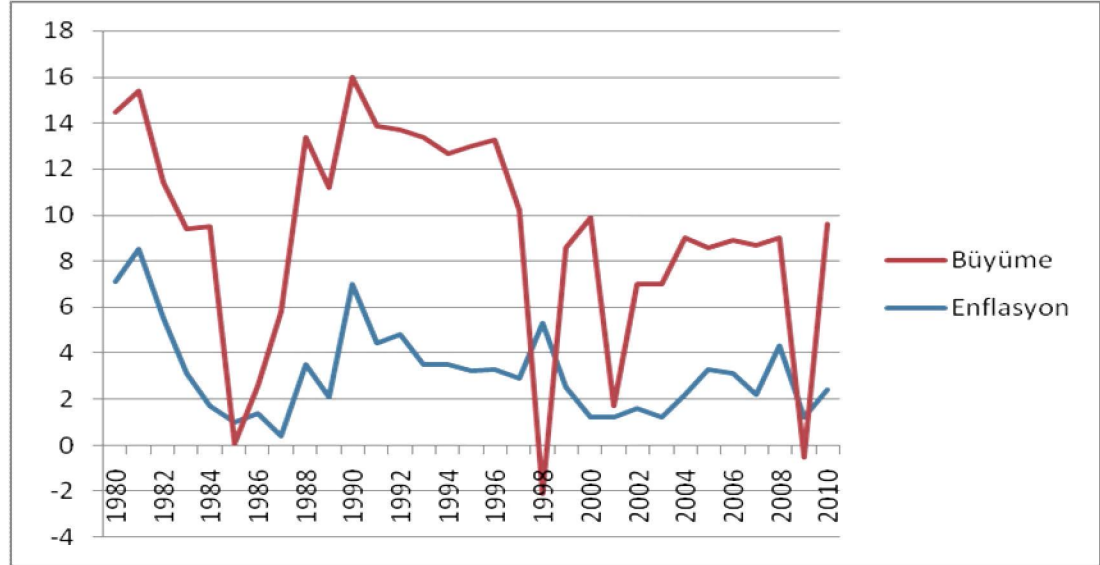
3.4. MALEZYA'DA UYGULANAN PARA POLİTİKALARI

1997 yılında Güneydoğu Asya ülkelerinde (Endonezya, Malezya, Filipinler, Güney Kore ve Tayland) meydana gelen krizden önce bölge ekonomisi son on yıldır ortalama %8 büyüme hızına sahiptir. Asya Kaplanları olarak da nitelendirilen bu ülkelerin ortak özelliği yabancı sermayeyi ülkelere çekebilmek amacıyla yurtiçi faiz oranlarının uluslararası faiz oranlarından yüksek belirlemeleriyle ülkelere sıcak para girişi sağlamalarıydı.

Artan cari açıklarla birlikte sıcak para ülkeden çıkmaya başlamasıyla bir yandan ülkedeki dolar rezervleri tükenirken diğer taraftan kurların reel anlamda değer kazanmasıyla yurtdışından düşük faizle yurtdışından borçlanan bankalar yükselen faizlerle birlikte nakit sıkışıklığı içine düşmüştür. En sonunda Tayland'ın ulusal parası olan "Baht" Temmuz 1997'de %18 devalüe edildi. Tayland ile başlayan krizin etkisi diğer Asya ülkelerine de yayılmaya başladı.

IMF'in Asya krizinin nedenlerine dair açıklamasında bu ülkeleri krize götüren unsurlar olarak; cari açıklar, ulusal paraların aşırı değerlenmesi, gayrimenkul ve hisse senedi fiyatlarındaki aşırı şişmesi gibi faktörler sıralanmıştır. Ancak kriz, asıl olarak sıcak parayı ülkelere çekmek için uyguladıkları serbestleştirici politikalar nedeniyle ortaya çıkmış ve sıcak paranın ülkeyi terk etmesiyle daha da şiddetlenmiştir (Akalin ve Uçak, 2007: 260).

Malezya'nın tarihteki ekonomik performansına baktığımızda ise 1990-1997 yılları arasında ise %9.2 büyüme oranıyla yüksek büyüme performansı göstermiştir.

GRAFİK 3.14. MALEZYA: 1980-2010 DÖNEMİ BÜYÜME VE ENFLASYON ORANLARI

Kaynak: IMF, Data and Statistics

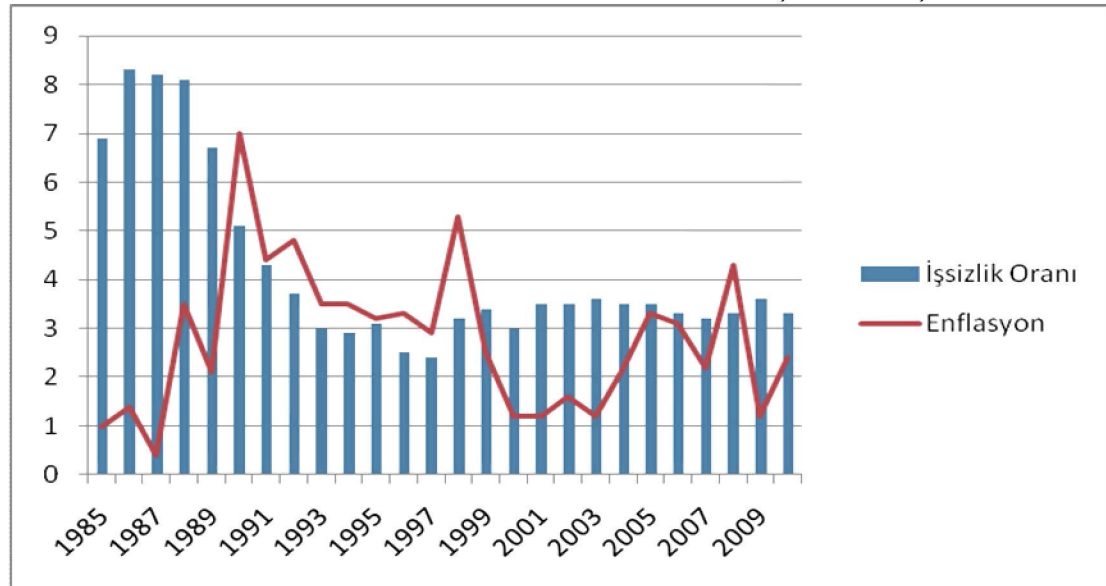
Ancak bu yüksek ekonomik performans 1985, 1998 ve 2009 yıllarında yaşanan resesyonlardan dolayı kesintiye uğramıştır. İkinci Petrol Şoku'yla 1980'lerde global ekonomideki yavaşlama Malezya'yı da etkileyerek 1985'de %0.9 oranıyla büyüme oranında bir gerileme yaşanmıştır. 1998'de ise Güneydoğu Asya kriziyle birlikte finansal piyasalarda yaşanan şok Ringgit'in değerindeki şiddetli düşme, stok fiyatlarında düşme ve bankacılık problemlerine neden olarak durgunluğa neden olmuştur (Mansor and Amin, 2005: 106). 1995-2000 döneminde Kalkınma Planına göre %8 büyüme hedefi olan Malezya, Asya krizinin etkisiyle ancak ortalama %5.3 büyüyebilmiştir.

Malezya'da yüksek büyüme hızıyla birlikte enflasyon oranının tek haneli rakamlar düzeyinde olması ülkeye yabancı sermayenin ilgisi artmıştır (Apak ve Aytaç, 2009: 21). 1997 yılında ülkeye yüksek faiz politikası nedeniyle yabancı yatırımcılar için cazip hale gelen ülkeye sıcak para olarak tabir edilen spekülasyon amaçlı sermaye akışı olmuştur.

Dikkat çeken bir nokta da uzun dönem yüksek büyüme hızına sahip olan Malezya'da büyüme ile enflasyon arasındaki ilişki hep göz ardı edilmesidir. 1986-1997 yılları arasında büyüme hızı ortalama %8.2 iken enflasyon ise ortalama %3.3 seviyesindedir. Enflasyon oranları yabancı sermayeyi ülkeye çekmek için uzun yıllar

düşük tutulmaya çalışılarak büyümenin maliyeti sürekli ertelenmiştir (Apak ve Aytaç, 2009: 172-173).

GRAFİK 3.15. MALEZYA: 1985-2010 DÖNEMİ ENFLASYON VE İŞSİZLİK İLİŞKİSİ



Kaynak: IMF, Data and Statistics

Diğer önemli bir husus da enflasyon ile işsizlik arasındaki ters oranlı ilişkiyi ifade eden Philips eğrisinin Malezya için geçerli olduğu Grafik 3.15'dan açıkça görülmektedir.

Ayrıca Malezya Merkez Bankası (Bank Negara Malaysia-BNM)'nin ülke ulusal parası olan Malezya Ringgiti'nin değerini yüksek tutma çabası sonucu ülke parası aşırı değerlenmiştir. Temmuz 1997'de Ringgit'in ABD Doları karşısındaki değeri 2.48 iken krizin şiddetlenmesi ile birlikte 4.5 seviyesine yükselmiştir. Değerlenmiş Ringgit dış ticaret açığını olumsuz yönde etkilerken diğer yandan cari işlemler açığını arttırmıştır. Artan cari işlemler açığı portföy, orta ve uzun vadeli sermaye akımları ile finanse edilmiştir.

Aşırı değerlenmiş yerli para ve artan kamu açıkları nedeniyle piyasalarda güven sarsılmış, kısa ve uzun sermaye girişi yapan yabancı sermayedarlar fonlarını elde ettiği karlarla birlikte ülke dışına çıkardıkları için ülke ciddi bir döviz sıkıntısı ile karşı karşıya kalmıştır.

1990-1997 yılları arasında %9.2 büyüme oranıyla dünyada en hızlı büyüyen ekonomilerinden biri olan Malezya ekonomisi petrol üreten ülke konumunda olması

ve birincil hammadde kaynaklarının yeterliliği sayesinde ülkede enerji fiyatlarında bir artışın olmayacağı dolayısıyla enflasyon sorununun yaşanmayacağı ve böylece Asya krizinin etkisinden çabuk çıkacağı düşünülmüştür.

Malezya, diğer Asya ülkeleriyle kıyaslandığında oldukça iyi durumdaydı. Kriz karşısında IMF politikalarını reddeden Malezya, (Akalın ve Uçak, 2007: 260) krizden çıkış stratejisi olarak makroekonomik istikrar politikası doğrultusunda bir dizi önlem almıştır.

Malezya Merkez Bankası (Bank Negara Malaysia-BNM), fiyat istikrarı, sabit döviz kuru, sürdürülebilir büyüme, düşük işsizlik oranı ve son olarak da Asya kriziyle birlikte finansal piyasalarda istikrar gibi makroekonomik hedeflerle uyumlu bir para politikası stratejisi izlemektedir. Söz konusu hedeflere ulaşmak için para ve maliye politikaları birbirine bağlantılı bir şekilde uygulanmaktadır. Bu amaçlar altında kredi ve parasal büyüklükler reel hasıla ve döviz kuru istikrarını tehlikeye atmadan desteklenmektedir. BNM, bankaların rezerv düzeyini, piyasadaki kredi hacmini ve faiz oranlarını belirleme yetkisine de sahiptir.

Malezya'da kriz döneminde genişletici para politikası uygulanmıştır. Bankaların kanuni karşılık oranı %13.5'dan %4 seviyesine düşürülmüş ve politika faiz oranlarında bir indirimle gidilmiştir (Mansor, 2005: 86).

Temmuz 1997'den Ocak 1998'e kadar ulusal para %84 devalüe edilmiş ve en sonunda sabit kur sistemine geçilerek Eylül 1998'de Ringgit'in Dolar karşısındaki değeri 3.8'e sabitlenmiştir (Apak ve Aytaç, 2009: 170-176).

Hükümet aynı zamanda kamu açığına karşı kemer sıkma politikası uygulayarak bir yandan kamu personeli maaşlarında kesinti yapılırken diğer yandan gıda talebinin büyük bir oranını ithalat yoluyla karşılaması nedeniyle ithal ikameci politikalar uygulayarak ithalat maliyetini azaltma yoluna gitmiştir.

Aynı zamanda para ve sermaye piyasalarına yönelik önlemler alınması gerekmiştir. Buna yönelik sermaye giriş-çıkışlarına sınırlamalar getirilerek yurtdışına ulusal ve yabancı para çıkarılmasını yasaklanmış ve vatandaşına yurtdışına kaçan sermayenin ülkeye getirilmesi için çeşitli zorunluluklar getirilerek hisse senedi satanların elde ettikleri nakitleri dövize çevirmelerine engel olma gibi IMF'in onay vermediği türden politikalar uygulanmıştır (Apak ve Aytaç, 2009: 73).

Kriz döneminde sıcak para çıkışıyla birlikte likidite sıkıntısı yaşayan Malezya banka iflaslarını önlemek için banka birleşmeleri gerçekleştirilmiş ve tüketici kredileri durdurularak kredi faizleri arttırılmıştır.

Uygulanan istikrar politikalarıyla ekonomide sağlanan iyileşme sonrasında 2001 yılında durgunluğa giren Malezya ekonomisi, 2002 yılından itibaren durgunluktan çıkış trendine girerek 2004'te %6.8 ile son dört yılın en yüksek büyüme rakamına ulaşmıştır.

2002-2008 yaklaşık %6 büyüyen Malezya ekonomisi küresel finansal krizin derinleşmesiyle birlikte 2009 yılı itibariyle %1.7 daralma göstermiştir.

2008'de küresel gıda ve enerji fiyatlarındaki yükselme ülkede fiyat seviyesinin ani yükselmesine neden olmuştur. 2009'da ise petrol ve emtia fiyatlarındaki gerileme Malezya'da 2008 yılında yükselen fiyatların düşerek bir deflasyon yaşayacağı beklentisini haklı çıkararak 2008 yılında %4.3 olan enflasyon oranı 2009 yılında %1.2 seviyesine düşmüştür (Malaysia Business Outlook, 2009: 3).

2011 yıl sonu itibariyle %5.5 büyümesi beklenen Malezya ekonomisinin, %2.8 de enflasyon oranına sahip olacağı beklenmektedir.

DÖRDÜNCÜ BÖLÜM

4. TÜRKİYE’DE MERKEZ BANKASI PARA POLİTİKALARI UYGULAMALARI

4.1. 1980 ÖNCESİ DÖNEMDE UYGULANAN PARA POLİTİKALARI

1980 yılı öncesinde Türkiye’de mali yapının çok fazla gelişmiş olmaması nedeniyle yatırımların önüne tasarruf sıkıntısı engel olmaktadır. Bu dönemde kamu sektörü genellikle MB kaynaklarına başvurarak enflasyonist baskı yaratmıştır.

4.1.1. 1970-1980 DÖNEMİ PARA POLİTİKASI UYGULAMALARI

1970’li yıllardaki petrol fiyatlarındaki artış dünya ekonomik konjonktüründe kendini şiddetli bir biçimde göstererek daralmaya neden olmuş, uluslar arası ticaretin gerilediği bu dönemde ödemeler dengesinde olumsuz gelişmeler gözlenmiş, büyüme oranları gerilemiş, petrol ithal eden ülkelerde borç yükü korkunç düzeylere yükselmiş, enflasyon ve işsizlik hat safhaya ulaşmıştır. Dünyanın genel ekonomik konjonktürü böyle bir seyir izlerken Türkiye’nin de bu gelişmelerden etkilenmesi kaçınılmazdı. Nitekim 1970’li yıllardan itibaren Türkiye negatif şoklara maruz kalarak farklı yapıda ve büyüklükte krizlerle karşılaşmıştır.

Türkiye ekonomisi yaklaşık çeyrek yüzyıldır kronik enflasyon sorunu yaşamış bir ülkedir. Bu yıllar, 1970 devalüasyonunun verdiği olumlu havadan sonra (ihracatta artış sağlanmıştır)⁴ yüksek enflasyon ve ithal ikameci sanayileşme stratejisiyle hammadde fiyatlarında meydana gelen artış, ithal edilen malların maliyetlerindeki yükseliş ve petrol şoklarıyla tam bir bunalıma dönüşmüştür. 1973 Dünya Petrol Krizinin ve Kıbrıs Barış Harekatı’nın ekonomiye yüklediği maliyetler enflasyonist sürecin doğmasında etkili olurken, yükselen kamu açıkları, siyasi istikrarsızlık ve ideolojik kutuplaşma gibi faktörler de bu sürece kaynaklık etmiştir (Demir, 2001: 55).

1970’li yılların sonundaki ödemeler dengesi krizi ve hızlı enflasyon süreci, sürekli artan kamu açıklarının parasal genişleme ile finansmanından kaynaklanmıştır. Genişletici para ve maliye politikalarının yanı sıra düşük faiz ve kur politikası

⁴ Uygur, Ercan, (1991), “Policy, Trade and Growth in Turkey: 1970-1990”, The Central Bank of the Republic of Turkey, Discussion Papers No: 9103. Ankara, s. 6.

ekonomide oluşan dengesizlikleri daha arttırıcı boyutlara taşımıştır (Keyseriyeli, 1997: 4). 1970 yılında para politikası gelişmeleri açısından dikkat çeken bir nokta da 1211 Sayılı Türkiye Cumhuriyeti Merkez Bankası Kanunu ile Banka Kredileri Tanzim Komitesi'nin feshedilerek görevlerinin TCMB'ye devredilmesidir (Keyder, 1996: 47-48). Böylece zorunlu karşılık oranlarını belirleme yetkisi TCMB'ye geçmiştir (Günel, 2001: 57). Bu dönemde kalkınma politikaları doğrultusunda para politikası, reeskont oranı ve zorunlu karşılık uygulamaları ile yürütülmeye çalışılmıştır.

1970'li yılları makroekonomik dengesizliklerin olduğu ve parasal kontrolün sağlanamadığı bir dönem olarak nitelemek mümkündür. Nitekim bu durum ekonomik göstergelerin yer aldığı Tablo 4.1.'de açıkça görülmektedir.

Tablo 4.1. 1970-80 Dönemi Temel Ekonomik Göstergeler

Yüzde Değişim	Büyüme(%)	Enflasyon(%)	Emisyon Hacmi(%)	Kısa Vadeli Reeskont Faizi	1 ABD Doları (TL)	Dış Ticaret Dengesi (Milyon \$)
1970	4.4	11.8	26.8	7.59	15.15	-359.1
1971	7.0	21.8	22.4	9	14.30	-494.2
1972	9.2	15.3	17.7	9	14.30	-677.5
1973	4.9	15.8	26.3	8.75	14.28	-769.1
1974	3.3	15.4	29.7	8.759	14.13	-2.245.4
1975	6.1	19.0	24.6	9	15.30	-3.337.5
1976	9.0	16.4	27.2	9	16.83	-3.168.4
1977	3.0	22.5	49.6	9	19.64	-4.043.3
1978	1.2	53.3	45.9	10	25.50	-2.310.9
1979	-0.5	62	60.9	10.75	35.70	-2.808.3
1980	-2.8	101.4	52.4	10.751426	91.04	-4.999.3
Ort.	4.1	32.2	34.9	9.8	25.11	-2.292.1

Kaynak: TCMB, DİE, DPT, MB veri tabanı

1970'li yılların başlarından itibaren enflasyon istikrarlı bir seyir izleyerek çift haneli rakamlara çıkmış, 1978'den bu yana ciddi oranda artış göstererek %53.3,

1979'da %62, giderek kontrolden çıkmış ve 1980 yılında %101.4 seviyesine ulaşmıştır.

Bu dönemde mali sistemin tasarrufları özendirecek yapı ve işleyişte olmaması toplumsal kalkınma için gerekli kaynakların kamu tarafından karşılanmasına neden olmuş ve kamu kesiminin reel kaynak sağlamada karşılaştığı güçlükler sonucunda MB kaynaklarına başvurulmuştur. Bu durum parasal genişlemeyle emisyon hacminin artmasına neden olarak enflasyonist baskıyı arttırmıştır (DPT, 1979: 100).

1970'li yıllarda ortalama kısa vadeli reeskont faizi %10 civarındadır. Söz konusu döneme ait ortalama enflasyon oranının %32.2 olduğu dikkate alındığında ortalama reel faiz eksi (-) %17 civarındadır (Önder, 2005: 139). 1980'li yıllara kadar sürdürülen negatif reel faiz politikalarıyla kredi maliyetlerinin düşük olması neticesinde kredi taleplerinde artış gözlenirken, mevduat faiz oranlarının da düşük olması tasarruf düzeyini olumsuz etkilemiştir. Şüphesiz, mevduatın reel getirisinin azalması birikimler banka sisteminden çıkarak örgütlenmemiş mali piyasalara yönelmiş ve bu süreç ekonomik büyümeyi olumsuz bir biçimde etkilenmiştir (Orhan ve Erdoğan, 2007: 346). Bu durum, paradan kaçış eğiliminin güçlenmesiyle ikincil piyasanın doğmasına neden olmuş ve paranın tedavül hızının artışı beraberinde getirmiştir. Para arzının hızlı bir şekilde artması ile ortaya çıkan talep enflasyonunu gittikçe körüklemiştir (Morgil, 1983: 87). Bu durum, Kamu İktisadi Teşebbüsleri (KİT)'nin artan işletme zararlarının ve artan kamu açıklarının açık finansman yoluyla MB kaynaklarından finanse edilmesine yol açmıştır.

Bu dönemin diğer önemli bir sorunsalı da dış ödemeler dengesi açıklarının giderek artış göstermesidir. Dış ticaret dengesi açıkları rezerv hareketleri ve kısa vadeli borçlanmalarla giderilmeye çalışılmıştır (Akçay, 1997: 96). Petrol fiyatlarının yükselmesi kısa vadeli dış borçlar yükünü arttırmış, diğer taraftan ihracatta yaşanan olumsuzluklar sonucunda ihracatın ithalatı karşılama oranı giderek düşmüştür.

1978 yılında ekonomik istikrarı sağlamaya yönelik önlem paketleri uygulamaya konulmuştur. Bu uyarılama sürecinde faizler arttırılmış, TL devalüe edilmiş ve MB kredileri azaltılmıştır. Bu dönemde dış ödeme açığı ithalatın kısılmaya yoluyla kapatılmaya çalışılmıştır. Ancak ithal ikameci sanayileşme politikası çerçevesinde ara ve yatırım malları ithalatının kısılması sanayi kapasite

kullanım oranını düşürerek bir yandan yatırımların azalmasına diğer yandan da işsizliğin artmasına neden olmuştur.

1979 yılında yine yaşanan ikinci bir petrol şoku yaşanan tüm bu sorunları daha belirgin hale getirmiştir.

Yukarıda verilen tüm ekonomik gelişmelerin ve para politikalarının TCMB bilançosuna yansımaları aşağıdaki Grafik 4.1.'de detaylı bir biçimde ele alınmaktadır.

GRAFİK 4.1. 1970-1980 DÖNEMİ TCMB BİLANÇOSU (MİLYAR TL)

	1970	1980	DEĞİŞİM		1970	1980	DEĞİŞİM
Varlıklar	32.4	1,385.8	1,353.4	Yükümlülükler	32.4	1,385.8	1,353.4
I. Altın Mevcudu	1.8	13.8	12.0	I. Sermaye	0.025	0.025	0.0
II. Ufaklık para	0.1	0.0	(0.1)	II. Tedavüldeki Banknotlar	13.9	278.6	264.7
III. Dahildeki Muhabirler	0.0	0.1	0.0	III. Mevduat	7.7	266.9	259.2
IV. Krediler	15.2	655.2	640.0	A - Resmi Mevduat	0.7	51.7	51.0
Kamu Kurumları	8.1	414.5	406.4	B - Bankalar	5.4	158.1	152.7
A - Hazineye Kısa Vadeli Avans	4.4	188.7	184.4	a - Toplam Bankalar Mevduatı	0.0	2.0	2.0
B - Hazine Kefaletini Haiz Bonolar (KİT'lere)	2.9	197.5	194.6	b - Mevduat Karşılıkları (1211 S.K. Mad. 40)	4.3	137.2	132.9
C - Avanslar (Tahvil-Ticari Senetler+Altın ve Döviz üzerine)	0.8	21.1	20.2	C - Muhtelif	0.2	17.8	17.6
D - Mevduat Karşılıklarından Özel Finansman (1789 S.K. Mad. 11 ve 1823 S.K. Mad. 70)		7.2	7.2	D - Milletlerarası Müesseseler ve Dış Yardım Karşılıkları	1.4	39.2	37.8
Bankalar	4.9	148.0	143.1	III. Altın Alacaklıları (Hazine)		0.0	0.0
A - Tarım ve Ticari Senetler	3.9	93.1	89.2	IV. Döviz Taahhütleri (Konvertibl)	0.2	22.7	22.5
B - Tahvil Üzerine Avans	0.0	15.4	15.4	V. Muhtelif	10.5	817.6	807.1
C - Kısa Vadeli Krediler (Sinai)		10.8	10.8	a - Ödenecek Senet ve Havaaleler	0.0	0.4	0.4
D - Özel İhracat Fonu Finansmanı		5.7	5.7	b - Muhtelif Karşılıklar (Akreditif ve İç İstikraz Karş.)	0.0	0.8	0.8
E - Mevduat Karşılıklarından Tarımsal Finansman (1211 S.K. Mad. 40)	0.6	23.0	22.3	c - Muhtelif Mahiyette Depozitolar	2.0	99.9	97.9
Tarım Kooperatifleri (T.C. Ziraat Bankası)	2.3	92.7	90.4	d - Döviz	6.8	616.1	609.3
V. Menkul Değerler Cüzdanı	0.1	0.1	(0.0)	Hariçteki Muhabirler	0.2	4.1	4.0
VI. Döviz Borçluları (Konvertibl-1970)	4.3	96.2	91.8	Diğer Döviz Hesapları	6.6	611.9	605.3
VII. İtfaya Tabi Hesaplar	5.8	331.0	325.2	e - Sair Hesaplar	0.6	89.3	88.7
VIII. Muhtelif	5.1	289.4	284.3				
a - Altın	0.0	0.4	0.4				
b - Döviz	2.0	159.9	158.0				
Hariçteki Muhabirler	0.2	30.0	29.8				
Diğer Döviz Hesapları	1.8	130.0	128.2				
c - Dahildeki Hususi Bankalarla yapılan röpor muameleleri	0.1		(0.1)				
d - Sair Hesaplar	3.0	129.1	126.0				

Kaynak: TCMB

TCMB'nin 1970-1980 dönemine ait bilançosu incelendiğinde parasal genişlemeye neden olan en önemli kalem varlıklarda yer alan 640 milyar TL ile kredilerde meydana gelen artıştır. Özel sektörün de MB'dan kredi sağlamanın yanında kredilerde meydana gelen önemli artışının nedenini kamu kesimine kullandırılan kısa vadeli avans ve KİT'lerin işletme açıklarının, görev zararlarının ve

yatırım yükümlülüklerinin artmasına karşılık oluşan finansman kaynaklarının hazinece karşılanamaması üzerine MB'nın KİT'lere verdiği kredilerde meydana gelen artış oluşturmaktadır.

Kredilerin alt kaleminde yer alan kamu kurumu kredileri 406.4 milyar TL olup, bunun 184.4 milyar TL'si hazine tarafından kullanılmış, 194.6 milyar TL'si ise KİT'ler tarafından kullanılmıştır. Diğer bir ifadeyle TCMB'nın kaynaklarının yaklaşık %60'ı kamu kesimi tarafından kullanılmakta ve bu kaynakların verimsiz alanlarda kullanılması ekonomide üretimi ve yatırımı teşvik etmemiştir.

Kamu kesiminin MB'na net borçlanmasındaki artış emisyon hacmini aşırı ölçüde yükselten baskılarını arttırarak sürdürmüştür.

MB yükümlülüklerindeki artışın en önemli kaynağını 605.3 milyar TL ile döviz hesaplarındaki artış olmuştur. Bilindiği gibi 1976'da yurtdışında çalışan işçilerin tasarruflarını değerlendirmek amacıyla Kredi Mektuplu Döviz Tevdiat Hesabı (KMDTH) uygulaması başlatılmıştır. Böylelikle döviz rezervlerini arttırarak döviz darboğazını aşmak amaçlanmıştır. Bu nedenle TCMB nezdindeki hesabın büyüklüğü sürekli artış göstermiştir.

TCMB yükümlülüklerinde yer alan parasal genişlemeye sebep olan kalemler ise, 264.7 milyar TL ile emisyon hacmindeki artış ve 259.2 milyar TL ile zorunlu karşılıkları da içeren mevduat artışıdır. Tüm bunlar para hacmini genişletici rol oynamış, likiditenin kontrolü güçleşmiştir.

4.2. 1980 SONRASI DÖNEMDE UYGULANAN PARA POLİTİKALARI

1980 yılı gerek para politikası uygulamaları gerekse genel ekonomik anlayış açısından Türkiye'nin geleceğine damgasını vuran bir yıl olmuştur. 1970'li yıllarda para politikasının etkinleştirilmesi için TCMB yasasında değişiklikler yapılarak TCMB'nin yetkilerinin arttırılması sağlanmış ancak ilerleyen yıllarda MB kaynakları kamu kesimi açıklarının finansmanında kullanılmıştır.

1980 yılına girerken ekonomide enerji ve petrol yetersizliği, döviz darboğazı, yüksek enflasyon ve kamu açıkları, ödemeler dengesi krizleri ve ithalat tıkanıkları gibi birçok ekonomik sorun baş göstermiştir. Bu sorunların çözümü için köklü reformlara ihtiyaç duyulmuş ve bu kapsamda 24 Ocak 1980 Kararları olarak anılan

Ortodoks tipli ekonomik istikrar tedbirleri yürürlüğe konulmuştur (Parasız, 1998: 190).

1980 sonrası dönemde para politikası gelişmelerini anlayabilmek için öncelikle ekonominin içinde bulunduğu durumu ve 24 Ocak 1980 Kararlarını analiz etmek gerekmektedir.

4.2.1. 24 OCAK 1980 EKONOMİK İSTİKRAR KARARLARI VE EKONOMİK ETKİLERİ

4.2.1.1. 24 OCAK KARARLARININ GEREKÇESİNİ OLUŞTURAN NEDENLER

24 Ocak Ekonomik İstikrar Tedbirleri kapsamında alınacak kararların gerekçesi, önceki dönemde uygulanan ekonomik politikalarda hatalar, eksiklikler ve gecikme sorununa, enflasyonist baskılara, petrol ve enerji yetersizliği, ithalat tıkanması ve finansman sıkıntısından kaynaklanan kapasite kullanım oranlarının düşmesine ve dolayısıyla büyüme üzerindeki olumsuz etkilere, ihracat durgunlaşmasına, yurtiçi tasarrufların azalarak yatırımlar üzerindeki meydana gelen düşüşe, kısa vadeli dış borç yükünün ağırlaşmasına ve son olarak da içe dönük ithal ikameci sanayileşme stratejisinin döviz darboğazına neden olmasına bağlanmaktadır (Parasız, 1998: 196-197).

Yukarıda özetlendiği gibi, 1980’li yıllara yüksek enflasyon, dış ticaret açığı, milli gelirdeki düşüş, yüksek işsizlik ve gelir dağılımındaki bozukluklarla girilmiştir (Barutça, 2000: 192).

Bu ekonomik ve politik kaos içerisinde uygulamaya konulan 24 Ocak İstikrar programı, bazı çevrelerce “ülkenin ekonomik yaşamını her yönüyle değiştiren kapitalist devrim” olarak nitelendirilmiştir. Bu anlamda ekonomik istikrarı sağlama yanında ekonomide önemli yapısal değişimleri de gündeme getiren 24 Ocak Kararları istikrarı sağlamada büyük ölçüde parasal önlemlere yönelmesi bakımından çalışmamız açısından önem arz etmektedir (Pirimoğlu, 1990: 195). IMF güdümlü uygulanan 24 Ocak 1980 Ortodoks İstikrar Programının temeli teorik olarak Neo-liberal yaklaşımlara dayanmaktadır. Buna göre Keynesyen yaklaşım çerçevesinde düzenlenen, faiz oranlarında güdümlü ve para arzında aşırı artışlara dayanan para politikası yaklaşımı yerini Monetarist bir anlayışa bırakmıştır (Tunay, 1998: 230;

Barutça, 2000: 193). Neo-liberal iktisatçılar piyasa ekonomisinin işleyişi konusunda farklı açıklamalarda bulunsalar da temelde aynı görüş ve önerilerde bulunurlar. Buna göre, bir ekonomide enflasyon ve istikrarsızlık devletin ekonomiyeye aşırı ve gereksiz müdahalesinin para arzını arttıracığı görüşü hakimdir. Enflasyonu önlemek için öncelikle para arzı kontrol altında tutulmalı, devletin piyasalara müdahalesi azaltılarak ekonomi serbest piyasa işleyişine bırakılmalı ve bütçe açıkları azaltılmalıdır (Şahin, 2009: 189-190).

4.2.1.2. 24 OCAK KARARLARININ STRATEJİ VE HEDEFLERİ

24 Ocak Kararlarının temel stratejisi ekonomide devlet etkinliğini sınırlayarak serbest piyasa ekonomisine işlerlik kazandırmaktır. 20 Ocak Kararları ile, Türkiye’de uzun yıllardır uygulanan içe dönük ithal ikameci büyüme politikası yerine dışa açık ihracata dayalı büyüme stratejisine geçilmiştir (Bayazitoğlu, Ersel ve Öztürk, 1991: 1).

24 Ocak Kararlarının uygulanmaya çalışılmasının temel amaçları aşağıdaki gibi sıralanabilir (Akdiş, 2001: 184):

1. Ekonomide tüketim harcamalarını kısarak tasarrufları arttırmak
2. Enflasyonun kontrol altına alınabilmesi için sıkı para ve kredi politikası uygulamak, kamu sektörü finansman açığının zamanla ortadan kaldırılması ve Hazine’nin TCMB’den borçlanmasının sınırlandırılması
3. Gerçekçi bir faiz politikası uygulayarak tasarrufların arttırılması ve bankacılık sisteminde toplanmasını sağlamak
4. Yüksek faiz politikası ile kredi istemini daraltarak ve bankaların ödünç verilebilir fonlarını genişleterek fon arz-talep dengesinin kurulması
5. Finansman açığının kapatılması ve yatırımların istihdamı arttırıcı şekilde yeniden hızlandırılması bakımından özel ve yabancı sermayenin teşvik edilmesi
6. İhracatta artışı sağlamak için esnek kur politikasına geçmek
7. Fonların özendirilen sektörlere yönlendirilmesinin hızlandırılmasıdır.

Yukarıda bahsedilen amaçlar doğrultusunda uygulamaya konulan istikrar programının ana hatları şu şekilde özetlenebilir (Karluk, 2007: 419):

1. TL'nin ABD Doları karşısındaki paritesi %48.6 oranında devalüe edilerek TL'nin değeri 1 Dolar = 48.70 TL'den 71.40 TL'ye düşürülmüştür.
2. Serbest piyasa ekonomisi amacına yönelik devletin ekonomideki payını küçülten önlemler alındı. 14.09.1979 tarihinde kurulan Fiyat Saptama-Kontrol Koordinasyon Komitesi kaldırılarak fiyatların piyasada serbestçe belirlenmesi amaçlanmıştır (Parasız, 1998: 199).
3. Dış ticaret serbestleşmiş, yabancı sermaye yatırımları teşvik edilmiştir. İthalat kademeli olarak libere edilerek ihracat teşvik edilmiştir. Döviz Çevrilebilir Mevduat (DÇM) uygulamasına son verilmiştir.
4. Döviz piyasası üzerindeki kontroller kaldırılmış ve döviz alım satımı liberalleştirilmiştir. Sabit kur sisteminden esnek kur sistemine geçilmiştir. 01.05.1981 tarihinden itibaren günlük kur uygulamasına geçilmiştir. Türk Parasını Koruma Kanunu (TPKK) liberalleştirilmiştir.
5. Program, sıkı para politikası uygulamalarını içermekteydi. Faiz oranları serbestleştirilmiş ve reel faiz politikası izlenmiştir. 01.07.1980 tarihinde faiz oranları tamamen serbest bırakılmıştır. Ancak daha sonra bundan vazgeçilerek Temmuz 1983'de sistem yeniden düzenlenerek bankalar denetim altına alınmıştır. Kredi ve mevduat faiz oranlarının denetimi ve taban faiz oranları konusunda TCMB yetkili kılınmıştır.

4.2.1.3. 24 OCAK KARARLARININ TÜRKİYE EKONOMİSİ

ÜZERİNDEKİ ETKİLERİ

Ülke ekonomisinin serbest piyasa mekanizmasına kurallarına göre işlemini sağlamak ve dünya ekonomisine entegrasyonu gerçekleştirmek olan 1980 ekonomik programı ile ülke ekonomisini dışa kapalı hale getiren ithal ikamesine dayalı sanayileşme stratejisi terk edilerek ihracata dayalı sanayileşme stratejisi benimsenmiş ve ülkenin uluslar arası rekabet ortamına uygun dinamik bir yapıya kavuşturulması amaçlanmıştır(http://www.dtm.gov.tr/dtmadmin/upload/IHR/Turkiye_ihr_gelisimi.doc).

Kredi ve tasarruf faiz oranlarının serbestçe belirlenmesiyle yurtiçi tasarruf oranının arttırılmasının yanında sermayenin verimli ve etkin kullanımı amaçlanmıştır (Köse, 2000: 32).

24 Ocak kararlarının alınmasındaki en önemli amaç, ekonomiyi dışa açmak, ekonomik sorunları çözmek ve IMF, Dünya Bankası ve OECD gibi uluslararası kuruluşlardan destek ve kredi sağlamaktır. Bu anlamda 24 Ocak Kararlarının sonucunda (Ay, Erdoğan ve Uysal, 2007: 600);

1. Gerçekçi döviz kuru, reel faiz ve liberal dış ticaret politikaları sonucunda ihracat oranlarında bir artış gerçekleşmiştir.
2. Ödemeler dengesi açıkları küçülmüş ve döviz darboğazı giderilmiştir.
3. Yabancı sermaye girişleri artmış, işçi ve turizm gelirleri artmıştır.
4. Enerji sıkıntısı giderilmiş ve sanayi kapasite kullanım oranı artmıştır.
5. Uluslar arası piyasalardan sağlanan kredilerle dış finansman açığı karşılanmış ve ithalat artmıştır.
6. Faiz oranlarının arttırılmasıyla banka mevduatlarında bir artış görülmüştür.
7. KİT ürünlerine zam yapılarak hazineye olan yükleri hafifletilmeye çalışılmıştır.

4.3. 1980-1987 DÖNEMİ PARA POLİTİKASI UYGULAMALARI

1980'li yıllar, para politikası araçlarının modern anlamda para politikası uygulamaları doğrultusunda geliştirildiği ve kısmen de uygulanmaya başlandığı dönem olarak bir önem arz etmektedir. Nitekim, 1980 Kararları'yla sabit kur sisteminden esnek kur sistemine aşamalı geçiş, 1985'de MB açık finansman kaynaklarının yerine Devlet İç Borçlanma Senetleri (DİBS)'in satışı, 1987'de açık piyasa işlemlerinin başlatılması dönemin önemini ortaya koymaktadır (Gür, 2004: 41). 1980-1987 dönemi ekonomi politikalarının sonucunda oluşan makroekonomik veriler Tablo 4.2.'de yer almaktadır.

Tablo 4.2. 1980-87 Dönemi Temel Ekonomik Göstergeler

Yüzde Değişim	1980	1981	1982	1983	1984	1985	1986	1987	Ort.
Büyüme(%)	-2.8	4.8	3.1	4.2	7.1	4.3	6.8	9.8	4.7
Enflasyon(%)	101.4	34.0	28.4	31.4	48.4	45.0	34.6	38.9	45.3
Emisyon Hacmi(%)	52.4	38.7	40.4	34.6	33.1	43.3	45.0	49.3	42.1
Kısa Vadeli Reeskont Faizi	10.75 14 26	26 30.25 31.5	31.5	31.5 28 48.5	48.5 52	52	52 48	48 45	39.1
1 ABD Doları (TL)	91.4	134.95	188.60	285.60	446.97	579.71	759.68	1023.44	438.75
Dış Ticaret Dengesi (Milyar \$)	-5.0	-4.2	-3.1	-3.5	-3.6	-3.4	-3.6	-4.0	-3.8

Kaynak: TCMB, DİE, DPT, MB veri tabanı

Ekonomik büyüme hızı son yıllarda sürekli gerilemeler gösterdiği halde, 1981'de ilk kez %4.8 oranında bir artış kaydetmiştir. 1980'li yılların genel ortalamasına bakıldığında ülke ekonomisinin yaklaşık %5 civarında büyüme kaydettiği görülmektedir.

1980 Kararlarıyla uygulanan kur ve faiz politikasıyla 1970'li yıllara göre dış dengenin ve fiyat istikrarının göreceli olarak sağlandığı söylenebilir. Nitekim, serbest faiz politikasıyla TCMB faizlerinin enflasyon haddi üzerinde belirlenerek pozitif reel faiz uygulandığı görülmektedir. Ayrıca, tüketimi azaltmak ve yatırımları finanse etmek amacıyla gönüllü tasarrufları arttırıcı yüksek faiz uygulamasına geçilmiştir (Demirkan, 1984: 71). Şüphesiz bu durum banka mevduatlarının artışında önemli rol oynamıştır.

24 Ocak Kararlar'ında sıkı para ve maliye politikalarıyla enflasyonu düşürerek ekonomik istikrar sağlanması amaçlanmıştır. Ancak, uygulanan politikaların etkisi kısa vadeli olmuştur (Temel, 2007: 23). Yukarıdaki Tablo 4.2.'den de görüleceği gibi 1980 yılında %101.4 olan enflasyon oranının, 1981 ve 1982 yıllarında sırasıyla %34.0 ve %28.4 seviyelerine gerilemiştir.

Öncelikle bu düşüşte parasal politikalar etkiliyken, enflasyonun düşmesinde en büyük etken halkın reel alım gücünün düşmesi ve işsizliğin artmasıdır (Tunay, 1998: 230).

1980-82 döneminde kamu kesimi finansman ihtiyacı azalmasıyla rezerv para artışı hedeflenen düzeyde tutturulmuştur. Aynı zamanda bu yıllarda reel faiz oranlarının pozitif değerlere ulaşması ve TL'nin yabancı paralar karşısındaki reel değer kaybı para talebini arttırmıştır. Dolayısıyla artan para talebi ve kontrollü parasal genişleme fiyat artışlarını yavaşlatmıştır (Keyseriyeli, 1997: 7). Ancak 1983 yılından itibaren uygulanan ve enflasyonist gidişi durdurmayı amaçlayan yüksek reel faiz uygulaması tam tersine enflasyonu besler hale gelmiştir. Diğer yandan hızlı parasal büyümenin önüne geçmek için amaçlanan sıkı para politikası uygulamasında başarılı olunamamıştır (Pirimoğlu, 1991: 206; Demirkan, 1984: 67).

Bu dönemde yaşanan diğer önemli bir olay da Banker Krizidir. Yani, mevduat faiz oranlarının belirlenmesi serbest bırakıldıktan sonra banker kuruluşlarının faiz oranlarını bankaların belirledikleri faiz oranlarının üstünde belirlemeleri sonucunda fonların banka mevduatlarında olmaması sonucu kaynakların etkin kullanılamaması 1982'de banker krizinin patlak vermesine neden olmuştur. Diğer yandan, 1983 yılında gevşek para ve maliye politikalarının yanında söz konusu dönemde yaşanan Banker Krizi ve bankalardan aşırı mevduat çekilişleri para stoğunu genişletmesi sonucu, gerileme evresinde olan enflasyonun, artış eğilimine geçmesinde önemli bir faktördür. Aynı zamanda parasal genişlemenin diğer bir nedeni de bütçe açığının MB kaynaklarıyla finanse edilmesidir (Tunay, 1998: 232-233). Yine 1983'den itibaren artış eğilimine geçen enflasyon oranı, yıllar itibariyle istikrarsız bir seyir izleyerek gerileme-yükselme-gerileme döngüsü içerisine girmiştir.

Bunun üzerine 1983'te yine MB, mevduat faiz oranlarını belirlemeye başlamıştır.

24 Ocak Kararlarından sonra piyasalarda durgunluk hakim duruma gelmiş tüketim humması dinmiş ve yerini stagflasyona bırakmıştır (Ergin, 1983: 24). Türkiye ekonomisi 1980 İstikrar Kararlarından sonra yapısal değişim sürecine girmiş ve bazı dönemler itibariyle başarılı olmasına rağmen, Kararlar ekonomide istikrarı sağlamada tam olarak başarıya ulaşamamıştır (Karluk, 2007: 420).

1980-1987 dönemi para politikalarının TCMB bilançosuna yansımaları Grafik 4.2.'de özetlenmektedir.

GRAFİK 4.2. 1980-1987 DÖNEMİ TCMB BİLANÇOSU (MİLYAR TL)

	1980	1987	DEĞİŞİM		1980	1987	DEĞİŞİM
Varlıklar	1,386.3	25,644.3	24,258.0	Yükümlülükler	1,386.3	25,644.3	24,258.0
I. Altın Mevcudu	13.8	1,612.7	1,598.9	I. Sermaye	0.025	0.025	0.0
II. Madeni Para	0.0	1.5	1.5	II. Tedaviledeki Banknotlar	278.6	3,018.3	2,739.6
III. Dahildeki Muhabirler	0.1	0.1	0.0	III. Mevduat	266.4	10,836.1	10,569.7
IV. İç Krediler	655.2	3,438.7	2,783.5	A - Kamu Sektörü	51.7	610.9	559.2
A - Kamu Sektörü (Kurumları)	414.5	2,270.4	1,855.9	B - Bankacılık Sektörü	157.7	3,922.1	3,764.4
a - Hazine (kva)	208.0	1,406.6	1,198.6	C - Muhtelif	17.8	6,113.9	6,096.0
b - Kamu İktisadi Kuruluşları	1.8	18.7	16.8	a - Kredi Mektuplu Döviz Mevduatı		6,021.6	6,021.6
c - İktisadi Devlet Teşekkülleri	197.5	845.1	647.6	b - Diğer	17.0	92.3	75.3
B - Bankacılık Sektörü	235.0	1,168.3	933.3	D - Uluslararası Kuruluşlar	39.2	1.1	(38.1)
a - Ticari	91.2	104.8	13.6	E - Fonlar		188.2	188.2
b - Tarım	117.6	507.1	389.5	IV. Dış Krediler		4,139.3	4,139.3
c - Sınai	10.8	516.7	505.8	V. İthalat Teminat ve Depozitoları	100.8	203.2	102.4
d - Tahvil Üzerine Avans	15.4	8.5	(6.9)	VI. Altın Alacaklıları	0.0	21.9	21.9
e - Diğer	0.0	31.3	31.3	VII. Döviz Taahhütleri (Konvertibl)	22.7	670.3	647.7
V. Dış Krediler		1,698.9	1,698.9	VIII. APİ (Röpor Alacaklıları)		1,328.1	1,328.1
VI. APİ (Röpor Borçluları)		1,224.7	1,224.7	IX. Ödenecek Senet ve Havaleler	0.4	7.1	6.7
VII. Menkul Değerler Cüzdanı	0.1	0.1	0.1	X. Muvakkat Alacaklılar		2,068.1	2,068.1
VIII. Döviz Borçluları	96.2	1,905.1	1,808.9	XI. Karşılıklar		28.4	28.4
IX. İfaya Tabi Hesaplar ve Aktifleştirilen Alacaklar	331.0	10,937.6	10,606.6	XII. Diğer Pasifler	717.4	350.9	(366.5)
X. Takipteki Alacaklar		5.2	5.2	XIII. Akreditiflerden Alacaklar		2,972.6	2,972.6
XI. Muvakkat Borçlular		1,741.3	1,741.3				
XII. Akreditiflerden Borçlular		2,867.3	2,867.3				
XIII. Diğer Aktifler	289.4	210.4	(79.0)				

Kaynak: TCMB

1980-87 döneminde TCMB bilançosunda 24.3 trilyon lira artış gerçekleşmiştir. Parasal genişleme oranlarına baktığımızda yükümlülüklerdeki bankalar mevduatı 3.8 trilyon lira bir artış gösterirken, emisyon hacmindeki artış ise 2.7 trilyon lira ile sınırlı kalmıştır. TCMB'nin döviz cinsi yükümlüğündeki artış 10.1 trilyon lira ile, bunun 6.0 trilyon lirası döviz tevdiat hesabında ve 4.1 trilyon lirası ise dış krediler kaleminden oluşmaktadır. TCMB'nin dış varlıklar kısmına baktığımızda ise yaklaşık 3.5 trilyon liradan oluşan altın mevcudu ve döviz borçluları kalemlerini içermektedir ki bu da bize TCMB'nin net döviz rezervlerinin negatif olarak gerçekleştiğini göstermektedir.

Yine TCMB bilançosunun varlıklar kısmında iç kredilerdeki artışın ağırlıklı olarak kamu sektörüne ait olduğu görülmektedir.

1981 yılından itibaren için bankacılık kesimini fon transfer mekanizmasının geliştirmek ve para politikasının etkinliğini arttırmak için mali ve finansal piyasaların gelişimini sağlayacak yasal ve kurumsal düzenlemeler yapılmıştır. Bu anlamda 1981’de Sermaye Piyasası Kurulu Kanunu (SPK) kabul edilmiş ve 1982’de SPK çalışmaya başlamıştır. 1986’da ise İMKB’de alım-satım işlemlerine başlanmıştır (Önder, 2005: 158).

Bu dönemde uygulanan para politikalarına genel olarak baktığımızda 1980-83 döneminde kararlı bir para politikası uygulanırken, 1983’de ise daha daraltıcı para politikası uygulamaları yürürlüğe konulmuştur. Bu dönemde para politikası araçlarının gösterdiği gelişmelere bakıldığında; reeskont oranları ve zorunlu karşılık oranlarının 1980-83 arasında sabit bir seyir izlediği, 1983 yılında reeskont oranlarında bir düşüş gerçekteşirken, sonraki yıllarda ise bu oranın arttığı söylenebilir. Bunun aksine zorunlu karşılık oranlarında ise 1983’den bu yana bir düşüş eğilimi vardır. Bilindiği gibi reeskont ve zorunlu karşılık oranlarının düşürülmesi para arzını tetiklerken, arttırılması ise para arzını azaltıcı bir etki doğurmaktadır. Bankalarının toplam mevduatlarına göre kasalarında bulundurmak zorunda oldukları değerleri ifade eden genel disonibilite oranlarına baktığımızda ise 1984-85 yıllarında %50 oranında arttığı görölmektedir. Bu oranın artışı disonibil değerlerin artışını ifade eder ki bu durum da kredi arz miktarının azaldığına işarettir (Barutca, 2000: 203-205). Bütün bunların ışığında 1980’li yıllarda her ne kadar daraltıcı para politikaları uygulama amacı güdülse de kararlı bir sıkı para politikası uygulamasından bahsedebilmek zordur.

Parasal tabanın önemli bir parçası olan MB kredileri reeskont haddinden genellikle bağımsız olarak gelişmiştir. Diğer bir ifadeyle reeskont oranları parasal gelişmeleri kontrol edici bir biçimde kullanılamamıştır (Güneş, 1990: 43). Kısaca, Türkiye’de 1989 yılına kadar reeskont politikası etkin bir para politikası aracı olarak kullanılamamıştır. Bunun asıl nedeni; TCMB’nin ekonominin ve bankacılık kesiminin gereksinim duyduğu likiditeyi sağlamaktan çok bazı kurumları ve kamu sektörlerini finanse eden bir ticari kalkınma bankası gibi işlev görmesidir (Parasız, 2000: 312).

1986 yılı para politikaları açısından bir dönüm noktası olmuştur. Büyüme, döviz ve para piyasalarında istikrar ana hedef olarak belirlenmiş ve net iç ve dış

varlıklar bu hedeflere ulaşmada kontrol değişkeni olarak saptanmıştır (Gür, 2004: 42). Bu yıl, parasal büyüklüklerin gelişimini öngören bir para politikası uygulamasını hedef alması yönünden önemlidir. Söz konusu para programında M2 hedef değişken olarak belirlenmiş, M2 deki artışlar faiz ve reel kur gibi değişkenlerle ilişkilendirilmiştir (Sarı, 2007: 46).

Bu dönemden sonra bankacılık toplam rezervlerin kontrolüne dayalı bir para ve kredi politikası uygulamaya konulmuştur (Keyseriyeli, 1997: 8). Böylece mevduat bankaları rezervlerinin takibi ve bu rezervlerin açık piyasa işlemleri ile yönetilmesi sağlanmaya çalışılmıştır. Yine aynı dönemde bankaların nakit ihtiyaçlarını karşılayacak Bankalararası Para Piyasası (İnterbank) uygulamaya koyulmuştur (Önder, 2005: 158-160).

Bir para politikası aracı olarak açık piyasa işlemleri ise 1211 sayılı TCMB Kanunu'nda yer almasına karşılık, araç ancak 1986 yılında ilgili Kanunun 52. maddesinin 3291 sayılı Kanun ile değiştirilmesi sonucu işlerlik kazanmıştır. Gerçek uygulamaya ise Şubat 1987'de başlanmıştır. (Parasız, 2000: 311-312; Eroğlu, 2004: 162).

1987 yılı, para politikası araçlarına etkinliğini arttırmak için mevduat munzam karşılık oranlarında ve disonibilite oranlarında çeşitli değişiklikler yapılmıştır (Kavrakoğlu, 1990: 175).

1987'de parasal program çerçevesinde öngörülen %30 M2 artış hızı ve %28 rezerv para artışı hedeflerin üzerinde gerçekleşerek M2 %36 ve rezerv para da %40 oranlarında büyümüştür (Önder, 2005: 163). Bu durum hedeflenen parasal program doğrultusunda hareket edilemediğini, programın başarısızlığını ortaya koymaktadır.

4.4. 1987-1990 DÖNEMİ PARA POLİTİKASI UYGULAMALARI

MB, 1986 yılında bankacılık sektörünün toplam rezerv miktarını kontrol altına alarak para arzını yönlendirmek için hazırladığı kamuoyuna duyurulmayan parasal programda M2 para arzını hedef olarak belirlemiştir. 1987 ve 1989 yıllarında da yine benzer programlar hazırlanmış ve bunlar da kamuoyuna duyurulmamıştır.

(<http://www.tcmb.gov.tr/yeni/evds/yayin/kitaplar/kuresel.pdf>)

1987 yılında artan kamu açıkları ve enflasyon mali piyasalardaki dengesizlikleri önemli ölçüde yükseltmiştir. Bu gelişmeler TL'nin yabancı paralar

karşısındaki değerini zayıflatmış ve Türk parasından kaçma eğilimini güçlendirmiştir (Orhan ve Erdoğan, 2003: 351).

1988, likidite fazlasının mali piyasalarda yol açtığı dengesizliği gidermek yani para arzını kontrol etmek ve TL'nin değerini korumak amacıyla mevduata uygulanan faizler, zorunlu karşılık oranları ve disonibilite oranlarının artırıldığı bir dönem olmuştur. Ancak bunların yatırımların maliyetini arttırması sonucu reel ekonomi bundan olumsuz etkilenerek yatırımlar azalmasıyla ve üretim düzeyinde bir yavaşlamayla (TCMB, 1988: 45) bu dönemi, makroekonomik istikrarın bozulduğu bir dönem olarak nitelemek mümkündür.

Ekonomide bu olumsuz tablonun aksine 1988-1990 dönemi finansal piyasalar ve merkez bankacılığının gelişimi açısından bakıldığında çok önemli ve köklü değişikliklerin yapıldığı bir süreç olarak karşımıza çıkmaktadır.

1988-1990 dönemi ekonomi politikalarının sonucunda oluşan makroekonomik veriler Tablo 4.3.'de yer almaktadır.

Tablo 4.3. 1987-1990 Dönemi Temel Ekonomik Göstergeler

Yüzde Değişim	1987	1988	1989	1990	Ort.
Büyüme(%)	9.8	1.5	1.6	9.4	5.6
Enflasyon(%)	38.9	73.7	63.3	60.3	59.1
Emisyon Hacmi(%)	49.3	48.6	86.5	68.2	63.2
Kısa Vadeli Reeskont Faizi	48	45	54	40	47.7
	45	54		43	45
1 ABD Doları (TL)	1023.44	1816.65	2316.00	2933.00	2022.27
Dış Ticaret Dengesi (Milyar \$)	-4.0	-2.7	-4.3	-9.3	-5.1

Kaynak: TCMB, DİE, DPT, MB veri tabanı

Enflasyonda 1987 yılında meydana gelen gelişme bozulmuş ve enflasyon 1988 yılından itibaren tekrar yükselmeye başlamıştır. Ancak 1988 yılından itibaren artış eğilimine giren enflasyon oranındaki artış 1988 yılında %73.7, 1989 yılında %63.3 ve 1990 yılında ise %60.3 düzeylerinde gerçekleşmiştir. 1987-1990 arası dönemde büyüme hızında da ciddi oranda bir düşüş gerçekleşmiştir.

Ayrıca bu dönemde emisyon hacminde de oluşan genişleme enflasyon haddinde bir artışa neden olmuş ve bu durum mevduat faiz oranlarının enflasyonun

gerisinde kalmasına sebep olmuştur. Vadeli mevduatların reel getirisinin negatif olması dövize olan talebi arttırarak kurlarda bir baskı yaratmıştır.

1981-1991 döneminde yaşanan kronik enflasyona neden olan değişkenler kamu açıkları, reel döviz kuru ve enflasyon beklentisinin olduğu söylenebilir. 1980 sonrası dönemde uygulanan kur politikası bir yandan ihracatı arttırırken, diğer yandan maliyet enflasyonunu besleyerek bir kısır döngüye neden olmuştur (Ertel ve İnel, 1993: 306-309).

Bu gelişmeler üzerine piyasadaki likidite fazlasını kontrol altına almak ve TL'nin değerini arttırmak amacıyla 4 Şubat 1988 tarihli karar yürürlüğe sokulmuştur. Buna göre alınan kararlar şunlardır (TCMB, 1989: 48);

1. İthalat teminatları %7'den %15'e çıkarılmıştır.
2. İhracata vergi iadeleri ödemeleri arttırılarak ihracatta kazanılan dövizin yurda getirilmesi için teşvik edici tedbirler alınmıştır.
3. Vadeli ve vadesiz resmi mevduat faiz oranı azami %10 olarak belirlenmiştir. Yıllık azami mevduat faiz oranları ise, vadesizde %36, 1 ay vadelide %40, 3 ay vadelide %45, 6 ay vadelilerde %52, 1 yıl vadelilerde ise %65 olarak belirlenmiştir.
4. Mevduat munzam karşılık (MKK) oranı %14'den %16'a çıkarılırken, disonibilite oranları da %23'ten %27'e yükseltilmiştir.

Bu alınan önlemlerle yükselen faiz oranlarıyla kredi maliyetlerini arttırarak yatırımları caydırması ve büyüme hızının düşürülmesi diğer taraftan da para ikamesini önleyerek TL'ye dönüşün sağlanması hedeflenmiştir. MKK'nın ve disonibilite oranlarının da arttırılmasıyla enflasyonist baskıların azaltılması amaçlanmıştır. Diğer yandan teminat oranlarının arttırılması bir yandan ithalat üzerinde kısıntı yaratırken diğer yandan dövize olan talebi azaltmaktadır (Pirimoğlu, 1991: 202).

1989 yılında parasal programı etkileyecek önemli gelişmeler meydana gelmiştir. Bunlar; kamu açıklarının önemli ölçüde artış göstermesidir. Bunun nedeni reel olarak aşınmış ve bastırılmış olan ücretlere Temmuz 1989' da yapılan zamlardır (Günel, 2001: 62). Bu durum zaten yüksek olan kamu açıklarını daha da arttırmıştır.

Yapılan ücret zamları aynı zamanda tüketim harcamalarını arttırarak sanayi üretimine uyarıcı etki yapmıştır. Böylece 1990 yılında yüksek büyüme hızı kaydedilmiştir (Karluk, 2007: 421).

Diğer bir önemli gelişme ise, artan kamu açıklarının finansmanında ağırlığın TCMB kaynaklarından iç borçlanmaya doğru çevrilmesidir. İç borçlanma hem faiz oranlarının yükselmesine hem de borç yükünün artmasına neden olmuştur. Son önemli gelişme de, 32 Sayılı Karar'la sermaye hareketlerinin serbestleşmesidir.

Ayrıca, 11.8.1989 tarihinde Resmi Gazete'de yayımlanarak uygulamaya konulan "Türk Parasının Kıymetini Koruma Hakkında 32 Sayılı Karar"la kambiyo rejiminde köklü değişikliklere gidilmiştir. Böylece tam konvertibiliteye geçiş gerçekleşmiştir (Keyseriyeli, 1997: 20).

1989 yılında finansal sermaye hareketlerinin serbestleştirilmesiyle faiz oranlarındaki yükselmesi ve TL'nin reel bazda değer kazanması sermaye hareketlerinde yaşanan kısa vadeli sermaye diğer bir ifadeyle sıcak para girişleri uluslar arası rezervlerde artışı meydana getirmiştir. 1989 yılından sonra yüksek kamu açıkları, yüksek yurtiçi faiz hadleri, hızlı kısa vadeli sermaye girişleri ve düşük kur artışları nedeniyle ekonomi giderek daha fazla sıcak para bağımlısı bir hal almıştır (Kibritçioğlu, 2001: 4).

TL'nin aşırı değerlenmesi, liberalleşen sermaye hareketleri sonucunda ülkeye kısa vadeli sermaye girişlerini yükseltmiştir (Karluk, 2007: 420).

Diğer bir ifadeyle, 1989 yılında parasal genişleme MB net dış varlıklarındaki artıştan kaynaklanmıştır. Reel sektördeki durgunluk nedeniyle düşük ithalat düzeyleri ve TL'nin yabancı paralar karşısında önemli ölçüde değer kazanması dövize olan talebi azaltarak TCMB döviz rezervlerinin artmasına neden olmuştur (Barutça, 2000: 229).

1990 yılı uygulanacak parasal programın kamuoyuna ilan edilmesiyle parasal programlama döneminin başlangıç yılı olarak görülmektedir. 1990'lı yıllarda TCMB'nin nihai hedefi mali piyasalardaki istikrarsızlıkları gidermektir. Bunun için de TCMB M1, M2 ve daha geniş tanımlı parasal büyüklükleri değil kendi bilanço büyüklüğünü kontrol altına almayı amaçlamıştır (Orhan ve Erdoğan, 2007: 364-365).

TCMB, bilançosunu daha sağlıklı bir yapıya kavuşturmak amacıyla Hazine'yle bir protokol anlaşması yaparak iç kredileri denetim altına almaya

çalışmıştır. Ayrıca bankalara açtığı reeskont kredilerinde belirli kısıtlar getirmiştir. Buna göre bankaların likidite gereksinimleri gereğince orta ve uzun vadeli kredi vermeye son vererek yalnızca kısa vadeli senetler çerçevesinde kredi sağlamıştır (Parasız, 1996: 221). Böylece TCMB, iç varlıkların toplam bilanço içindeki payının azaltılması amaçlanmıştır. Ayrıca, reeskont kredileri selektif kredi politikası aracı olmaktan çıkartılıp, sadece para politikasının yürütülmesi amacıyla kullanılacak bir araç haline getirilmiştir.

Ocak 1990 tarihinde açıklanan para programının 1990 yılı için öngörülen hedefleri şunlardır (TCMB, 1990: 8);

1. TCMB'nin bilanço büyüklüğünü %12-%22 artışla 55-60 trilyon TL arasında tutmak
2. TCMB'nin toplam iç yükümlülüklerini %15-%25 artışla 32.5-35.5 trilyon TL arasında tutmak
3. TCMB'nin aktifinde yer alan iç varlıkları %6-%16 artışla 33-36 trilyon TL arasında tutmak
4. TCMB bilançosu içinde merkez bankası parasının yüzdesini zamanla arttırmak. Buna göre merkez bankası parasını %35-%48'lik bir artışla 25-27.5 trilyon TL arasında tutmak
5. Merkez bankası parasının büyük ölçüde döviz satın alımına yönelmesi
6. Yıllık %54 ortalama enflasyon ve %5.7 büyüme hızı
7. İnterbank faiz oranının, TCMB'nin günlük saptayacağı 10 puanlık aralık içinde oluşması öngörülmüştür.

TCMB iç varlıkların genişlemesini kontrol etkinliği dolayısıyla 1990 yılı için öngörülen hedeflere ulaşabilmiştir. Bu çerçevede 1987-1990 dönemi bilanço büyüklükleri aşağıda özetlenmiştir.

GRAFİK 4.3. 1987-1990 DÖNEMİ TCMB BİLANÇOSU (MİLYAR TL)

	1987	1990	DEĞİŞİM		1987	1990	DEĞİŞİM
Varlıklar	25,643.6	64,619.3	38,975.7	Yükümlülükler	25,644.3	64,618.6	38,976.3
I. Altın Mevcudu	1,612.7	4,424.7	2,812.0	I. Sermaye	0.025	25.0	24.98
II. Madeni Para	1.5	42.8	41.3	II. Tedavüldeki Banknotlar	3,018.3	14,074.0	11,055.8
III. Dahildeki Muhabirler	0.1	367.3	367.2	III. Mevduat	10,836.1	42,173.2	31,337.1
IV. İç Krediler	3,438.7	8,294.4	4,855.7	A - Kamu Sektörü	610.9	4,548.5	3,937.6
A - Kamu Sektörü (Kurumları)	2,270.4	3,752.5	1,482.1	B - Bankacılık Sektörü	3,922.1	14,315.0	10,392.9
a - Hazine (kva)	1,406.6	3,546.7	2,140.1	C - Muhtelif	6,113.9	22,149.1	16,035.3
b - Kamu İktisadi Kuruluşları	18.7		(18.7)	a - Kredi Mektuplu Döviz Mevduatı	6,021.6	22,074.7	16,053.2
c - İktisadi Devlet Teşekkülleri	845.1	205.8	(639.4)	b - Diğer	92.3	74.4	(17.9)
B - Bankacılık Sektörü	1,168.3	4,542.0	3,373.6	D - Uluslararası Kuruluşlar	1.1	3.8	2.6
a - Ticari	104.8	3,661.0	3,556.3	E - Fonlar	188.2	1,156.9	968.7
b - Tarım	507.1		(507.1)	IV. Dış Krediler	4,139.3	3,111.0	(1,028.2)
c - Sınai	516.7	880.9	364.3	V. İthalat Teminat ve Depozitoları	203.2	311.5	108.3
d - Tahvil Üzerine Avans	8.5		(8.5)	VI. Hazine'nin Alacaklıları	21.9	11.8	(10.0)
e - Diğer	31.3			VII. Döviz Taahhütleri (Konvertibl)	670.3	236.5	(433.9)
V. Dış Krediler	1,698.9	3,274.0	1,575.1	VIII. APİ (Röpor Alacaklıları)	1,328.1	1,604.4	276.3
VI. APİ (Röpor Borçluları)	1,224.7	1,811.3	586.6	IX. Ödenecek Senet ve Havaleteler	7.1	31.6	24.5
VII. Menkul Değerler Cüzdanı	0.1	1,724.1	1,723.9	X. Muvakkat Alacaklılar	2,068.1	130.3	(1,937.8)
VIII. Döviz Borçluları	1,905.1	17,517.8	15,612.7	XI. Karşılıklar	28.4	158.9	130.5
IX. İtfaya Tabi Hesaplar ve Aktifleştirilen Alacaklar	10,937.6	26,394.3	15,456.7	XII. Diğer Pasifler	350.9	2,385.3	2,034.3
X. Takipteki Alacaklar	5.2	5.8	0.6	XIII. Akreditiflerden Alacaklar	2,972.6	365.0	(2,607.6)
XI. Muvakkat Borçlular	1,741.3	102.1	(1,639.2)				
XII. Akreditiflerden Borçlular	2,867.3		(2,867.3)				
XIII. Diğer Aktifler	210.4	660.9	450.6				

Kaynak: TCMB

Bu dönemdeki parasal genişleme emisyon hacmindeki ve mevduatlardaki 42 trilyon TL'lik bir artışla gerçekleşmiştir. Yüksek faiz politikası uygulamasıyla mevduatlarda 31 trilyon TL'lik bir artış söz konusudur. Bunun 10.3 trilyon TL'si banka mevduatlarından oluşmaktadır. Yükümlülükleri arttıran diğer önemli bir husus da kredi mektuplu döviz mevduatındaki 16 trilyon TL'lik artıştır.

Varlıklar kısmında iç kredilerin bilançodaki ağırlığına bakıldığında yaklaşık 5 trilyon TL ile emisyon hacminin çok altına olduğu görülmektedir. TCMB'nin önceki dönemlerden farklı olarak 1990 yılındaki uygulamalar nedeniyle kamu kesimi kredilerinin yaklaşık 1.5 trilyon TL ile sınırlı kalmasıdır.

Sonuç olarak bu dönemde parasal genişleme asıl olarak döviz rezervlerinin artışıyla kaynaklanmıştır. Nitekim döviz alımları karşılığı oluşan döviz borçluları kaleminde 15.6 trilyon TL'lik bir artış söz konusudur.

Yine bu dönemde açık piyasa işlemlerinin daha aktif bir şekilde uygulandığı yıl sonu itibarıyla 1.8 trilyon TL ile açıkça görülmektedir.

Kısaca, 1990 yılında ilan edilen parasal programında bir yandan bilanço büyüklüğü denetim altında tutulmaya çalışılırken, diğer yandan bilanço bileşimi düzeltilmeye çalışılmıştır (Uludağ ve Arıcan, 2003: 389). Buna göre Tablo 4.4.'te TCMB tarafından hedeflenen ve gerçekleşen değerler özetlenmiştir.

Tablo 4.4. 1990 Yılı TCMB Hedeflenen ve Gerçekleşen Değerler

Yüzde Değişim	1990 Hedeflenen	1990 Gerçekleşen
Bilanço Büyüklüğü	12-22	24.1
MBP	35-48	26.6
Toplam İç Yükümlükler	15-25	21.6
Toplam İç Varlıklar	6-16	11.9

Kaynak: TCMB Yıllık Rapor, 1990

1990 yılı para programı hedeflerin tutturulması açısından genel olarak başarılı olmuştur. Şüphesiz bunun başarılmasında en önemli husus MB kredilerinin denetim altına alınmasıdır (Eren, 2006: 264).

1990 yılında Körfez Krizinin patlak vermesi sonucunda piyasalarda belirsizliğin hakim olması nedeniyle TCMB 1991'de para programı ilan edememiştir.

4.5. 1991-1995 DÖNEMİ PARA POLİTİKASI UYGULAMALARI

1991 yılı, Körfez Savaşı ve erken seçim sonucu piyasalarda belirsizliğin artması nedeniyle para politikası uygulamaları ve para yönetimi açısından belirsizlikler ve olumsuzluklarla dolu zor bir yıl olmuştur. Nitekim, Körfez Savaşı sırasında bankacılık üzerinde baskı oluşmuş ve bankalardan büyük ölçüde döviz ve TL mevduat çekilişleriyle karşı karşıya kalınmıştır. Bu dönemde bankalar gerekli olan likiditeyi DİBS'ler ve MB kredilerinden karşılamışlardır (Parasız, 1998: 308).

1989'da 32 sayılı karar gereğince döviz ve sermaye piyasalarında liberalleşme sağlanması doğrultusunda konsolide bütçede iç ve dış borçların giderek arttığını görmekteyiz. Kamu sektörü finansmanın borçlanma yoluyla finansmanı reel borç yükünün artarak bütçe açıklarına ivme kazandırmıştır. Kamu kesimi yükselen açıklara yönelik TCMB'den yoğun bir şekilde kredi kullanması piyasadaki likiditeyi arttırarak kurlar üzerinde baskı yaratmıştır. İç kredilerdeki bu artışın döviz kurları üzerindeki olumsuz etkisini azaltmak amacıyla MB piyasada artan bu likiditeyi çekmek amacıyla açık piyasa işlemlerine başvurdu (Parasız, 1998: 309).

1991 yılının merkez bankacılığı açısından en önemli sorunu MB'nin hazineye kaynak transferi yapan bir kurum haline gelerek bilançosu üzerindeki hakimiyetini yitirmiş ve para politikasını yürütmesi imkansız hale gelmiş olmasıdır (Çolak, 2001: 28).

Bu dönemde MB, döviz piyasalarındaki istikrarı ve rezervlerde kontrolü sağlamaya çalışmıştır.

1992 yılında MB, yaşanan olumsuzluklar nedeniyle orta vadeli amaçlarına ulaşmak için yeni bir parasal program ilan etmiştir. MB bu para programı dahilinde bilançonun kontrolünü amaçlamış ve hedeflerini bu doğrultuda belirlemiştir. Buna göre 1992 parasal programın hedefleri (Yıldırım, 2008: 7);

1. Bilanço büyüklüğü artış hızını %37-%47 arasında tutmak
2. MB parası artış hızının %40-%50 arasında hedeflenmesi
3. Toplam İç Yükümlülükler artış hızının %38-%48 olarak belirlenmesi
4. Net İç Varlıklar artış hızı için hedef %27-%39 olarak tespit edilmiştir.

Tablo 4.5. 1992 Yılı TCMB Hedeflenen ve Gerçekleşen Değerler

Yüzde Değişim	1992 Hedeflenen	1992 Gerçekleşen
Bilanço Büyüklüğü	37 – 47	85
MBP	40 – 50	106
Toplam İç Yükümlükler	38 – 48	105
Net İç Varlıklar	27 – 39	78

Kaynak: TCMB Yıllık Rapor, 1992

Tablo 4.5.'den anlaşıldığı üzere hedeflenen değerler ile gerçekleşen değerler arasında ciddi oranda sapmalar gerçekleşmiştir. 1992 yılının ilk aylarında iç borçlanmanın bütçeye getirdiği faiz yükünün hafifletmek amacıyla kamu kesimi finansman gereksinimini kısa vadeli avans kullanarak karşılama politikası benimsenmiştir. Bu dönemde hazineye sağlanacak limitin daha ilk aylarda sınırına dayanması TCMB'nin para programı hedeflerine uymasını olanaksız hale getirerek para programı başarısızla sonuçlanmıştır (Karataş, 2000: 139). 1992'de uygulanan parasal programda açıklanan hedeflere ulaşılamamış ve hedeflerden büyük ölçüde sapmalar yaşanmıştır (Günel, 2001: 61).

1991-1994 arası dönemde iç borç stokunun GSMH'a oranı sırasıyla %15.4, %17.6 ve %17.9 ile düzenli bir biçimde artış eğilimindedir. Bir finansman kaynağı olarak kullanılan iç borçlanmanın sorunun kaynağı olduğu söylenebilir. Yani, iç borçlanma ile elde edilen kaynakların yeniden iç borçların anapara ve faiz ödemelerinde kullanılması bir kısır döngü olan iç borç-faiz sarmalına neden olmaktadır (Çoban, Doğanalp ve Uysal, 2008: 252). Nitekim, kamu açıklarının finansmanı için iç borçlanma yoluna gidilmesi faizlerin yükselmesine neden olmakta, diğer yandan da yükselen faizler de iç borç stokunun artışına neden olmaktadır. Aynı zamanda iç faiz oranlarındaki hızlı yükseliş spekülasyon amaçlı sıcak paranın ülkeye akmasına neden olmuştur. Bu durum ülkede zaten yetersiz olan tasarrufları spekülasyon karlarına yöneltecek ve yüksek karlar peşinde koşan sermaye risksiz getiri sağlamak isteyecektir. Bu durum aynı zamanda özel yatırımlar üzerinde dışlama (crowding out) etkisi yaratarak reel sektör ve hasılayı olumsuz etkileyecektir. Yatırımların azalması vergi gelirlerinin azalmasına neden olmakta ve azalan kamu gelirlerinin borçların geri ödemelerinde yeterli olmaması yeni borçlanmaları arttırmakta ve borcun borçla finansmanı (refinansman) haline gelerek bir kısır döngüye neden olmaktadır (Meriç, 2003).

Diğer yandan yurtiçi faiz oranlarının yüksek olması sonucunda ülkeye akan sermaye para ikamesi olgusunu meydana getirmiştir. 1990'lı yıllardan itibaren döviz tevdiat hesaplarında bir artış söz konusudur. Bankalardaki döviz tevdiat hesaplarının toplam mevduatlara oranı 1990'da %35.2, 1991'de %51.7, 1992'de %67.6 ve 1993 yılında ise %82.4 seviyelerine yükselerek Gresham Yasası'nın temelini oluşturan "kötü para iyi parayı kovar" fikri gerçekleşmiştir (Parasız, 1996: 227).

Bu dönemde aynı zamanda TL'nin yabancı paralar karşısında değer kazanması ithalat oranının aşırı artışına neden olarak dış ticaret açıklarını arttırmıştır. Aynı zamanda, 1990-1993 döneminde reel ücretlerdeki hızlı yükseliş ve TL'nin değer kazanması ekonomide iç talepten kaynaklanan bir büyüme yapısı oluşturmuştur (Karluk, 2007: 423).

1993'te devlet bir yandan iç borçlanma faiz oranlarını düşürmek diğer yandan da borçlanmaların vade yapısını uzatmak için açıkların finansman yöntemini değiştirme yoluna gitmiştir. Yine çıkartılan Tahkim Yasası ile Hazinesin TCMB'ye olan birikmiş borçlarının silinmesi ve Hazinesin ek bütçe ile kullandığı avans imkanının iki katına çıkarılması kabul edilmiştir. Dolayısıyla kamu açıklarının finansmanında gittikçe artan oranda TCMB kaynaklarının kullanılmasının önü açılmıştır (Çelik ve diğerleri, 2006: 18). Hazineye açılan kısa vadeli avans 1993 yılında MB bilançosu üzerinde olumsuz etki yaratmıştır.

1994 yılı başlarında yüksek kamu açıklarına rağmen faizlerin düşük tutulması, DİBS'lere olan talebi düşürmüş, piyasadaki fazla likiditenin dövize yönelmesi kurlarda artışa neden olmuştur (Çelik ve diğerleri, 2006: 19).

1991-1995 dönemi istikrar politikası sonucunda oluşan makroekonomik veriler Tablo 4.6.'de yer almaktadır.

Tablo 4.6. 1991-1995 Dönemi Temel Ekonomik Göstergeler

Yüzde Değişim	1991	1992	1993	1994	1995	Ort.
Büyüme(%)	0.3	6.4	8.1	-6.1	8.0	3.3
Enflasyon(%)	66.0	70.1	66.1	106.3	93.6	80.4
Emisyon Hacmi(%)	51.3	73.0	71.3	90.5	86.3	74.5
Kısa Vadeli Reeskont Faizi	45 48	48	48	48-56 79-70 63-55	55 52 50	51.3
1 ABD Doları (TL)	5085.0	8573.0	14487.0	38495.0	61361.0	25600.2
İç Borç Stoku / GSMH	15.4	17.6	17.9	20.6	17.3	17.8
Dış Ticaret Dengesi (Milyar \$)	-7.5	-8.2	-14.1	-5.2	-14.1	-9.8

Kaynak: TCMB, DİE, DPT, MB veri tabanı

Bu çerçevede 1991-1995 dönemi bilanço büyüklükleri aşağıda özetlenmiştir.

GRAFİK 4.4. 1991-1995 DÖNEMİ TCMB BİLANÇOSU (TRİLYON TL)

	1991	1995	DEĞİŞİM		1991	1995	DEĞİŞİM
Varlıklar	100.2	1,479.0	1,378.8	Yükümlülükler	100.2	1,479.0	1,378.8
I. Altın Mevcudu	7.8	84.6	76.8	I. Sermaye	0.025	0.025	0.0
II. Madeni Para	0.0	0.3	0.2	II. Tedavüldeki Banknotlar	21.3	223.9	202.6
III. Dahildeki Muhabirler	0.4	0.0	-0.4	III. Mevduat	63.0	1,111.2	1,048.2
IV. İç Krediler	23.0	205.8	182.8	A - Kamu Sektörü	5.2	102.1	96.9
A - Kamu Sektörü (Kurumlar)	18.5	193.5	175.1	B - Bankacılık Sektörü	22.2	279.4	257.2
a - Hazine	13.6	192.3	178.7	C - Muhtelif	32.8	690.1	657.3
i - Hazine'ye Kısa Vadeli Avans	13.6	192.0	178.4	Kredi Mektuplu Döviz Mevduatı	32.7	687.7	655.1
ii - Diğer (Net)	0.0	0.3	0.3	D - Uluslararası Kuruluşlar	0.0	24.8	24.8
b - Kamu İktisadi Kuruluşları				E - Fonlar	2.7	14.9	12.1
c - İktisadi Devlet Teşekkülleri	4.8	12	-3.6	IV. Dış Krediler	4.2	5.9	1.7
i - Hazine Kefaletini Haiz Bono	4.5		-4.5	A - Kısa Vadeli	0.0	0.0	0.0
ii - Diğer	0.3	12	0.9	B - Orta ve Uzun Vadeli	4.2	5.8	1.7
B - Bankacılık Sektörü	4.5	12.2	7.7	V. İthalat Akreditif Bedelleri, Teminat ve			
a - Ticari	3.9	12.2	8.3	Depozitolar	0.8	12.4	11.7
i - İhracat	3.9		-3.9	VI. Hazine'nin Alacakları	0.0	0.2	0.2
ii - Diğer		12.2	12.2	Altın	0.0	0.2	0.2
b - Sınai	0.7	0.1	-0.6	VII. Döviz Taahhütleri	0.5	5.5	5.0
V. Dış Krediler	0.6	65.7	65.1	VIII. Açık Piyasa İşlemleri	6.8	32.4	25.6
VI. Açık Piyasa İşlemleri	4.7	37.4	32.7	IX. Diğer Pasifler	3.6	87.3	83.8
VII. Menkul Değerler Cüzdanı	0.6	308.2	307.6				
VIII. Döviz Borçluları	25.0	737.3	712.3				
IX. İfaya Tabi Hesaplar ve Aktifleştirilen Alacaklar	32.4	25.9	-6.5				
1211 S.K. 61. Md. Ger. Değ. Farkı, Madde							
Kapsamına Alınanlar	32.4	25.9	-6.5				
X. Diğer Aktifler	5.7	13.8	8.1				

Kaynak: TCMB

Grafik 4.4.'den görüldüğü üzere emisyon hacminde 202.6 trilyon TL bir artış söz konusudur. Yükümlülükler tarafında mevduattaki artışın yaklaşık % 63'ünü Kredi Mektuplu Döviz Tevdiatından kaynaklanmıştır. Söz konusu dönemler itibariyle bankalar mevduatında 257.2 trilyon TL artış söz konusudur. Diğer taraftan, varlıklar tarafında ise kısa vadeli avans kaynaklanan kamu kesimi kredilerinde 175.1 trilyon TL artış varken, MB açık piyasa işlemleri DİBS portföyünde de 307.6 trilyon TL artış görülmüştür. Buna karşılık, bankacılık sektörü kredilerindeki artış yalnızca 7.7 trilyon TL ile sınırlı kalmıştır. Bu durum parasal genişlemenin MB'nin Hazine'ye kısa vadeli avans ve DİBS alımları dolayısıyla kaynaklandığını açıkça göstermektedir.

4.5.1. 5 NİSAN 1994 EKONOMİK İSTİKRAR KARARLARI VE EKONOMİK ETKİLERİ

4.5.1.1. 5 NİSAN 1994 KARARLARININ GEREKÇESİNİ OLUŞTURAN NEDENLER

1990'lı yıllar bütçe disiplininin uzak, ödemeler bilançosundaki dengesizlikler, dalgalı enflasyon ve istikrarsız büyüme performansı sergilemiştir (Aslan, 2007: 7). Ayrıca 1990-1993 döneminde kamu borçlanma ihtiyacının yoğun olarak iç borçlanma yoluyla karşılanması reel faizleri arttırmış ve ekonomi 1994 yılında kamu iç borçlanma krizi şeklinde patlak veren bir krize girmiştir (Güney, 2006: 36).

1991 yılından itibaren kamu kesimi açıklarının hızla artması, vergi gelirlerinin iç borç servisine bile yetmemesi, devletin bütçe açıklarını iç borçlanma ile finanse eder duruma gelmesi, bu oluşan nakit açığını kapatmak için de dış borçlanma ve MB kaynaklarına yönelmesi ile döviz rezervlerinin hızla erimesi yeni bir istikrar programının yürürlüğe konulmasını zorunlu kılmıştır (HM, 1994).

4.5.1.2. 5 NİSAN KARARLARININ STRATEJİ VE HEDEFLERİ

İstikrar programları makroekonomik göstergelerde meydana gelen dengesizlikleri gidermeyi amaçlayan önlemler paketidir. 1990-1993 döneminde yaşanan tüm ekonomik dengesizlikler sonucu 1994 yılı başında iki rating kuruluşunun Türkiye'nin kredi notunu düşürmesi üzerine Türkiye'den 7 milyar dolar sıcak para çıkmış olmuştur. Bunun üzerine 5 Nisan 1994 Kararları alınarak yürürlüğe konmuştur. Bu programın amacı; enflasyonu hızla düşürmek, TL'ye istikrar kazandırmak, döviz ve sermaye piyasalarında istikrarı sağlamak ve ihracat artışını hızlandırarak ekonomik ve sosyal kalkınmayı sağlamaktır.

5 Nisan Kararları hem ortodoks (aşamalı) hem de heterodoks (şok) nitelikli kararlardır. Aynı zamanda yapısal reformları da içermesi bakımından karma tedbirler demeti niteliğindedir. İstikrar politikası doğrultusunda 5 Nisan 1994 Kararları'nda program çapası olarak kamu harcamaları, kamu kesimi ücret ve maaşları seçilerek sabitleştirilmiştir. Bu anlamda piyasadaki likiditeyi azaltmak amacıyla yüksek faizli hazine bonusu ihraç edilerek para arzı kısılmaya çalışılmıştır. Aynı zamanda TCMB zorunlu karşılık ve dispoñibilite oranlarında değişiklikler yapılarak yeniden düzenlenmiştir. Kamu harcamaları kısılmış, yeni vergiler konulmuş ve kamu mal ve

hizmet fiyatlarına zam yapılmıştır. Tüm bu tedbirlerin amacı iç talebin kısılarak kontrol altına alınmasıydı (Şahin, 2009: 224-225).

Bu çerçevede 5 Nisan Kararları çerçevesinde uygulamaya konulan kararların kapsamı şunlardır (Karluk, 2007: 425-426, Şahin, 2009: 226-228, Önder, 2005: 193, Günal, 2001: 66):

1. TL'sı %39 oranında dış değer kaybına uğramıştır.
2. Kamu mal ve hizmetlere yüksek oranlarda zam yapıldı. Yeni vergiler ihdas edildi.
3. Döviz kurları serbest bırakılmıştır.
4. MB'nın para politikası üzerinde etkinliğini arttırmak ve mali piyasalarda istikrarı kalıcı şekilde sağlamak için Hazine ve diğer kamu kuruluşlarının MB kaynaklarına başvurması kademeli biçimde azaltılacak ve munzam karşılık oranları ve disponibiliteler oranlarında değişiklikler yapılmıştır. Bu çerçevede 3985 Sayılı Kanun Hükmünde Kararname'yle MB'nın Hazineye açacağı kısa vadeli avansın bütçe ödeneklerine oranı 1995'te %12, 1996'da %6 ve 1998'de ise %3 olarak belirlenmiştir.
5. Sigortaya tabii tasarruf mevduat sınırı yükseltilmiş daha sonra ise TL cinsinden tasarruf mevduatı ve Döviz Tevdiat Hesaplarına sınırsız güvence getirilmiştir.
6. Devletin likidite ihtiyacını gidermek ve döviz, para ve sermaye piyasalarında istikrarı sağlamak amacıyla üç aylık net faizi %50, yıllık birikimli faizi %406 olan Hazine bonoları satışa çıkarılmıştır.
7. IMF ile yapılan Stand-by anlaşmasına göre MB net iç varlıklar, resmi rezervler ve döviz kuru gibi bazı hedeflere uyması zorunlu hale getirilmiştir.

4.5.1.3. 5 NİSAN KARARLARININ TÜRKİYE EKONOMİSİ ÜZERİNDEKİ ETKİLERİ

5 Nisan kararlarından itibaren hükümet tarafından alınan önlemler kısa vadede toparlanma sürecine katkıda bulunmuş olsa da bunun uzun dönemli ekonomik büyümeyi sağlayamayan sağlıklı bir iyileşme olduğu sonradan anlaşılmıştır.

Nitekim bu dönemde uygulanan politikalar ileriki dönemlerde meydana gelen krizlerin nedeni teşkil etmiştir. Özellikle bu dönemde hükümetin izlediği

politikalarda iki önemli nokta dikkati çekmektedir. Birincisi, kısa vadeli yabancı sermaye girişlerinin teşvik edilmesi ve yurtdışına sermaye kaçışlarının önlenmesi amacıyla faiz oranlarının yüksek tutulması ve dolayısıyla yurtiçi borçlanmanın hızlı bir biçimde artmasına neden olmuştur. Bu sermaye girişleri vadelerinin kısalığı nedeniyle uzun dönemli ekonomik büyümeye katkıda bulunamamakta, geçici olarak ödemeler dengesi ve kamu açıklarını finanse etmektedir (Kont, 1998). Diğeri ise, krizin ortaya çıkmasıyla bankacılık mevduatlarının tam sigorta kapsamına alınması bankacılık sektörünü ileriki aşamalarda olumsuz bir yönde etkilemiştir (Alper ve Öniş, 2001).

1994 yılında meydana gelen kriz 5 Nisan Kararları adıyla anılan istikrar programıyla aşılmaya çalışılmış diğeri yandan da kamu açıklarının daraltılması ve ekonominin rekabet gücünün artırılması amaçlanmıştır. Ancak bu kararlar ekonomide yüksek enflasyon- yüksek faiz sorununu çözmekte ve sürdürülebilir bir büyüme konusunda başarılı olamamıştır (DPT, 1994).

1994 yılında IMF ile yağılan Stand-by anlaşmasında belirlenen parasal çerçevede MB rezervlerinde bir atışı hedeflerken aynı zamanda fiyat istikrarı için de sıkı para politikasını uygulamaya koymuştur. Hazinesin aynı zamanda iç piyasalardan borçlanabilmesi MB kaynakları üzerindeki baskıyı azaltarak MB'nin bilançosu üzerindeki kontrolünü arttırmış ve MB belirlediği parasal hedeflere ulaşmıştır.

Bu durum aynı zamanda döviz kurları üzerindeki baskıyı azaltarak TL'ye olan talebi arttırmıştır (Tunay, 1998: 246). Bu dönemde mali piyasalarda yaşanan kısmi başarıya karşılık, yapısal dönüşüm açısından KİT reformu ve özelleştirmelerde başarısız olmuştur.

5 Nisan istikrar programının uygulanması halkın refah seviyesini düşürerek, sonuçlarından en fazla emek geliri elde edenler olumsuz etkilenmiştir (Şahin, 2009: 237). Bu dönemde kamu ürün ve hizmetlerine yapılan zamlar ve konulan yeni vergiler halkı olumsuz biçimde etkilemiştir. Nitekim, DPT tarafından hazırlanan ve dönemin ekonomiden sorumlu Devlet Bakanına sunulan bir çalışmada istikrar programının tarımda çalışanlar üzerindeki yükü %14.3, işçi ve memurlara getireceği yük %27.5 ve ticaret ve sanayiciler üzerindeki yükü ise %58.2 olarak hesaplanmıştır.

5 Nisan istikrar programı ekonomide ağır bir stagflasyona neden olmuştur (Şahin,2009: 235). Mal piyasasında talep daralması ekonominin tüm sektörlerini etkileyerek durgunluğa neden olmuştur. İstikrar programı, fiyat istikrarını sağlama konusunda da başarılı olamamıştır. Kamu açıklarının hedefin üzerinde çıkması ve iç borçlanmanın artması sonucu faizlerde meydana gelen yükselme enflasyonu besleyen bir hale dönüşmüştür. Nitekim bu dönemde %150'lik bir oranla Cumhuriyet tarihinin en büyük enflasyonu yaşanmıştır (Karluk, 2007: 427).

Kararların amaçlanan hedeflere ulaşmasındaki kısmi başarısına rağmen ekonomik istikrarı sağlayamadığı ve yapısal değişimi gerçekleştiremediği için başarılı olunamamıştır (Toprak, 1996: 174-193).

4.6. 1995-2000 DÖNEMİ PARA POLİTİKASI UYGULAMALARI

1995 yılında sıkı para politikası uygulanarak para ve maliye politikaları arasında uyumun sağlanması öngörülmüştür (Günel, 2001: 68). Bu amaçla parasal büyüklüklerin MB kredilerinin daralması yoluyla kontrol edilmesi öngörülmüştür (Arıcan, 1998: 289). IMF ile yapılan “Stand-by” anlaşması doğrultusunda parasal büyüklük hedefi olarak “Net İç Varlıklar kalemi” belirlenmiştir. Böylece iç varlıklar artışına sınırlama getirilerek parasal büyüklükler üzerindeki etkisi azaltılmaya çalışılmıştır. “Rezerv Para” ve “Net Dış Varlıklar” kalemleri hedef değil ancak izlenen büyüklüklerdir. Diğer taraftan “Net Uluslararası Rezervler” kalemi ve 1,5 Alman Markı ve 1 ABD Dolarından oluşan döviz kuru sepeti de izlenen büyüklükler arasındadır (Keyseriyeli, 1997: 33). Bu kur sepeti ile gerçekçi kur uygulamasına geçilmiş ve kur sepetinin artış hızı kontrol altında tutulmuştur. Açık piyasa işlemleri ise uluslararası rezerv artışının sterilizasyonunda kullanılmıştır.

Bu dönemde uygulanan para politikası TL'nin nominal devalüasyonunu kontrol amacını taşımıştır. TCMB, cari açığın genişlemesini önlemek için TL'nin aşırı değerlenmesini önlemeye çalıştı.

Bu dönemde sıkı para politikası doğrultusunda TCMB, kamunun açtığı kredilerin kontrolünde başarılıdır. Ancak yılın son dönemlerinde seçim nedeniyle kısa vadeli ve yüksek faizli bir politikaya dönülmesi MB kaynaklarının kullanılması eğilimini arttırmıştır. Böylece, yabancı spekülatif fonların yarattığı rezerv artışı parasal disiplini sekteye uğratmıştır (Tunay, 1998: 247).

TCMB, enflasyonla mücadelede kurları, nominal çapa olarak kullanmayı sürdürmüştür. Nominal çapa olarak döviz kurunun güvenilirliğini sağlaması yönünde bir para politikası yabancı varlıkların arttırılması amacına yönelik kontrol edilmiştir. Diğer taraftan da iç varlıklar artışı sınırlandırılmaya çalışılmıştır (Kanyılmaz, 1999: 273).

Ekonominin Ekim ayında seçim atmosferine girmesi ile birlikte dövize spekülatif bir yönelme olmuş ve kurlar üzerinde yukarıya doğru bir baskı oluşmuştur. Yılın son iki ayında başlarda oluşan denge bozulmuş ve para politikası seçim nedeniyle ortaya çıkan belirsizliklerin ortadan kaldırılmasına yönelik olmuştur (Karataş, 2000: 142).

1996 yılını ise MB bilançosunda döviz varlıkları ve yükümlülüklerin arttığı ve parasal genişlemenin ise açık piyasa işlemleriyle kontrol altına alınmaya çalışıldığı bir yıl olarak nitelemek mümkündür (Arıcan, 1998: 289).

1996 ve 1997 yıllarında uygulanan para politikasının asıl amacı mali piyasalarda istikrarı koruma amacına yönelik olmuştur. Bu yıllardaki TCMB politika hedeflerinin unsurları ise, TL ve döviz piyasalarında ortaya çıkacak hızlı ve değişken fiyat hareketlerinin önlenmesi ve piyasalardaki belirsizliğin azaltılması olarak belirtilebilir (Arıcan, 1998: 289).

1997 yılında rezerv para, para politikası aracı olarak kullanılarak parasal büyüklükler kontrol edilmeye çalışılmıştır. Ancak, ülkemizde iç borç stokunun hızla artması TCMB'nin rezerv para artışı üzerindeki kontrolünü sınırlandırmıştır. Dolayısıyla rezerv para artışı enflasyon artışı ile paralel bir seyir izlemiştir.

Kısaca, 1996 ve 1997 yıllarında nitelik olarak önceki yıllarda uygulanan para programlarına benzer para politikası uygulamaları, bütçe disiplininin sağlanamaması ve enflasyonla mücadelede yeterli kararlılığın oluşmaması nedeniyle mali piyasalarda istikrarı sağlamaya yönelik olmuştur (Akalin ve Tokucu, 2007: 49).

Ayrıca 1997 yılında yaşanan Güneydoğu Asya ve 1998 yılında ise Rusya krizleri Türkiye ekonomisini olumsuz yönde etkilemiş sermaye akımları ve büyüme hızını düşürmüştür (Eroğlu, 2009: 30).

1998 yılında açıklanan para programında bütçe açıklarının enflasyonun temel nedeni olduğu ve enflasyonun düşürülmesinde mali disiplin zorunluluğunun üzerinde durulmuştur. Bütçe açıklarının iç borçlanma yoluyla finanse edilmesi ekonomideki

parasal büyümeyi içselleştirdiği ve para arzının kontrolünde bir kısıt oluşturduğu ileri sürülmüştür. Bu nedenle, 1998 yılı bütçesinde özellikle faiz dışı fazlanın yaratılarak enflasyonla mücadelede kararlılığın maliye politikasında uygulanacak değişikliklerin amaçlanması 1998 yılını diğer yıllardan ayıran en önemli özelliktir (Erçel, 1998).

1998 yılında enflasyon, makro hedeflerle tutarlı olacak şekilde belirlenerek rezerv para artış hızının, iç varlıklar kaleminin kısılması ve dış varlık artışı karşısında para yaratılarak kontrol altında tutulması amaçlanmıştır. Bu amaca ulaşmada kısa vadeli faiz aracının daha etkin kullanımı öngörülmüştür (Erçel, 1998). Yine uygulanacak kur politikası da enflasyon öngörüsü ile tutarlı bir biçimde yürütülecektir.

Bu amaçlar doğrultusunda 1998 yılı başlarında 3 yıllık bir program uygulamaya konularak enflasyonun, 1998 yılı için %50, 1999 yılı için %20 ve 2000 yılında ise tek haneli rakamlara düşürülmesi hedeflenmiştir. 1998 yılının ilk altı ayı açıklanan hedeflere ulaşılması programı daha da ilerleterek IMF ile 26 Haziran 1998 tarihinde “Yakın İzleme Anlaşması” imzalanmış ve bu çerçevede 02 Temmuz 1998 tarihinden itibaren geçerli olmak üzere yılın ikinci altı aylık dönemi için bir yeni para programı ilan edilmiştir.

Bu para programında rezerv para yerine TCMB bilançosundaki Net İç Varlıklar kalemi yeni hedef değişken olarak belirlenmiştir. Net İç Varlıklar hedefinin yıl sonu büyüklüğü eksi (-) 1.514 trilyon TL olarak belirlenmiştir. Ancak, Rusya Krizi nedeniyle uluslar arası piyasalarda yaşanan olumsuz gelişmeler üzerine Hazinesinin uluslar arası piyasalardan borçlanamaması ve fon ihtiyacını iç piyasalardan karşılaması TL’e olan talebi arttırmıştır. Bütün bu olumsuz gelişmeler sonucunda söz konusu net iç varlık hedefi Ekim ayında 700 trilyon TL olarak revize edilmiştir. Ancak Net iç varlıklar yıl sonu itibarıyla 579.4 trilyon TL olarak gerçekleşmiş ve revize edilen hedefin altında kalmıştır (TCMB, 1998). Hazinesinin yurtiçi kaynaklara yönelmesi nominal ve reel faizleri arttırarak bütçe finansmanı üzerinde baskı oluşturmuştur. Ayrıca enflasyon oranı %54.3 ile hükümetin bütçe hedefleri çerçevesinde belirlediği %50’nin üzerinde gerçekleşmiştir.

Yılın ilk yarısında enflasyonun düşüş eğilimine girmesi ve piyasalarda istikrarın sağlanmasına rağmen, Rusya Krizi bu olumlu süreci sekteye uğratmış ve

yaşanan ekonomik ve siyasi belirsizlik üzerine erken seçime gidilmesi beklentileri değiştirerek piyasaları seçime endeksli bir hale getirmiştir (Günel, 2001a: 36).

Bu dönemde iç ve dış piyasalardaki belirsizlik enflasyonla mücadele için bir istikrar programını gerekli hale getirmiştir. Bu nedenle 1999 yılında Yakın İzleme Anlaşması'nın bir Stand-by anlaşmasına dönüştürmek amacıyla IMF ile görüşmeler başlamıştır. Bu çerçevede 2000-2002 yılını kapsayan enflasyonu tek haneli rakamlara indirmeyi hedefleyen "Döviz Kuruna Dayalı Enflasyonu Düşürme Programı" hazırlanmıştır.

Bu programın temel amaçları şu şekilde sıralanabilir (Toprak, 2001: 181 ve Günel, 2001a: 36-37):

1. Enflasyonun, birbiriyle tutarlı maliye, gelir, para ve kur politikalarının eşgüdümlü uygulanmasıyla 2000 yılında %25, 2001'de %12 ve 2002 yılında ise %7'e düşürülmesi
2. Reel faizleri makul seviyelere düşürmek
3. Kaynakların etkin ve adil dağılımını sağlayarak ekonomide sürdürülebilir bir büyümeyi sağlamak

Bu üç yıllık enflasyonu düşürme programı 3 temel unsur üzerine kurulmuştur (Ardıç, 2004: 160):

1. Sıkı maliye politikası uygulanarak faiz dışı fazlanın arttırılması, yapısal reformların gerçekleştirilmesi ve özelleştirmelerin hızlandırılması
2. Enflasyon hedefi ile uyumlu gelirler politikasının uygulanması
3. Enflasyonun düşürülmesine odaklanmış para ve kur politikası uygulamasıdır.

Enflasyonla Mücadele Programı kapsamında TCMB tarafından kullanılan temel para ve kur politikası araçları döviz piyasası, açık piyasa ve bankalararası piyasası işlemleri ile zorunlu karşılıklar ve dispoñibilite oranlarıdır.

Program kapsamında para ve döviz kuru gelişmelerinin önceden tahmin edilebilir kılmak ve finansal yatırımların getirisi üzerindeki belirsizliğin azaltılması için 2000-2002 döneminde uygulanacak kur politikası iki döneme ayrılmıştır. Bu

çerçevede ilk 18 aylık dönemde uygulanacak olan kur politikası günlük kur ayarlaması esasına dayandırılmıştır. 1 ABD Doları + 0.77 Euro olarak izlenen kur sepeti takip oranı günlük bazda bir yıllık süreyi kapsayacak şekilde açıklanmış ve tüm işlemler önceden belirlenmiş değerler üzerinden yapılmıştır. Temmuz 2001 ve Aralık 2002 tarihleri arasında bu uygulamanın sona ereceği ve bu tarihten sonra kademeli olarak genişleyen band sistemine geçilerek esnek kur sistemine aşamalı geçiş planlanmıştır (Eroğlu, 2009: 31). Böylece kur politikası enflasyonu hedef alan kur politikasına dönüşmüştür. Bu nedenle, enflasyon beklentilerini kırmak için döviz kuru çıpa olarak kullanılmıştır (Arıcan, 2005: 63). Bu çerçevede döviz kuru sepetinin değeri, %20 TEFE (Toptan Eşya Fiyat Endeksi) yıl sonu hedefi ile önceden açıklanmıştır.

İstikrar amacına yönelik olarak TCMB, finansal kuruluşların kısa dönemli oluşan likidite ihtiyaçlarını açık piyasa işlemleriyle karşılamıştır (TCMB, 1999). Yani, TCMB, Net İç Varlıklar kaleminin hedeflerini açık piyasa işlemleriyle kontrol etmeye çalışmıştır (Uludağ ve Arıcan, 2003: 403). Böylece, Merkez Bankası bilançosunda Net İç Varlıklar kaleminin artışının sınırlandırılması öngörülmüştür. Buna göre Net İç Varlıklar kalemi performans kriteri olarak “tavan” limit belirlenerek merkez alınan maksimum değeri (-1.2 trilyon TL) temel alacaktır ve bir önceki üç ayın sonundaki para tabanı büyüklüğünün %5 oranı alt ve üst sınırlar dahilinde değişebilecektir. Para politikası uygulamasında izlenen diğer bir değişken de Net Uluslar arası Rezervler kaleminin düşebileceği minimum seviye (2000 yılı için alt sınır 12-13.5 milyar ABD Doları) ile sınırlandırılmaktaydı (Şimşek, 2007: 55). Diğer bir deyişle TCMB, döviz kuru rejimini desteklemek amacıyla NİV büyüklüğünü sabitlemiş ve bilanço genişlemesini Net Dış Varlıklardaki artışa bağlamıştır. Yarı para kurulu benzeri bu politika sterilizasyon imkanını kaldırmış, ekonomideki likiditenin döviz karşılığı yaratılmasına öncelik vererek TCMB'nin kısa vadeli faizler üzerindeki etkisini sınırlamıştır.

Ayrıca TCMB, interbank piyasasında taraf olduğu işlemleri azaltmaya yönelik bir strateji belirlerken, bankaların geçici likidite ihtiyaçlarını karşılayabilmeleri ve daha etkin bir likidite yönetimi yapabilmelerine imkan sağlayabilmek için zorunlu karşılıklar ile ilgili yükümlülüklerindeki TCMB bünyesinde bloke hesapta tuttıkları %8 olan bu oran %6 seviyesine düşürülmüş ve

kalan %2'lik kısmına ise dispoabilite olarak haftalık ortalamalar bazında tutturabilme imkanı tanınarak munzam mevduat oranlarında bankalar lehine esneklik getirilmiştir (<http://www.tcmb.gov.tr/yeni/evds/yayin/paraprog2/baskanmat5y.html>).

1995-2000 dönemi istikrar politikası sonucunda oluşan makroekonomik veriler Tablo 4.7.'de yer almaktadır.

Tablo 4.7. 1995-2000 Dönemi Temel Ekonomik Göstergeler

Yüzde Değişim	1995	1996	1997	1998	1999	2000	Ort.
Büyüme(%)	8.0	7.1	8.3	3.9	-6.1	6.3	4.6
Enflasyon(%)	93.6	80.4	85.7	84.6	64.9	54.9	77.4
Emisyon Hacmi(%)	86.3	70.7	98.5	75.1	80.0	57.8	78.1
Kısa Vadeli Reeskont Faizi	55 52 50	50	50 67	67	67 60	60	58.6
1 ABD Doları (TL)	61.361	108.045	205.740	314.230	542.703	675.004	317.842.2
Dış Borç Stoku / GSMH	26.2	23.2	21.9	18.9	23.9	21.1	22.53
İç Borç Stoku / GSMH	17.3	21.0	21.4	21.7	29.3	29.0	23.28
Dış Ticaret Dengesi (Milyar \$)	-13.2	-10.3	-15.0	-14.1	-10.2	-22.0	-14.1

Kaynak: TCMB, DİE, DPT, MB veri tabanı

Yukarıdaki verilerden anlaşılacağı üzere, bu dönemde enflasyon ve büyüme dalgalı bir seyir izlemiş, ortalama enflasyon %77.4 düzeyinde gerçekleşmiştir. 1990'lı yılların kronik sorunlarından olan dış ticaret açıklarının da 2000 yılı itibariyle en üst seviyede gerçekleştiği görülmektedir. Yine, kamu kesimi borçlanma gereğinin (KKBG) de artış eğiliminde olduğu anlaşılmaktadır. Dolayısıyla iç ve dış borç stokunda da yükselmeler gözlenmiş olup özellikle iç borç stokundaki düzenli artış dikkat çekmektedir. Buna göre iç borç stokunun GSMH'a oranı 1995'te %17.3 iken 2000 yılında bu oran %29'a ulaşmıştır. Bu çerçevede 1995-2000 dönemi para politikası ve araçlarının kullanımı TCMB bilanço büyüklükleri aracılığıyla aşağıda özetlenmiştir.

GRAFİK 4.5. 1995-2000 DÖNEMİ TCMB BİLANÇOSU (MİLYAR TL)

	1995	2000	DEĞİŞİM		1995	2000	DEĞİŞİM
Varlıklar	1,479.0	29,801.0	28,322.0	Yükümlülükler	1,479.0	29,801.0	28,322.0
I. Altın Mevcudu	84.6	694.5	609.9	I. Sermaye	0.025	0.025	0.0
II. Madeni Para	0.3	3.4	3.1	II. Tedavüldeki Banknotlar	223.9	3,772.4	3,548.5
III. Dahildeki Muhabirler	0.0	1,468.4	1,468.4	III. Mevduat	1,111.2	17,247.1	16,135.9
IV. İç Krediler	205.8	501.7	296.0	A - Kamu Sektörü	102.1	1,169.6	1,067.5
A - Kamu Sektörü (Kurumları)	193.5	1.7	-191.8	B - Bankacılık Sektörü	279.4	6,310.9	6,031.5
a - Hazine	192.3		-192.3	C - Muhtelif	690.1	7,080.0	6,389.9
i - Hazineye Kısa Vadeli Avans	192.0		-192.0	a - Kredi Mektuplu Döviz Mevduatı	687.7	7,063.0	6,375.3
ii - Diğer (Net)	0.3		-0.3	b - Diğer		17.0	17.0
b - İktisadi Devlet Teşekkülleri	12	1.7	0.5	D - Uluslararası Kuruluşlar	24.8	2,240.5	2,215.7
i - Hazine Kefaletli Hız Bono				E - Fonlar	14.9	446.2	431.3
ii - Ticari				IV. Dış Krediler	5.9	5.7	-0.1
iii - Diğer	12	1.7	0.5	A - Kısa Vadeli	0.0	0.3	0.2
B - Bankacılık Sektörü	12.2	500.0	487.8	B - Orta ve Uzun Vadeli	5.8	5.4	-0.4
a - Ticari	12.2		-12.2	V. İthalat Akreditif Bedelleri, Teminat ve Depozitolar	12.4	286.3	273.9
i - İhracat				VI. Hazine'nin Alacakları	0.2	25.9	25.6
ii - Diğer	12.2	0.0	-12.2	VII. Döviz Taahhütleri	5.5	33.6	28.2
b - Sınai (avans karşılığı)	0.1		-0.1	VIII. Açık Piyasa İşlemleri	32.4	4,973.9	4,941.5
c - Diğer		500.0	500.0	IX. İtfaya Tabi Hesaplar	0.0	1,248.9	1,248.9
V. Dış Krediler	65.7	139.7	74.1	1211 SK 61. Md. Ger. Değ. Farkı, Madde Kapsamına Alınmayanlar	0.0	1,248.9	1,248.9
VI. Açık Piyasa İşlemleri	37.4	5,218.6	5,181.2	X. Diğer Pasifler	87.3	2,207.1	2,119.8
VII. Menkul Değerler Cüzdanı	308.2	6,488.8	6,180.6				
VIII. Döviz Borçluları	737.3	14,895.1	14,157.9				
IX. İtfaya Tabi Hesaplar ve Aktifleştirilen Alacaklar	25.9		-25.9				
1211 S.K. 61. Md. Ger. Değ. Farkı, Madde Kapsamına Alınanlar	25.9		-25.9				
X. Diğer Aktifler	13.8	390.7	376.9				

Kaynak: TCMB

Grafik 4.5.'den görüleceği üzere 1995-2000 yılları arasında yükümlülüklerde emisyon hacmi yaklaşık 3.549 trilyon TL, Kredi Mektuplu Döviz Mevduatı 6.375 trilyon TL, açık piyasa işlemleri (APİ) ise yaklaşık 4.942 trilyon TL artış gösterirken, varlıklar tarafında bankacılık sektörü kredileri 487.8 trilyon TL, APİ 5.181 trilyon TL, TCMB APİ DİBS portföyü de yaklaşık olarak 6.181 trilyon TL artış göstermiştir. Kamu sektörü kredileri ise 2000'de yalnızca 1.7 trilyon TL olarak gerçekleşmiştir. Dolayısıyla bu dönemde parasal genişlemenin kaynağını DİBS alımları ve ekonomik istikrar programı çerçevesinde döviz alımları oluşturmuştur.

2000 yılında programda öngörülen enflasyon hedeflerine ulaşamamakla birlikte son yılların en düşük enflasyon seviyesine ulaşılmıştır. Bunun yanında kamu finansman dengesinde önemli bir iyileşme sağlanarak önemli yapısal reformlar gerçekleştirilmiştir.

Programda öngörülen para ve kur politikası ile kamu dengesindeki hedeflerin gerçekleştirilmesine karşın yılın ikinci yarısında yapısal reformlar ve özelleştirmelere ilişkin gecikmeler ile birlikte DİBS faizlerinde artış meydana gelmiştir. Faiz oranlarındaki yükseliş portföylerinde bol miktarda Devlet İç Borçlanma Senetleri (DİBS) bulunduran bankaların mali durumlarını bozarak likidite ihtiyaçlarının artmasına neden olmuştur. İç ve dış piyasalarda gerginliğin iyice artması ve piyasada likidite sıkıntısı çeken bankalara olan güvenin azalması bankaların likidite sağlamaya yönelik problemlerini daha da arttırmıştır (TCMB, 2001: 1 ve TCMB, 2000: 72). 22 Kasım 2000’de yaşanan krizde bankalararası piyasada gecelik borçlanma basit faizi yaklaşık üç kat artarak ortalama %110.8’e ve en yüksek %210’a fırlamıştır (Uygur, 2001: 6).

Kısa vadeli faiz oranlarındaki bu hızlı yükseliş hisse senedi ve tahvil fiyatlarında hızlı düşüş gözlenmiş ve bu durum yabancı yatırımcıların Türkiye’deki portföylerini azaltmaya başlamasıyla sermaye girişlerini olumsuz etkileyerek likidite sıkışıklığını artmıştır. Bir yandan bankacılık sistemin yeterli döviz fazlasına sahip olmaması ve yurtdışına sermaye çıkışının artması diğer yandan piyasalarda güvensizliğin artması Kasım 2000’de ortamı bir likidite krizine sürüklemiştir (Eroğlu, 2009: 32). 2000 yılının ilk yarısındaki olumlu ekonomik tabloya rağmen ekonomi krize taşınmıştır. 1999 istikrar programının uygulanmasında katkısı olan IMF başkan yardımcısı Stanley Fischer, 2001’de sunduğu bir tebliğde Kasım krizinin nedenini şöyle belirtmiştir (Uygur, 2001: 24):

“Cari açığın en önde gelen kriz göstergesi olduğu ve Türkiye’deki Kasım krizine bankacılık kesimi ile birlikte yüksek cari açığın neden olduğunu” ifade etmiştir.

Kasım ayı ortasına kadar Net İç Varlıklar ve Net Uluslararası Rezervlere ilişkin hedefler tutturulmuş ancak Kasım 2000’de yaşanan kriz bu olumlu süreci sekteye uğratmıştır.

Yapısal olmayan performans kriterlerinin yerine getirilmiş olmasına rağmen IMF desteği alan EDP, Kasım 2000 ve Şubat 2001 krizlerinin derinleşmesine neden olmuştur. Nitekim piyasada artan likidite ihtiyacına karşı MB, EDP’de belirlenen

NİV kısıtlaması nedeniyle bir süre müdahalede bulunmamıştır (Enç ve Aykaç, 2003: 71).

Krizde ortaya çıkan yoğun likidite ihtiyacına yönelik MB'nın açık piyasa işlemleri ve bankalararası para piyasası aracılığıyla piyasayı fonlaması Net İç Varlıklar hedefinin ve artan döviz talebini karşılamak amacıyla döviz satışı yapması Net Uluslararası Rezervlere ilişkin hedefin dışına çıkılmasına neden olmuştur. Bunun üzerine Net İç Varlıklar ve Net Uluslararası Rezervlere ilişkin hedefler revize edilerek 6 Aralık 2000 tarihinde hükümetin stand-by anlaşması çerçevesinde IMF'den sağladığı 10.4 milyar dolarlık Ek Rezerv Kolaylığı sağlanması piyasaları biraz rahatlatmıştır.

22 Kasım tarihini takiben iki haftada TCMB'nin brüt döviz rezervi 24.4 milyar dolardan 18-19 milyar dolara düşmüştür. Döviz rezervlerindeki azalma döviz talebindeki baskıyı arttırmıştır (Uludağ ve Arıcan, 2003: 403). Ayrıca, faizlerdeki yükseliş, bankacılık mali sisteminde meydana gelen hasar sitemin kırılma eğilimini arttırmış ve programa olan güven iyice sarsılmıştır. Aşırı günlük likidite ihtiyacı içinde olan kamu bankalarının ödemeler sisteminin kilitlenmesine neden olarak yine Şubat 2001'de döviz krizine girilmiştir (Eroğlu, 2009: 32). Enflasyonla Mücadele Programı'nda önceden ilan edilen kur rejimi ve TCMB'nin Net İç Varlık kalemini azaltmayı hedefleyen bir kısıtın bulunduğu "para kurulu benzeri para politikası" uygulaması MB'nın "Borç Veren Son Mercii" fonksiyonunu ortadan kaldırarak krizlerin başlamasında sebep teşkil etmiştir (<http://www.tcmb.gov.tr/yeni/duyuru/2003/DUY2003-2.htm>).

Kısaca, 22 Kasım krizi finansal sistem kaynaklı bir krizdir ve aktörü de bankacılık kesimidir (Karaçor, 2006: 387).

Kasım 2000 ve Şubat 2001 krizlerinin gerekçeleri üzerinden geçmek gerekirse (Keyder, 2001: 38):

1. Cari işlemlerdeki dengesizlik
2. Yerli paranın aşırı değerlenmesi
3. Faiz ve kur riskinin artması
4. Kamu bankaları görev zararları ve kamu kesimi açığının finansmanı olarak sıranabilir.

Bu yaşanan krizler neticesinde döviz kuru nominal çıpa olma özelliğini kaybetmiş ve 2001 yılında bu belirsizlik ortamı devalüasyonla sonuçlanarak 22 Şubat'ta dalgalı kur rejimine geçilmiştir (Uzunoğlu, 2003: 120). Krizden çıkışı sağlamak için Mayıs 2001'de IMF ve Dünya Bankası'nın ek destekleriyle, Aralık 1999'da uygulamaya konulan Enflasyonla Mücadele Programı terk edilerek “Güçlü Ekonomiye Geçiş Programı” (GEGP) olarak adlandırılan yeni bir program uygulamaya konulmuştur (Eğilmez ve Kumcu, 2009: 396).

4.7. 2001 YILI SONRASINDA UYGULANAN PARA POLİTİKALARI

Türkiye’de 2000 sonrası uygulanan para politikası stratejilerini Ocak 2000-Şubat 2001 döneminde döviz kuru hedeflemesi, Şubat 2001- Aralık 2001 dönemi geçiş dönemi, 2002-2005 dönemi örtük enflasyon hedeflemesi ve 2006 sonrasında ise açık enflasyon hedeflemesi stratejisi olmak üzere dört döneme ayırarak incelemek mümkündür. Söz konusu dönemler Tablo 4.8.’de gösterilmektedir (Akyazı ve İkinci, 2009: 346-347).

Tablo 4.8. 2000 Sonrası Uygulanan Para Politikası Stratejileri

Ocak 2000 Şubat 2001	Şubat 2001 Aralık 2001	2002 2005	2006’dan günümüze
Döviz Kuru Hedeflemesi	Geçiş Dönemi	Örtük Enflasyon Hedeflemesi (İkili Hedefleme)	Açık Enflasyon Hedeflemesi

4.7.1. GÜÇLÜ EKONOMİYE GEÇİŞ PROGRAMI

Kasım 2000 ve Şubat 2001 mali krizlerden sonra makro düzeyde reformları kapsayan 14 Nisan 2001 tarihinde kamuoyuna açıklanarak “Güçlü Ekonomiye Geçiş Programı” uygulamaya konulmuştur. Programın temel amacı; ekonomideki güven bunalımı ve istikrarsızlığı hızlı bir şekilde ortadan kaldırarak kamu yönetimi ve ekonominin yapılandırılmasına zemin hazırlamaktır.

Bu amaç doğrultusunda GEGP’nin hedefleri, dalgalı kur sisteminde enflasyonla mücadeleyi sürdürmek, bankacılık sektörüne ilişkin tedbirlere hız

verilerek mali piyasalarda belirsizliğin azaltılarak döviz kuru ve faizlerde istikrarı sağlamak, bankacılık kesimi yeniden yapılandırmak, kamu finansman dengesini bir daha bozulmayacak şekilde güçlendirmek, iktisadi etkinliği sağlayacak yapısal reformları gerçekleştirmek, enflasyon hedefleri ile uyumlu gelirler politikası uygulamak ve sürdürülebilir bir büyüme gerçekleştirmek olarak sıralanabilir (TCMB, 2001: 12).

Bu stratejiler doğrultusunda bu program yalnızca krizi aşmaya yönelik değil, benzer krizlerin tekrarını önlemek ve yapısal reformlarla ekonomik sistemi değiştirmeye yönelik reformcu bir programdır (Olgun, 2001: 626). Bu amaçla program, dört ana alanda 15 yasal düzenleme öngörmektedir. Bu yasalar; bütçe kanunda değişiklik, görev zararlarını kaldıran kanun, borçlanma yasası, kamulaştırma yasası, bütçe ve bütçe dışı fonların kapatılması ile ilgili yasa, kamu ihale yasası, MB yasası, bankalar kanunundaki değişiklikler, iş güvencesi yasası, ekonomik ve sosyal konsey yasası, sivil havacılık yasası, Telekom yasası, şeker yasası, tütün ve doğalgaz kanunlarıdır (TCMB, 2001a: 14). Buna göre GEGP’de yer alan yapısal düzenlemeler şu şekilde sınıflandırılmıştır (TCMB, 2001: 13):

1. Mali sektörün yeniden yapılandırılması
2. Devlette şeffaflığın artırılması ve kamu finansmanının güçlendirilmesi
3. Ekonomide rekabetin ve etkinliğin artırılması
4. Sosyal dayanışmanın güçlendirilmesi

4.7.1.1. MALİ SEKTÖRLE İLGİLİ DÜZENLEMELER

Mali sektörün yeniden yapılandırılması ile ilgili gerekli olan en önemli düzenlemelerden birisi 4651 sayılı ve 25.04.2001 tarihli yasa ile TCMB yasasındaki değişikliktir. Kanun’un 4. maddesinde bankanın temel amacının fiyat istikrarı olduğu ve bunu sağlamak için uygulanacak para politikasını ve kullanılacak para politikası araçlarını doğrudan belirleme yetkisine sahip olduğu belirtilmiştir. Ayrıca, Kanun’un 52. maddesi ile “açık piyasa işlemleri yalnızca para politikası amaçları için yürütülür ve Hazine’ye, kamu kurum ve kuruluşları ile diğer kurum ve kuruluşlara kredi amacıyla yapılmaz” hükmü getirilmiştir. Yine aynı Kanun’da TCMB’nin Yapamayacağı İşlemlere ilişkin 56. maddede “TCMB, Hazine ile kamu kurum ve

kuruluşlarına avans veremez ve kredi açamaz, Hazine ile kamu kurum kuruluşlarının ihraç ettiği borçlanma araçlarını birincil piyasadan satın alamaz. TCMB, bu Kanunla yetki verilen işlemler dışında avans veremez ve kredi açamaz, vereceği avans ve açacağı kredi teminatsız veya karşılıksız olamaz ve doğrudan kendisi ile ilgili işlemler dışında teminat veremez” hükmü yer almaktadır.

Bu değişiklik ile TCMB'nin Hazine ve diğer kamu kurumlarına kredi açmasına son verilerek hükümete karşı özerkliği amaçlanmıştır (Şahin, 2009: 257). Böylece MB-kamu kesimi ilişkisine son verilerek TCMB'nin “ekonomik bağımsızlığı” sağlanmıştır.

Diğer önemli bir sorun da bankaların mali yapıları ile ilgilidir. Bankaların mali yapılarının güçlendirilmesi reel sektörün ve piyasaların istikrarı bakımından büyük önem arz etmekteydi. Bu kapsamda Bankacılık Kanunu ile sorunlar giderilmeye çalışılmıştır. Bu anlamda öncelikle kamu bankalarının likidite sorunlarının çözülmesi, görev zararlarının tasfiyesi ve kamu bankalarına zarar oluşturacak görev verilmemesi ve verilecek görev karşılığında bütçeye ek ödenekten konulmasına karar verilmiştir. Ayrıca kamu bankalarının yetersiz olan sermaye yapılarının güçlendirilerek görev alanları ve sorumlulukları tanımlanmıştır. Bunun yanı sıra bazı kamu bankalarının devredilmeleri ve özelleştirilmelerine karar verilmiştir⁵ (TCMB, 2001a: 16-17).

Programda TMSF bünyesindeki bankaların ve özel bankaların sorunlarının çözülmesi kamu maliyesine olan yükün azaltılması mali istikrarın sağlanması açısından önem taşımaktadır. Bu amaçla bankaların denetiminde BDDK'nın yetkilerinin artırılması amaçlanmıştır. Yaşanan kriz ortamından olumsuz biçimde etkilenen bankaların mali yapılarının güçlendirilmesi amacıyla bankaların sermaye yeterliliğini sağlaması için sermaye artırımına gidilmesi ve sermaye yeterliliğini sağlamayan bankaların TMSF'ye devredilmesi kararlaştırılmıştır. Ayrıca bankacılık muhasebesinin uluslar arası standartlara uygun yapılması, karşılık oranlarının kurallara uygun biçimde ayrılması amaçlanmıştır (TCMB, 2001a: 17).

⁵ GEGP'da Emlak Bankası'nın kapatılarak Ziraat Bankası'na devredilmesi ve Vakıflar Bankası'nın da en kısa sürede özelleştirilmesi amaçlanmıştır. Ayrıca Ziraat ve Halk Bankası'nın KİT statüsünden çıkarılarak anonim şirket haline getirilmesi ve sonrasında özelleştirilmesi kararlaştırılmıştır.

Diğer önemli bir husus da mevduat ve kredilere uygulanan sınırsız garanti Ağustos 2004'te kaldırılmıştır. Böylece, finansal sektörün rekabetçi bir ortamda etkin çalışması öngörülmüştür (Şahin, 2009: 258).

4.7.1.2. DEVLETTE ŞEFFAFLIĞI ARTTIRMAYA VE KAMU FİNANSMANINI GÜÇLENDİRMEYE YÖNELİK DÜZENLEMELER

Bütçe metninin açık ve şeffaf biçimde düzenlenerek tüm kamu kesimi hesaplarının ayrıntılı bir biçimde açıklamasının yapılması ve hesap verilebilirliğin sağlanması, bütçede gelir-gider birliğinin ve disiplininin sağlanması programın başarısı için ön koşuldur. Borçlanma Yasası, Kamu İhale Yasası, Kamulaştırma Kanunu bu amaçla çıkartılan yasalardır.

4.7.1.3. EKONOMİDE REKABETİN VE ETKİNLİĞİN ARTTIRILMASINA YÖNELİK DÜZENLEMELER

Ekonomide rekabetin ve etkinliğin sağlanması için devleti ekonomik olarak küçültmek, piyasalara müdahalesini sonlandırarak piyasaları serbestleştirmek gerekiyordu. Bunun için özelleştirmelere ivme kazandırılmaya çalışılmıştır. Dolayısıyla, Tütün ve Şeker Kanunları, Doğalgaz Kanunu ve Telekom Kanunu bu amaçla çıkarılan kanunlar olmuştur (TCMB, 2001a: 19-20).

4.7.1.4. SOSYAL DAYANIŞMANIN GÜÇLENDİRİLMESİNE YÖNELİK DÜZENLEMELER

Ekonomik ve sosyal politikaların oluşturulmasında toplum kesimleri arasında uzlaşma ve işbirliğinin artırılması amaçlanmıştır. İşgücü piyasası etkinliğinin artırılması için İş Güvencesi Yasası çıkartılmıştır. Ayrıca kamu kesimi, işçi, işveren ve diğer sivil kuruluşları bir araya getiren Ekonomik ve Sosyal Konseyin oluşturulmasına ilişkin yasa çıkartılmıştır (TCMB, 2001a: 21).

Bütün bunlara ek olarak GEGP'da yer alan reel ekonominin güçlendirilmesi için ihracatın artırılmasına yönelik tedbirlerin alınması kararlaştırılmıştır. Özellikle reel ekonomiye işlerlik kazandırmak amacıyla yabancı sermaye yatırımlarının önemine dikkat çekilmiştir. Bu doğrultuda 4857 sayılı Doğrudan Yabancı Yatırım Kanunu (DKYY) çıkartılmıştır (Şahin, 2009: 261).

Kısacası, bu programla Türkiye ekonomisi Hüsnu'nün (2000: 153) ifadesiyle "sihirli altıgen"i oluşturmayı amaçlamıştır. Bunlar; sürdürülebilir bir büyüme,

ödemeler dengesinin sağlanması, tam istihdam, fiyat dengesi, optimal tüketim yapısı ve adil gelir dağılımıdır. Aynı zamanda dalgalı kur rejimi uygulamasıyla enflasyonla mücadele edilmesi gerektiğini ve para ve fiyat istikrarı için MB özerkliğinin önemini kavranmıştır. Mali ve finansal sistemin etkin işlemesi amacıyla mali sistemi yapılandırılarak denetleyici ve düzenleyici kurumlar etkin kılındı. Devlette şeffaflığın artırılarak kamu finansmanının güçlendirilmesi amaçlanmıştır (Karaçor, 2006: 389).

4.8. 2001-2005 DÖNEMİ PARA POLİTİKASI UYGULAMALARI

2001 yılında yaşanan kriz nedeniyle kur çapasına dayalı enflasyonu düşürme programı öngörülenden önce terk edilerek, 2001'den itibaren dalgalı kur rejimi altında kısa vadeli faiz oranlarının da para politikası aracı olarak kullanıldığı ve para tabanı gelişiminin enflasyon hedefi yanında ek çapa olarak kullanıldığı bir para politikası stratejisi izlenmiştir (DPT, 2006: 15). Bu programla birlikte 2001 yılında “örtük enflasyon hedeflemesi” olarak nitelendirilen gelecek dönem enflasyona odaklanan bir politika uygulanarak para ve kur politikasına yeni bir çerçeve çizilmiştir. Buna göre MB, performans kriteri olarak Net İç Varlıklar kalemi için tavan, Net Uluslar arası Rezervler kalemi içinse taban değerler belirlemiştir. Bu politikaya göre TCMB, bir yandan kısa vadeli faiz oranlarını dalgalı kur rejimi altında enflasyonla mücadelede para politikası aracı olarak kullanırken, diğer yandan parasal performans kriterleri altında parasal hedefleme uygulaması ile para tabanını kontrolünü sağlamaya çalışmıştır (Çelik ve diğerleri, 2006: 22). NUR için öngörülen 9.6 milyar dolarlık azalma 7.3 milyar dolar olarak gerçekleşerek dönemsel olarak belirlenen performans kriterleri Mayıs- Aralık dönemi için tutturulmuştur. Ayrıca NİV hesabından, Değerleme Hesabı ve 2000 yılı Değerleme Hesabından Hazine'ye ödenen miktarın çıkartılması ile bulunan Program tanımlı NİV hesabı için belirlenen kriterler tutturulmuştur(TCMB, 2001b: 81).

Tablo 4.9. 2001 Yılı Performans Kriterleri, Gösterge Değerler ve Gerçekleşmeleri

	PARA TABANI (ÜST LİMİT) (Trilyon TL)			NET İÇ VARLIKLAR (ÜST LİMİT) (Trilyon TL)			NET ULUSLAR ARASI REZERV DEĞİŞİMİ (Milyon Dolar)		
	Hedef (1)	Hedef (2)	Gerçek- leşme	Hedef (1)	Hedef (2)	Gerçek- leşme	Hedef (1)	Hedef	Gerçek- leşme
30 Nisan 2001	-	-	5.850	-	-	6.739	-	-	-
31 Mayıs 2001	5.900	-	5.815	9.750	-	7.942	- 15.000	-	-837
30 Haziran 2001	6.050	-	6.247	13.250	-	12.943	- 29.000	-	-3.059
31 Ağustos 2001	6.300	7.175	6.748	15.850	17.250	16.437	-2.000	- 2.500	-1.370
31 Ekim 2001	6.800	7.550	7.140	19.500	21.150	17.933	-2.600	- 3.250	-304
31 Aralık 2001	7.300	7.750	7.642	21.000	22.400	19.493	-600	- 3.546	-1.730

Kaynak: TCMB Yıllık Rapor, 2001

Not: (1)Mayıs 2001 tarihli niyet mektubu

(2)Temmuz 2001 tarihli niyet mektubu

Bu dönemde kısa vadeli faiz oranları likidite kontrolü ve fiyat istikrarını sağlamaya yönelik en önemli para politikası aracı olarak kullanılmıştır. Diğer yandan temel operasyonel büyüklük ve ara hedef olarak para tabanı seçilmiş, gösterge niteliğinde para tabanında hedefler belirlenmiş ve para tabanındaki artış ekonomik birimlerin beklentileriyle uyumlu bir şekilde MB tarafından kontrol edilerek parasallaşma olgusunun önüne geçilmeye çalışılmıştır (Arıcan, 2005: 67).

Dalgalı kur rejimine geçiş ile birlikte döviz kuru döviz arz-talep koşullarına göre belirleneceği, aşırı ve ani dalgalanmalar dışında MB tarafından döviz kuruna müdahalede edilmeyeceği açıklanmıştır. Ayrıca 2001'de programlı döviz satış ihaleleri ile Hazine'nin finansmanı için IMF'den sağlanan mali desteğin TL'ye dönüştürülerek Hazine finansmanı için kullanılması ve yine Dünya Bankası'ndan sağlanan kredilerin ise Hazine Müsteşarlığı'nın döviz borçlanmalarının yurtiçinde TL olarak kullanılmasıyla piyasada oluşacak fazla likiditenin döviz satış ihaleleri ile sterilizasyonu amaçlanmıştır (TCMB, 2001b: 76). Buna göre 2001 yılında TCMB

tarafından programlı ve programsız döviz satış ihalelerinde yaklaşık 6.5 milyar ABD doları satılmış, yıl içinde gerçekleştirilen tek döviz satış ihalesinde ise 47 milyon ABD doları tutarında döviz alışı yapılmıştır (Önder, 2005: 252).

2001'de enflasyon ve büyüme ile uyumlu para tabanı artış oranının %25.8 oranında artması öngörülmektedir. Bu oran belirlenirken %52.5 tüketici enflasyonu artış oranı ve %3'lük GSMH gerilemesi göz önüne alınmıştır (Serdengeçti, 2001).

GEGP'de 2001 yılı için TEFE %57.6 ve TÜFE %52.5 olarak hedeflenmiş olmasına rağmen bu değerler sırasıyla %88.6 ve %68.5 olarak gerçekleşerek hedeflerden büyük bir oranda sapma gerçekleşmiştir.

2002 yılında ise üç yıllık sürede enflasyonu %12 düzeyine daha sonra da tek haneli rakamlara indirmeyi amaçlayan ekonomik istikrar programı uygulamaya konulmuştur (TCMB, 2003: 2).

2002'de TCMB'nin nihai hedefi fiyat istikrarını sağlamak ve bu hedefle uyumlu bir şekilde finansal istikrarı sağlamaktır. Bu dönemde para politikası, dalgalı kur rejimi altında nominal çapa olarak para tabanının ve para politikası aracı olarak faizlerin kullanılması temeline dayalıdır (TCMB, 2002: 15).

İleriye dönük beklentileri şekillendirmek ve belirsizlikleri azaltmak amacıyla 2002 yılının nominal çapasını oluşturan ve hedef değişken olarak seçilen para tabanı artışı, enflasyon hedefi ve büyüme ile tutarlı olacak şekilde %40 oranında belirlenmiştir. Ayrıca para tabanı hedefi gösterge niteliğinden performans kriterine dönüştürülerek hedefin etkinliği artırılmak istenmiştir. Diğer bir performans kriterini de NUR kaleminin dönemler itibarıyla belli bir sınırın altına inmeyeceği taahhütü oluşturmuştur. Ayrıca NİV kalemi de gösterge niteliğinde bir büyüklük olarak izlenmiştir (TCMB, 2002a: 75).

2002 para politikasında örtük enflasyon hedeflemesi olarak adlandırılan gelecek dönem enflasyonuna odaklanan bir para politikası stratejisi izlemiştir. Bankacılık sektöründeki yapılandırmaların devam etmesi, enflasyonun döviz kurundaki hareketlere karşı duyarlı olması, geçmiş enflasyona dayalı fiyatlama alışkanlığı ve en önemlisi de ülkede var olan mali baskınlık örtük enflasyon hedeflemesi stratejisinin uygulanmasının en önemli nedenleridir (Özatay, 2009: 50). Diğer bir neden de yüksek enflasyonun var olduğu durumda para talebi tahmininin

zorlukları ve enflasyonla mücadelede salt parasal hedeflemenin yeterli olacağı düşüncesidir (Yakupoglu, 2010: 39).

Örtük enflasyon hedeflemesi stratejisinde parasal otoritenin güvenilirliğini arttırıcı düzenlemelere gidilir. Nitekim, 2001 yılında MB Kanununda ve bankacılık sektöründe gerçekleştirilen düzenlemelerle MB'nın bağımsızlık, şeffaflık ve hesap verebilirlik düzeyini arttırıcı önlemler alınmıştır. Bu düzenlemelerle parasal otoritenin güvenilirliği ve programa olan güven arttırılırken diğer taraftan da açık enflasyon hedeflemesine gidişin önündeki engeller kaldırılmaya çalışılmıştır. Söz konusu güvenin kalıcı olması için enflasyonist beklentilerin kırılması, enflasyon hedeflerinin tutturulması ve enflasyonu tetikleyen unsurların ortadan kaldırılması gerekir (Orhan ve Erdoğan, 2007: 393-394). Türkiye ekonomisinde enflasyonu tetikleyen en önemli unsur şüphesiz kamu borçlarıdır. Enflasyon hedeflemesine geçilmeden iç borçların MB kaynaklarına başvurulmadan bütçe gelirleriyle karşılanabilir duruma gelmesi gerekmektedir. Aksi halde, enflasyon devamlı hedeflerin üzerinde çıkmasına neden olmakta ve MB'nın hükümetten bağımsız bir para politikası uygulamasını güçleştirmektedir (Aklan, 2004: 287). Tüm bu koşullar oluştuğunda ise açık enflasyon hedeflemesine geçileceğinin altı çizilmiştir.

2002 para politikasında örtük enflasyon hedeflemesinin para tabanı yanında güçlü bir çapa işlevi görmesi amaçlanmıştır. Bu çerçevede dalgalı kur rejimi altında asıl politika aracı olan kısa vadeli faiz oranlarının sadece fiyat istikrarı hedefine yönelik olarak kullanılacağı ve enflasyonun gelecekte alabileceği değerleri dikkate alarak kısa vadeli faiz oranlarında değişikliğe gidilebileceği belirtilmiştir (TCMB, 2002b).

2002 yılında yine dalgalı kur rejimi sürdürülmüştür. 2002 kur politikasında MB'nın döviz kuruna müdahalesi en alt düzeyde olacak ve yalnızca aşırı oynamalara müdahale edecektir. Bunun yanı sıra döviz rezervlerini arttırmak için şeffaf döviz alım ihaleleri yapılacağı açıklanmıştır.

Enflasyon hedeflemesi stratejisinin altyapı çalışmaları çerçevesinde MB'nın katkısı ile 1 Ağustos 2002 tarihinden itibaren mali araçların fiyatlanmasında önemli bir işlevi olacağı öngörülen Türkiye Bankalar Birliği Türk Lirası referans faiz oranı (TRLIBOR) ilan edilmeye başlanmasıyla para politikasının operasyonel yapısında önemli değişiklikler yapılmıştır (Öztürk ve Biner, 2008: 31).

Programın kararlılıkla uygulanması ve 2002 yılında IMF'den gelen ek kaynak ile desteklenmesi programa olan güveni arttırarak piyasalardaki belirsizliği azaltmış ve iç borcun sürdürülebilirliğine ilişkin endişeleri de azaltmıştır.

Piyasalarda belirsizliğin azaldığı bu ortamda enflasyon beklentileri aşağıya çekilmiştir. Ayrıca fiyat artışlarının azalmasında maliyet baskısının azalması etkili olurken etkide bulunan diğer bir faktör de iç talepteki yetersizliktir. Bütün bu gelişmeler ışığında söz konusu dönem için gecelik borçlanma faizi %59'dan %48'e ve gecelik borç verme faizi ise %62'den %55'e düşmüştür.

TMSF bünyesindeki bankaların ve kamu bankalarının kısa vadeli likidite ihtiyaçlarının karşılanması için bankalardan alınan DİBS'ler piyasada likidite fazlasına neden olmuştur. 2002 yılında 9.6 katrilyon TL düzeyindeki likidite fazlası Bankalararası Para Piyasası (BBP)'ndaki İstanbul Menkul Kıymetler Borsası (İMKB)'da ters repo işlemleri ile çekilmiştir.

Tablo 4.10. 2002 Yılı Performans Kriterleri, Gösterge Değerler ve Gerçekleşmeleri

	PARA TABANI (ÜST LİMİT) (Trilyon TL)		NET İÇ VARLIKLAR (ÜST LİMİT) (Trilyon TL)		NET ULUSLAR ARASI REZERV SEVİYESİ (Milyon Dolar)	
	Hedef	Gerçekleşme	Hedef	Gerçekleşme	Hedef	Gerçekleşme
28 Şubat 2002	8.250	7.823	26.100	24.318	-6.500	-4.907
30 Nisan 2002	8.900	8.680	27.700	25.197	-7.200	-4.926
30 Haziran 2002	9.089	9.009	28.739	26.374	-7.800	-5.755
30 Eylül 2002	10.600	10.104	31.139	28.551	-8.500	-5.889
31 Aralık 2002	10.850	10.720	33.139	28.603	-9.700	-4.614

Kaynak: TCMB Yıllık Rapor, 2002

2002 yılında TÜFE bazında enflasyon hedefi %29.7 ile %35 olarak hedefin altında gerçekleşmiştir. Diğer yandan, para programı çerçevesinde performans kriteri olarak belirlenen para tabanı ve NUR ile gösterge niteliğinde belirlenen NİV'e ilişkin hedeflere ulaşılmıştır.

2003 yılında da yine örtük enflasyon hedeflemesi stratejisi çerçevesinde kısa vadeli faiz oranları enflasyonla mücadelede temel para politikası aracı olmuştur. Para tabanı nominal çapa olma işlevini sürdürecektir (TCMB, 2003a: 18). 2003 yılının ilk

üç aylık döneminde, Irak operasyonun ve gelecek dönem maliye politikasının oluşturulmasına ilişkin gelişmelerin piyasalarda yarattığı belirsizlikle birlikte artan ham petrol fiyatları, döviz kurundaki gelişmeler ve tarım ve gıda fiyatlarındaki hızlı yükseliş enflasyondaki düşüş eğiliminin duraksamasına neden olmuştur (TCMB, 2003b: 1).

Mart ayında yaşanan Irak Savaşı kısa süreli bir endişe ortamı yaratsa da programın kararlılık içinde sürdürülmesi, bütçe performansı ve IMF ile olan olumlu ilişkiler neticesinde programa olan güveni artırarak piyasadaki belirsizlikler önemli ölçüde azaltılmıştır. Dışsal belirsizliklerin ortadan kalkmasıyla programın kararlılıkla uygulanacağı varsayımı altında Nisan- Ekim döneminde kısa vadeli faiz oranlarında altı kez indirimle gidilmiş ve Nisan ayı itibariyle %44 seviyelerinde olan gecelik borçlanma faiz oranı Ekim ayında %26 düzeyinde gerçekleşmiştir (Sarı, 2007: 54 ve Arıcan, 2005: 68). Yıl sonu itibariyle ise %16 seviyesine gerilemiştir.

2003 yılında yine IMF ile yapılan stad-by anlaşması gereğince TCMB bilanço kalemlerinden para tabanı ve NUR kalemi için performans kriterleri, NİV kalemi için de gösterge niteliğinde hedefler belirlenmiş ve yıl sonu itibariyle belirlenen tüm kriter ve hedeflere ulaşılmıştır.

Tablo 4.11. 2003 Yılı Performans Kriterleri, Gösterge Değerler ve Gerçekleşmeleri

	PARA TABANI (ÜST LİMİT) (Trilyon TL)		NET İÇ VARLIKLAR (ÜST LİMİT) (Trilyon TL)		NET ULUSLAR ARASI REZERV SEVİYESİ (Milyon Dolar)	
	Hedef	Gerçekleşme	Hedef	Gerçekleşme	Hedef	Gerçekleşme
30 Nisan 2003	12.800	11.883	32.800	30.951	-6.500	-5.996
30 Haziran 2003	13.200	13.039	34.100	29.395	-7.000	-3.865
30 Eylül 2003	14.100	13.877	33.800	22.968	-6.000	1.504
31 Aralık 2003	14.900	14.657	28.400	25.997	-2.000	-536

Kaynak: TCMB Yıllık Rapor, 2003

2003 yılında da yine dalgalı kur rejimi çerçevesinde MB kurların yönünü belirleyecek şekilde döviz alım-satım işleminde bulunmayacağını ancak sınırlı kalmak koşuluyla aşırı dalgalanmalarda döviz piyasasına müdahalede bulunacağını ilan etmiştir. Bu doğrultuda Irak savaşı sonrasında ters para ikamesinin etkisiyle artan döviz arzı sonucu NUR pozisyonunun güçlendirilmesi hedefi ile uyumlu olmak

üzere 6 Mayıs 2003 tarihinden itibaren döviz alım ihalelerine başlanmıştır. Buna göre döviz rezervlerinde aşırı oynamaları önlemek amacıyla Mayıs-Ekim döneminde beş kez MB tarafından döviz alım müdahalesinde bulunulmuştur. Böylece söz konusu dönemde alımı yapılan toplam döviz tutarı 9.9 milyar ABD Dolarına ulaşmıştır (TCMB, 2003c: 76).

2003 yılında enflasyonla mücadelede enflasyonist beklentilerin yönlendirilmesi enflasyonla mücadelede başarının belirleyici bir faktörüdür (TCMB, 2003: 10).

2003 yılında ise yine TÜFE bazında enflasyon oranı %20 olarak hedeflenmiştir. Büyüme ise %5 olarak açıklanmıştır. TÜFE ise 18.4 olarak hedeflenenin altında gerçekleşmiştir.

2004 yılında ise 2002 yılından itibaren uygulanmakta olan para politikası stratejisi çerçevesinde gelecek dönem enflasyon enflasyonuna odaklanan örtük enflasyon hedeflemesi politikası uygulanırken diğer taraftan da TCMB bilançosundaki çeşitli büyüklükler performans kriteri ve gösterge niteliğinde hedef olarak belirlenmiştir. TCMB, %12'lik enflasyon hedefiyle uyumlu bir şekilde kısa vadeli faiz oranlarını temel politika aracı olarak kullanırken, para tabanı, NİV ve NUR büyüklüklerini performans kriteri ve gösterge niteliğinde hedefleri yakından takip etmiştir (TCMB, 2004: 75). IMF ile yürütülmekte olan para programı çerçevesinde belirlenen yıl sonu kriter ve hedeflere ulaşılmıştır.

Tablo 4.12. 2004 Yılı Performans Kriterleri, Gösterge Değerler ve Gerçekleşmeleri

	PARA TABANI (ÜST LİMİT) (Trilyon TL)		NET İÇ VARLIKLAR (ÜST LİMİT) (Trilyon TL)		NET ULUSLAR ARASI REZERV SEVİYESİ (Milyon Dolar)	
	Hedef	Gerçekleşme	Hedef	Gerçekleşme	Hedef	Gerçekleşme
31 Mart 2004	16.100	16.948	29.600	27.321	-2.000	748
30 Nisan 2004	17.500	17.508	31.600	26.076	-2.000	1.791
31 Ağustos 2004	20.500	19.301	34.600	28.015	-2.000	1.629
31 Aralık 2004	20.900	19.190	35.000	30.121	-2.000	229

Kaynak: TCMB Yıllık Rapor, 2004

IMF ile ilişkilerin olumlu yönde ilerlemesi ve enflasyonla mücadelede olumlu beklentiler ve ekonomik program kapsamında mali disiplin ve yapısal reformların kararlılıkla uygulanması 2004 yılı başında %26 olan kısa vadeli gecelik borçlanma oranı yıl içinde dört kez revize edilerek yıl sonunda %18 düzeyine düşürülmüştür.

Fiyat istikrarı temel hedefi doğrultusunda yürütülen likidite yönetimi stratejisinde önemli bir değişikliğe gidilmemiş ve piyasadaki fazla likidite BBP Türk Lirası depo işlemleri ve API çerçevesinde İMKB Repo-Ters Repo pazarında gerçekleştirilen ters repo işlemleri ile çekilmeye devam edilecektir.

MB tarafından uygulanan para politikasında para tabanı ek bir çapa olarak kullanılmakta ve 2004 yılında para tabanı bir önceki yıla nazaran %35.8 artış göstermiştir. Para tabanının temel belirleyicisi emisyon hacmi olmuştur. Olumlu ekonomik konjonktür ve beklentiler piyasaya sürülen banknot miktarını ifade eden emisyon hacmi üzerinde para talebinde artışı sağlayarak emisyon hacminin %26.1 oranında artışına neden olmuştur (TCMB, 2004: 78-79).

2004 yılında %12 seviyesinde hedeflenen enflasyon oranı %9.3 olarak gerçekleşmiş ve MB'nin para politikası uygulamalarının doğruluğu enflasyon performansı ile bir kez daha teyit edilmiştir.

Açık enflasyon hedeflemesine geçiş dönemi diye adlandırılan 2005 yılında dalgalı kur rejimi altında, kısa vadeli faiz oranlarının para politikası aracı olarak kullanıldığı örtük enflasyon hedeflemesi stratejine devam edilmiştir (TCMB, 2005a: 74). Bu dönemde karar alma mekanizmasını daha kurumsal ve şeffaf hale getirilerek para politikası aracı olarak kullanılan faizlerin daha öngörülebilir olmasına çalışılmıştır (TCMB, 2005: 5).

IMF ile yürütülmekte olan program çerçevesinde parasal performans kriterlerine ilişkin para tabanı ve NİV için tavan, NUR için ise gösterge niteliğinde taban hedefler belirlenmiştir ve bu hedefler tutturulmuştur.

Tablo 4.13. 2005 Yılı Performans Kriterleri, Gösterge Değerler ve Gerçekleşmeleri

	PARA TABANI (ÜST LİMİT) (Trilyon TL)		NET İÇ VARLIKLAR (ÜST LİMİT) (Trilyon TL)		NET ULUSLAR ARASI REZERV SEVİYESİ (Milyon Dolar)	
	Hedef	Gerçekleşme	Hedef	Gerçekleşme	Hedef	Gerçekleşme
31 Mayıs 2005	23.600	22.976	37.700	31.315	2.000	5.835
30 Haziran 2005	23.600	22.598	37.700	23.987	2.000	10.455
30 Eylül 2005	24.700	26.835	37.800	23.700	2.800	13.169
31 Aralık 2005	29.200	28.756	25.500	12.587	14.000	22.393

Kaynak: TCMB Yıllık Rapor, 2005

2005 yılı para politikası aracı olarak kullanılan kısa vadeli faiz oranları önceki yıllara benzer bir şekilde fiyat istikrarı amacına yönelik gelecek enflasyonuna odaklanmıştır. MB, 2005 yılı başında %17 olan kısa vadeli borçlanma faizini yıl sonunda %13.5 ile kademeli olarak indirmiştir.

Enflasyon hedefi ile uyumlu bir şekilde hedeflenen büyüme oranı 2005 yılında %5 seviyesinde gerçekleşirken, %8 olarak hedeflenen enflasyon oranı %7.7 oranında gerçekleşmiştir.

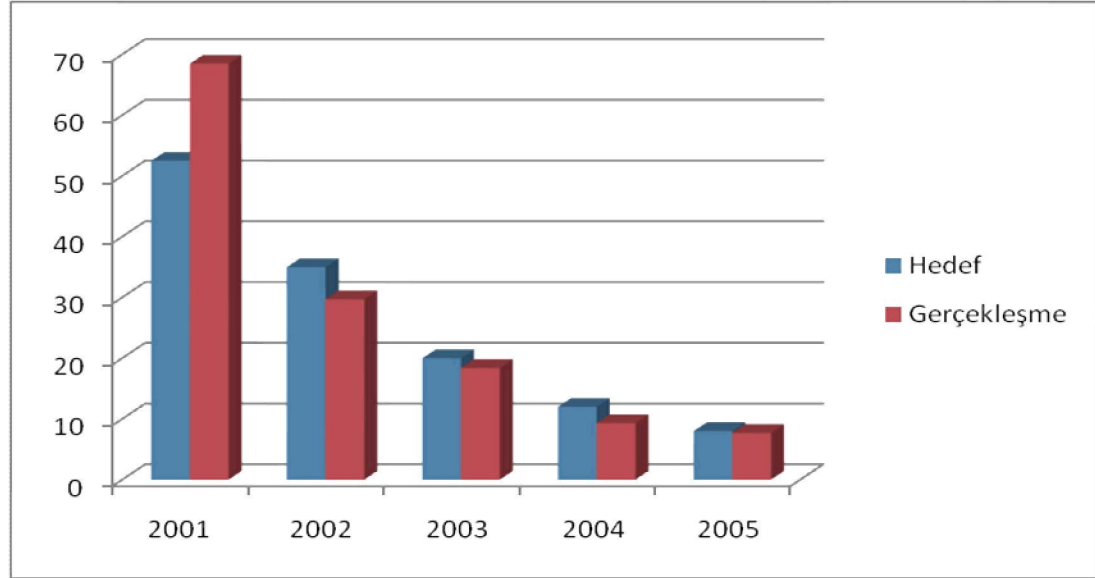
2005 yılında FED faiz kararları, IMF ile yürütülmekte olan ilişkilerin seyri ve petrol fiyatlarındaki değişimler döviz kurlarında da dalgalanmalara neden olmuş ve TCMB'nin aşırı dalgalanmalar durumunda döviz piyasasına müdahalede bulunacağına dair açıklamaları doğrultusunda TCMB, altı defa doğrudan döviz alımı yaparak döviz piyasasına müdahalede bulunmuştur (TCMB, 2005a: 77).

Geçiş yılı olarak nitelendirilen 2005 yılı para politikası mekanizmasının şeffaflaştırılarak öngörülebilir bir yapıya kavuşturulmasına yönelik Para Politikası Kurulu'nun önceden belirlenen takvime göre toplanarak karar alma sürecinde etkinliğini arttırarak enflasyon hedeflemesine yumuşak bir geçiş yapması amaçlanmıştır (Kara ve Orak, 2008: 44). Bu doğrultuda 2005 yılında enflasyonla mücadele programına katkıda bulunmak amacıyla para reformu ile paradan altı sıfır atılarak Yeni Türk Lirası'na geçilmiştir. Bu para operasyonun gerekçelerine baktığımızda ise (Gür, 2004: 45);

1. Enflasyonist baskıyı gidermek ve enflasyonla mücadele programına katkıda bulunmak
2. TL'e güven kazandırarak paradan kaçışı durdurmak ve para talebinde istikrarı sağlamak
3. Hesap yapmayı kolaylaştırmak ve tüketici harcamalarını disipline etmek
4. Uluslar arası saygınlık kazanmak

Burada, fiyat istikrarının hedeflendiği bir programda gerçekleştirilen para operasyonu enflasyonla mücadelede hiçbir zaman temel politika aracı olarak değil yardımcı bir uygulama olarak değerlendirilmesinin altı önemle çizilmelidir (Gür, 2004: 44).

Kısaca özetlemek gerekirse; 2002-2004 dönemini içerecek şekilde revize edilen GEGP ekonomik istikrar programında parasal ve örtük enflasyon hedeflemesi şeklinde ikili strateji uygulanarak hedeflenen temel parasal büyüklük para tabanı olurken para politikası enflasyonun düşürülmesine odaklanmıştır. Döneme ait likidite hacmi ise Bankalararası Para Piyasası (BBP) ve Açık Piyasa İşlemleriyle (APİ) düzenlenmiştir. Diğer taraftan dalgalı döviz kuru politikası kapsamında kısa vadeli faiz oranları sadece fiyat istikrarı amacıyla kullanılmıştır (Akyazı ve Ekinci, 2009: 349). 2000 ve 2001 yıllarında yaşanan krizlerin ekonomide bıraktığı hasarlardan kurtulmak ve enflasyonu kontrol altına alarak sürdürülebilir bir büyüme sağlamak için IMF ile işbirliği sonrası uygulamaya konulan ekonomik istikrar programı GEGP kapsamında mali ve finansal istikrarın sağlanmasında önemli adımlar atılmış ve 2001'de %68.5 olan enflasyon oranı, 2005 yılında tek haneli rakamlara düşürülerek büyük bir başarı sağlanmıştır. Buna göre 2001-2005 döneminde enflasyon hep hedeflerin altında gerçekleşmiştir. Buna göre bu dönemde enflasyon hedef ve gerçekleştirmeleri Grafik 4.6.'da gösterilmiştir.

GRAFİK 4.6. 2001-2005 DÖNEMİ ENFLASYON HEDEF VE GERÇEKLEŞMELERİ (%)

Kaynak: TCMB

Not: 2001-2005 dönemine ait TÜFE verileridir.

2001-2005 dönemi ekonomik istikrar programı sonucunda oluşan makroekonomik veriler ise Tablo 4.14.'de yer almaktadır.

Tablo 4.14. 2001-2005 Dönemi Temel Ekonomik Göstergeler

Yüzde Değişim	2001	2002	2003	2004	2005
Büyüme(%)	-9.5	7.9	5.9	9.9	5.0
Enflasyon(%)	68.5	29.7	18.4	9.3	7.7
Emişyon Hacmi(%)	40.0	44.5	39.6	26.1	19.6
Kısa Vadeli Reeskont Faizi	60	60 55	55 50 43	43 38	32 28 23
1 ABD Doları (TL)	1.446	1.642	1.402	1.348	1.344
Dış Borç Stoku / GSMH	31.6	33.6	24.6	21.7	18.2
İç Borç Stoku / GSMH	68.2	54.5	54.5	52.9	50.5
Dış Ticaret Dengesi (Milyar \$)	-3.3	-6.3	-13.4	-22.7	-33

Kaynak: TCMB, DİE, DPT, MB veri tabanı

Ekonomik istikrar programı çerçevesinde belirlenen hedeflere ulaşmada büyük bir performans gerçekleştirilmiştir. Şüphesiz bu performansın arkasında bütçe disiplini ve yapısal reform süreci yatmaktadır. TCMB'nin bağımsızlığını sağlayacak düzenlemelerin yapıldığı, politikaların kamuoyuna açıklanarak şeffaf olduğu, gelecek dönem enflasyonuna odaklanan bir para politikası ve kronik enflasyon döneminin

sonlanarak enflasyonla mücadelede ciddi ilerlemeler sağlandığı bir süreç olan 2002-2005 örtük enflasyon hedeflemesi dönemi, 2006 yılında uygulamaya konulan açık enflasyon hedeflemesi için bir hazırlık niteliğindedir (Kansu, 2007: 65).

Nitekim, Şubat krizini takiben uygulanmaya başlanan GEGP ile 2002-2005 döneminde enflasyonun 30 yıllık kronik yapısı kırılmış ve tek haneli enflasyon rakamlarına ulaşılmıştır (Çakmak, 2007: 89). Bu doğrultuda örtük enflasyon hedeflemesi dönemi başarılı bir dezenflasyon dönemini simgelemektedir (Akyazı ve Ekinci, 2009: 350).

4.9. 2006-2011 DÖNEMİ PARA POLİTİKASI UYGULAMALARI

Örtük enflasyon hedeflemesi; açık enflasyon hedeflemesine geçmeden önce parasal otoritenin bağımsızlık, şeffaflık, hesap verilebilirlik düzeyini arttırarak parasal otoritenin güvenilirliği arttırıcı yapısal düzenlemelerin gerçekleştirildiği bir süreçtir (Öztürk ve Biner, : 23). Nitekim, açık enflasyon hedeflemesi döneminde de şeffaflık, hesap verebilirlik ve öngörebilirlik alanlarında önemli adımlar atılmıştır. TCMB, 2006 yılında fiyat istikrarını sağlamak ve sürdürmek temel amacı doğrultusunda para politikası uygulamalarını dalgalı döviz kuru rejimi altında enflasyon hedeflemesi rejimi çerçevesinde yürütmeye başlamıştır.

Açık enflasyon hedeflemesinin başarılı olmasında üç temel koşul bulunmaktadır. Bunlar (Öztürk ve Biner, : 24);

1. Para politikasının fiyat istikrarı hedefi
2. Merkez Bankasının bağımsızlığı
3. Gelişmiş mali piyasaların varlığı

Mishkin ise bir eserinde enflasyon hedeflemesinin önemli unsurlarını daha detaylı bir şekilde sıralamıştır (Mishkin, 2004: 1):

1. Orta vadeli sayısal bir enflasyon hedefinin kamuoyuna duyurulması
2. Diğer amaçlarının önem derecesine göre ikinci sıraya koyarak para politikasının asıl hedefinin fiyat istikrarı olduğuna dair kurumsal bir taahhütte bulunmak

3. Politika araçlarının kararlaştırılmasında kullanılan birçok değişkenin yer aldığı stratejileri içeren tam bir bilgi paylaşımı
4. Para otoritelerinin kararları, amaçları ve planları hakkında kamuoyu ve piyasanın iletişimini sağlayarak para politikası stratejisinin şeffaflığının artırılması
5. Enflasyon hedeflerine ulaşmada merkez bankasının hesap verme yükümlülüğünün artırılması

Türkiye’de para politikasının nihai hedef olarak fiyat istikrarını benimsemesi, MB’na ekonomik, politik ve araç bağımsızlığının kazandırılması, enflasyon oranının belli bir seviyeye indirilmesi ve mali baskınlığın azaltılması yönünde önemli gelişmeler sağlanarak enflasyon hedeflemesi öncesinde bazı önkoşulların oluştuğu söylenebilir. Ancak dışsal şoklar ve finansal derinlik oranının yüksek olmaması enflasyon hedeflemesi için bir risk oluşturacaktır (Yiğitbaş, 2009: 222).

Enflasyon hedeflemesi rejimine geçilmesiyle “IMF programı şartlılığı” çerçevesinde NUR performans kriteri olmayı sürdürürken, para tabanı performans kriteri ve NİV gösterge hedefinin yerini “enflasyon gözden geçirme kriterleri” alacaktır (Eroğlu, 2007: 21). Temel para politikası aracı olarak Bankalararası Para Piyasası ve İstanbul Menkul Kıymetler Borsası Repo-Ters Repo Pazarında uygulanmakta olan kısa vadeli faiz oranları kullanılmıştır.

Bu kararların alınmasında MB’nın karar alma mekanizması şeffaflaşma ve kurumsallaşma yönünde ilerleyerek Para Politikası Kurulu (PPK)’nu yetkili kılmıştır. Buna göre PPK kararları tavsiye eden konumdan karar alıcı konuma geçmiştir. Böylece Kurul toplantılarında faizlere ilişkin alınan kararlar Para Politikası Kurulu Toplantı Özeti ile nitelendirilen bir metin aracılığıyla kamuoyuna duyurulmaktadır (Kara ve Orak, 2008: 51-52). Bu doğrultuda PPK’nun görevleri şu şekilde sıralanabilir (http://www.tcmb.gov.tr/yeni/banka/teskilat.html#para_politikasi_kurulu):

1. Fiyat istikrarını sağlamak amacıyla para politikası ilke ve stratejilerinin belirlenmesi
2. Para politikası stratejisi çerçevesinde hükümetle birlikte enflasyon hedefini belirlemek

3. Para politikası hedefleri ve uygulamaları doğrultusunda belirli dönemler itibariyle raporlar hazırlayarak Hükümetin ve kamuoyunun bilgilendirilmesi
4. Hükümetle birlikte TL'nin iç ve dış değerini korumak için gerekli tedbirlerin alınması ve kur rejimini belirlemek

2006 yılında enflasyon hedefi TÜFE üzerinden tanımlanarak “nokta hedef” olarak belirlenmeye başlanmıştır. Buna göre, 2006 yılı için %5, 2007 ve 2008 yılları için %4'lük enflasyon hedefleri açıklanmıştır (TCMB, 2005b: 4-5). Ayrıca belirlenen enflasyon hedefleri için belirsizlik aralıkları belirlenmiştir. Buna göre 2006 yılı %5 enflasyon hedefi için +/- 2 puan belirsizlik alanı öngörülmüştür. Belirsizlik aralığı hedeften her iki yönde aşırı sapma eşikleri için gösterge niteliği taşımaktadır (Kartal, 2011: 87). Belirlenen hedeften aşağı ya da yukarı doğru bir sapma olması halinde MB, şeffaflık ve hesap verebilirlik ilkesi çerçevesinde sapmanın nedenlerini hükümete yazılı olarak bildirmekle ve kamuoyuna açıklamakla yükümlü kılınmıştır. Ayrıca, enflasyon hedeflemesine geçilmesiyle birlikte üç ayda bir yayınlanan para politikası raporunun yerini enflasyon raporu almıştır.

Buna göre 2006 yılında belirlenen 3'er aylık enflasyon patikası ve belirsizlik aralığı aşağıdaki tabloda gösterilmiştir.

Tablo 4.15. 2006 Yılında Hedefle Uyumlu Enflasyon Patikası ve Belirsizlik Aralığı

	Mart 2006	Haziran 2006	Eylül 2006	Aralık 2006
Belirsizlik Aralığı Üst Sınırı	9.4	8.5	7.8	7
Hedefle Tutarlı Patika	7.4	6.5	5.8	5
Belirsizlik Aralığı Alt Sınırı	5.4	4.5	3.8	3
Gerçekleşmeler	8.16	10.12	10.55	9.65

Kaynak: TCMB Yıllık Rapor, 2006

Görüldüğü gibi Haziran ayından itibaren patikanın üst sınırı aşılmaya başlamıştır. Enflasyonla hedeflemenin ilk yılında Mayıs öncesinde petrol ve altın fiyatlarındaki olumsuz seyrin yanı sıra özellikle işlenmemiş gıda ve emtia fiyatlarındaki artış gibi bir dizi arz şokuyla karşılaşılması nedeniyle enflasyonla uyumlu patikanın üzerine çıkmıştır. Yılın ikinci çeyreğinde ise küresel risk

algılamalarındaki değişim ve uluslar arası likidite şokunun etkisi ile döviz kuru hareketlenmeleri sonucunda gelişmiş ülkeler faiz oranlarında bir artırıma gitmişlerdir. Türkiye’de enflasyondaki yükselişte bütün bu uluslar arası konjonktürde meydana gelen bu gelişmeler ışığında uluslar arası piyasalarda yaşanan dalgalanma sebebiyle TL’nin değer kaybetmesi etkili olmuştur (TCMB, 2006: 34). Bu gelişmeler sonucunda enflasyonist beklentilerde bozulmalar meydana gelmesi üzerine MB, parasal sıkılaştırmaya gitmiştir. 2007 yılında uygulanan para politikasını irdelemek için 2007 yılında baş gösteren ve tüm dünyayı etkisi altına alan finansal krizin çıkış kaynağını ve Türk ekonomisi üzerindeki etkilerini irdelemek gerekmektedir.

4.9.1. KÜRESEL FİNANSAL KRİZİN NEDENLERİ

1929 Büyük Buhranından sonra, dünyanın yaşadığı en büyük kriz olarak tanımlanan küresel finans krizinin (Krugman, 2009) kaynağını ABD’nin mortgage piyasasındaki ortaya çıkan sorunlar oluşturmaktadır (Friedman ve Kuttner, 2010: 52). Likidite bolluğu ve özensiz krediler, menkul kıymetleştirme, saydamlık eksikliği, kredi derecelendirme sürecindeki sorunlar, düzenleyici denetleyici kuruluşların FED’in değişen risk ortamına karşı önlem almakta gecikmesi küresel finansal krizinin nedenleri özetlemektedir (Alantar: 2009: 2-5). Daha detaylı irdelemek gerekirse, 2006 yılının II. Çeyreğinde konut piyasasındaki bozulmalarla birlikte global kriz ilk sinyallerini vermiştir. 2006 yılının sonlarında “Ownit Mortgage Solutions”un iflas etmesiyle konut piyasasında ortaya çıkan dalgalanma subprime mortgage alanında da kendini hissettirdi. Ardından 2 Nisan 2007 yılında “New Ceuntry Financial”ın da iflas etmesi krizi daha da tetiklemiştir (Yılmaz ve Gayğusuz, 2008: 4).

2007 Ağustos ayında ABD emlak piyasasındaki “sub-prime mortgage” kredilerinin tetiklenmesi ile başlayan global finansal kriz 2008 Eylül ayında başta ABD’ de olmak üzere büyük mali kuruluşların iflas etmesi sonucunda gittikçe derinleşmiş ve yaygınlaşmıştır. Bear Stearns Ocak 2007’ de değerinin çok altında JP Morgan’ a satıldı. Merrill Lynch’in Bank of Amerika’ ya satılması küresel ölçekte bankacılık sisteminde kötü bir izlenim yarattı. Krizin etkisinin hissedildiği Ağustos 2007’ itibaren 17 banka iflas ettiğini açıkladı

(<http://www.fdic.gov/bank/individual/failed/banklist.html>).

Dünyanın en büyük sigorta şirketi AIG, FED tarafından iflasın eşiğinden kurtarıldı. ABD'nin en büyük 4. Yatırım Bankası olan 158 yıllık Lehman Brothers'ın 600 milyar dolar borç ile iflasını açıklayarak batmasıyla etkisi bütün dünyaya yayılmaya başlayan kriz, piyasalarda deprem etkisi yarattı ve ABD'nin mortgage krizi küresel finansal kriz haline geldi (Ünal ve Kaya, 2009: 6).

FED 2008 krizi öncesinde faiz oranlarını çok düşük tutmuş ve kredi patlamasının oluşmasına izin vermiştir. Kredi patlamaları keskin ekonomik dönüşlerin zeminini hazırlar ve çoğunlukla da finansal sıkıntıyı beraberinde getirir (Eichengreen, 1987). Konut kredileri piyasalarında hızlı kredi genişlemesinin ardında nakit akışlarının bir havuzda toplanması ve yatırımcılara satılmak üzere mali bir varlık olarak menkul kıymetler üretilmesi olarak tanımlanan menkulleştirme mekanizması yatmaktadır. Konut kredileri hacmini daha arttırmak için riskli olarak nitelendirilen ödeme güçleri sınırlı kesime yönelinmiştir (Özel, 2008: 30). ABD' de konut fiyatlarında ve kira gelirlerinde düşüşlerin meydana gelmesi subprime mortgage kredilerinin geri ödemesini sekteye uğramıştır. Teminatlandırılmış Kredi Paketi (Collateral Debt Obligations, CDO) olarak adlandırılan bu finansal enstrümana sahip şirket, şahıs ve özellikle yatırım bankaları ciddi zararlara uğradılar.

2004 yılından itibaren FED'in enflasyonla mücadele için tekrar faiz arttırımına gitmesiyle durum daha da bozulmaya başladı. Faizlerin hızlı bir şekilde artması, özellikle değişken faizli mortgage kredilerinin geri dönüşümünde sorunlar baş gösterirken, kredi batıkları ve konut hacizleri de artmaya başlamıştır. Bu yüzden ABD ekonomisinin konut sektöründeki gelişmelere duyarlılığı artmıştır (Baker, 2009). Konut kredilerinde başlayan sorunlar kısa sürede tüm kredi piyasasına yayıldı (Selçuk ve Yılmaz, 2008: sayfa yaz).

Krizi ortaya çıkaran nedenler arasında, ABD'nin konut kredisi alan riskli kişilerin bu kredileri geri ödememesi ve bunları önlemek amacıyla kullanılan finansal araçların etkin bir şekilde işletilememesi sonucu piyasaya çıkarılan milyar dolarlar sayılmaktadır (Ünal ve Kaya, 2009: 4). 2007 yılı sonu itibariyle ABD' deki mortgage piyasasında subprime olarak adlandırılan ve dar gelirli kimselere kullandırılan yüksek riskli kredilerin boyutu 1,5 trilyon doları aşmıştır. Mortgage krizi olarak başlayan bu süreç, zamanla likidite krizine dönüşmüştür. Dünyayı etkisi altına alan kriz ilk olarak kendini çıktı düzeylerinde göstermiştir. 2007 yılında yüzde

5.2 olan dünya hasılası 2008 yılında global krizin etkisiyle hızla düşerek yüzde 3.0 düzeyine çekilmiştir. 2009 yılında ise dünya hasılası yüzde 1.1 daralma göstermiştir (IMF, 2010).

Sonuç olarak piyasalardaki gerginlik tırmanmış, risk algılamalarındaki bozulmanın etkisiyle finans kuruluşları birbirlerine borç vermede isteksiz davranma eğilimine girmiş ve daha yüksek risk primi talep etmeye başlamışlardır. Gelişmiş ülkelerin merkez bankaları ve hükümetler, finansal istikrarsızlığın ekonomileri üzerindeki etkilerini sınırlamak ve güven ortamı sağlamak amacıyla çeşitli önlemler almaya çalışsalar da, finans kuruluşlarının mali durumlarına ilişkin olumsuz haberler, zararların artarak devam etmesi ve ekonomik verilerin beklentilerin altında gerçekleşmesi, alınan önlemlerin etkinliğini sınırlamıştır. Aslında risk primlerinin düşürülmesinden ziyade talebi arttırıcı genişletici politikalara yer verilmelidir. Şüphesiz bunun enflasyonist bir baskısı olacaktır ancak enflasyon finansal servetleri erittiği için finans sermayesi tarafından istenmeyen bir durumdur. Ancak reel ekonominin canlanması için bu maliyetler göğüslenmek durumundadır (Yeldan, 2009)

4.9.2. KRİZİN TÜRKİYE EKONOMİSİNE ETKİLERİ

Tüm dünyayı etkisi altına alan kriz Türkiye'yi de makro ekonomik açıdan olumsuz yönde etkilemiştir. 2008 krizi Türkiye'yi dört farklı kanaldan etkilemiştir. Bunlar (Aras, 2010: 99); dış talepte azalma, dış kredi azalması, iç kredi daralması ve ekonomiye duyulan güvenin azalması şeklinde kendini göstermiştir. Buna göre 2006-2011 dönemi temel makroekonomik göstergeler aşağıdaki tabloda özetlenmiştir:

Tablo 4.16. 2006-2010 Dönemi Temel Ekonomik Göstergeler

Yüzde Değişim	2006	2007	2008	2009	2010
Büyüme(%)	6.9	4.7	0.7	-4.7	8.2
Enflasyon(%)	9.7	8.4	10.1	6.5	6.4
Emişyon Hacmi(%)	26.8	27.9	32.7	38.3	48.9
Kısa Vadeli Reeskont Faizi	27	25	25	18 19 15	14
1 ABD Doları (TL)	1.428	1.302	1.301	1.550	1.502
Dış Ticaret Dengesi (Milyar \$)	-41	-46.8	-53	-24.8	-56.3

Kaynak: TCMB, DİE, DPT, MB veri tabanı

Küresel kriz nedeniyle artan belirsizlik ortamı, piyasalardaki güveni zedeleyerek ekonomik birimlerin ileriye dönük beklentilerini olumsuz yönde etkilemiş, bu da yatırım ve tüketim kararlarının ertelenmesine ve ekonomik aktivitenin ciddi biçimde yavaşlamasına yol açmıştır. Bu gelişmeler sonucunda, GSYH büyüme hızı, 2009 yılında negatif %4,7 olarak gerçekleşmiştir. Ekonomideki bu daralma, pek çok ülkede olduğu gibi ülkemizde de istihdamın azalmasına ve işsizliğin artmasına yol açmıştır.

Krizin tüm ekonomilere yayılması ve derinden hissedilmesi sonucu, tüm dünyadaki talep daralması nedeniyle, Türkiye’de ihracat ve ithalat artış oranlarında da keskin yavaşlama gözlenmektedir (Yılmaz, 2008a: 7). İhracatın yarıya yakın bir bölümünün gerçekleştirildiği AB ülkelerinde krizin şiddetli şekilde hissedilmesi, ülkemizin ihracat performansını önemli ölçüde düşürmüştür (Yörükoğlu, 2009: 3).

Küresel ekonomik krizin etkisiyle küresel talepteki keskin düşüş ve enerji ve emtia fiyatlarındaki hızlı gerilemenin yanı sıra ülkemizde yurt içi talebin de önemli ölçüde daralması enflasyondaki ve enflasyonist beklentilerdeki düşüşü beraberinde getirmiştir. Buna göre 2008 yılında %10 seviyelerinde seyreden enflasyon oranı krizin etkisinin ağır bir biçimde hissedilemeye başladığı 2009 yılında %6.5 seviyesine düşmüştür.

Mali sektörde baş gösteren krizin etkileri 1994 ve 2001 krizlerindeki edinilen tecrübeler sonucu ülkemizde sadece reel sektörle sınırlı kalmıştır (Soylu, 2009: 262). Birçok ülkeden farklı olarak, Türkiye’de kamu kesimi tarafından bankacılık sektörüne müdahale ya da kaynak aktarma ihtiyacı ortaya çıkmamıştır. Bunun en önemli nedeni, 2001’de yaşanan kriz sonrasında bankacılık ve finans piyasalarında

gerçekleştirilen yapısal düzenlemelerle Türk bankacılık sisteminin şoklara karşı dayanıklılığının artırılmasıdır (Yılmaz, 2009: 9).

Türkiye’de türev ürünlerin fazla olmaması, bankacılık sektöründeki gerçekleştirilen yapısal reformlar, sağlanan makroekonomik istikrar, sürdürülen mali disiplin ve kontrolün mevduat bankalarının elinde olması küresel krizin etkilerini azaltmıştır (Apak, 2009: 27).

Ayrıca, Türkiye’de mevduatın krediye dönüşüm oranının %80’lik bir oranla yüksek bir seviyede olması ve bankaların sermaye yeterlilik oranlarının yasal sınırın üzerinde seyretmesi yaşanan krizin bankacılık sektörü üzerindeki etkisini sınırlamaktadır (Can, Akyüz ve Özkan, 2009: 15).

TCMB, 2007 yılında da para politikasının genel çerçevesini enflasyon hedeflemesi çerçevesinde uygulamaya devam etmiştir. 2007 yılı için belirlenen %4’lük enflasyon hedefi 2 puanlık belirsizlik aralığı ve hedefle uyumlu üçer aylık enflasyon patikası ile birlikte açıklanmıştır.

Tablo 4.17. 2007 Yılında Hedefle Uyumlu Enflasyon Patikası ve Belirsizlik Aralığı

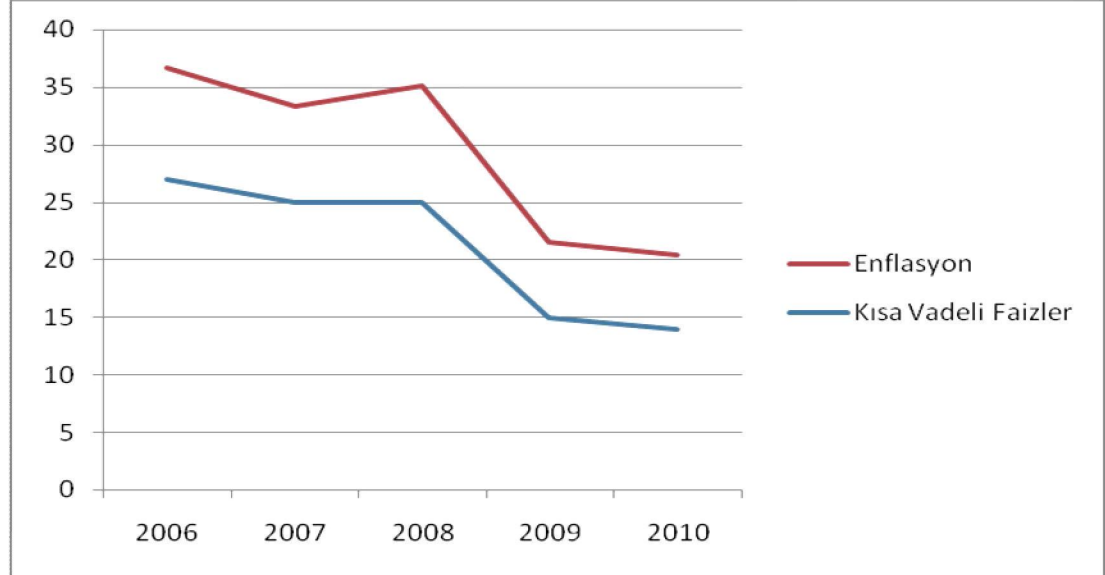
	Mart 2007	Haziran 2007	Eylül 2007	Aralık 2007
Belirsizlik Aralığı Üst Sınırı	11.2	8.7	7.3	6.0
Hedefle Tutarlı Patika	9.2	6.7	5.3	4.0
Belirsizlik Aralığı Alt Sınırı	7.2	4.7	3.3	2.0
Gerçekleşmeler	10.86	8.60	7.12	8.39

Kaynak: TCMB Yıllık Rapor, 2007

Para politikası performans kriteri olarak üçer aylık enflasyon patikası ve NUR seçilmiştir. 2006 yılının ortalarından itibaren uygulanan parasal sıkılaştırma etkilerini göstererek enflasyon göstergelerinde belirgin bir düşüş sağlanmıştır. Ancak, 2007 yılının sonunda belirsizlik aralığının üst limiti aşıldığı için MB, hükümet ve IMF’e kamuoyuyla paylaşılan mektuplar göndermiştir.

MB, enflasyonist beklentilerdeki katılığa dikkat çekerek temkinli faiz indirimine gitmiş ve gecelik borçlanma faiz oranlarını toplamda 175 baz puan azaltarak %17.50 seviyesinden %15.75 seviyesine indirmiştir (TCMB, 2007: 40).

Kısa vadeli faizler ve enflasyondaki uyumlu değişim Grafik 4.7.’de net bir şekilde görülmektedir.

GRAFİK 4.7. KISA VADELİ FAİZ – ENFLASYON İLİŞKİSİ

Kaynak: TCMB

Grafik 4.7.'den anlaşılacağı üzere kısa vadeli faizdeki değişim ile enflasyondaki hareket aynı yönlü olmuştur. Buna göre 2006 yılındaki %27 seviyesinde olan faizler 2010 yılı sonunda giderek düşerek %14 seviyesine ulaşmıştır. Bu yıllar arasında enflasyonun seyrine baktığımızda ise bir düşüş eğilimi içinde olduğu görülmektedir.

Şüphesiz faiz kararları yalnızca gıda ve enerji fiyatlarının artışına bağlı olarak alınmamaktadır. Arz şoklarının uzun süredir devam ediyor olması ve enflasyon bekleyişlerinin olumsuz yönde etkilenmesi durumunda diğer bir deyişle genel fiyatlandırma davranışlarının bozulması halinde para politikasının bu duruma kayıtsız kalması düşünülemez. Buradaki asıl amaç fiyatlardaki yükselişin gittikçe kendini büyütüp enflasyon sarmalı haline dönüşmesinin önüne geçerek bekleyişleri kontrol altına almak ve arz şoklarının talep şokuna dönüşmesini engellemek için daha sıkı bir duruş sergilemek gerekmekte ve bu nedenle sıkı para politikası uygulanmıştır (Yılmaz, 2008: 10).

2008 yılında da 2006 yılından itibaren geçerli olmak üzere para politikası temel aracı olarak Bankalararası Para Piyasasında ve İstanbul Menkul Kıymetler Borsası Repo-Ters Repo Pazarında uygulanmakta olan kısa vadeli faiz oranları ve

para politikası temel iletişim aracı olarak üçer aylık dönemler itibariyle yayınlanmakta olan Enflasyon Raporu esas alınmaktadır.

Tablo 4.18. 2008 Yılında Hedefle Uyumlu Enflasyon Patikası ve Belirsizlik Aralığı

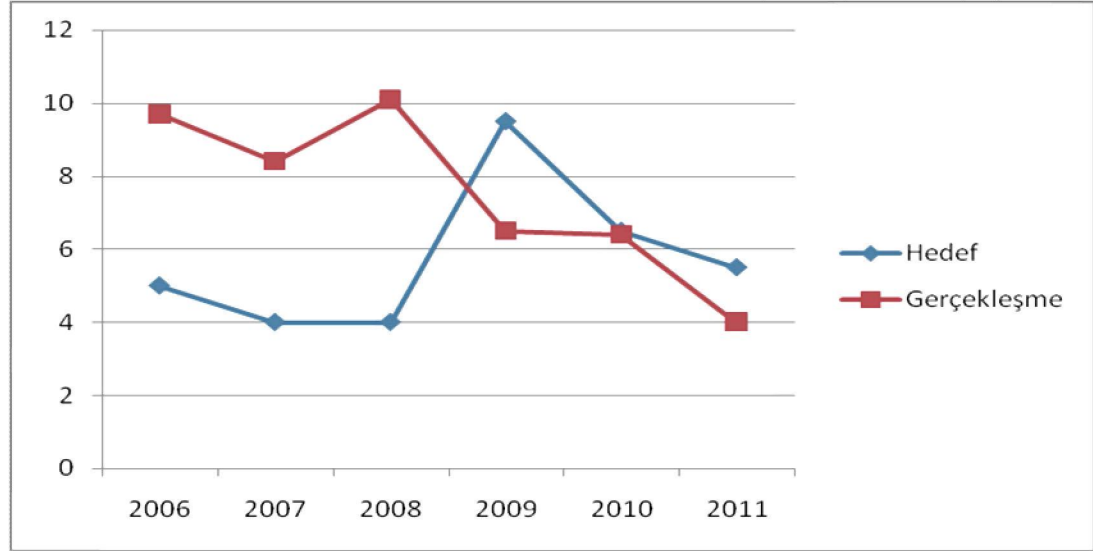
	Mart 2008	Haziran 2008	Eylül 2008	Aralık 2008
Belirsizlik Aralığı Üst Sınırı	9.10	8.50	8.30	6.00
Hedefle Tutarlı Patika	7.10	6.50	6.30	4.00
Belirsizlik Aralığı Alt Sınırı	5.10	4.50	4.30	2.00
Gerçekleşmeler	9.15	10.61	11.13	10.06

Kaynak: TCMB Yıllık Rapor, 2008

2008 yılının sonu için hedeflenen %6 belirsizlik aralığı üst sınırı, yıllık TÜFE artışının %10.06 olarak gerçekleşmesi ile aşılmıştır.

Emtia fiyatlarındaki artış ve küresel kredi piyasalarında yaşanan olumsuzlukların ülke risk primi ve döviz kurları üzerindeki olumsuz etkileri neticesinde 2008 yılında enflasyon oranı yıl boyunca belirlenen patikanın üzerinde çıkmıştır. Dezenflasyon süreci, emtia fiyatlarında yaşanan arz yönlü şokların etkisiyle kesintiye uğramış ve enflasyon hedefleri belirgin olarak aşılmıştır. Bu nedenle TCMB, ilgili dönemlere ilişkin Hükümet'e açık mektup yazmıştır.

2008 yılında önemli bir gelişme de arz şoklarının geçici olmadığı görüşünün güçlenmesi ve küresel piyasadaki sorunların devam etmesi üzerine enflasyon hedeflerinin yukarı doğru revize edilmesi olmuştur. Bu ortamda TCMB gerekli politika tepkisini vererek hedef revizyona gidilerek, yeni hedeflerle uyumlu bir parasal sıkılaştırma uygulanmaktadır (Yılmaz, 2008: 12). Bu çerçevede enflasyon hedefleri 2009 yılı için %7.5, 2010 yılı için %6.5, 2011 yılı için ise %5.5 olarak belirlenmiştir (TCMB, 2008: 46).

GRAFİK 4.8. 2006-2011 DÖNEMİ ENFLASYON HEDEF VE GERÇEKLEŞMELERİ (%)

Kaynak: TCMB

Not: 2011 yılı I. Çeyrek enflasyon verileridir.

Ancak 2008'in üçüncü çeyreğinde krizin etkilerinin belirginleşmesiyle %16.75'a yükselen ve yıl sonu itibariyle 125 baz puanlık bir indirimle %15 seviyelerinde seyreden kısa vadeli faizler 2009 yılı sonunda ise %6.5'a gerilemiştir.

Krizin etkilerini hafifletmek amacıyla TCMB oluşabilecek likidite sıkışıklığına karşı bazı önlemler almıştır. Bunlardan birincisi, politika faiz oranlarının hızlı bir biçimde düşürülmesidir. Diğer bir tedbir de döviz depo piyasasında bankaların bilanço yapıları göz önünde bulundurularak işlem yapma limitleri iki katına çıkarılmış ve bankaların ABD doları Euro cinsinden TCMB'den alacakları döviz depolarının vadeleri 1 haftadan 1 aya uzatılmıştır. Ayrıca TCMB likiditesini daha da güçlendirmek için döviz alım ihalelerine ara vermiştir. Yabancı para zorunlu karşılık oranı düşürülerek bankacılık sistemine 2.5 milyar ABD doları tutarında ek döviz likiditesi sağlanmıştır (Parasız, 2009: 157).

Küresel krizin toplam talepte yarattığı daralmayla birlikte emtia fiyatlarındaki düşüşlerin yanı sıra krize karşı alınan mali tedbirler kapsamında yapılan vergi indirimleri enflasyonda bir düşüşü sağlamıştır. Yılın son çeyreğinde işlenmemiş gıda fiyatlarındaki artışlar nedeniyle enflasyon oranı biraz yükselse de yıl sonu itibariyle %6.5 ile belirsizlik aralığının içinde gerçekleşmiştir (TCMB, 2009: 41).

Tablo 4.19. 2009 Yılında Hedefle Uyumlu Enflasyon Patikası ve Belirsizlik Aralığı

	Mart 2009	Haziran 2009	Eylül 2009	Aralık 2009
Belirsizlik Aralığı Üst Sınırı	11.7	10.8	10.5	9.5
Hedefle Tutarlı Patika	9.7	8.8	8.5	7.5
Belirsizlik Aralığı Alt Sınırı	7.7	6.8	6.5	5.5
Gerçekleşmeler	7.8	5.7	5.2	6.5

Kaynak: TCMB Yıllık Rapor, 2009

Küresel krizin talep ve üretim üzerinde yarattığı kısıtlamanın etkisi ile %7.5'lük 2009 yıl sonu enflasyon hedefinin %6.5 olarak altında kalınmış, 2010 yılında ise %6.4'lük enflasyon oranı ile hedefe ulaşılmıştır.

TCMB, fiyat istikrarı temel amacına yönelik olarak 2010 Mayısından itibaren bir hafta vadeli repo ihale faiz oranını temel politika aracı olarak kullanmanın yanı sıra para politikasının etkinliğini arttırmak amacıyla zorunlu karşılıklar ve likidite yönetimi gibi ek politika araçlarını da aktif olarak kullanmaktadır (TCMB, 2010: 42). Hedef değişken olarak yine TÜFE yıl sonu enflasyon oranı esas alınmakta ve enflasyon hedefleri hükümetle birlikte 2 puanlık belirsizlik aralıkları ile birlikte nokta hedef olarak belirlenmektedir.

Tablo 4.20. 2010 Yılında Hedefle Uyumlu Enflasyon Patikası ve Belirsizlik Aralığı

	Mart 2010	Haziran 2010	Eylül 2010	Aralık 2010
Belirsizlik Aralığı Üst Sınırı	8.5	8.5	8.5	8.5
Hedefle Tutarlı Patika	6.5	6.5	6.5	6.5
Belirsizlik Aralığı Alt Sınırı	4.5	4.5	4.5	4.5
Gerçekleşmeler	9.6	8.4	9.2	6.4

Kaynak: TCMB Yıllık Rapor, 2010

Yıl genelinde enflasyon gelişmelerinde gıda ve enerji fiyatlarının seyri belirleyici tavrını sürdürmüş ve fiyatlardaki yükselişlerle çekirdek enflasyon yıl içinde zayıf seyrini koruyarak 2010 için belirlenmiş olan TÜFE yıl sonu %6.5 hedefine çok yakın olarak %6.4 ile belirsizlik aralığının içinde gerçekleşmiştir.

TCMB, 2010 yılındada enflasyon hedeflemesi rejimi ile dalgalı döviz kuru rejimine devam etmiştir. 2010 yılının son çeyreğinden itibaren gelişmekte olan ülkelere sermaye akımlarının artması üzerine ülkeye giren kısa vadeli sermaye akımları finansal denge üzerinde riskler yaratarak cari açığı arttırmış ve bu durum

TCMB'nin para politikası stratejisi fiyat istikrarının yanında finansal istikrara da odaklanmasına neden olmuştur.

Bu çerçevede TCMB, kısa vadeli faizlerle birlikte likidite yönetimi ve zorunlu karşılıklar gibi alternatif politika araçlarını da kullanmayı benimsemiştir. Bu doğrultuda PPK düşük politika faizi ve yüksek zorunlu karşılık oranlarını fiyat istikrarını ve finansal istikrarı sağlayabilmek için en uygun politika bileşimi olduğunu belirtmiştir (TCMB, 2011: 4). Bu amaçla, zorunlu karşılık oranları Eylül ve Kasım aylarında bir artırıma gidilerek %6 seviyesine yükseltilmiş ve TL zorunlu karşılıklara faiz ödenmesi uygulamasına son verilmiştir. Gecelik faiz oranları ise yıl sonu itibariyle %6.5'tan %1.5 seviyesine indirilirken, bir haftalık faiz oranı ise %6.5 düzeyine düşürülmüştür (TCMB, 2010: 43).

2011 yılının başında da TCMB, 2010 yılının sonlarından itibaren uygulamaya başladığı küresel krizin ülke ekonomisinde yarattığı makro finansal dengesizlikleri gidermek amacıyla fiyat istikrarının öncelikli hedef olarak benimsendiği ve bunun yanı sıra finansal istikrarın da destekleyici bir amaç olarak benimsendiği yeni bir politika stratejisine devam etmiştir. 2010 yılının son çeyreğinden itibaren enflasyonun düşüş eğiliminde olması TCMB'nin finansal istikrara odaklanmasını mümkün kılmıştır. Bu kapsamda politika faizinin yanı sıra zorunlu karşılıkların birbirini tamamlayıcı politika araçlarının kullanıldığı ve öngörülen tedbirlerin sıkılaştırıcı yönde olacağı vurgulanmıştır. Bu doğrultuda TCMB, kısa vadeli sermaye girişlerinin azaltılması amacıyla politika faizlerini düşürürken diğer taraftan kredi genişletilmesinin önüne geçmek amacıyla zorunlu karşılık oranlarını arttırmaya başlamıştır (TCMB, 2011a: 1).

Nitekim, 2011 ilk çeyreğinde enflasyonun %4 gibi düşük düzeyde setretmesine rağmen petrol fiyatlarındaki ani artışların ikincil etkilerini (genel fiyatlandırma davranışlarındaki bozulma) önlemek amacıyla güçlü bir parasal sıkılaştırmaya gidilerek 2011 Şubattan itibaren politika faizleri sabit tutulurken Mart ve Nisan aylarında TL için uygulanan zorunlu karşılık oranları 410 baz puan arttırılmıştır. Yapılan bu sıkılaştırmanın etkisiyle yılın ikinci çeyreğinde kredi kullanımını ivme kaybetmeye devam etmesinin ve zorunlu karşılık düzenlemelerinin getirdiği maliyet etkisinin kredi faizlerinde yukarı yönlü bir baskı oluşturarak sıkılaştırma politikasının etkisi daha belirgin bir şekilde hissedilecektir.

5. SONUÇ VE DEĞERLENDİRME

Enflasyon 1970'lerde ciddi bir sorun olarak dünya gündemine oturmuş ve para politikası stratejisinin nihai amacı olarak fiyat istikrarı merkez bankalarının öncelikli politika hedefi haline gelmiştir. Para politikası uygulamaları ülkelerin ekonomik ve sosyal göstergelerine göre farklılık göstermesine rağmen fiyat istikrarı piyasa ekonomisinin beklentilerini olumsuz etkileyen enflasyon belirsizliğini azaltması ve sistemin daha etkin çalışmasını sağlaması dolayısıyla nihai hedef olmada önemini korumuştur.

Ülkemizde ise 1970'li yıllarda yüksek enflasyon süreci, sürekli artan kamu açıklarının parasal genişleme ile finansmanından kaynaklanmıştır. Bu dönemde para politikası artan kamu açıkları nedeniyle maliye politikası karşısında ikincil bir öneme sahip olmuştur. Halbuki, para politikası maliye politikası ile koordinasyon içinde uygulanması durumunda fiyat istikrarı hedefinde başarıdan söz edilebilir.

Türkiye para politikalarına tarihsel bir perspektiften bakıldığında ekonominin dışa kapalı olduğu 1980 öncesi ve dışa açık olduğu 1980 sonrası dönem olarak ele almak daha doğru olacaktır. 24 Ocak 1980 tarihinde Türkiye, liberalleşme yönünde ilk adımlarını atmış ve 1989 yılında finansal serbestleşme ile birlikte mali sistemde gerçekleştirilen reformlar para politikası uygulamalarına da yansımıştır. Faizler üzerindeki kontrollerin kaldırılması ve konvertibiliteye geçiş bu dönemin en önemli değişimlerini ifade etmektedir. Bu dönemde TCMB, parasal hedefleme stratejisini uygulamıştır. Para politikalarının uygulanması açısından önemli bir nokta da 1990 yılı olmuştur. Bu tarihte MB ilk kez parasal program ilan ederek MB toplam bilanço büyüklüğü, toplam iç yükümlülükler, toplam iç varlıklar ve MB parası üzerine hedefler belirlenmiştir. Ancak, şartların oluşmamış olması nedeniyle kamuoyuna açıklanmamıştır. 1990'lı yıllarda aynı zamanda istikrarsız büyüme, yüksek enflasyon, yüksek kamu açıkları dönemi simgeleyen en önemli sorunlardır. Artan borç stoku ve yüksek reel faiz uygulaması bir yandan enflasyonun kronik hale gelmesine neden olurken diğer yandan tasarrufların ve MB kaynaklarının kamu açıklarının finansmanı için kullanılmasına neden olmuştur. Daha da önemlisi, kamu kesimi borçlanma gereğinin büyük ölçüde Merkez Bankası kaynaklarından karşılanıyor olması para politikasını maliye politikası karşısında ikincil duruma düşürüyordu (TCMB, 2002: 34). Bu dönemde MB, bilanço büyüklüklerinin hedef

alındığı para programı esasına dayalı para politikası uygulamıştır. Şüphesiz bu yıllarda MB'nın para politikaları uygulamalarında karşılaştığı en önemli baskı unsuru kamunun finansman açığıdır. 1994 yılında ise mali sistemde bir krizle karşılaşmış ve piyasadaki fazla likidite MB tarafından döviz satışı ile çekilmiştir. Aynı zamanda ekonomide istikrarı sağlamak için 5 Nisan Ekonomik İstikrar Kararları uygulamaya konularak para politikasının etkin bir şekilde sürdürülmesi için mali piyasalara yönelik bir dizi önlem alınmıştır. 1995 yılında ise IMF ile yapılan stand-by anlaşması gereği para politikasında parasal büyüklük hedefi olarak Rezerv Para ve Net Dış Varlıklar kalemlerini de içeren Net İç Varlıklar kaleminin izlenmesi, Net Uluslar arası Rezervler'in ise izlenen büyüklük olarak seçilmesine dayalı bir para programı uygulanmıştır. IMF ile yapılan stand-by anlaşması gereğince yapısal değişiklikler amaçlanmış ancak bu kararlar ekonomide yüksek enflasyon sorununu çözmekte ve kamu borçlarının finansmanı konusunda başarılı olamamıştır.

1996 ve 1997 yıllarında yakalanan büyüme performansının etkisi ile 1994 krizi sonrası nispeten daha istikrarlı bir yapının devam ettiğini söyleyebiliriz. Ancak bu durum, 1999 sonunda etkisini kaybetmeye başlayan iyimser hava 2000 ve 2001 krizleriyle yerini derin bir bankacılık krizine bırakmıştır. Döviz kuru hedeflemesine dayalı istikrar programları genellikle yabancı kaynak girişine dayalı olması aşırı sermaye çıkışlarının olduğu takdirde programın başarısızlığına neden olmaktadır. Nitekim ülkemizde de benzer süreç yaşanmıştır. Döviz kuruna dayalı istikrar programı gereği düşük kur- yüksek faiz politikası yabancı kaynak girişinin artması dolayısıyla ulusal paranın aşırı değerlenmesi sonucu program kredibilitelerini kaybetmiştir. IMF'in desteği ile piyasada oluşan likidite sıkıntısının bastırabilen TCMB, 2001 krizinde oluşan aşırı döviz talebine karşılık verememiştir. En sonunda sabit döviz kuru terk edilerek dalgalı kur rejimine geçilmiş ve 2001'den itibaren dalgalı kur rejimi altında kısa vadeli faiz oranlarının da para politikası aracı olarak kullanıldığı ve para tabanı gelişiminin enflasyon hedefi yanında ek çapa olarak kullanıldığı bir para politikası stratejisi izlenmesini, mali piyasalar ve bankacılık sektöründe yapısal reformların gerçekleşmesini ve enflasyonla mücadelede enflasyonu tek haneli rakamlara çekerek ekonomide istikrarı sağlamayı öngören Güçlü Ekonomiye Geçiş Programı (GEGP) uygulamaya konularak krizden çıkış için yeni bir yol haritası oluşturulmuştur.

Kısa aralıklarla yaşanan Kasım 2000 ve Şubat 2001 krizlerinden sonra ekonomide fiyat istikrarına yönelik olarak para politikası araçlarında önemli değişiklikler yapılmıştır. Buna göre fiyat istikrarı açısından olumlu sonuç alınamayan döviz kuru hedeflemesinin yerini örtük enflasyon hedeflemesi olarak nitelendirilen gelecek dönem enflasyona odaklanan bir politika uygulanarak para ve kur politikasına yeni bir çerçeve çizilmiştir. Buna göre MB, bir yandan kısa vadeli faiz oranlarını dalgalı kur rejimi altında enflasyonla mücadelede para politikası aracı olarak kullanırken diğer yandan parasal performans kriterleri altında Net İç Varlıklar kalemi için tavan, Net Uluslar arası Rezervler kalemi içinse taban değerler belirlenerek para tabanını kontrolünü sağlamaya çalışmıştır.

2002-2005 döneminde kısa vadeli faiz oranlarının temel politika aracı olarak kullanıldığı gelecek dönem enflasyonuna odaklanan bir para politikası stratejisi olarak örtük enflasyon hedeflemesi sonucu enflasyon rakamlarında istikrar sağlanarak 2006 yılından itibaren uygulanmakta olan açık enflasyon hedeflemesi stratejisi için uygun altyapı sağlanmıştır. IMF ile işbirliği sonrası uygulamaya konulan ekonomik istikrar programı GEGP kapsamında mali ve finansal istikrarın sağlanmasında önemli adımlar atılmış ve 2001'de %68.5 olan enflasyon oranı, 2005 yılında tek haneli rakamlara düşürülerek enflasyonun yüksek kronik yapısı kırılarak büyük bir başarı sağlanmıştır. Enflasyonla mücadelede elde edilen başarıda 2001 yılında MB Kanununda ve bankacılık sektöründe parasal otoritenin güvenilirliğini arttırıcı düzenlemelerle MB'nın bağımsızlık, şeffaflık ve hesap verebilirlik kriterlerinin sağlanması önemli bir yere sahiptir. Ayrıca bu dönemde IMF ile yapılan stad-by anlaşması gereğince TCMB bilanço kalemlerinden para tabanı ve NUR kalemi için performans kriterleri, NİV kalemi için de gösterge niteliğinde hedefler belirlenmiş ve belirlenen tüm kriter ve hedeflere ulaşılmıştır.

2002-2005 yılında uygulanan başarılı bir dezenflasyon sürecini simgeleyen örtük enflasyon hedeflemesi döneminden sonra 2006 yılında açık enflasyon hedeflemesi stratejisine geçilmiştir.

Enflasyon hedeflemesi rejimine geçilmesiyle "IMF programı şartlılığı" çerçevesinde NUR performans kriteri, Bankalararası Para Politikası ve İstanbul Menkul Kıymetler Borsası Repo-Ter Repo Pazarında uygulanmakta olan kısa vadeli faiz oranları temel para politikası aracı olarak kullanmaya başlanmıştır. Para

Politikası Kurulu ise faizlere ilişkin alınan kararları almada yetkili kılmıştır. 2006 yılında enflasyon hedefi TÜFE üzerinden tanımlanarak “nokta hedef” olarak belirlenmeye başlanmıştır. Ayrıca belirlenen enflasyon hedefleri için gösterge niteliğinde +/- 2 puan belirsizlik aralıkları belirlenmiştir.

2007 yılında ise ABD kaynaklı çıkan küresel finans krizinin etkisiyle artan belirsizlik ortamı, piyasalardaki güveni zedeleyerek ekonomik birimlerin ileriye dönük beklentilerini olumsuz yönde etkilemiş, bu da yatırım ve tüketim kararlarının ertelenmesine ve ekonomik aktivitenin ciddi biçimde yavaşlamasına yol açmıştır. Ülkemizde yurtiçi talebin de önemli ölçüde daralması enflasyondaki ve enflasyonist beklentilerdeki düşüşü beraberinde getirerek 2008 yılında %10 seviyelerinde seyreden enflasyon oranı 2009 yılında %6.5 seviyesine düşmüştür.

MB kriz döneminde sıkı para politikası uygulamış ve enflasyonist beklentilerdeki katılığa dikkat çekerek temkinli faiz indirimine gitmiştir. 2008 yılında ise emtia fiyatlarındaki artış ve küresel kredi piyasalarında yaşanan olumsuzlukların ülke risk primi ve döviz kurları üzerindeki olumsuz etkileri neticesinde hedeflenen enflasyonun üst sınırı aşılmıştır.

Küresel piyasadaki sorunların devam etmesi üzerine enflasyon hedefleri yukarı doğru revize edilerek parasal sıkılaştırma uygulanmaya devam edilmektedir.

Görülmektedir ki, Türkiye’de uygulanan para politikalarının diğer makroekonomik göstergeler üzerindeki etkisi büyüktür. Ayrıca uygulanan diğer ekonomi politikaları, kriz dönemleri, küresel piyasalarda yaşanan dalgalanmalar, ekonomik konjonktür ve yaşanan arz şokları para politikasının etkinliğinin sınanmasında birincil önceliğe sahiptir. Gelişmekte olan ülkelerin para politikasının etkin olmamasının nedeni sürekli artan kamu açıklarının parasal hedeflere ulaşmayı zorlaştırmasıdır. Sürekli cari açık sorunu yaşayan ülkelerde maliye politikasından bağımsız bir para politikası uygulaması düşünülemez.

Ayrıca para otoritesinin ve politika uygulamalarının güvenilirliğinin artırılması para politikasının amaçlarına ulaşılması açısından son derece önem arz etmektedir. Şeffaf politikalar uygulayarak parasal otoritenin sorumluluk düzeyinin artırılması kısaca politika yapıcısına politik ve ekonomik bağımsızlığın kazandırılması güvenilirliğin olmazsa olmaz koşullarıdır.

KAYNAKÇA

- A.Allen, W. (2000). Inflation Targeting in the United Kingdom (1992-2000). Inflation Targeting Experiences, England, Finland, Poland, Mexico, Brazil, Chile, Central Bank of the Republic of Turkey, 19-20 October 2000, 64-74.
- Abaan, E. D. (1995). Türkiye’de Paranın Dolaşım Hızı Durağan mı?. (Yayın No: 9513). Ankara: TCMB Tartışma Tebliği.
- Akalın, G. ve Ayhan, U. (2007). Ekonomik Krizlerde Kısa Vadeli Sermaye Hareketlerinin Rolü ve IMF’in Kriz Yönetimi. *Öneri Dergisi*, 7(28), 255-262.
- Akalın, G. ve Tokucu, E. (2007). Kurala Dayalı- Takdire Dayalı Para Politikaları: Taylor Kuralı ve Türkiye’de Enflasyon Hedeflemesi Uygulaması. *Marmara Üniversitesi İİBF Dergisi*, 22(1), 37-55.
- Akçay, M. A. (1997). Para Politikası Araçları: Türkiye ve Çeşitli Ülkelerdeki Uygulamalar. (Yayın No: 2483). Ankara: DPT Uzmanlık Tezi.
- Akdiş, M. (1996), *Para Politikalarının Ekonomik İstikrar Üzerindeki Etkinliği ve Türkiye*, Afyon: Afyon Kocatepe Üniversitesi İ.İ.B.F. Yayınları.
- Akdiş, M. (2001). *Para Teorisi ve Politikası*. İstanbul: Beta Basım
- Aker Akbaş, H. (2009). *Alternatif Para Politikası Stratejileri ve Enflasyon Hedefleme Stratejisi: Türkiye Örneği*. Vergi Denetmenleri Derneği Eğitim Yayınları Serisi: 18, Ankara: Epamat Basım Yayın.
- Aklan, N. A. (2004). Kur Çıpası, Fiyat İstikrarının Sağlanmasında Etkin Bir Para Politikası Aracı mıdır?. *Marmara Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Hakemli Öneri Dergisi*, 6(22), 271-290.
- Aktan, C. C. (2000). Monetarizm ve Rasyonel Beklentiler Teorisi. Aktan, C.C. (Ed.), *Politik İktisat*. İzmir: Anadolu Matbaacılık.
- Akyazı, H. ve Ekinci, A. (2009). Türkiye’de 2000 Sonrası Uygulanan Para Politikası Stratejilerinin Makroekonomik Performanslarının Değerlendirilmesi. *Atatürk Üniversitesi İİBF Dergisi*, 23(1), 345-362.
- Alantar, D. (2009). Küresel Finansal Kriz: Nedenleri ve Sonuçları Üzerine Bir Değerlendirme. *Maliye ve Finans Yazıları*, S. 81.
<http://www.finanskulup.org.tr/maliyefinans/maliyefinans.html> adresinden 23 Haziran 2011 tarihinde alınmıştır.

- Alıcı, A. (2007). Para Talebi – Para Politikası İlişkisi: Türkiye İçin Eş-Bütünleme Analizi. *A.Ü. İktisadi ve İdari Bilimler Dergisi*, 21(1), 75-87.
- Alper, C.E. ve Öniş, Z. (2001). Finansal Küreselleşme, Demokrasi Açığı ve Yükselen Piyasalarda Yaşanan Sürekli Krizler: Sermaye Hareketlerinin Liberalleşmesi Sonrası Türkiye Deneyimi. *Doğu-Batı Dergisi*, 4(17), 203-225.
- Alves, S. and Areosa, W. (2005). Targets and Inflation Dynamics. Central Bank of Brazil Working Series.
- Angeriz, A. and Angeris, P. (2007). Monetary Policy in the UK. *Cambridge Journal of Economics*, 31(6), 863-884.
- Apak, S. ve Aytaç, A. (2009). *Küresel Krizler (Kronolojik Değerlendirme ve Analiz)*. İstanbul: Avcıol Basım Yayın.
- Apak, S. (2009). Küresel Kriz ve Türkiye. *Muhasebe ve Finansman Dergisi*, 42, 26-39.
- Aras, O.N. (2010). Son Ekonomik Krizin Türkiye’de Enflasyon Hedeflemesine Etkisi. *Ekonomi Bilimleri Dergisi*, 2(2), 97-104.
- Ardıç, H. (2004). *1994 ve 2001 Krizlerinin, Türkiye Cumhuriyeti Merkez Bankası Bilançosunda Yarattığı Hareketlerin İncelenmesi*. Uzmanlık Yeterlilik Tezi, Ankara: TCMB.
- Aren, S. (2009). *100 Soruda Para ve Para Politikası*. Ankara: İmge Kitabevi.
- Aren, S. (2008). *İstihdam Para ve İktisadi Politika*. Ankara: İmge Kitabevi.
- Arıcan, E. (2005). Türkiye’de Çıpa Uygulamaları ve Sonuçları: 1990-2004 Dönemi. *Marmara Üniversitesi İİBF Dergisi*, 20(1), 49-76.
- Aslan, M. (2007). The Effects of Fiscal and Monetary Policy on Economic Growth: An Empirical Investigation for Turkey for 1987-2006 Period. *Eskişehir Osmangazi Üniversitesi Sosyal Bilimler Dergisi*, 8(2), 3-24.
- Ay, A. Erdoğan, S. ve Uysal, D. (2007). İstikrar Politikaları ve Türkiye Uluslar arası Para Fonu (IMF) İlişkileri. Ahmet Ay (Ed.), *Türkiye Ekonomisi Makroekonomik Sorunlar ve Çözüm Önerileri*, Konya: Çizgi Kitabevi.
- Aydın, B. (1998). İstikrar Politikaları, Yapısal Uyum Programları: İktisat Politikaları. *İktisat, İşletme ve Finans Dergisi*, 13(146), 52-98.
- Bahçeci, A. S. (1997). *Ortodoks ve Heteredoks İstikrar Programları: Seçilmiş Ülke Örnekleri ve 1994 Türkiye Deneyimi*. Ankara: DPT Uzmanlık Tezi.

- Ball, L. and Sheridan, N. (2003). Does Inflation Targeting Matter?. (Working Paper 9577). NBER Working Paper Series.
- Baker, D. (2009). The Housing Bubble Pops. Heuvel, C. V. (Ed.), *Meltdown, How Greed and Corruption Shattered Our Financial System and How We can Recover* (s. 126-130). New York: Nation Books.
- Barker, K. (2005). Monetary Policy in the United Kingdom- The Framework and Current Issues. *Bank of England Quarterly Bulletin*, 45(2), 276-282.
- Barışık, S. (2002). Enflasyon Hedeflemesi ve Türkiye’de Enflasyon Hedeflemesine Yönelik Bir Değerlendirme. *Journal of Faculty of Business*, 3(1), 74-97.
- Barutça, H. (2000). *Parasal Konjonktür Teorileri, Türkiye Ekonomisinde Uygulanan Para Politikalarının Konjonktürel Etkileri*. (Yayın No: 1205/695). Eskişehir: Açıköğretim Fakültesi Yayınları.
- Başkaya, F. (1986). *İki Bunalım Döneminde Türkiye Ekonomisi Devletçilikten 24 Ocak Kararlarına*. Ankara: Birlik Yayıncılık.
- Bayazıtöğlü, Y. Ersel, H. ve Öztürk, E. (1991). Financial Market Reforms in Turkey Between 1980-1990. TCMB Discussion Papers, 9102, Ankara.
- Baye, M. R. and Jansen, D. W. (1995). *Money, Banking, and Financial Markets: An Economics Approach*. Boston: Houghton Mifflin Company.
- Bayraktutan, Y. ve Özkaya, H. (2002). IMF İstikrar Politikalarının Doğu Asya’da Ekonomik Performans Sonuçları. *Kocaeli Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi*, 3(19), 1-18.
- Bernanke, B. S. and Mishkin, S. F. (1992). Central Bank Behaviour and the Strategy of Monetary Policy: Observations from Six Industrialized Countries. Blanchard, O. and Fischer, S. (Ed.), *NBER Macroeconomics Annual* (s. 183-238). Cambridge: MIT Press.
- Bernanke, B. S. (2008). The Fed’s Road Toward Greater Transparency. *Cato Journal*, 28(2), 175-186.
- Bernanke, B. S. (2009). The Crisis and the Policy Response. Stamp Lecture given at the London School of Economics.
<http://www.federalreserve.gov/newsevents/speech/bernanke20090113a.htm>
 adresinden 17 Haziran 2011 tarihinde alınmıştır.

- Blejer, M. I. and Cheasty, A. (1988). High Inflation, Heterodox Stabilization and Fiscal Policy. *World Development*, 16(8), 867-881.
- Blejer, M. I. and Cheasty, A. (1988a). Some Lessons From Heterodox Stabilization Programs. *Finance and Development*, 25(3).
- Bordo, M. D. and Schwartz, A. J. (2003). IS-LM and Monetarism. (Working Paper 9713) Cambridge: NBER Working Papers.
- Brunner, K. (1968). The Role of Money and Monetary Policy. *Review of Federal Reserve Bank of St. Louis*, 9-24.
- Business Latin America, (2010). Brazil: Overheating Risks Persist. 45(27), 4-5.
- Can, İ. Akyüz, Y. ve Özkan, H. (2009). Küresel Finansal Kriz ve Türk Bankacılık Sektörüne Etkileri. 13.Ulusal Finans Sempozyumu, Küresel Finansal Kriz ve Etkileri Bildiriler Kitabı, 21-24 Ekim, Afyon, 271-286.
- Cardoso, E. A. and Dornbusch, R. (1987). Brazil's Tropical Plan. (Working Paper 2142) NBER Working Paper Series.
- Cesur, F. (2006). Para Arzı ile Enflasyon İlişkisi ve Türkiye Uygulaması (1994-2006). *Trakya Üniversitesi Sosyal Bilimler Dergisi*, 8(2), 85-104.
- Chair, L. S. F. Alvarez, S. G. Braunstein, S. Emerson, M. M. Johnson, J. J. Johnson, K. H. Malphrus, S. R. Reinhart, V. R. Roseman, L. L. Spillenkothen, R. and Stockton, D. J. (2005). The Federal Reserve System Purposes and Functions, Board of Governors the Federal Reserve System, Washington.
- Cin, M. F. Yalçın; B. K. ve Doğru, M. K. (2000-2001). Heterodoks Politikalar Işığında Türkiye'de Uygulanmakta Olan İstikrar Programı ve Bir Değerlendirme. *İ.Ü. Siyasal Bilgiler Fakültesi Dergisi*, 23(24), 1-16.
- Curdia, V. and Woodford, M. (2010). Conventional and Unconventional Monetary Policy. *Federal Reserve Bank of St. Louis Review*, 94(4), 229-264.
- Çakmak, U. (2007). Kriz Modelleri Çerçevesinde Türkiye 2001 Finansal Krizinin Değerlendirilmesi. *Gazi Üniversitesi İİBF Dergisi*, 9(1), 81- 101.
- Çatalbaş, K. G. (2005). Türkiye'deki Para Arzı ile Enflasyon Arasındaki İlişkinin Parametrik Olmayan Regresyon Analizi ile İncelenmesi. *Gazi Üniversitesi İ.İ.B.F. Dergisi*, 9(3), 197- 212.

- Çelik, A. V. Evrensel, A. Eryol, B. Yücel, D. Uzun, E. İlhan, N. Akıncı, Ö. ve Görmez, Y. (2006). Türkiye Cumhuriyeti Merkez Bankası Bilançosu Açıklamalar, Rasyolar ve Para Politikası Yansımaları. Ankara: TCMB.
- Çoban, O. Doğanalp, N. ve Uysal, D. (2008). Türkiye’de Kamu İç Borçlanmasının Makroekonomik Etkileri.
http://www.sosyalbil.selcuk.edu.tr/sos_mak/articles/2008/20/OCOBAN-NDOGANALP-DUYSAL.PDF adresinden 07 Nisan 2011 tarihinde alınmıştır.
- Çolak, F. (1994). Finansal Piyasalar ve Para Politikası. *Banka ve Ekonomik Yorumlar Dergisi*, C. 31.
- Çolak, Ö. F. (2001). *Finansal Piyasalar ve Para Politikası*. Ankara: Nobel Yayınevi.
- Çubukçu, T. (1983). *Enflasyon Teorisi ve Türkiye’de Enflasyon*. Ankara: Hacettepe Üniversitesi İ.İ.B.F. Yayınları.
- Darby, M. R. and Lothian, J. R. (1986). Economic Events and Keynesian Ideas: The 1930s and The 1970s. Cambridge: NBER Working Papers.
- Demir, O. (2001). 2000 Yılı Sonunda Yaşanan Finansal Kriz ve Uygulanan İstikrar Programı Üzerine Düşünceler. *İktisat, İşletme ve Finans Dergisi*, 16(184), 54-65.
- Demirhan, E. (2002). Para Politikasının Değişen Yüzü: Enflasyon Hedeflemesi. Türkiye Bankalar Birliği, No: 231.
- Demirkan, U. (1984). Türkiye’de Enflasyonlu Yaşam. *Maliye Dergisi*, 71, 61-74.
- Doğruel, F. ve Doğruel, A. S. (2006). *Bıçak Sırtında Büyüme ve İstikrar: Arjantin, Brezilya, Meksika, İsrail, Türkiye*. İstanbul: İstanbul Bilgi Üniversitesi Yayınları.
- Dornbusch, R. (1992). Lessons From Experience with High Inflation. *The World Bank Economic Review*, 6(1), 13-31.
- Dornbusch, R. and Simonsen, M. H. (1987). Inflation Stabilization with Incomes Policy Support: A Review of the Experience in Argentina, Brazil and Israel. (Working Paper 2153). NBER Working Papers Series.
- Duygulu, A.A. (1998). Döviz Kuru İstikrarının Ekonomik İstikrar Açısından Değerlendirilmesi. *Dokuz Eylül Üniversitesi İ.İ.B.F. Dergisi*, 13(1), 107-118.
- DTM, (2007). Türkiye İhracatının Gelişimi.

http://www.dtm.gov.tr/dtmadmin/upload/IHR/Turkiye_ahr_gelisimi.doc

adresinden 16 Mart 2011 tarihinde alınmıştır.

DPT, (1994). Ekonomik Önlemler Uygulama Planı. Ankara.

DPT, (2003). Uluslararası Ekonomik Göstergeler. Ankara: Yayım ve Basım Şube Müdürlüğü.

DPT, (1979). Dördüncü Kalkınma Planı. <http://ekutup.dpt.gov.tr/plan/plan.asp> adresinden 06 Nisan 2011 tarihinde alınmıştır.

DPT, (2006). Dokuzuncu Kalkınma Planı.

<http://ekutup.dpt.gov.tr/plan/ix/9kalkinmaplani.pdf> adresinden 05 Nisan 2011 tarihinde alınmıştır.

Eker, A. Sakal, M. ve Altay, A. (1994). *Maliye Politikası*. Ankara: Takav Matbaacılık.

Eğilmez, M. ve Kumcu, E. (2009). *Ekonomi Politikası*. İstanbul: Remzi Kitabevi.

Eichengreen, B. (1987). The Gold Exchange Standard And The Great Depression. (Working Paper 2198). NBER Working Paper Series.

Emerging Market Monitors, (2011). Brazil: Mixed Policy Signals Could Rate Outlook. 17(17), 11-11. www.emergingmarketsmonitor.com adresinden 25 Haziran 2011 tarihinde alınmıştır.

Emsen, Ö. S. (2007). Türkiye’de 1994-2001 Döneminde Uygulanan İstikrar Politikaları. <http://yordam.manas.kg/ekitap/pdf/Manasdergi/sbd/sbd5/sbd-5-07.pdf> adresinden 31 Ocak 2011 tarihinde alınmıştır.

Enç, E. ve Aykaç, G. (2003). Türkiye’nin IMF Deneyimine Bir Bakış. *Gazi Üniversitesi İİBF Dergisi*, 5(3), 57-75.

Ercan, F. (1997). *Para ve Kapitalizm*. İstanbul: Ceylan Yayıncılık.

Erçel, G. (1998). 1998 Yılı Para Politikası Uygulaması.

<http://www.tcmb.gov.tr/yeni/evds/yayin/paraprog/p98matb.html> adresinden 21 Mart 2011 tarihinde alınmıştır.

Eren, A. (2006). *Türkiye Ekonomisi*. Bursa: Ekin Kitabevi.

Ergin, F. (1983). *Para Politikası*. İstanbul: Filiz Kitabevi.

Ergin, F. (1983). *Para ve Faiz Teorileri*. İstanbul: Beta Basım.

Eroğlu, Ö. (2004). *Para Teorisi ve Politikası Ders Notları*. Isparta: SDÜ Basımevi.

- Eroğlu, İ. (2007). Açık Enflasyon Hedeflemesi Stratejisi ve Türkiye Deneyimi. *Karamanoğlu Mehmetbey Üniversitesi, İktisadi İdari Bilimler Fakültesi Dergisi*, 9(13), 1–28.
- Eroğlu, N. (2009). Türkiye’de 1990’lı ve 2000’li Yıllarda Para Politikaları. *Marmara Üniversitesi İİBF Dergisi*, 26(1), 23-42.
- Ersoy, A. (1990). *İktisadi Teoriler ve Düşüncelerin Gelişme Tarihi*. İzmir: Akevler Akdeniz Bilimsel Araştırma Merkezi Yayınları.
- Ertek, T. (2009). *Temel Ekonomi*. İstanbul: Beta Basım.
- Ertel, N. ve İnel, A. (1993). Serbestleşen Bir Ekonomide Bölüşüm Etkileri ve Tasarruf-Yatırım Davranışları: Türkiye Örneği. *ODTÜ Gelişme Dergisi*, 20(3).
- Ertuğrul, A. (1992). *Para Teorisi*. Ankara: Ajans-Türk Matbaacılık.
- Esen, O. (1989). Heterodoks İstikrar Programları: Teori ve Uygulama. *ODTÜ Gelişme Dergisi*, 16(3-4), 33-64.
- FDIC, *Failed Bank List*, <http://www.fdic.gov/bank/individual/failed/banklist.html> adresinden 15 Mayıs 2011 tarihinde alınmıştır.
- Fisher, I. (1911). *The Purchasing Power of Money, Its Determination and Relation to Credit, Interest and Crises*. New York: Macmillian. Online Library Of Liberty, <http://www.scribd.com/doc/8964852/Purchasing-Power-of-Money-Irving-Fisher-1911> adresinden 23 Ekim 2010 tarihinde alınmıştır.
- Friedman, M. (1956), “The Quantity Theory of Money: A Restatement” in *Studies in the Quantity Theory of Money*, University of Chicago Press, Chicago, 3-21.
- Friedman, M. (1957). *A Theory of the Consumption Function*. Princeton: Princeton University Press.
- Friedman, M. (1959). The Demand for Money: Some Theoretical and Empirical Results. *Journal of Political Economy*, Vol.67.
- Friedman, M. (1969). *The Optimum Quantity of Money and Other Essays*. Aldine Publishing, 95-110.
- Friedman, M. (1970a). Theoretical Framework for Monetary Analysis. *Journal of Political Economy*, 78(2), 193-238.
- Friedman, M. (1970b). *The Case for A monetary Rule*. New Jersey: Thomas Horton.

- Friedman, M. (1983). *The Counter-Revolution in Monetary Theory*. London: Institute of Economic Affairs Occasional Paper, 22-26.
- Friedman, M. and Schwartz, A. (1982). *The General Theoretical Framework*. NBER Working Paper Series, 16-72.
- Friedman, M. (1997). John Maynard Keynes. *Federal Reserve Bank of Richmond Economic Quarterly*, 83(2), 1-23.
- Friedman, B. M. and Kuttner, K. N. (2010). *Implementation of Monetary Policy: How do Central Banks Set Interest Rates?*. (Working Paper 16165). NBER Working Paper Series.
- Giavazzi, F. and Fellow, H. N. (2005). *Inflation Targeting and the Fiscal Policy Regime: The Experience in Brazil*.
http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=706963 adresinden 20 Haziran 2011 tarihinde alınmıştır.
- G. Lipsey, R. O. Steiner, P. D. Purvis, D. and N. Courant, P. (1990). *İktisat 2*. (Çev. A. Çakmak). İstanbul: Bilim Teknik Yayınevi.
- Goodfriend, M. (1993). *Interest Rate Policy and the Inflation Scare Problem: 1979-1992*. *Federal Reserve Bank of Richmond Economic Quarterly*, 79/1.
- Goodfriend, M. (2003). *The Phases of US Monetary Policy: 1987-2001*. Mizen, P. (Ed.) *Central Banking, Monetary Theory and Practice Essays in Honour of Charles Goodhart*. UK: Edward Elgar Publishing Inc.
- Goodfriend, M. and King, R. (2005). *The Incredible Volcker Disinflation*. (Working Paper 11562). NBER Working Paper Series.
- Gordon, R. J. (1984). *Macroeconomics*. Toronto: Little Brown and Company.
- Graff, M. (2008). *The Quantity Theory of Money in Historical Perspective*. (Working Paper 196). KOF Working Papers.
- Günel, M. (2001). *Merkez Bankası'nın Değişen Rolü ve Para Politikası Uygulamaları*. İstanbul: Lebib Yalkın Matbaası.
- Günel, M. (2001a). *Kasım 2000 Krizine Teorik Yaklaşım: Para Arzının İçselliği ve Minsky'nin Finansal İstikrarsızlık Hipotezi*. *İktisat İşletme ve Finans Dergisi*, 16(186), 50-61.

- Güneş, H. (1990). *Türkiye 'de Para Arzını Kontrol Araçlarının Etkinliği*. (Yayın No: 1990-9). İstanbul: İstanbul Ticaret Odası Yayınları.
- Güney, P. Ö. (2006). İstikrar Politikaları, Hedefleme Stratejileri ve Türkiye Örneği. *H.Ü. İİBF Dergisi*, 24(1), 21-44.
- Gür, T. H. (2004). *Yeni Türk Lirası'na Geçiş*. (Yayın No: 54). Ankara: Ankara Sanayi Odası.
- Güvel, E. A. (1998). Türkiye Ekonomisinin Kısa Dönem Analizi (1987-1997): Makro Politikalar ve Ekonomik Dalgalanmalar Üzerine Ekonometrik Bir İnceleme. *Çukurova Üniversitesi İ.İ.B.F. Dergisi*, 8(1), 17-42.
- Jörg, N. (1987). Classic Monetary Theory, New and Old. *Journal of Money Credit And Banking*, 17(4).
- Handa, J. (2000). *Monetary Economics*. London: Routledge.
- Harris, L. (1981). *Monetary Theory*. New York: McGraw- Hill Book Company.
- Havrilesky, T. M. and Boorman, J. T. (1978). *Monetary Macro-Economics*. Illinois: Harlan Davidson Inc.
- Hazine Müsteşarlığı, (1994). Ekonomik Önlemler Uygulama Planı (EÖUP). <http://www.treasury.gov.tr> adresinden 26 Mart 2011 tarihinde alınmıştır.
- Hicks, J. R. (1937). Mr. Keynes and the 'Classics'; A Suggested Interpretation. *Econometrica*, 5(2), 147-159.
- Hiç, M. (1994). *Para Teorisi ve Politikası*. İstanbul: Filiz Kitabevi.
- Humphrey, T. M. (2004). Alfred Marshall and the Quantity Theory of Money. Federal Reserve Bank of Richmond Working Paper, No: 04-10.
- Hüsnü, E. (2000). *Ekonomi Politikasının Temelleri*. İzmir: İlkem Yayınları.
- H.Wood, J. (1972). Money and Output: Keynes and Friedman in Historical Perspective. M.Havrilesky, T. and T.Boorman, J. (Ed.), *Current Issues in Monetary Theory and Policy*, Illinois: AHM Publishing Co.
- Ilgaz, Y. (1986). *Monetarist Para Teorisi ve Politikası*. Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi, İstanbul Üniversitesi, İstanbul.
- IMF, (2010). World Economic Outlook. April 2010
- Kansu, A. (2007). Para Politikasında Şeffaflık ve Enflasyonist Beklentilerin Yönlendirilmesi. *Doğuş Üniversitesi Dergisi*, 8(1), 59-71.
- Kanyılmaz, İ. (2000). Para ve Finans Piyasalarında Etkinlik. *Yeni Türkiye*, S. 27.

- Kara, A. H. ve Orak, M. (2008). Enflasyon Hedeflemesi. *Ekonomik Tartışmalar Konferansı*, 10 Ekim 2008, İstanbul.
- Karabıçak, M. (2000). Türkiye’de Ekonomik İstikrarsızlığın Tarihsel Gelişim Süreci. *Süleyman Demirel Üniversitesi İ.İ.B.F. Dergisi*, 5(2), 49-65.
- Karabıyık, İ. (2009). *Türkiye’de İstikrar Politikaları ve İşsizlik*. Yayınlanmamış Doktora Tezi, İstanbul Üniversitesi, İstanbul.
- Karaçor, Z. (2006). Öğrenen Ekonomi Türkiye: Kasım 2000- Şubat 2001 Krizinin Öğrettikleri. *Selçuk Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi*, 16, 379-391.
- Karasoy, A. Saygılı, M. ve Yalçın, C. (1998). Enflasyonun Doğrudan Hedeflenmesi Politikası ve Bazı Ülke Deneyimleri. (No: 9801). Ankara: TCMB Tartışma Tebliği.
- Karataş, M. (2000). 1990 Sonrası Türkiye’de Uygulanan Para Programları. *Balıkesir Üniversitesi SBE Dergisi*, 3(4), 131-153.
- Karluk, R. (2004). *Türkiye Ekonomisi*. İstanbul: Beta Basım.
- Karluk, R. (2007). *Cumhuriyet’in İlanından Günümüze Türkiye Ekonomisi’nde Yapısal Dönüşüm*. İstanbul: Beta Yayınları.
- Kartal, F. (2011). Türkiye’de Enflasyon Hedeflemesi Stratejisi ve Para Politikasının Görünümü. *Maliye ve Finans Yazıları*, 25(91), 77-100.
- Kaufman, G. G. (1981). *Money, the Financial System, and the Economy*. Boston: Houghton Mifflin Company.
- Kavrakoğlu, İ. (1990). *Dengeli Gelişme İçin Ekonomi Politikaları*. İstanbul: Boğaziçi Üniversitesi Matbaası.
- Kepenek, Y. ve Yentürk, N. (2005). *Türkiye Ekonomisi*. İstanbul: Remzi Kitabevi.
- Keyder, N. (2001). Türkiye’de Kasım-Şubat Krizleri ve İstikrar Programları. *İİF Dergisi*, 16(183), 37-53.
- Keyder, N. (2003). *Para, Teori- Politika- Uygulama*. Ankara: Seçkin Yayıncılık.
- Keynes, J.M. (1936). *The General Theory of Employment, Interest and Money*. London: Macmillan.
- Keynes, J. M. (1936). Çalışma, Faiz ve Para Hakkında Genel Teori. (Çev. Akif Erginay). *A.Ü. Hukuk Fakültesi Dergisi*, 20(1-2), 1-36.

- Keyseriyeli, M. (1997). 1980'li Yıllardan Günümüze Para Politikası Gelişmeleri. (Yayın No: 97/4). Ankara: TCMB.
- Kibritçiöğlü, A. (2001). Türkiye'de Ekonomik Krizler ve Hükümetler, 1969-2001. *Yeni Türkiye Dergisi*, Ekonomik Kriz Özel Sayısı, 1(41), 1-17.
- Kiguel, A. M. and Liviatan, N. (1988). Inflationary Rigidities and Orthodox Stabilization Policies: Lessons From Latin America. *The World Bank Economic Review*, 2(3), 273-298.
- Kiguel, A. M. and Liviatan, N. (1991). Lessons from the Heterodox Stabilization Programs. (Working Paper 671). The World Bank Working Papers.
- Kiguel, A. M. and Liviatan, N. (1992). When do Heterodox Stabilization Programs Work? Lessons From Experience. *The World Bank Economic Review*, 7(1), 35-57.
- King, M. (2002). The Inflation Target Ten Years On. Speech given at London School of Economics on 19 November 2002, <http://www.bankofengland.co.uk/publications/speeches/2002/speech181.pdf> adresinden 16 Haziran 2011 tarihinde alınmıştır.
- Knight, P. T. and McCarty, F. D. (1986). Escaping Hiperinflation. *Finance and Development*, 23(4).
- Kont, B. (1998). Sermaye Girişleri ve Makroekonomik Etkileri: Türkiye Deneyimi (1990-1996). Serin V. (Ed), *İktisat Politikası* (s. 635-739). İstanbul: Alfa Basımevi.
- Köse, S. (2000). *24 Ocak 1980 ve 5 Nisan 1994 İstikrar Programları Çerçevesinde Yapılan Hukuki ve Kurumsal Düzenlemelerinin Mukayeseli Analizi*. DPT Uzmanlık Tezi, Yayın No: 2508, Temmuz, Ankara.
- Krugman, P. (2009). *Bir Liberalin Vicdanı*. (Çev. Neşenur Domaniç). İstanbul: Literatür Yayınları. (Orijinal çalışmanın yayın tarihi 2007)
- Kural, V. (1995). Financial Liberalization and Stabilization. <http://www.gso.org.tr/Content/DunyaBankasi/?ys=Vural%20Kural> adresinden 12 Mart 2011 tarihinde alınmıştır.

- Labonte, M. and Makinen, G. E. (2008). Monetary Policy and Federal Reserve: Current Policy and Conditions. Congressional Research Service Report for Congress, 22 August 2008, 1-15.
- Labonte, M. (2010). Monetary Policy and Federal Reserve: Current Policy and Conditions. Congressional Research Service Report for Congress, 31 March 2010, 1-12.
- Laidler, D. E. W. (1985). *The Demand for Money: Theories, Evidence and Problems*. New York: Harper & Row.
- Lewis, M. K., Mizen, P. D. (2000). *Monetary Economics*. New York: Oxford University Press.
- Libanio, G. (2010). A Note on Inflation Targeting and Economic Growth in Brazil. *Brazilian Journal of Political Economy*, 30(117), 73-88.
- Lipsey, R. G. Steiner, P. O. Purvis, D. D. (1984), *İktisat*, İstanbul: Bilim Teknik Yayınevi.
- Malatyali, N. K. (1998). Enflasyon Hedeflemesi, Ülke Uygulamalarına Örnekler ve Türkiye’de Uygulanabilirliği. Ankara: DPT Yıllık Programlar ve Konjonktür Değerlendirme Genel Müdürlüğü.
- Malaysia Business Outlook, (2009). 17(35), 1-3.
- Mansor, H. İ. and Amin, R. M. (2005). Exchange Rate, Monetary Policy and Manufacturing Output in Malaysia. *Journal of Economic Cooperation*, 26(3), 103-130.
- Mansor, H. İ. (2005). Sectoral Effects of Monetary Policy: Evidence from Malaysia. *Asian Economic Journal*, 19(1), 83-102.
- Markowitz, H. W. (1959). *Portfolio Selection*. New York: John Wiley & Sons Inc.
- Martin, C. and Milas, C. (2004). Modelling Monetary Policy: Inflation Targeting in Practice. *Economica*, 71(282), 209-221.
- Mello, L. and Moccero, D. (2007). Monetary Policy and Macroeconomic Stability in Latin America: The Cases of Brazil, Chile, Colombia and Mexico. OECD Papers, 7(2), 1-30.
- Mello, L. Moccero, D. and Gnabo, J.Y. (2008). Interdependencies Between Monetary Policy and Foreign-Exchange Intervention Under Inflation

- Targeting: The Case of Brazil and Czech Republic. (Working Paper 593). OECD Economic Departments Working Papers.
- Meltzer, A. H. (2010). Learning About Policy From Federal Reserve History. *Cato Journal*, 30(2), 279-309.
- Melvin, M. and Taylor, M. P. (2009). The Global Crisis: Causes, Threats and Opportunities and Overview. *Journal of Money and Finance*, 28(8), 1243-1245.
- Meulendyke, A. M. (1990). A Review of Federal Reserve Policy Targets and Operating Guides in Recent Decades. in *Intermediate Targets and Indicators for Monetary Policy: A Critical Survey*, Federal Reserve Bank of New York.
- Meriç, M. (2003). Borçlanmanın Konsolide Bütçe Kaynak Yapısı Üzerindeki Etkisi”, Borçlanmanın Konsolide Bütçe Kaynak Yapısı Üzerindeki Etkisi. Türkiye’de Kamu Borçlanması (Ekonomik ve Sosyal Etkileri, Beklentiler), XVIII. Türkiye Maliye Sempozyumu, 12-16 Mayıs 2003, Girne-Kıbrıs, Marmara Üniversitesi Maliye Araştırma Merkezi (Yayın No:16), İstanbul, 489-523.
- McCallum, B. T. (1989). *Monetary Economics Theory and Policy*. New York: Macmillan Publishing Company.
- Mccallum, B. T. (2000). Alternative Monetary Policy Rules: A Comparison with Historical Settings for the United States, the United Kingdom and Japan. *Federal Reserve Bank of Richmond Economic Quarterly*, 86(1), 49-79.
- Meltzer, A. H. (1963). The Demand for Money: The Evidence from the Time Series. *The Journal of Political Economy*, 219-246.
- Mihailov, A. (2006). Operational Independence, Inflation Targeting, and UK Monetary Policy. *Journal of Post Keynesian Economics*, 28(3), 395-421.
- Mishkin, S. F. and Savastano, M. A. (2000). Monetary Policy Strategies for Latin America. (Working Paper 7617). NBER Working Paper Series.
- Mishkin, S. F. and Posen S. A. (1997). Inflation Targeting: Lessons from Four Countries. *Federal Reserve Bank of New York Economic Policy Review*, 3(3).
- Mishkin, S. F. (2000). From Monetary Targeting to Inflation Targeting: Lessons From the Industrialized Countires. (Working Paper 7618). NBER Working Paper Series.

- Mishkin, S. F. (2002). The Role of Output Stabilization in the Conduct of Monetary Policy. *International Finance*, 5(2), 213-227.
- Mishkin, S. F. and Hebbel, K. S. (2001). One Decade of Inflation Targeting in the World: What do We Know and What do We Need to Know?. (Working Paper 8397). NBER Working Paper Series.
- Mishkin, F. S. (2004). Can Inflation Targeting Work In Emerging Market Countries?. (Working Paper 10646). NBER Working Paper.
- Mishkin, S. F. (2009). Globalization, Macroeconomic Performance and Monetary Policy. *Journal of Money, Credit and Banking*, 41(1), 187-196.
- Mishkin, S. F. (2011). Over the Cliff: From the Subprime to the Global Financial Crisis. *Journal of Economic Perspectives*, 25(1), 49-70.
- Modigliani, F. (1944). Liquidity Preference and The Theory of Interest and Money. *Econometrica*, 12(1), 45-88.
- Morgil, O. (1983), *Parasal Büyüme Modelleri ve Para Politikaları*, Ankara: H.Ü. İİBF Yayını.
- Moura, M. L. and Aranha, M. Z. (2009). Evaluating the Impact of Monetary Policy on the Yield Curve: The Case of Brazil. *Journal of International Finance and Economics*, 9(5), 104-112.
- Muth, J. F. (1961). Rational Expectations and the Theory of Price Movements. *Econometrica*, 29(3), 315-335.
- Nelson, E. (2003). UK Monetary Policy, 1972-97: A Guide Using Taylor Rules. Mizen, P. (Ed), *Central Banking, Monetary Theory and Practice: Essays in Honour of Charles Goodhart*. UK: Edward Elgar Publishing.
- Nelson, E. (2004). The UK's Rocky Road to Stability. FED Economic Short Essays and Reports on the Economic Issues of the Day, No: 23.
- Nelson, E. (2004a). The Great Inflation of the Seventies: What Really Happened?. (Working Paper 2004-001). The Federal Reserve Bank of St. Louis Working Paper Series.
- Olgun, H. (2001). Kasım, Şubat Krizleri ve Türkiye'nin Güçlü Ekonomiye Geçiş Programı. *Yeni Türkiye Dergisi*, Ekonomik Kriz Özel Sayısı, S. 41.
- Orhan, O. Z. (1995). *Başlıca Enflasyon Teorileri ve İstikrar Politikaları*. İstanbul: Filiz Kitabevi.

- Orhan, O. Z. ve Erdoğan, S. (2007). *Para Politikası*. Ankara: Yazıt Yayınları.
- Orhan, O. Z. ve Erdoğan, S. (2009). *Para Politikası*. İstanbul: Avcı Ofset.
- Öçal, T. (1990). *Para Teorisi*. Ankara: Gazi Kitabevi.
- Güney, P. Ö. (2009). Yeni Fiyat Belirleme Teorisi: Bir Literatür Taraması. *H.Ü. İktisadi ve İdari Bilimler Dergisi*, 27(1), 25-44.
- Önder, T. (2005). *Para Politikası: Araçları, Amaçları ve Türkiye Uygulaması*. Uzmanlık Yeterlilik Tezi, TCMB, Ankara.
- Özatay, F. (2009). Türkiye’de 2000-2008 Döneminde Para Politikası. *İktisat İşletme ve Finans Dergisi*, 24(275), 37-65.
- Özbilen, Ş. Gelişmekte Olan Ülkelerde Hiperenflasyon Sorununun Çözümünde Heterodoks İstikrar Programlarının Uygulanabilirliği. <http://www.econturk.org/Turkiyeekonomisi/istikrar.pdf> adresinden 01 Şubat 2011 tarihinde alınmıştır.
- Özcumur, S. (1991). *İstikrar Politikaları*. İstanbul: Avcıol Basım.
- Özdemir, M. (2008). Yeni Neo-Klasik Sentez: Makro İktisatta Yeni Bir Uzlaşmaya Doğru. *Ekonomik Yaklaşım*, 19(66), 95-117.
- Özel, S. (2008). *Global Dengesizliklerin Dengesi – Ne Kadar Sürdürülebilir? Nasıl Sonuçlanabilir?*. İstanbul: Alfa Yayınları.
- Özsoylu, A. F. Ünlükaplan, İ. ve Gedik A. M. (2010). *Küresel Kriz ve Türkiye*. Adana: Karahan Kitabevi.
- Öztürk, N. (2007). *Piyasa Başarısızlığından Kamu Ekonomisinin Başarısızlığına: Ekonomide Devletin Değişen Rolü*. Ankara: Palme Yayıncılık.
- Öztürk, S. ve Biner, C. (2008). Gelişmekte Olan Ülkelerde Kurala Dayalı Para Politikasının Etkinliği Enflasyon Hedeflemesi Stratejisi: Türkiye Örneği. *C.Ü. İİBF Dergisi*, 9(1), 19-37.
- Parasız, İ. (1985). Monetarist Keynesgil Tartışması. *Uludağ Üniversitesi İ.İ.B.F. Dergisi*, 6(1), 1-20.
- Parasız, İ. (1985). *Para Politikası*. Bursa: Ezgi Kitabevi.
- Parasız, İ. (1994). *Para Banka ve Finansal Piyasalar (Teori ve Politika)*. Bursa: Ezgi Kitabevi.

- Parasız, İ. (1995). *Kriz Ekonomisi 1923'ten Günümüze Hiperenflasyon ve Yüksek Enflasyonla Mücadelede Ünlü İstikrar Politikaları ve 5 Nisan 1994 Kararları*. Bursa: Ezgi Kitabevi.
- Parasız, İ. (1996). *Kriz Ekonomisi 1923'ten Günümüze Hiperenflasyon ve Yüksek Enflasyonla Mücadelede Ünlü İstikrar Politikaları ve 5 Nisan 1994 Kararları*. Bursa: Ezgi Kitabevi.
- Parasız, İ. (1998). *Türkiye Ekonomisi 1923'ten Günümüze İktisat ve İstikrar Politikaları*. Bursa: Ezgi Kitabevi.
- Parasız, İ. (1998). *Modern Para Teorisi*. Bursa: Ezgi Kitabevi.
- Parasız, İ. (1998a). *Para Politikası*. Bursa: Ezgi Kitabevi.
- Parasız, İ. (2000). *Para, Banka ve Finansal Piyasalar*. Bursa: Ezgi Kitabevi.
- Parasız, İ. (2002). *Enflasyon, Kriz ve Ayarlamalar*. Bursa: Ezgi Kitabevi.
- Parasız, İ. (2003). *Makro Ekonomi Teori ve Politika*. Bursa: Ezgi Kitabevi.
- Parasız, İ. (2009). *Finans Krizinin Güven Krizine Dönüşmesi Küresel Kriz*. Bursa: Ezgi Kitabevi.
- Patinkin, D. (1993). Israel's Stabilization Program of 1985, Or Some Simple Truths of Monetary Theory. *Journal of Economic Perspectives*, 7(2), 103-128.
- Philips, A.W. (1958). The Relation Between Unemployment and the Rate of Change of Money Wage Rates in the United Kingdom, 1861-1957. *Economica*, 25, 283-99.
- Pirimoğlu, A. B. (1990), *Para Politikası*, Eskişehir.
- Reis, R. (2010). Interpreting the Unconventional US Monetary Policy of 2007-09. (Working Paper 15662). NBER Working Paper Series.
- Romer, C. (1992). What Ended the Great Depression?. *Journal of Economic History*, 52(4), 757-784.
- Sarı, Y. (2007). Cumhuriyet'ten Günümüze Para Politikaları Uygulamaları. *Mustafa Kemal Üniversitesi SBE Dergisi*, 4(7), 37-60.
- Savaş, V. (1998). *Politik İktisat*. İstanbul: Beta Basım.
- Sargent, T. J. Wallece, N. (1975). Rational Expectations, the Optimal Monetary Instrument, and the Optimal Money Supply Rule. *The Journal of Political Economy*, 83(2), 241-254.
- Serdengeçti, S. (2001). 2001 Yılı Para Politikası Raporu. Ankara: TCMB.

- Selçuk, B. ve Yılmaz, N. (2008). Küresel Finansal Sistemde Değişim ve Türkiye'ye Etkileri. *Uluslararası Finans Sempozyumu*, (335-355). Küresel Dalgalanmalar ve Finans Sektörüne Yansımaları. İstanbul: Marmara Üniversitesi Bankacılık ve Sigortacılık Yüksekokulu.
- S.Khan, M. ve Knight, D. (1982). Some Theoretical and Empirical Issues Relating to Economic Stabilization in Developing Countries. *World Development*, 10(9), 709-730.
- Soylu, H. (2009). Global Krize Karşı Politika Önlemleri ve Türkiye. *Maliye Dergisi*, 157, 251-266.
- Stiglitz, J. E. (1997). *Economics*. New York: W.W. Norton&Company.
- Şahin, H. (2009). *Türkiye Ekonomisi*. Bursa: Ezgi Kitabevi.
- Şıklar, İ. (2006). *Para Teorisi ve Politikası*. Yayın No: 837. Eskişehir: A.Ü. Açıköğretim Fakültesi Yayınları.
- Şimşek, H. A. (2007). Türkiye'de 2000 Sonrasında Uygulanan İstikrar Programlarının Kamu Maliyesine Etkileri. *Finans, Politik & Ekonomik Yorumlar Dergisi*, 44(512), 52-68.
- TCMB, (1988). Yıllık Rapor. Ankara.
- TCMB, (1989). Yıllık Rapor. Ankara.
- TCMB, (1990). Yıllık Rapor. Ankara.
- TCMB, (2000). Yıllık Rapor. Ankara.
- TCMB, (2000). 2000 Yılı Enflasyonu Düşürme Programı: Kur ve Para Politikası Uygulaması.
<http://www.tcmb.gov.tr/yeni/evds/yayin/paraprog2/baskanmat5y.html>, adresinden 08 Nisan 2011 tarihinde alınmıştır.
- TCMB, (2001). Para Politikası Raporu. Ankara.
- TCMB, (2001a). Güçlü Ekonomiye Geçiş Programı. Ankara.
- TCMB, (2001b). Yıllık Rapor. Ankara.
- TCMB, (2002). Para Politikası Raporu. Ankara.
- TCMB, (2002a). Yıllık Rapor. Ankara.
- TCMB, (2002). Küreselleşmenin Türkiye Ekonomisi'ne Etkileri, (http://www.dtm.gov.tr/dtmadmin/upload/IHR/Turkiye_ihr_gelisimi.doc adresinden 19 Mart 2011 tarihinde alınmıştır.

- TCMB, (2002b). 2002 Yılında Para ve Kur Politikası ve Muhtemel Gelişmeler. Sayı: 2002-1. Ankara: Basın Duyurusu.
- TCMB, (2003a). Para Politikası Raporu. Ocak, Ankara.
- TCMB, (2003b). Para Politikası Raporu. Nisan, Ankara.
- TCMB, (2003c). Yıllık Rapor. Ankara.
- TCMB, (2003). 2003 Yılı Para Ve Kur Politikası Genel Çerçevesi. <http://www.tcmb.gov.tr/yeni/duyuru/2003/DUY2003-2.htm> adresinden 10 Nisan 2011 tarihinde alınmıştır.
- TCMB, (2004). Yıllık Rapor. Ankara.
- TCMB, (2005). Para Politikası Raporu. Ankara.
- TCMB, (2005a). Yıllık Rapor. Ankara.
- TCMB, (2005b). Enflasyon Hedeflemesi Rejiminin Genel Çerçevesi ve 2006 Yılında Para ve Kur Politikası. Ankara.
- TCMB, (2006). Yıllık Rapor. Ankara.
- TCMB, (2007). Yıllık Rapor. Ankara.
- TCMB, (2008). Yıllık Rapor. Ankara.
- TCMB, (2009). Yıllık Rapor. Ankara.
- TCMB, (2010). Yıllık Rapor. Ankara.
- TCMB, (2011). Enflasyon Raporu 2011-I. Ankara.
- TCMB, (2011a). Enflasyon Raporu 2011-II. Ankara.
- Telatar, E. (2002). *Fiyat İstikrarı Ne? Nasıl? Kimin İçin?*. Ankara: İmaj Yayınevi.
- Temel, S. (2007). Enflasyon Hedeflemesinin Türkiye’de Uygulanabilirliği. <http://akademik.ege.edu.tr/Akademik/Bilgiler/Bilgi01.asp?adi=SERDAL&soyadi=TEMEL&ksn=01.2986> adresinden 23 Şubat 2011 tarihinde alınmıştır.
- Tempelman, J. H. (2009). The Financial Crisis and the Implementation of Monetary Policy. *Business Economics*, 44(4), 216-219.
- Tobin, J. (1958). Liquidity Preference as Behavior Towards Risk. *Review of Economic Studies*, New Haven, 65-86.
- Tobin, J. (1961). Money, Capital and Other Stores of Value. *American Economic Review*, 51, 26-37.

- Topallı, N. (2006). Kriz Sonrası Uygulanan IMF Tipi İstikrar Programları ve Ekonomik Etkileri: Güneydoğu Asya ve Türkiye Örneği. *Selçuk Üniversitesi Karaman İ.İ.B.F. Dergisi*, 11, 143-156.
- Toprak, M. (1996), *Türk Ekonomisinde Yapısal Dönüşümler: 1980-1995*, Ankara: Turhan Kitabevi.
- Toprak, M. (2001), *Küreselleşme ve Kriz: Türkiye ve Dünya Deneyimi*, Siyasal Kitabevi, Ankara.
- Tunay, K. B. (1998). Türkiye’de 1980-1995 Döneminde Para Politikalarının Değişimi. Serin, V. (Ed.), *İktisat Politikası* (s. 227-257). İstanbul: Alfa Yayınevi.
- Turnovsky, S. J. (1977). *Macroeconomic Analysis and Stabilization Policy*. Cambridge: Cambridge University Press.
- Tuzcular, M. (1990). *An Evaluation of The Monetary Policy and Its Implementation in Turkey*. Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi, Boğaziçi Üniversitesi, İstanbul.
- Uludağ, İ. ve Arıcan, E. (2003). *Türkiye Ekonomisi (Teori-Politika-Uygulama)*. İstanbul: Der Yayınları.
- Uygur, E. (1983). *NeoKlasik Makroiktisat ve Fiyat Bekleyişleri Kuram ve Türkiye Ekonomisine Uygulama*. Ankara: Ankara Üniversitesi Siyasal Bilgiler Fakültesi Yayınları, No: 532.
- Uygur, E. (1991). Policy, Trade and Growth in Turkey: 1970-1990. No: 9103. Ankara: The Central Bank of the Republic of Turkey Discussion Papers.
- Uygur, E. (2001). Krizden Krize Türkiye: Kasım 2000 ve Şubat 2001 Krizleri. No: 2001/1, Ankara: Türkiye Ekonomi Kurumu Tartışma Metni.
- Uzunoğlu, S. (2003). *Para ve Döviz Piyasaları*. İstanbul: Literatür Yayınları.
- Ünal, A. ve Kaya, H. (2009). *Küresel Kriz Ve Türkiye” Ekonomi Ve Politika Araştırmaları Merkezi*.
http://www.ekopolitik.org/images/cust_files/090211123152.pdf adresinden
 06 Mayıs 2011 tarihinde alınmıştır.
- Ünsal, E. (2009). *Makro İktisat*. Ankara: İmaj Yayınevi.

- Vernengo, M. (2008). The Political Economy of Monetary Institutions in Brazil: The Limits of the Inflation-Targeting Strategy, 1999-2005. *Review of Political Economy*, 20(1), 95-110.
- Vickers, J. (1998). Inflation Targeting in Practice: The UK Experience. *Bank of England Quarterly Bulletin*,
<http://www.bankofengland.co.uk/publications/speeches/1998/speech27.pdf> adresinden 13 Haziran 2011 tarihinde alınmıştır.
- Wrightman, D. (1971). *An Introduction to Monetary Theory and Policy*. New York: Free Press, Macmillian Publishing.
- Yakupoğlu, A. (2010). Merkez Bankasının 2002-2009 Yılları Arasında Uyguladığı Para Politikası ve Kur Rejiminin Genel Bir Analizi. *Maliye ve Finans Yazıları*, 24(88), 35-54.
- Yay, G. G. (2001). Chiago Okulu, Milton Friedman ve Monetarizm. *Liberal Düşünce*, 6(24), 196-207.
- Yeldan, E. (2009). Küresel Kriz, Toparlanma, Para Politikası. http://www.bilkent.edu.tr/~yeldane/Yeldan227_02Eyl09.pdf adresinden 08 Haziran 2011 tarihinde alınmıştır.
- Yıldırım, O. (2003). *Kura Dayalı İstikrar Politikalarının Etkinliği 1990-2000 Türkiye Örneği*. Eskişehir: Açıköğretim Fakültesi Yayınları, No: 1442.
- Yıldırım, O. (2008). *Türkiye’de Parasal Programlama ve Enflasyon Hedeflemesi*. http://www.ceterisparibus.net/arsiv/o_yildirim7.doc adresinden 06 Mayıs 2011 tarihinde alınmıştır.
- Yıldırım, K. Karaman, D. Taşdemir, M. (2009). *Makro Ekonomi*. Ankara: Seçkin Yayıncılık.
- Yılmaz, D. (2008). Küresel Zorunluluklar Karşısında Para Politikası Uygulamaları: Türkiye Örneği. *Dünya Ekonomi Kongresi*, İstanbul, 25 Haziran 2008.
- Yılmaz, D. (2008). Küresel Mali Kriz ve Türkiye Ekonomisine Etkileri: Nasıl Başladı, Hangi Aşamadayız?.
http://www.tcmb.gov.tr/yeni/duyuru/2008/TEK_27Aralik2008.pdf adresinden 13 Mayıs 2011 tarihinde alınmıştır.
- Yılmaz, D. ve Gayğusuz, F. (2008). 2008 Krizinin Yeni Global Ekonomik Yapı Üzerine Etkileri”, Uluslar arası Davraz Kongresi, SDÜ, 24-27 Eylül 2009, s.

600-610. <http://idc.sdu.edu.tr/tammetinler/kalkinma/kalkinma39.pdf> adresinden 06 Mayıs 2011 tarihinde alınmıştır.

Yılmaz, D. (2009). *Küresel Kriz, Etkileri ve Para Politikası Uygulamaları*. İstanbul: TCMB Yayınları.

Yiğitbaş, Ş. B. (2009). Gelişen Piyasa Ekonomilerinde Alternatif Para Politikası Stratejileri, Türkiye Ekonomisi Açısından Bir Değerlendirme. *Celal Bayar Üniversitesi, Yönetim ve Ekonomi Dergisi*, 16(1), 207-225.

Yörükoğlu, M. (2009). *Küresel Mali Kriz ve Türkiye Ekonomisi*. http://www.tcmb.gov.tr/yeni/iletisimgm/Yorukoglu_ActiveAcademy.pdf adresinden 15 Mayıs 2011 tarihinde alınmıştır.

Xueping, L. (2000). Analysis of Money Demand Theory. <http://web.cenet.org.cn/upfile/56317.pdf> adresinden 08 Ekim 2010 tarihinde alınmıştır.

Whittlesey, C. R. Freedman, A. M. and Herman, E. S. (1967). *Money and Banking: Analysis and Policy*. New York: The Macmillan Company.

Woodford, M. (1996). Control of the Public Debt: A Requirement for Price Stability. (Working Paper 5684). NBER Working Paper Series.