

T.C.
İSTANBUL GELİŞİM ÜNİVERSİTESİ
SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ

**EKONOMİK KRİZLERDE UYGULANAN PARA POLİTİKALARI
VE BU POLİTİKALARIN ETKİNLİĞİ: TÜRKİYE ÖRNEĞİ**

**EKONOMİ VE FİNANS ANABİLİM DALI
EKONOMİ VE FİNANS BİLİM DALI
YÜKSEK LİSANS TEZİ**

**Hazırlayan
Elif Armağan ALTINCI**

**Tez Danışmanı
Dr. Öğr. Üyesi İlker İNMEZ**

İSTANBUL – 2019

TEZ TANITIM FORMU

- YAZAR ADI SOYADI** : Elif Armağan ALTINCI
- TEZİN DİLİ** : Türkçe
- TEZİN ADI** : Ekonomik Krizlerde Uygulanan Para Politikaları ve Bu Politikaların Etkinliği: Türkiye Örneği
- ENSTİTÜ** : İstanbul Gelişim Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü
- ANABİLİM DALI** : Ekonomi ve Finans
- TEZİN TÜRÜ** : Yüksek Lisans
- TEZİN TARİHİ** : 17.07.2019
- SAYFA SAYISI** : 108
- TEZ DANIŞMANI** : Dr. Öğr.Üyesi İlker İNMEZ
- DİZİN TERİMLERİ** : Ekonomi, Kriz, Para Politikası, Ekonomik Kriz
- TÜRKÇE ÖZET** : Dönemler itibari ile yaşanan ekonomik resesyonlar beraberinde para politikalarını getirmiştir. Bu politikalar uygulandığında, piyasaya yapılan müdahaleler olumlu gelişmeler getirdiği gibi, olumsuz sonuçlar da doğurabilmektedir.
- DAĞITIM LİSTESİ** : 1. İstanbul Gelişim Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsüne
2. YÖK Ulusal Tez Merkezine

Elif Armağan ALTINCI

T.C.
İSTANBUL GELİŞİM ÜNİVERSİTESİ
SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ

**EKONOMİK KRİZLERDE UYGULANAN PARA POLİTİKALARI
VE BU POLİTİKALARIN ETKİNLİĞİ: TÜRKİYE ÖRNEĞİ**

**EKONOMİ VE FİNANS ANABİLİM DALI
EKONOMİ VE FİNANS BİLİM DALI
YÜKSEK LİSANS TEZİ**

**Hazırlayan
Elif Armağan ALTINCI**

**Tez Danışmanı
Dr. Öğr. Üyesi İlker İNMEZ**

İSTANBUL – 2019

BEYAN

Bu tezin hazırlanmasında bilimsel ahlak kurallarına uyulduğu, başkalarının eserlerinden yararlanılması durumunda bilimsel normlara uygun olarak atıfta bulunulduğu, kullanılan verilerde herhangi tahrifat yapılmadığını, tezin herhangi bir kısmının bu üniversite veya başka bir üniversitedeki başka bir tez olarak sunulmadığını beyan ederim.

Elif Armağan Altıncı

.../.../2019



T.C.
İSTANBUL GELİŞİM ÜNİVERSİTESİ
SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ MÜDÜRLÜĞÜNE

Elif Armağan ALTINCI 'nın “**Ekonomik Krizlerde Uygulanan Para Politikaları ve Bu Politikaların Etkinliği: Türkiye Örneği**” adlı tez çalışması, jürimiz tarafından Ekonomi ve Finans Anabilim Dalı Ekonomi ve Finans Bilim Dalı YÜKSEK LİSANS tezi olarak kabul edilmiştir.

Başkan

Dr. Öğr. Üyesi İlker İNMEZ
(Danışman)

Üye

Dr. Öğr. Üyesi Bülent İLHAN

Üye

Dr. Öğr. Üyesi Emre ERGÜVEN

ONAY

Yukarıdaki imzaların, adı geçen öğretim üyelerine ait olduğunu onaylarım.

.... / / 2019

Prof. Dr. İzzet GÜMÜŞ

Enstitü Müdürü

ÖZET

Ekonomik kriz zamanlarında, Merkez Bankası'nın uygulamış olduğu para politikaları incelendiğinde varılan sonuçlar; dünyadaki sermaye hareketlerinin serbestleşmesi ve finansal açıdan globalleşmenin tüm ülkelerin ekonomilerine etki edecek biçimde artmasına ve herhangi bir ülke ekonomisinde ortaya çıkabilecek sorunların başka ülkelerin de ekonomilerine sıçramasına sebep olmaktadır. Merkez bankalarının para politikası araçlarını kullanarak ülkelerin fiyat istikrarını sağlamak ile yükümlü olduğu düşünüldüğünde, piyasa belirleyicisi olarak etkin politikalar uygulamaları beklenmektedir. Piyasa istikrarını sağlamak tüm ülkelerin ortak arzusudur.

Tarihten bu yana ülkemizin içinde bulunduğu zorlu ekonomik şartlar ve kısa vadeli yabancı sermaye hareketleri krizlerin meydana gelmesine neden olmuştur. Dünya ülkelerinde görüldüğü gibi Türkiye'de de krizin yarattığı sorunlarla başa çıkma ve başka bir krize yol açabilecek faktörleri sınıflandırmanın gerekliliğini göz önüne sermiştir. Bu bağlamda uygun para ve maliye politikaları oldukça önem arz etmektedir. Özellikle 1990'lı yıllardan bu yana Türkiye ekonomisi sürekli ekonomik krizler ile mücadele içinde olmuştur. Kısa vadeli sermaye hareketleri sonucu yaşanan krizler büyüme ve kalkınma amaçları doğrultusunda büyük engeller ortaya çıkarmıştır.

Bu çalışmanın amacı; ekonomik krizlerin ele alınarak Türkiye'de ve dünyada meydana gelen krizlerin hangi nedenlerden beslendiğini ortaya koymak, ekonomik krizlerde uygulanan merkez bankası para ve maliye politikalarının etkinliğini değerlendirmektir. Çalışmamda ekonomik krizler Türkiye örneği üzerinden ele alınmış olup, özellikle 2008 küresel krizinin ülkemiz ekonomisinde yarattığı sonuçlar daha detaylı olarak incelenmiştir.

Bu çalışmada ekonomik istikrarın sağlanması için tek bir hedefe odaklanılarak, sadece o amaca ulaşmaya çalışmak yerine; büyüme, istihdam, işsizlik, sermaye hareketleri, cari işlemler dengesi gibi diğer etmenlerin de bir bütün olarak göz önünde bulundurulması ve kalkınma hedefleri doğrultusunda hareket edilmesi gerektiği sonucuna varılmıştır. Ülkemizde sadece enflasyon hedeflemesine yönelik politikalar yetersiz kalmıştır. Sadece enflasyonu kontrol altına almaya yönelik atılan adımlarla ekonomide uzun vadede ilerleme kaydedilememiş, diğer iktisadi etmenlerin devre dışı bırakılması ekonomik sorunların yeniden ortaya çıkmasına

sebepler olmuştur. Enflasyon hedeflemesine yönelik politikalar sadece ülkelerin yüksek büyüme dönemlerinde etkili olmuş, büyümenin durduğu dönemlerde ise çok fazla katkı sağlamamıştır. Bir ülkenin ekonomik, siyasi, kültürel gelişimi kalkınma amaçları doğrultusunda atılan adımlar ile doğrudan ilişkilidir. Sonuç olarak; sürdürülebilir ve kapsamlı bir büyüme; yatırımların artırılması, teknolojik ilerleme ve üst düzeyde teknoloji kullanımı, yüksek refah düzeyinin sağlanması, güçlü bir beşeri sermaye ve adil bölüşüm politikası ile mümkün olacaktır.

Anahtar Kelimeler: Ekonomi, Kriz, Para Politikası, Ekonomik Kriz



SUMMARY

When the monetary policies implemented by the Central Bank are analyzed in times of economic crisis; the liberalization of capital movements in the world and the globalization of the financial aspects cause an increase in the economies of all countries and the problems that may arise in any country's economy spread to the economies of other countries. Considering that central banks are obliged to ensure price stability of countries by using monetary policy instruments, they are expected to implement effective policies as market determinants. Ensuring market stability is the common desire of all countries.

The challenging economic conditions and short-term foreign capital movements of our country since history have caused crises to occur. In Turkey, as seen in the countries of the world to cope with problems caused by the crisis and the factors that could lead to another crisis demonstrates the necessity classification. In this context, appropriate monetary and fiscal policies are very important. Especially since the 1990s, Turkey's economy has been in constant struggle with the economic crisis. Crises as a result of short-term capital movements have created major obstacles for growth and development purposes.

The aim of this study; by considering the economic crisis in Turkey and reveals that fed the causes of the crisis which occurred in the world, the implementation of central banks in the economic crisis is to evaluate the effectiveness of monetary and fiscal policies. Me economic crisis is dealt with the case of Turkey the study, the results of the year 2008 caused by the global crisis on the economy of our country are examined in more detail.

In this study, by focusing on a single goal to ensure economic stability, instead of just trying to reach that goal; other factors such as growth, employment, unemployment, capital movements, current account balance should be taken into consideration as a whole and action should be taken in line with development goals. In our country, only policies targeting inflation remained inadequate. Only the steps taken to control inflation did not make any progress in the economy in the long run. Inflation targeting policies were effective only during the high growth periods of the countries and did not contribute much in the periods when the growth stopped. The economic, political and cultural development of a country is directly related to the steps taken for development purposes. As a result; sustainable and comprehensive

growth; increase in investments, technological progress and high level of technology usage, high welfare level will be possible with a strong human capital and fair distribution policy.

Keywords: Economy, Crisis, Monetary Policy, Economic Crisis



İÇİNDEKİLER

SAYFA

ÖZET.....	I
SUMMARY.....	III
İÇİNDEKİLER	V
TABLolar LİSTESİ	VII
ŞEKİLLER LİSTESİ	VIII
GRAFİKLER LİSTESİ	IX
ÖNSÖZ	X
GİRİŞ	1
BİRİNCİ BÖLÜM.....	4
KAVRAMSAL ÇERÇEVE: EKONOMİK İSTİKRAR VE KRİZ KAVRAMI.....	4
1.1. EKONOMİK KRİZ KAVRAMI	4
1.1.2. Toplam Talep Şoku.....	6
1.1.3. Arz Şoku.....	7
1.2. EKONOMİK KRİZİN NEDENLERİ.....	7
1.3. EKONOMİK KRİZİN TÜRLERİ.....	9
1.3.1. Reel Kriz.....	14
1.3.2. Finansal Kriz.....	15
1.4. FİNANSAL KRİZ ÇEŞİTLERİ.....	16
1.4.1. Para Krizi.....	16
1.4.2. Bankacılık Krizi	17
1.4.3. Sistematik Finansal Kriz	18
1.4.4. Dış Borç Krizi.....	19
1.5. EKONOMİK KRİZİ AÇIKLAYAN MODELLER	20
1.5.1. Birinci Nesil Kriz Modelleri	20
1.5.2. İkinci Nesil Kriz Modelleri	21
1.5.3. Üçüncü Nesil Kriz Modelleri	22
İKİNCİ BÖLÜM.....	24
PARA POLİTİKALARI	24
2.1. PARA POLİTİKASI.....	24
2.2. PARA POLİTİKASI AMAÇLARI.....	25
2.2.1. Fiyat İstikrarı	25
2.2.2. Tam İstihdam.....	26
2.2.3. Ekonomik Büyüme.....	27

2.2.4. Ödemeler Dengesi Denkliği	28
2.3. PARA POLİTİKASI UYGULAMALARI	29
2.4. PARA POLİTİKASI ARAÇLARI	31
2.4.1. Kanuni Karşılık Oranı.....	31
2.4.2. Reeskont Oranları	32
2.4.3. Açık Piyasa İşlemleri.....	33
2.4.4. Politika Faizi	36
2.5. ARA HEDEFLER	37
2.6. FAALİYET HEDEFLERİ	37
2.7. PARA POLİTİKASI STRATEJİLERİ	38
2.7.1. Hedef Kurala Dayalı Stratejiler.....	38
2.7.1.1. Parasal Büyüklük Hedeflemesi	38
2.7.1.2. Döviz Kuru Hedeflemesi	39
2.7.1.3. Enflasyon Hedeflemesi	40
2.7.1.4. Nominal Gelir (GSYİH) Hedeflemesi	42
2.7.2. Araç Politikalar.....	43
2.7.2.1. Taylor Kuralı	43
2.7.2.2. McCallum Kuralı	44
ÜÇÜNCÜ BÖLÜM.....	46
EKONOMİK KRİZ VE TÜRKİYE'DE ENFLASYON HEDEFLERİ	46
3.1. TÜRKİYE'DE PARA POLİTİKASI.....	46
3.1.1. 1980-1983 Yılları Arasında Türkiye'de Uygulanan Para Politikaları	54
3.1.2. 1983-1986 Yılları Arasında Türkiye'de Uygulanan Para Politikaları	56
3.1.3. 1986-1990 Yılları Arasında Türkiye'de Uygulanan Para Politikaları	58
3.1.4. 1990-1994 Yılları Arasında Türkiye'de Uygulanan Para Politikaları	62
3.2. 2008 KÜRESEL KRİZİNİN NEDENLERİ	67
3.3. 2008 KRİZİNİN OLUŞUMU	70
3.4. 2008 KRİZİ VE SONRASINDA UYGULANAN PARA POLİTİKALARI	75
3.4.1. Eylül 2008 – Nisan 2010.....	76
3.4.2. Nisan 2010 – Ağustos 2011.....	77
3.4.3. Ağustos 2011–Aralık 2013.....	79
3.4.4. 2008 Yılından Sonraki Enflasyon Hedeflemeleri	83
3.5. 2008 KRİZİ SIRASINDA TÜRKİYE'DE UYGULANAN PARA POLİTİKASI SONUÇLARININ DİĞER ÜLKELER İLE KARŞILAŞTIRILMASI	84
SONUÇ	99
KAYNAKÇA.....	102

TABLolar LİSTESİ

SAYFA

Tablo-1 TCMB'nin Uyguladığı Kanuni Karşılık Oranları	32
Tablo-2 2001–2006 Döneminde Mortgage Kredileri İçindeki Yüksek Riskli Krediler	74
Tablo-3 Türkiye'de Yıllara Göre Enflasyon Hedefleri ve Gerçekleşen Oranlar (%)	83
Tablo-4 Ülke Gruplarına Göre Yıllık Büyüme Oranları (%)	90
Tablo-5 Seçilmiş Ülkelerde Ortalama GSYH Artış Oranları	91
Tablo-6 Ülkelerin Enflasyon Hedeflemesi Stratejisine Geçiş Yılları	94
Tablo-7 EH Öncesi ve Sonrası Ortalama Enflasyon Oranları	95
Tablo-8 Seçilmiş Ülkelerde İşsizlik Oranları (%)	97

ŞEKİLLER LİSTESİ

SAYFA

Şekil-1 Finansal Krizler Arasındaki İlişkiler	19
Şekil-2 Merkez Bankası Para Politikasının Nihai Hedefleri Etkileme Süreci.....	30
Şekil-3 Gelişmekte Olan Ükelere Sermaye Akımları	85
Şekil-4 2008:01–2013:12 Döneminde Türkiye’de Faiz Koridoru ve Politika Faiz Oranı.....	86
Şekil-5 2008:09–2010:12 Döneminde Zorunlu Karşılık Oranları	88
Şekil-6 2010–2013 Döneminde Türk Lirası İçin Zorunlu Karşılık Oranları.....	89



GRAFİKLER LİSTESİ

SAYFA

Grafik-1 FED Gecelik Faiz Oranı (1997-2007)	71
Grafik-2 2007–2011 Döneminde Kamu Harcamalarının GSYİH İçindeki Payı	80



ÖNSÖZ

İçinde bulunduğum bankacılık sektörü ile beraber mesleğimin etkisi, bu değerli konuyu yüksek lisans tezimde ele alma düşüncesini doğurdu. Ekonomik krizlerin ülkelerin dinamiklerinde yaratmış olduğu etkiler, bu dönemlerde alınan tedbirler ve uygulanan politikalar, şüphesiz ki ortaya çıkan sonuçlarda oldukça önem arz etmektedir. İşte ben de gerek mesleki kariyerim, gerekse akademik hayatımda katma değer oluşturacağına inandığım bu konuyu araştırma şansı yakaladım.

Tez konumun oluşma aşamasından, bitirmiş olduğum son ana kadarki aşamada yönlendirimlerini, bilgi ve deneyimlerini, iletişimi hiç koparmayan tez danışmanım Dr. Öğr. Üyesi İlker İnmez'e; mesleki hayatımda kazandığım birikim ve deneyimlerimdeki en büyük pay sahibi olan, üzerimden desteğini eksik etmeyen başta değerli müdürüm Murat Tolga Tüzüner olmak üzere kıymetli çalışma arkadaşlarım ve yöneticilerime; bugünlere gelmemde emeği olan, ilkokuldan yüksek lisans dönemime kadar eğitim hayatımda hayata hazırlayıp ışık tutan öğretmenlerime; hayatım boyunca hiçbir zaman yalnız bırakmayıp, maddi manevi hep arkamda duran, varlığı ile her daim güç veren, güzel yerlerde olmamın mimarı olan biricik aileme, rahmetli anneme sonsuz teşekkürlerim ile.

Elif Armağan Altıncı

GİRİŞ

Ekonomik açıdan tüm ülkelerin istediği hedef hızlı bir kalkınma sağlamak ve bağımsız bir ülke ekonomisi oluşturmaktır. Ekonomik kalkınma denildiğinde aklımıza her ne kadar ekonomik büyüme gelse de aslında sosyal, ekonomik ve kurumsal yapıda değişimi, eğitim seviyelerindeki artışı, adil servet ve gelir dağılımını, ekonominin yeni iş fırsatlarını sunmasını da ifade etmektedir. Ekonomik bağımsızlık kavramı ise bir ülke için zaruri olan tüm ürün ve hizmetleri, o ülkenin imal edebilme gücünün bulunması ve dış ödemeler açısından bir denge oluşturmasıdır.

Ekonomide bu hedefe ulaşabilmek maksadıyla hükümetler pek çok iktisadi politika yürüterek gerçekleşen büyümeyi dengeli başka bir deyişle enflasyonsuz ve deflasyonsuz düzenli bir şekilde sağlamak isterler. Ekonomide mali aktiflerin gelişmesi kontrol altına alınarak, dengeli bir büyümenin gerçekleşmesi yürütülen para politikası ile olmaktadır. Para politikası, kesinleştirilmiş hedeflere ulaşmak amacıyla ekonomik yaşamın akışına göre para alanında alınmış olan önlemleri içerir. Ekonomiye gerektiği ölçüde likidite sağlamak; likidite fazlası sebebiyle ekonomiyi durgun bir hale dönüştürmemek, fazla likidite nedeniyle enflasyona sebep olmamak para politikasının amacıdır.

Bu bağlamda; çalışmam 3 temel bölümden oluşmaktadır. Birinci bölüm “Ekonomik İstikrar ve Kriz”, ikinci bölüm “Para Politikaları”, üçüncü bölüm ise “Ekonomik Kriz ve Türkiye’de Enflasyon Hedeflemeleri” başlıkları altında değerlendirilmiştir. Çalışmamın temel amacı, krizlerin ekonomilerin seyrinde gerçekten önemli bir etkiye sahip olduğudur. İşsizlik, istihdam, büyüme ve enflasyona olan olumsuz etkileri neticesinde ülke ekonomilerinde ciddi hasarlar meydana getirmektedir.

Birinci bölümde ekonomik kriz tanımına yer verilerek, nedenleri ele alınmıştır. Ekonomik krizlere neden olan piyasa örneklerine yer verilmiş, ekonomik kriz çeşitleri incelenmiştir. Piyasadaki arz ve talebin krizleri nasıl etkilediği, tarih boyunca krizlere yönelik iktisadi düşünce kuramlarının kriz olgusuna yönelik görüşleri ile ilgili bilgiler derlenmiştir.

İkinci bölümde para politikaları ve merkez bankasının para politikalarındaki rolü ve önemine yönelik bilgilere yer verilmiştir. Merkez bankası para politikasının

krizlerde ve ekonominin genel gidişatında neden gerekli olduğu, para politikasının amaçları, uygulamaları, para politikası araçları hakkında üçüncü bölüme kaynak sağlamak amacıyla araştırmalar yapılmıştır. Merkez bankası bağımsızlığı vurgulanmış, etkin para politikasında merkez bankasının şeffaf ve tarafsızlığının neden önemli olduğu açıklanmıştır.

Üçüncü bölümde ise; Türkiye örneği üzerinde ekonomik krizlere yer verilmiş olup, özellikle 1980'li yıllardan itibaren Türkiye'de uygulanma alanları oldukça yoğunlaşan ekonomi ve para politikaları dönemler itibariyle ele alınmıştır. 1994, 2001 ve ağırlıklı olarak 2008 krizlerinde merkez bankasının uygulamış olduğu para politikaları incelenmiş olup, ülke dinamiklerinde yaratmış olduğu etki ile sonuçlarla birlikte bu krizlerde merkez bankasının piyasaya müdahaleleri araştırılmıştır. Enflasyonun ülkemizin ekonomisinde yıllardır süregelen bir sorun olması sebebi ile enflasyon hedeflemesine de yer verilmiştir.

1980'li senelerden bugüne, Türkiye ekonomisinin yaşadığı problemlerin çözümünde en çok kullanılan politika olarak para politikası benimsenmiştir. 24 Ocak 1980 Kararları ile birlikte sunulan İstikrar Önlemleri Paketi'nde para politikası yoğun olurken bu politikadaki temel hedefler enflasyonla mücadele, büyümenin yeniden hızlanması ve ödemeler dengesinin sağlanmasıdır. Bu amaçları gerçekleştirebilmek için 1980-1994 yılları arasında mali piyasaların elden geçirilmesi, 1990 senesinden sonra parasal gelişmeleri kontrol altında tutabilmek ve TCMB'nin finansal programları açıklaması, ekonomide istikrar oluşturmak yönünde para politikasının aktivitelerini artırmıştır. Merkez bankası faaliyetlerinin etkinliğinin önemi ülkemizde her geçen yıl daha bir önem arz eder hale gelmiştir.

Gelişmekte olan diğer ülkelerde olduğu gibi ülkemizde de krizlerin ana nedenlerinden olan enflasyonu kontrol altına almak ana amaçlardandır. Bunun dışında olumsuz ekonomik koşullar ışığında enflasyon istihdamı, işsizliği ve haliyle ekonomik büyümeyi de doğrudan etkilemektedir. Uzun senelerdir enflasyon ülkemizin en büyük sorunlarından biri olarak değerlendirilmektedir. Yıllar boyunca piyasalardaki istikrarı sağlamak adına enflasyonu önlemeye yönelik adımlar atılmış olup, piyasalardaki düzenli işleyişe enflasyon hedeflemesi ile ulaşılmaya çalışılmıştır. Amaç kronik olmayan ve minimum düzeyde enflasyon düzeyidir. Ülkemizde enflasyon hedeflemesi ekonominin gidişatında tek başına yeterli olmamak ile birlikte, önemli bir yere sahiptir. Enflasyon hedeflemesinin yanında ekonomiye etki eden diğer değişkenlerin de önemi göz ardı edilmemelidir. İşsizlik,

istihdam, ekonomik büyüme, cari işlemler dengesi, yatırımlar da göz önünde bulundurularak hareket edilmelidir. İşte 2008 Küresel Krizi sonrası nominal GSYİH hedeflemesi, enflasyon hedeflemesine alternatif olarak geliştirilmiş bir politika olup hedeflenen üretim oranında bir azalma karşısında, genişletici para politikası uygulanarak enflasyonun otomatik olarak kontrol altına alınmasına yönelik kurgulanmıştır.

Kriz dönemlerinde ekonomiye doğrudan ve dolaylı müdahale ile piyasalardaki likiditeyi kontrol altına almak amacıyla doğru hedeflemeler ile uygulanan para politikaları olumlu sonuçlar meydana getirmiş ve piyasaları darboğazdan kurtarmıştır. Uygulanması bakımından yerinde olmayan, merkez bankası tarafından geç kalınan politikalar ise başarısızlık ile sonuçlanmış ve yeni krizlerin oluşmasına zemin yaratmıştır.

Türkiye ekonomisi 1980'li yıllardan günümüze dek çeşitli değişim dönemleri geçirmiştir. 1980'li senelerden beri toplumun tüm kesimleri üzerinde büyük etki yaratan birtakım iktisadi kararlar alınmış ve bu da Türkiye ekonomisini derinden etkilemiştir. 2000'li yıllardan itibaren güçlü ekonomiye geçişe yönelik atılmaya başlanan adımlar ve ardından yaşanan krizler ile birlikte uygulanan para politikalarının etkinliğinin ne kadar önem taşıdığını gözler önüne sermektedir.

BİRİNCİ BÖLÜM

KAVRAMSAL ÇERÇEVE: EKONOMİK İSTİKRAR VE KRİZ KAVRAMI

1.1. EKONOMİK KRİZ KAVRAMI

Kriz kavramı, genel manada ansızın meydana gelen ve çoğunlukla negatif sonuçlar yaratan bir süreç şeklinde açıklanmaktadır. Etimolojik kökeni Yunanca 'krisis' sözcüğüne dayanmakta olan kriz kavramının tek bir açıklaması bulunmamaktadır. Sosyal bilimler alanında başka, iktisadi bilimler alanında başka bir biçimde açıklanmaktadır. Şöyle ki; sosyal bilimler alanında kriz kavramı; aniden ortaya çıkan kötüye gidiş yönündeki gelişme, büyük sıkıntı, buhran ve bunalım gibi kavramlar ile açıklanabilmektedir¹. Bu duruma rağmen; iktisadi terminoloji alanında ise konjonktürdeki yön değiştirmeyi, yani genişleme veya devamlı bir ilerleme sürecinden uzun veya kısa bir bunalım ya da daralma dönemine giriş şeklinde açıklanmaktadır. İktisadi terminolojide kriz yerine durgunluk, depresyon gibi kelimeler ile açıklanmaktadır. Başka bir tanımlamada kriz; aniden ya da belirli bir zaman içerisinde normal olarak devam eden bir sürecin kısa, orta veya uzun vadeli şekilde sekteye uğraması ve bir zararın meydana gelmesi hali olarak tanımlanmaktadır².

Meydana gelen bir durumu kriz şeklinde isimlendirebilmek için krizin esas unsurları veya özelliklerinin bilinmesinde fayda vardır. Bu özellikleri aşağıdaki gibi sıralayabilmek mümkündür.

- Ansızın ve beklenmedik bir anda meydana gelen negatif gelişmeler kriz olarak tanımlanabilir.
- Daha önce kestirilemeyen veya bilinmeyen bir anda gerçekleşmektedir.
- Kriz, tehlikeleri ve fırsatları aynı anda içinde barındırabilmektedirler.
- Kriz, bulaşıcı bir hastalık gibi bulaşma etkisi yaratabilmekte ve ilişkili olduğu diğer sektörleri de hastalığa sürükleyebilmekte, süresi uzun veya kısa olabilmektedir³.

¹ Milton Freidman, Anna Schwartz, s. 144.

² George Hoggarth, *Introduction to Monetary Policy*, Centre for Central Banking Studies, Bank of England, 1996, s. 54.

³ Zahide Ayyıldız Onaran ve Tülay Yazar, "The Effects of Economic Policies and Export Promotion on Export Revenues in Developing Countries", *Journal of Naval Sciences and Engineering*, 2008, Cilt: 4, Sayı: 1, s. 59.

Ekonomi, bir ülkenin gelişmişlik düzeyini kanıtlayan kritik faktörler arasında bulunmaktadır. Ülkenin güçlü bir yapısının var olması ile ekonomik yapısının kuvvetli olması birbirleriyle ilişkili kavramlardır. Ülkeler, ekonomilerinin kuvvetli ve sürdürülebilir olmasını istemektedirler aynı zamanda bunun için gayret göstermektedirler. Literatürde tüm alanlar açısından ele alınmış farklı ekonomik kriz tanımları vardır. Bu farklı tanımlamalardan bazılarına aşağıdaki açıklamalarda yer verilmiştir⁴.

Ekonomik kriz; belirsiz bir hizmet, mal, üretim faktörü ya da finans piyasasındaki fiyat veya ölçülerde uygun görülebilir bir değişme sınırının ilerisinde meydana gelen büyük ölçüdeki dalgalanmalardır. Başka bir ifade ile ekonominin pek çok sektörüne genişlemiş şekilde ve daralmalarla kendini belli eden, altı aydan bir seneye kadar devam eden; toplam üretimde, gelirden, istihdamda ve ticaret hacminde ortaya çıkan azalış süreçleri şeklinde tanımlanmaktadır⁵.

Diğer bir tanım ise; ekonomik gelişme döneminde mal ve hizmetlerin arz ve talep dengelerinin kayması, bütün ekonomik faktörler arasındaki ilişkilerin kopukluğa uğramasıdır⁶.

1820 ile 1929 yılları arasındaki süreçte dünya ekonomisini büyük ölçüde etkileyen 13 ekonomik kriz gerçekleşmiştir. Küreselleşme ile beraber, ekonomik krizin meydana geldiği ülke ile beraber diğer ülkelerde meydana gelen ekonomik krizden önemli ölçüde etkilenebilmektedirler. Bilindiği şekilde küreselleşme kavramı; ekonomik, politik, sosyal ve kültürel alanlarda, belirli ortak değerlerin yerel ve ulusal sınırları geçerek dünya çapında yayılması olarak tanımlanmaktadır. Küreselleşme kavramı başka bir deyişle, ülkeler arasında var olan sınırların yok olması şeklinde de ifade edilebilir. Gerçekleşen bu krizlerin araştırılması neticesinde ekonomik krizin önemli 4 özelliği ortaya çıkmıştır. Bu özellikler şöyledir⁷:

- Kriz, bir aşırı-üretim olgusudur,
- Kriz, geneldir veya genelleşebilir niteliktedir,
- Kriz, dönemseldir veya en azından geri dönüşlüdür,

⁴ Ben Bernanke & Michael Woodford, *Inflation Forecasts and Monetary Policy*, No. w6157, National Bureau of Economic Research, 1997, s. 60.

⁵ Suat Oktar ve Levent Dalyancı, "Türkiye Ekonomisinde Para Politikasının Ekonomik Büyüme Üzerine Etkisi", *Finans Politik & Ekonomik Yorumlar*, 2012, Cilt: 53, Sayı: 617, s. 127.

⁶ Otmar Issing, "Monetary and Financial Stability: Is There a Trade-off?", *BIS Papers*, 2003, Sayı: 18, s. 208.

⁷ Onaran ve Yazar, a.g.e., s. 92.

- Kriz, kapitalist düzenin vazgeçilmez bir parçasıdır.

Politik, teknik ve ekonomik alandaki değişimlerle birlikte gelen aynı zamanda dinamik bir süreç olarak küreselleşme, ulusal sınırların ekonomik olarak taşıdığı önemi en aza indirmiştir. Bu durum, ülkelerin ekonomi dâhil olmak üzere birçok konuda etkileşim halinde olduklarını kanıtlamaktadır. Bu bağlamda, düşünüldüğünde; herhangi bir ülkede ortaya çıkan kriz, küreselleşme nedeniyle diğer ülkelerde de önemli etkiler yaratabilmekte, bahsi geçen ülkelerin ekonomik düzenini etkileyebilmektedir. Ekonomik düzenin etkilenmesi neticesinde de ülke, makroekonomik amaçlarına erişmekte problemler yaşayabilmektedir. Özellikle, Türkiye gibi gelişmekte olan ülkelerin ekonomileri bu şekildeki dalgalanmalardan çok daha fazla etkilenmektedirler⁸.

1.1.2. Toplam Talep Şoku

Talep şoku, belirli bir ürün ya da mülk satın alımı talebindeki ani değişiklikler ile ilgili ekonomik bir terimdir. Bu olay birçok faktörden kaynaklanabilir. Malların maliyeti çoğu insanın nakit eşya satın alma kapasitesini aşması halinde, bir malın kamuya duyulan arzusu ile mevcut tedarik arasında bir uyumsuzluk, vergi kanunlarındaki değişiklikler ve mevcut finansman arasında uyumsuzluk olabilir. Talep şokunun bir başka tetikleyicisi, bir mal için halkın arzusunu uyandıran medya kapsamı olabilir. Talep düzeyi terimi, mevcut ürünü isteyen, satın alma kapasitesine sahip olan ve yakında satın almak isteyen tüketicilerin sayısı arasındaki korelasyonu tanımlamaktadır. Her üç faktör de genelde bir talep şokunun tetiklenmesinde yer alır. Örneğin, milyonlarca insan yeni bir teknolojik alet satın almak isteyebilir ve bu aleti satın alma kapasitesine de sahip olabilir. Çoğu, büyük bir tatil gibi belirli bir sezonda satın almak için beklerse, bir talep şoku muhtemelen ortaya çıkacaktır. Talep şokunu tetikleyen unsurlar çok çeşitlidir ve her zaman öngörülebilir değildir. İki boyutlu bir grafiğe göre arza karşı talep çizildiğinde talep eğrisi teriminin kaynağı olan düz veya kavisli bir çizgi üretir. Talep eğrisinin en önemli nedeni, planlanan bir ürünün üretimi belirli bir süre boyunca kamu talebine uymamasıdır. Bir ürünün üretiminin çok az olması talep şokunu artırabilir; aşırı üretim ise olumsuz bir talep şokuyla sonuçlanabilir. Her ikisi de üreticiler için zorluklar yaşatır. Vergi kanunlarındaki değişiklikler, özellikle olumsuz bir talep şoku oluşması durumunda üretim düzeylerini değiştirmek için kullanılabilir. Örneğin, 2000'li yılların ortalarında ve sonrasında ABD mortgage krizi sırasında ortaya çıktığı gibi, spekülasyon

⁸ Onaran ve Yazar, a.g.e., s. 97.

gayrimenkul çılgınlığında çok fazla ev inŒa edilirse, yasama meclisi dengesizliği düzeltmek için vergi teŒvikleri veren kanunları geebilir⁹.

1.1.3. Arz Œoku

Arz Œoku, maliyet deęiŒikliklerinin toplam arz eğrisini hissedilebilir lde kaydırmasıdır. Arz Œokları, retim tekniğinin deęiŒtirilmesi, yeni ürün girdisi, hava koŒullarının normalin dıŒında geliŒmesi, yeni hammadde kaynaklarının yaratılması ve hammadde fiyatlarında hissedilebilir lde ykseliŒ ve dŒŒlerin gerekleŒmesi nedenleri ile oluşabilir. 1970'lerde petrol fiyatlarının ciddi oranda artışıyla arz Œoku kavramı literatüre girmiŒtir. Bir arz Œokunun etkisi, belirli olaya özgüdür, ancak tüketiciler genellikle en çok etkilenendir. Tüm arz Œokları negatif değildir; tedarikteki patlamaya neden olan Œoklar, fiyatların dŒmesine ve genel yaŒam standardını yükseltmesine neden olur. Negatif arz Œoklarının birçok potansiyel nedeni vardır. Girdi maliyeti giderlerinde herhangi bir artıŒ, toplam arz eğrisinin sola kaymasına ve fiyatların yükselmesine ve üretiminin dŒmesine neden olabilir. Bir kasırğa veya deprem gibi doğal bir felaket geçici olarak negatif arz Œokları yaratabilir. Vergilerdeki veya emek ücretlerinde meydana gelen artıŒlar, kar marjları dŒtę ve verimsiz üreticilerin iŒinden çıkarıldığı için üretimi de yavaşlatabilir. SavaŒ arz Œoklarına neden olabilir. Çoğu tüketicisi malının arzı, savaŒ atıŒması sırasında birçok kaynak bağlandığı ve İkinci Dünya SavaŒı sırasında çok daha fazla fabrika, tedarik bölgesi ve ulaŒtırma rotası yok edildiği için önemli lde dŒmŒtr¹⁰.

1.2. EKONOMİK KRİZİN NEDENLERİ

Ekonomik krizlerin meydana gelme sürecinde belirli etmenler görev yapmakta, bu etmenler belirli bir dönemde belirli bir birikim oluŒturmakta ve ekonomik krizin gerekleŒmesi için uygun koŒulları sağlamaktadır. Ekonomik krizin kaynağı, genel olarak iktisadi olan içsel ya da dıŒsal sebeplerden yahut hem içsel hem de dıŒsal sebeplerden meydana gelebilmekte; ortaya çıktığı alanda iktisadi, ticari, mali, toplumsal ve kültürel deęiŒimlere ve olumsuzluklara neden olabilmektedir. Aynı zamanda ekonomik krizlerin sebepleri gerekleŒen krizin içeriğine göre ayrıcalıklar

⁹ <https://attilatimur.wordpress.com/2017/03/14/talep-soku-nedir/> (EriŒim Tarihi: 09.07.2019).

¹⁰ <https://tr.talkingofmoney.com/why-do-supply-shocks-occur-and-who-do-they-negatively-affect-most> (EriŒim Tarihi: 09.07.2019).

gösterebilmektedir. Ekonomik krizlerin ortaya çıkmasında rol oynayan içsel ve dışsal sebepler genel hatlarıyla aşağıda yer almaktadır¹¹:

- Ülke ekonomisinin yapısı ve aynı zamanda bu yapıda gerçekleşen aksaklıklar,
- Reel ve finansal sektörlerde ortaya çıkan arz fazlalığı ya da talep daralması,
- Ülke ekonomisinde uygulanan ekonomi politikaları ile siyasal iktidarın olayları algılama yetisi,
- Ekonomik süreç içerisinde üretim, istihdam ve fiyatlar genel seviyesinde meydana gelen ani konjonktürel hareketler,
- Dış ödemeler dengesi problemleri, enflasyon, sermaye hareketlerinin serbestleşmesi yönünde uygulanan politikalar neticesinde hızlanan uluslararası sermaye hareketlerinin meydana getirdiği istikrarsızlıkla ilişkili olarak finans piyasaların ve reel sektörün bu durumdan negatif yönde etkilenmesi ekonomik kriz sebepleri arasında bulunmaktadır. Aynı zamanda;
- Herhangi bir ülkede ortaya çıkan ekonomik kriz farklı ülkelere de sıçrayabilmekte ve uluslararası finans sistemine temelden etki edebilmektedir. Özellikle küreselleşme sebebiyle ekonomik sınırların yok olması yahut ülke ekonomisinin dışa açıklık düzeyinin bu konu ile ilgisi büyüktür.
- Ekonomik olmayan ancak ülke düzeyinde ortaya çıkan ve ülke ekonomisinde önemli etkiler yaratabilen deprem, sel benzeri doğal afetler de ekonomik krizin nedenleri arasında bulunmaktadır.

Bahsi geçen bu sebepleri ekonomik krizin genel sebepleri arasında kendilerine yer bulmaktadırlar. Diğer yandan daha öncede ifade edildiği üzere ekonomik kriz sebepleri gerçekleşen krizin kapsamında göre de farklılık gösterebilmektedir. Bütün ekonomik krizlerin kendine has sebepleri olabilmektedir. Özellikle son zamanlarda meydana gelen krizleri daha önceki senelerde ortaya çıkan krizlerden ayırmak gerekmektedir. Mesela, Türkiye’de meydana gelen krizler 1980 senesi öncesi ve 1980 senesi sonrası şeklinde incelediği takdirde; 1980’li senelerden önce Türkiye’de meydana gelen krizler genel olarak ülkenin yapısal unsurlarından yani içsel etmenlerin etkisi ile ortaya çıkmış iken, 1980 senesinden sonra özellikle 1990’lı

¹¹ Abdulkadir Dursunoğlu, *Teori ve İlişkileri ile Global Ekonomik Kriz*, Çizgi Yayınevi, Konya, 2009, s. 4.

senelerde gerçekleşen krizler dışsal etmenlerin etkisiyle gerçekleşen kriz niteliği taşımaktadır¹².

1.3. EKONOMİK KRİZİN TÜRLERİ

Ekonomik krizler mal, hizmet, üretim faktörü veya para piyasalarında meydana gelebilmektedir. Başlıca ekonomik kriz türleri; reel sektör krizleri ve finansal sektör krizleri olarak iki ayrı şekilde incelenebilir. Krizlerin derinliğini saptamak amacıyla, ülke ekonomisinin belirteci olan makroekonomik değişkenlerinden Gayrisafi Milli Hâsıla (GSMH)'deki düşüşler ile işsizlikteki artışlar temel değişkenler olarak kullanılmaktadır¹³.

Tarih boyunca Neoklasik, Keynesyen, Marksist ve Post Keynesyen görüşleri benimseyen iktisadi düşünce kuramları krizleri oluşum türü ve nedenlerine göre farklı bakış açıları ile ele almış ve ortaya koyduğu savlar ile farklı sonuçlara ulaşmışlardır. Bu iktisat okulları ekonomi ve krize yönelik olarak farklı açıklamalar ve değerlendirmelerde bulunmuşlardır. Klasik iktisatçılar krizin temel nedenini reel ücretlerin yüksekliği ile ilişkilendirerek, ücretlerin düşürülmesini savunmuşlardır. Reel ücretlerin düşürülmesi önerilerine Keynes karşı çıkmıştır. Keynes'e göre, krizin ve artan işsizliğin nedeni, reel ücretlerin yüksekliği değildir. Ücretlerin düşürülmesi, insanların harcanabilir gelirlerini azalttığından krizin aşılmasına yardımcı olmaz, hatta krizin daha da derinleşmesine yol açabilir. Kriz ve işsizlik, efektif talep yetersizliğinden kaynaklandığından krizin aşılması da efektif talebin genişletilmesine bağlıdır. Keynes için kısa dönemde, toplam arz bir sorun olarak ortaya çıkmadığından, iktisadi dalgalanmalar efektif talep unsurlarından özellikle de yatırım harcamalarının değişken bir karakter taşımasından kaynaklanmaktadır¹⁴.

Keynesyen görüş, ekonomik yaşamda meydana gelecek dengesizliklerin (enflasyon, işsizlik, deflasyon, durgunluk gibi) toplam talep ayarlamaları ile giderilebileceğini savunur. Bu görüşü ileri sürerken Keynesyen makro teori, arz koşullarının kısa dönemde sabit olduğunu ve uzun dönemde de iktisat politikalarına karşı duyarsız olduğunu varsayar. Bir başka deyişle Keynesyen teori, arz koşullarının önemini reddetmez veya ihmal etmez, fakat bu koşulların iktisat

¹² Ömer Yılmaz vd., "İktisadi Kriz Kuramları, Finansal Küreselleşme ve Para Krizleri", *Erciyes Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi*, 2005, Sayı: 24, s. 78.

¹³ Keskin vd., s. 49.

¹⁴ Osman Zekayi Orhan, *Keynesyen ve Monetarist İstikrar Politikaları*, 2. Basım, Bilim Teknik Yayınevi, İstanbul, 1990, s. 43.

politikalarının etki alanının dışında kaldığını kabul eder. Keynesyen ekonomi, ilke olarak özel sektörün dengesiz olduğunu kabul eder. Bu dengesizliği ortadan kaldırmak amacıyla ekonomiye devlet müdahalesinin gerekli olduğunu öngörür. Para ve maliye politikalarıyla toplam talebin bileşimini ve miktarını değiştirmek suretiyle ekonomideki dengelerin arzulan yönde gerçekleşmesi sağlanacaktır. Keynes'e göre, maliye politikası araçları olan harcama ve vergi politikası, toplam talebi etkileme açısından, para politikasına göre daha etkilidir¹⁵.

Keynesyen ve Neoklasik iktisadi kriz kuramlarının gerek bunalımın oluşum mekanizmasını açıklamaları, gerekse bunalımdan çıkış için önerileri birbirinden son derece farklıdır. Neoklasik iktisatçılar bunalımdan çıkış mekanizmasını tanımlamışlardır. Depresyon konjonktüründe yatırımlar azaldığı için borç verilebilir fon piyasasından kredi talebi önemli ölçüde azalır. Dolayısı ile faizler çok düşer ve işsizlik artar. Emek piyasasında arz fazlası oluşur. Böylece, emeğin ücreti de düşer. Faiz ve ücret, sermayedar için önemli iki maliyet unsurudur, dolayısı ile üretim maliyetlerinde olağanüstü bir düşüş olmuştur. Bu da, yeni kar olanakları yaratır ve böylece sermayedarlar bir noktadan sonra yeniden yatırım yapmaya başlar. Depresyon, işte bu noktada sona erer ve yeni bir yükselen konjonktür dalgası başlar. Sonuç olarak, bunalımdan çıkış için kamu otoritesinin sisteme dışardan müdahalesi gereksizdir. Sistem otomatik olarak bunalımdan çıkacaktır¹⁶.

Keynes ise krizi, yükselen konjonktür ortamında, iktisadi ajanlar tarafından genellikle öngörülme ve çoğu zaman şiddetli ve ani olarak meydana gelen bir olay olarak betimlemiştir. Yine Keynes istihdam, tüketim, dönem başı ve dönem sonu yatırım, toplam gelir, marjinal tüketim eğilimi, efektif talep gibi makro iktisadi değişkenlerin, çarpan ve hızlandırıcı mekanizmalarının ve de sermayenin marjinal etkenliğine ve faiz oranına ait beklentilerin karşılıklı etkileşimi ile, yükselen konjonktür döneminin kendi kendini besleyen bir büyüme dinamiği oluşturduğunu; konjonktür dalgasının daralma istikametine döndüğü tepe noktasında dönüşün, ani ve şiddetli olduğunu; bu noktadan sonra aynı unsurların, bu kez daralma yönünde etkileşimler yaratarak işlediklerini; fakat daralma devresinden yükselen konjonktür devresine geçişin krize girişteki olgunun tersine ani ve şiddetli değil, yavaş ve tedrici olduğunu yazar. Keynes'e göre bunalımdan çıkış mekanizmasının çözümlenmesinde yetersiz efektif talep kavramı merkezi bir rol oynar. Ona göre,

¹⁵ <https://ozgurlukdunyasi.org/arsiv/24-sayi-197/200-keynes-ve-keynescilik-nedir> (Erişim Tarihi: 09.07.2019).

¹⁶ Yılmaz vd., a.g.e., s. 77-99.

nominal faizler belirli bir noktadan daha aşağı inemez; çünkü para talebi eğrisinin faiz esnekliği, depresyon konjonktüründe sonsuza yaklaşır. Dolayısı ile, böyle bir konjonktürde para arzını artırarak nominal faiz oranlarını belirli bir noktadan aşağı düşürmek mümkün değildir. Üstelik bu durumda, nominal faizler sıfıra yaklaşırsa bile, reel faizler pozitif ve hatta epey yüksek olabilir. Çünkü depresyon konjonktüründe fiyat endeksleri önemli oranda düşmektedir. Ayrıca daha da önemlisi, likidite tuzağı oluşmasa bile, faizleri düşürerek, depresyon ortamında yatırımları artırmak mümkün değildir. Çünkü öyle bir konjonktürde, yatırımın faiz esnekliği sıfırdır. Yani hem faiz hem de emek maliyetleri olağanüstü düşüşler göstermiş olsa bile, sermayedarlar depresyon koşulları altında yeni yatırım yapmayacaklardır. Zira fabrikalar bu süreçte çok düşük kapasitede çalışmaktadırlar. Öyle ise, satışlarda marjinal bir artış gözlenir ve bu nedenle üretimi bir miktar artırmak gerekirse, işverenler sadece kapasite kullanımını marjinal olarak artırma yoluna gidecekler ve yeni sabit sermaye yatırımı yapmayacaklardır¹⁷.

Marx, düşen kâr oranları teorisine dayanarak iktisadi kriz olgusunu şöyle açıklamıştır: Yeni üretim tekniklerinin uygulanması yatırımları artırır. Yatırımların artışı, emek piyasasında işçi talebini artırır. İşçi talebindeki bu artış, endüstri rezerv ordusundan bir kısmının emilmesine ve ücret piyasasındaki basıncın hafiflemesine yol açar; ücretlerde düşme durur, hatta bir miktar artış göze çarpar. Ücretlerin yükselmesi artık değer oranını düşürür ve dolayısıyla kâr oranında da düşme kendini gösterir. Bu ise yatırımları durdurur ve yatırımların durmasıyla işçi talebi de azalır¹⁸.

Dizginlenmemiş kapitalist rekabet tarafından uyarılan, aralıksız güdülen ve genişlemenin kaynağı olan sermaye birikimi, sonunda efektif talebe oranla aşırı üretimin koşullarını doğrulamaktır. Marx, bunu “öyle bir an gelir ki, pazar mallar için çok küçük gibi görünür” şeklinde ifade etmektedir. Bu da sermayenin yeterince kâr elde edemeyeceği anlamına gelir. İktisadi sistemde ve onun çelişkilerinde aranan krizin nedeni buradadır. Sermaye yeterince kâr elde edemediği için, aşırı sermaye birikimi vardır. Yani, elde edilmesi mümkün olan artık değere oranla bir aşırı birikim söz konusudur. Bu durumda kriz kaçınılmazdır. Kriz fiyatların ve kâr oranlarının düşmesi ile başlar, üretimin ve istihdamın, buna bağlı olarak satın alma gücünün düşmesi ile devam eder. Birikimli bir süreç ile bunalım bunalımı doğurur¹⁹.

¹⁷ Fahriye Öztürk ve Kemal Çakman, “Keynes, Krizlerin Dinamiği ve Globalizasyon,” *İktisat, İşletme, Finans*, 2002, Yıl:17, Sayı: 190, s. 13.

¹⁸ Karl Marx, *Capital*, Vol. II, GDH Cole, London, 1946, s. 845-846.

¹⁹ Marx, a.g.e, s. 845-846.

Kapitalist sistemin iç çelişkileri, Marx'a göre, aynı zamanda kendilerini devresel krizler olarak belli eder. Krizler, bu çelişkilerin etkili, fakat geçici çözümü, bozulan dengeyi bir süre için tekrar kuran şiddetli patlamalardır. Kapitalizm geliştikçe, krizler daha şiddetlenecektir²⁰.

Post Keynesyenler, ekonomiyi parasal üretim ekonomisi olarak tasvir ederler. Parasal üretim ekonomisinde ekonomi parasal sektör ve reel sektör olarak ikiye ayrılmaz ve parasal değişimlerin reel değişkenler üzerindeki kesinlikle etkisi vardır. Para kapitalist sistemin merkezindedir ve üretim sürecinin başından sonuna kadar paraya ihtiyaç vardır. Üretim faktörlerinin kiralınması ya da satın alınması, borç ve alacak işlemlerinin yerine getirilmesi ve daha bir sürü iktisadi faaliyet para olmaksızın gerçekleştirilemez²¹.

Post Keynesyenler, deterministik ilişkilerin geçerli olduğu kapalı sistem yaklaşımını reddederler ve açık sistem yaklaşımını benimserler. Açık sistem, tarihsel zaman içerisinde belirlenemeyen ilişkilerin gerçekleştiği ve bundan dolayı belirsizliğin hâkim olduğu sistemlerdir. Buradaki belirsizlik mutlak belirsizliktir yani olasılık hesaplarıyla hesaplanabilen belirsizlik değildir. Tarihsel zaman, ana akım iktisattaki nokta zaman ya da mantıksal zaman olarak adlandırılan kavramın yerine ikame edilmiştir²².

Post Keynesyenler, kriz konusunda da alternatif görüşler geliştirmişlerdir. Bunlardan birisi Hyman Minsky tarafından geliştirilen Finansal İstikrarsızlık Hipotezi'dir.

Minsky²³'ye göre ponzi ve spekülâtif finansmanın yoğun olduğu ekonomilerde istikrarsızlık meydana getiren, faiz oranında meydana gelen farklılıklardır. Süregelen yatırımlar güçsüz faiz oranları esnekliğine sahiptir. Bu durumun sebebi ise bitmemiş yatırımların değerlerinin olmamasıdır. Talep edilen gelir oluşana dek devamlı finanse edilmek zorundadırlar. Aksi halde faiz oranlarındaki yükselmeler ve yatırımların tamamlanmasındaki gecikme sebebiyle maliyetler de yükselecektir.

²⁰ Gülten Kazgan, *İktisadi Düşünce veya Politik İktisadın Evrimi*, 11. Basım, Remzi Kitabevi, İstanbul, 2004, s. 327.

²¹ John Smithin, *Controversies in Monetary Economics*, Edward Elgar Publishing Company, USA, 1994, s. 2-3.

²² Philip Arestis, *Money, Pricing, Distribution and Economic Integration*, Macmillan Press. Ltd., London, 1997, s. 44-45.

²³ Hyman Minsky, *Stabilizing an Unstable Economy*, New Haven, Conn, Yale University Press, London, 1986.

Dolayısıyla yatırımın tamamlanmasıyla birlikte arzu edilen gelirin yükselen faiz oranlarını telafi edecek düzeyde olması gerekir²⁴.

Faiz oranlarının etkileri, sermaye ürünlerinin ücretleri ve projelerin ücretleri üzerinde kendini göstermektedir. Yatırım maliyetleri tahmin edilen veya mevcut faiz oranları üstünden hesaplanır. Fakat yatırımın gerçekleşmeye başlamasının ardından faiz oranının azalması yatırım maliyetlerini düşürürken; yükselmesi maliyetleri de yükseltir. Sermaye ürünlerinin fiyatı yatırım projesinin değerini ve bu projeden elde edilecek olan geliri ifade eder. Yatırımdan elde edilecek olan gelir maliyetleri karşılayabiliyor ise yatırım gerçekleştirilir. Fakat faiz oranındaki yükselme, bir yandan yatırım maliyetlerinin de yükselmesine neden oluyorken diğer yandan da sermaye ürünlerinin fiyatını azaltacağı için, süregelen yatırımların finansmanlarının risk altında kalmasına sebep olabilir²⁵.

Minsky²⁶'ye göre yapılan yatırımların çoğunluğu içeriden karşılanabiliyorsa, faiz oranında meydana gelen farklılıkların yatırımlar üstündeki tesirleri kısıtlı kalacaktır. Bu yüzden yatırımlarına dışarıdan finansman sağlayan şirketler için iki türlü güvenlik sınırı mevcut olmaktadır. İlki; portföylerindeki nakit para miktarına göre belirlenirken ikincisi, elde edilmesi muhtemel olan gelirin yatırımların maliyetini aşan bölümüne göre belirlenir.

Şirketler yapmış oldukları yatırımlardan yalnızca kâr kazanmazlar. Kârın yanında yatırımlarında araç olan sermaye ürünlerini de elde ederler. Yatırımlar ne kadar büyük olursa elde edilen sermaye ürünleri de o kadar çok olur. Yatırımların azaltılması işletmeler açısından bir sınır oluşturur zira faiz oranının yükseldiği hallerde borç alınan kurumların teminat isteği artar. Şirketlerin yaratacakları finansmanın büyüklüğü gösterecek oldukları teminatların miktarına bağlıdır. Bu yüzden daha çok borç alabilmeye imkân sağlayan yalnızca faiz oranı değildir, şirketin piyasa içerisindeki mevcut konumu da borç miktarına etki eder. Piyasadaki tüm şirketlerin alabilecekleri borç miktarları birbirine göre farklıdır. Şirketlerin büyüklüğü, fiyat belirleyici özellikleri borç miktarını değiştirebilir²⁷.

²⁴ Ekrem Erdem vd., "Finansal İstikrarın Bankacılık Sisteminin Borç Verme Politikaları Üzerindeki Etkisi: 2008 Küresel Krizi Çerçevesinde Türkiye Üzerine Bir İnceleme", *Journal of BRSA Banking & Financial Markets*, 2011, Cilt: 5, Sayı: 1, s. 7.

²⁵ Hüseyin Altay vd., "Ticari Yoğunlaşma Kapsamında Türkiye'nin Küresel Ölçekli Dış Ticaret Analizi", *Dumlupınar Üniversitesi Sosyal Bilimler Dergisi*, 2010, Sayı: 26, s. 8.

²⁶ Minsky, a.g.e.

²⁷ Tamer Ergül, Ekonomik İstikrarsızlıkları Anlamada Minsky'nin Finansal İstikrarsızlık Hipotezi. Anadolu Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Eskişehir, 2005, s. 17 (**Yayımlanmamış Doktora Tezi**).

- Hyman Philip Minsky'nin Finansal İstikrarsızlık Teorisi, finansal piyasalarda hükümetin müdahalesini savunduğu için Keynesçi niteliğe sahip olarak görülebilir. Mevcut kurumsal düzenlemeler de dâhil olmak üzere ekonomik döngüleri analiz eden ilk teorilerden biridir. Minsky, finansal piyasaların esas itibarıyla dengesiz olduğunu ve devletin bu durumu düzeltmek için müdahalede bulunması gerektiğini belirtmektedir. Minsky'ye göre istikrarsızlığa giden yol üç aşamadan geçmektedir²⁸:
- Finansmanın tamamıyla gelirle karşılandığı istikrar aşaması
- Sadece faiz giderlerinin, gelirle karşılandığı spekülâtif aşama
- Bir şirketin borçlarını ödemek için yeni finansman kullanması ile borç seviyelerini daha da arttığı aşama.

Minsky'ye göre neoklasik iktisat iki faktörü göz ardı etmektedir: İki, makroekonomik döngülerin varlığı ve ikincisi, özel borç. Neoklasik iktisat özel borçların yeniden dağılımda rol aldığını ve makroekonomik etkisinin olmadığını savunurken Minsky, borçtaki değişikliğin toplam talep ve toplam geliri artırarak makroekonomik etkilere yol açtığını savunmaktadır. Ekonominin iyi olmadığı dönemlerde beklenen nakit akışları, sözleşmeye dayalı borç ödemelerini karşılayacaktır. Ekonominin iyi olduğu bir dönemde, bankaların, yatırım bankacılarının ve işadamlarının çeşitli faaliyet ve pozisyonların finanse edilmesinde kullanacakları borç miktarı artar. Borç finansmanının ağırlığındaki bu artış, sermaye varlıklarının piyasa fiyatını yükseltir ve yatırımları artırır. Ekonomide borçlanmanın artması ekonomide fiili patlamayı hızlandırır. Minsky'nin Ponzi Finans girişimi diye ifade ettiği bu üçüncü aşamada fonlarını kaybeden ve hayatta kalmak isteyen girişimlerin de dahil olduğu birçok spekülâtif girişimin fon kullanımı yani borcu artacaktır. Bu da ekonomiyi krize götürmektedir²⁹.

1.3.1. Reel Kriz

Reel krizler; mal, hizmet ve işgücü piyasalarında meydana gelen olumsuz gelişmeler dolayısı ile gerçekleşen yani üretimde veya istihdam alanında

²⁸ Catalin Emilian Huidumac & Alexandru Catalin Popa, "Post-Crisis Economic Model: Return To Keynesianism?", *Hyperion International Journal of Econophysics & New Economy*, 2015, Cilt: 8, Sayı: 1, s. 103-104.

²⁹ Steve Keen, "Post Keynesian Theories of Crisis", *American Journal of Economics and Sociology*, 2015, Cilt: 74, Sayı: 2, s. 299-300.

gerçekleşen önemli ölçüdeki daralmalar olarak gerçekleşmektedir. Mal ve hizmet piyasasında ortaya çıkan krizler ile işgücü piyasasında meydana gelen işsizlik krizleri reel kriz şeklinde isimlendirilmektedir. Söz konusu kriz türünde üretim miktarlarında gerçekleşen düşüşler süreç içerisinde istihdamın azalmasına ve işsizliğin artmasına zemin hazırlamaktadır. Artan işsizlik dolayısı ile talepte de daha çok bir daralma gerçekleşmesi nedeniyle bir kısır döngü meydana gelmektedir. Bir ülkenin ekonomisi açısından en önemli kavramlardan bir tanesi üretim miktarıdır. Üretimde ortaya çıkan olumsuzluklar sonucunda başlayan süreç bir süre sonra kısır bir döngü durumuna dönüşmekte bu durum da ülke ekonomisinde talep azlığı da ya üretim fazlası gibi sonuçlara yol açmaktadır³⁰.

1.3.2. Finansal Kriz

Finansal krizi Frederic Mishkin; verimli yatırım imkânları bulunan finansal piyasaların ahlaki tehlike ve ters seçim sorunlarının giderek kötüleşmesi sebepleriyle, fonları etkili şekilde kanalize edememesi durumunda gerçekleşen doğrusal olmayan bozulma olarak açıklamıştır.

1980'li senelerden önce artış gösteren finansal liberalizasyon ile beraber 1990'lı senelerin başından itibaren finansal krizler, ülke ekonomilerinde daha çok karşımıza çıkmaktadır. Finansal liberalizasyon; çoğunlukla hükümetlerin gelişmiş ülkelerin uluslararası finansal faaliyetlerini kendi ülkelerine çekmek amacıyla, bankacılık sistemi üzerindeki yasal düzenlemelerin gevşetilmesi uygulamalarının bir neticesi şeklinde gösterilmekte ve ekonomilerin uluslararası sermaye akımlarına açılma süreci olarak ifade edilmektedir. Finansal liberalizasyon dışında, makroekonomik istikrarsızlık ve sabit döviz kuru sistemleri de finansal krizlerin sebepleri arasında gösterilmektedir³¹.

Finansal krizlerin, farklı coğrafyalarda ve farklı makroekonomik koşullarda meydana geliyor olması ve dolayısı ile her bir krizin kendine özgü özellikler taşıması krizlerin kestirilememesine sebep olmakta, ancak krizlerin sebepleri ne olursa olsun sonuç olarak ülke ekonomilerinde benzer durumlar ortaya çıkmaktadır. Her bir finansal krizin birçok ortak özelliği olsa da birbirinden ayrı sonuçlar doğurduğu görülmüştür. Finansal krizlerde milli gelirin düşmesi neticesinde ülke ekonomisi

³⁰ Zahide Ayyıldız Onaran, Para Politikasına Yeni Bir Bakış: Merkez Bankası Bağımsızlığı, İstanbul Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, İstanbul, 1995, s. 27 (**Yayımlanmamış Doktora Tezi**).

³¹ Mert Ural, "Finansal Krizler ve Türkiye", *Dokuz Eylül Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi*, 2003, Cilt: 18, Sayı: 1, s. 11.

zayıflamakta, mali piyasalardaki dalgalanmaların çoğalması neticesinde de yatırımcılar zarar görmekte ve buna bağlı olarak işsizlik oranları yükselmektedir.

1.4. FİNANSAL KRİZ ÇEŞİTLERİ

Finansal krizler genel olarak dört başlık altında incelenmektedir. Bunlar; para krizi, bankacılık krizi, sistemik finansal kriz ve dış borç krizidir.

1.4.1. Para Krizi

Bir paranın değişim değeri üzerindeki spekülative hareketler, paranın değer kaybetmesine ya da paranın değerinin azalmasını önlemek amacıyla büyük miktarlarda döviz rezervlerinde azalmaya veya faizlerin önemli ölçüde yükselmesine yol açıyor ise bu durum para krizi şeklinde isimlendirilmektedir. Para krizlerine sebep olan bu spekülative saldırılar, döviz kurundaki büyük ölçüde değerlenme, yabancı para cinsinden kısa vadeli dış borçlardaki artış, cari hesap açığındaki artış veya sabit döviz kuru düzenini bozmaya yönelik gerçekleştirilen politikalar nedeniyle meydana gelebilir. Para krizi ile reel döviz kurunun çok kısa bir dönem içerisinde, hızla yükselişi ifade edilmektedir. Bir başka ifadeyle milli paranın yabancı para karşısında önemli ölçüde değer kaybetmesi manasına gelmektedir³².

Başka bir deyişle göre ise para krizi; bir ülkenin ulusal parasına olan güvenin yok olması ile birlikte spekülative fonların ülkeden ayrılmaya başlaması neticesinde, merkez bankasının tüm destekleme uğraşlarına karşın, mevcut kurun devam ettirilemeyerek ulusal paranın devalüe edilmesi ya da tümünden dalgalanmaya bırakılması şeklinde tanımlanabilir.

Para krizlerinin belirleyicilerini birkaç başlık altında toplayabiliriz. Bunlar;

- Zayıf ekonomik göstergeler ve yanlış ekonomik politikalar,
- Finansal altyapının zayıflığı,
- Piyasadaki kreditorlerin ve uluslararası finans kuruluşlarının hatalı his ve sezgileri,

³² Olivier Blanchard, "Monetarypolicy; science or art?", *Intervention à la Conférence «Monetarypolicy: a Journey from Theory to Practice»*, BCE, mars. March 2006, s. 24.

- Siyasi suikast ya da terörist saldırısı gibi ani gelişen bazı hadiseler ile ahlaki risk olarak sıralanabilir³³.

Para krizlerinin ortaya çıkmasında ve reel sektöre yaptığı etkisinde beklentilerin kritik bir önemi vardır. Pek çok araştırmacının krizin psikolojik boyutu şeklinde isimlendirdiği bu durum; şu an reel değişkenlerde bir değişim ortaya çıkmadan da krizin meydana gelebileceğini belirtmektedir. Bu düşünce, yatırımların sonlandırılacağı ve sendikaların ulusal paranın değer kaybedeceği beklentisi ile daha yüksek ücretli kontratlar imzalamaya başlayacakları varsayımına dayanmaktadır.

1.4.2. Bankacılık Krizi

Bankacılık krizi; fiili ya da potansiyel banka başarısızlıklarının, bankaların yükümlülüklerini yerine getirmesini engellemesi ya da hükümetin bu başarısızlığı engelleyecek biçimde müdahale etmeye zorlanması sonucunda oluşmaktadır. Başka bir deyişle; ticari bankaların borçlarının vadesinin uzatılmaması ya da vadesiz mevduatlarda oluşan ani bir çekme talebini karşılayamamaları kapsamında likidite sorunu yaşamaları ve sonrasında iflas etmeleri durumu şeklinde belirtilmektedir.

Literatürde bankacılık krizleri açısından iki görüş hâkimdir. Bu görüşlerden birincisi; bankacılık krizinin rastgele bir hadise olduğunu ve reel ekonomide değişmelerle herhangi bir ilişkisinin bulunmadığı; ikincisi ise bankacılık krizlerinin reel konjonktür hareketleri ile alakalı olduğu ve toplam risk üzerindeki ani değişimler aracılığı ile ortaya çıkabileceği konusundadır³⁴.

Bu tür krizler, genellikle iş ve mevduat sahibi olanların bankalara hücumu, iflaslar, kredi sıkışması ve banka varlıklarının reel hacminde erime ile ortaya çıkar. Meydana gelen gelişmeler sonucunda bankalara karşı bir güvensizlik sorunu ortaya çıkar. Bireylerin alakalı kurumlardan tasarruflarını çekmeleri neticesinde likidite problemi gündeme taşınır ve bu durum krize zemin hazırlamaktadır. Bankacılık krizleri, hane halkı ve şirketlerin faaliyetlerini kısıtlamakta, yatırımların ve tüketimin azalmasına neden olmakta, finansal sektörün kredi ve ödemeler sisteminin sağlıklı

³³ Hakan Ongan, "Enflasyon Hedeflemesi ve Taylor Kuralı: Türkiye Örneği". *Maliye Araştırma Merkezi Konferansları*, 2004, Sayı: 45, s. 9.

³⁴ Güven Delice, "Finansal Krizler: Teorik ve Tarihsel Bir Perspektif", *Erciyes Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi*, 2003, Sayı: 20, s. 61.

bir biçimde işlemesine imkân vermemektedir. Bununla birlikte, sermayenin yurtdışına kaçışını hızlandırdığı için, başta bankalar olmak üzere diğer finansal kurumlara da mevcut güvenin kaybolmasına sebep olmaktadır. Bankacılık düzenine etki eden güven eksikliği ve zayıf bankacılık sisteminin oluşu, bankaların bir süre sonra başarısız olmasına sebep olurken, sermayesi güçsüz olan bankalara da fonlarını genişletme imkânı sunmamaktadır³⁵.

Bankacılık ve para krizleri sürekli tekrarlanması ve yayılma etkisi sebebiyle birçok çalışmada ikiz kriz türü şeklinde ele alınmaktadır. Kaminsky ve Reinhart, gerçekleştirmiş oldukları bir araştırmanın sonucunda eski literatürde ve yeni literatürde bankacılık ile para krizleri arasındaki ilişkiye çok az dikkat edildiğini belirtmişlerdir. Bunun sonucu olarak bu iki krize ikiz kriz ismini koymuşlardır. İkiz kriz kavramına göre para krizleri ile bankacılık krizleri birbirleriyle etkileşim halindedir. Para krizleri bankacılık krizlerini, bankacılık krizleri ise para krizlerine yol açabilmektedir. Yani para krizi ve banka krizi arasında nedensellik ilişkisi bulunduğu belirtilmektedir. Olası bir dış şoku takip eden uluslararası rezerv kayıpları, para ve kredi sıkışmasına, ardından finansal krize neden olabileceği gibi mali sıkıntıya giren bankaların gevşek para politikaları sayesinde kurtarılması sonucu artan parasal genişleme ulusal paradan dövize kaçışı ve para krizini körükleyebilmektedir³⁶.

1.4.3. Sistemik Finansal Kriz

Sistemik finansal kriz, finansal sistemde meydana gelen ve sistemin, varlık değerlemesi, kredi tahsisi ve ödemeler gibi önemli işlevlerinin kesintiye uğramasını sağlayan bir şok şeklinde tanımlanmaktadır. Başka bir ifadeye göre; finansal piyasaların etkin bir biçimde çalışmasına engel olarak, reel ekonomi üzerinde önemli menfi etkilere sahip finansal bozulmalar şeklinde tanımlanmaktadır. Sistemik finansal krizlerde kesin olarak bir yayılma süreci var olmakla beraber, bahsi geçen dönemde, ülkede üretim kayıpları ortaya çıkmakta, milli gelir azalmakta, ekonomik kayıplar artmakta ve ayrıca ülke ekonomik etkinlikten uzaklaşmaktadır. Finansal piyasalarda önemli ölçüde bozulma ortaya çıkmaktadır³⁷.

³⁵ Hakan Kara, "Küresel Kriz Sonrası Para Politikası", *TCMB Çalışma Tebliği*, 2012, s. 51.

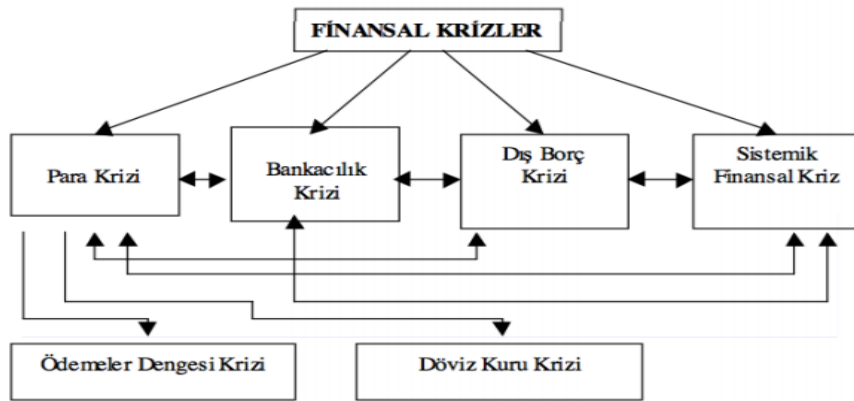
³⁶ Ongan, a.g.e., s. 17.

³⁷ Delice, a.g.e., s. 62.

1.4.4. Dış Borç Krizi

Dış borç krizi, bir ülkenin, kamu veya özel kesimden kaynaklanan dış borcunun ödenememesi halinde meydana gelmektedir. Ülke ekonomileri üstünde negatif etkiler oluşturan dış borç krizi, daha çok gelişmekte olan ülkelerin ekonomik gelişme süreçlerinde aksaklıklar oluşturmakta ve ekonomik problemlerini artırmaktadır. Alınan dış borçların verimli alanlarda değerlendirilmemesi, tüketimin finansmanında kullanılması ya da verimsiz, geri dönmesi büyük problemler yaratacak uzun vadeli yatırımlarda kullanılması gibi uygulamalar neticesinde borçların geri ödeme vadesi geldiği zaman ekonomik sistem komple sorun yaşayabilmektedir. Sıkıntıya giren bir ülkede dış borç krizi, dış borç geri ödeme, miktar veya vadelerindeki yükümlülüklerini tam ve eksiksiz bir biçimde yerine getiremeyeceği beyanı ile başlamış kabul edilmektedir. Dış borç krizlerinin en kritik özelliği krizlerin sürekli değil geçici ve bir döneme ait olmasıdır. Aynı zamanda dış borç krizine giren bir ülkenin negatif etkileri sadece alacaklı taraflar ile sınırlı kalmaktadır³⁸.

Finansal krizlerin birbirini etkilediğine inanılmaktadır. Finansal krizler, birbirinden bağımsız olmayıp, pek çok durumda farklı alanlarda ortaya çıkan bir kriz, diğer bir krizi de beraberinde getirebilmektedir. Şekil 1'de krizler arasındaki bu olası bağlar gösterilmektedir.



Şekil-1 Finansal Krizler Arasındaki İlişkiler³⁹

³⁸ Rudiger Dornbusch, *A Primer on Emerging Market Crises* (No. w8326), National Bureau of Economic Research, 2001, s. 33.

³⁹ Delice, a.g.e., s. 63.

Mesela; 1980'lerin başlarında Güney Amerika'da, 1990'ların başlarında İskandinavya'da, 1995'te Meksika'da ve 1997'de Asya'da yaşanan para krizleri sistemik finansal krizlere dönüşmüşlerdir.

1.5. EKONOMİK KRİZİ AÇIKLAYAN MODELLER

1990'lı yıllarda artışa geçen çok sayıda kriz nedeniyle bu krizleri açıklamaya çalışan modellerin sayısında da artış göstermiştir. Meydana gelen bu krizler ortak noktaları bulunmakta ancak her kriz birbirinin aynısı olmadığından ötürü, açıklayıcı teorik modeller yeterli olamamaktadır. Buna rağmen teorik modeller krizlerin sebeplerini açıklayabilmekte ve bütün krizlerin farklı boyutuna vurgu yapmaktadır. Krizler meydana geldikçe, yeni olgular gündeme geldikçe, yeni tip modellerle kriz açıklanmaya çalışılır hale gelmiştir.

Krizlerin nedenlerini açıklamaya yardımcı olmak için oluşturulan iki temel yaklaşım vardır. Bu yaklaşımlar; birinci nesil kriz modeli (spekülatif atak) ile ikinci nesil kriz modelleridir (kendi kendini doğrulayan kriz). Son zamanlarda bunlara ilave olarak üçüncü nesil kriz modelleri de (yayılma/bulaşma etkisi) eklenmiştir. Her bir yeni kriz, mevcut modellerin bir kısmını ya da tümünü geçersiz veya yetersiz yapmıştır. Gerçekleşen bütün bu gelişimler yeni ve farklı görüşleri meydana getirmiş ve bu süreç, krizlerinin açıklanmasına ve tahminine yarayan yeni modellerin geliştirilmesine imkân vermiştir⁴⁰.

1.5.1. Birinci Nesil Kriz Modelleri

Birinci nesil kriz modelini ortaya çıkaran Krugman'dır⁴¹. Flood ve Garber⁴² ise bu modelin gelişmesini sağlamıştır. Bu modeller, krizin oluşuma zemin hazırlayan temel makroekonomik faktörlere dikkat çekmekte ve para krizlerini, makroekonomik politikaların sürdürülemez olması ve yapısal dengesizlikler ile ilişkilendirmektedir. Birinci nesil modeller kriz sebeplerini, sabit döviz kuru sürdürülebilirliği ile tutarsız iktisadi politika uygulamaları ile ilişkilendirmektedir. Bahsi geçen politikalara örnek olarak ise bütçe açıklıklarını para basarak finanse eden genişleyici para politikaları

⁴⁰ İsa Dolu, Türkiye'de Yaşanan 1994 ve 2001 Ekonomik Krizlerin Analizi, Marmara Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü, İstanbul, 2009, s. 11 (**Yayımlanmamış Yüksek Lisans Tezi**).

⁴¹ Paul Krugman, "A Model of Balance-of-Paymentscrises", *Journal of Money, Credit and Banking*, 1979, Cilt: 11, Sayı: 3, s. 311-325.

⁴² Robert Flood & Peter Garber, "Collapsing Exchange-Rate Regimes: Some Linear Examples", *Journal of International Economics*, 1984, Cilt: 17, Sayı: 1-2, s. 1-13.

ile sabit kur rejiminin birlikte uygulanması gösterilebilir. Hatta bu uygulamalara döviz kurunu sabit tutabilmek için uygulanan döviz alımı ve satımı işlemleri de eklenebilir. Hükümetin, bütçe açıklarını para basarak kapatmak istemesi sabit döviz kuru düzeninin bozulmasına neden olacaktır. Sabit döviz kuru rejimi bozulduğunda ise yatırımcıların sermaye kaybından kaçınma uygulamaları neticesinde döviz rezervleri kritik düzeye düşecektir. Döviz rezervleri kritik düzeye düştüğü takdirde ekonomi, döviz rezervi üzerinden spekülâtif bir saldırı ile karşı karşıya kalacaktır. Birinci nesil model, rezervlerin tükenmesini bir süreç gibi görmek yerine spekülâtörlerin saldırıda bulunup rezervlerin tamamını satın alması olarak görmektedir. Spekülâtörler, Merkez Bankası'nın (MB) döviz rezervleri erimeden sabit döviz kuru politikasına son verilmeden evvel sermaye getirisi kazanmak ve kâr elde etmek için rekabet ederler. Bu hareketleri rezervlerin tükenme hızını da artırmaktadır. Spekülâtif saldırı neticesinde MB rezervlerin tamamını kaybeder ve kuru dalgalanmaya bırakır. Devletin yitirdiği rezervler, sürdürdüğü istikrarsız politikalar neticesinde ödediği bir cezadır.

Gerçeklere ve gözlemlere uygun olmamasına karşın bu modelde, MB'nin elinde bulundurduğu bütün döviz rezervlerinin sabit kur politikasının devam ettirilebilmesi için kullanılabileceği, dolaylı olarak minimum döviz rezerv düzeyinin sifıra eşit olabileceği varsayılmıştır⁴³.

1.5.2. İkinci Nesil Kriz Modelleri

1992-1993 yılları arasında ortaya çıkan Avrupa Döviz Kuru Mekanizması (ERM) ve 1994 Meksika krizinin birinci nesil modellerin temel özelliklerine uyumlu olmadığı fark edilmesi sonucunda, ikinci nesil kriz modellerinin geliştirilmesi hız kazanmıştır. Temel ekonomik verilerde bir bozulma meydana gelmemişken ortaya çıkan krizler birinci nesil kriz modelleri ile açıklanamaz duruma gelmişti. Birinci nesil kriz modelleri esas alınarak uygulanan tutarsız makroekonomik politikalar neticesinde ekonomik verilerde bozulma ortaya çıkmakta ve dolayısı ile kriz baş göstermekteydi. İkinci nesil kriz modellerine göre, temel ekonomik verilerde ciddi bozulmalar meydana gelmeksizin (bütçe açığı, enflasyon oranı ve döviz rezervleri benzeri), iktisadi ajanların içsel ve/veya dışsal sebeplerle de tetiklenebilen beklentilerindeki ani değişimler ekonomide parasal istikrarsızlık meydana

⁴³ Umut Çakmak, "Kriz Modelleri Tasarımı Türkiye 2001 Finansal Krizinin Açıklaması", *Gazi Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi*, 2007, Cilt: 9, Sayı: 1, s. 86.

getirebilmekte ve finansal bir krizin ortaya çıkıp çıkmamasında önemli rol oynayabilmektedir⁴⁴.

Birinci nesil kriz modelleri meydana gelen krizleri açıklamada eksik kaldığı için, krizlerin meydana gelmesinde başka sebepleri inceleyen modeller geliştirilmeye başlanmıştır. Birinci ve ikinci nesil kriz modellerinde ortak görüş, ekonomik temellerde devamlı bozulma gerçekleşmediği durumlarda dahi krizin çıkma imkânının bulunduğu yönündeydi⁴⁵.

Bu yaklaşım, iktisadi aktörlerin beklentileri ile fiili politika dolayısıyla ortaya çıkan sonuçlar arasındaki etkileşimi temel almakta ve bu etkileşimin kendi kendini yaratan krizlere yol açtığını ileri sürmektedir.

1.5.3. Üçüncü Nesil Kriz Modelleri

1997 senesinde meydana gelen Doğu Asya krizini açıklamada her iki model de etkisiz olmuştur. Doğu Asya Krizi, bütçe açıklarını finansman yönteminin sabit kur sistemiyle tutarsızlığından kaynaklandığını savunan birinci nesil kriz modeli ile açıklanamamıştır. Diğer taraftan makroekonomik büyüklükler kriz yaratacak ölçüde olmadığı halde spekülâtorlerin hükümetin sabit kur sistemini devam ettiremeyeceği yönünde gerçekleşen beklentilerin sebep olduğunu savunan ikinci nesil kriz modeli de ortaya çıkan krizi açıklayamamıştır. Netice olarak bu durumu açıklayabilmek için yeni araştırmalar üzerine yoğunlaşmıştır. İkinci nesil para modellerini de kapsayabilen yeni model Krugman⁴⁶ tarafından bulunmuştur. Bu çalışmalar literatürde üçüncü nesil kriz modelleri şeklinde isimlendirilmektedir⁴⁷.

Üçüncü nesil kriz modelleri, bankacılık ve finans sektörünün önemine dikkat çekerek, bankacılık krizleri ile para krizlerinin birbirlerini tamamlayan bir kısır döngü oluşturduğu ana fikrine dayanmakta ve krizlerin ülkeler arasında yayılma mekanizmasını açıklamaya çalışmaktadır. Bu model, finansal piyasaların her geçen zaman bütünleştiği, bugünün dünyasında herhangi bir ülkenin finans piyasasında ortaya çıkan istikrarsızlıkların ya da krizin başka bir yerde makroekonomik temellerle açıklanamayan bir krizi yaratabileceği fikrini içinde barındıran bir modeldir. Buna

⁴⁴ Vildan Serin ve Eyüp Bastı, "Gelişmekte Olan Ülkelerde Görülen Finansal Krizlere Getirilen Teorik Açıklamalar ve Türkiye Örneği", *Yeni Türkiye*, 2001, Ekonomik Kriz Özel Sayısı II, s. 116.

⁴⁵ Blanchard, a.g.e., s. 49.

⁴⁶ Krugman, a.g.e., s.311-325.

⁴⁷ Vedat Akman "Krizin Yapısı ve Geleceği", *İktisat Dergisi*, 2001, Sayı: Şubat-Mart, s. 11.

göre, hükümet ile büyük işletmelerin arasında olan uygunsuz ilişkiler krizlerde kritik roller üstlenmektedir. Sermaye akımlarının serbest olduğu bir ekonomide, hükümetin bankaların veya şirketlerin yurt dışından aldıkları borçlara direkt veya dolaylı bir şekilde garanti sağlaması, finansal birimlerin kontrolünün yeterli olmadığı halde önemli ahlaki risk sorunlarına yol açmaktadır. Alınan sermayenin marjinal ve verimsiz olan yatırımlara aktarılması, neticede hükümet garantisi altında olan sermaye kayıplarına sebep olmaktadır. Olumsuz bir dışsal şok, kayıpların artmasına neden olarak, ekonomide önemli ölçüde daralmaya, geri dönmeyen kredilere, banka iflasları ve sermaye kaçışına yol açmaktadır. Üçüncü nesil modellerde, bankacılık ve para krizlerine yol açan kırılgan bir finansal düzenin krizlerin ortaya çıkmasındaki rolüne dikkat çekilmektedir⁴⁸.

Üçüncü nesil kriz modellerine göre; hızlı bir finansal liberalizasyondan sonra denetimi ve düzenlemeleri zayıf bir bankacılığın varlığı halinde, yoğun sermaye girişleri, risk yönetimi gelişmemiş ve sermaye yeterlilik düzeyleri düşük bankalar aracılığıyla, aşırı bir borç verme ve/veya tüketim patlamasına sebep olmakta; aşırı borçlanma borsada ve gayrimenkul fiyatlarında patlamaya sebep olmaktadır. Ekonomi durgunluk dönemine girdiği zamanda ise, iyi araştırmadan ve izlemeden sağlanan krediler bankaları kırılgan ve krize hassas duruma getirmekte, ülke içi parayı savunmak güçleşmekte ve parada bir çöküşe imkân vermektedir. Yine bu tip modellerin başka bir vurgusu da, hükümet aracılığıyla gizli saklı desteklenen ve bağlı şirketlerine kredi vermesine imkân verilen bankaların, ahlaki riske dayalı olarak meydana getirdiği aşırı borçlanmanın ve fonlanmamış yükümlülüklerin esasen gizli devlet borcu haline geleceğidir. Bu halde, makroekonomik temellerdeki sağlamlık bir yanılısma durumuna gelmekte ve hükümetler fiilen dikkatsiz ve sürdürülemez harcamalara katlanmak zorunda kalmaktadırlar⁴⁹.

⁴⁸ Umut Vural, *Geleneksel Olmayan Para Politikalarının Yükselişi*, Ankara, 2013, s. 25, (Yayımlanmamış TCMB Uzmanlık Yeterlilik Tezi).

⁴⁹ Ercan Sancak, ve Erkan Demirbaş, "Küresel Ekonomik Kriz ve Türkiye Konut Sektörüne Etkileri", *Süleyman Demirel Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi*, 2011, Cilt: 16, Sayı: 3, s. 27.

İKİNCİ BÖLÜM

PARA POLİTİKALARI

2.1. PARA POLİTİKASI

Merkez bankaları fiyatlardaki stabilizasyonu sağlamak, kaynakların etkin kullanımı, sürekli bir ekonomik büyüme gibi hedefler doğrultusunda para politikalarını kullanmaktadırlar. Merkez bankalarının kullandıkları politikaları net hatlara ayrılmamakla birlikte 1970 yılı öncesi, 1970-1980 seneleri arası ve 1990 senesi sonrası şeklinde 3 ayrı dönemde değerlendirilebilir. 1970 yılı öncesi ekonomi politikaları incelendiğinde, bu zamanlar ağırlıklı bir şekilde kullanılan politika maliye politikasıdır. Bu zamanda maliye politikası en verimli dönemini yaşamıştır. Para politikası ise bankaların belirlediği hedeflere ulaşma amacıyla uyguladığı maliye politikasını destekleyici nitelikte olan bir politikadır. 1970'li senelerde ortada çıkan petrol krizleri neticesinde petrol fiyatları bir hayli yükselmiş, bu yükselişle birlikte ülke ekonomilerine negatif bir etkisi olmuştur. Ülkelerin bu şaşkınlığı atlamak amaçlı uyguladığı gevşek para politikaları neticesinde etki iyice artmıştır. Bu enflasyonist süreç ekonomilere gittikçe zarar vermeye başlamış, merkez bankalarının da politikalarını denetlemesine ve maliye politikalarının niteliğini kaybetmesine sebep olmuştur. 1980'li seneler itibarıyla da merkez bankaları fiyat stabilizasyonunu esas amaç şeklinde belirlemeye başlamışlardır⁵⁰.

Tüm dünyada merkez bankalarının asıl görevlerinin başında fiyat istikrarı (enflasyon) gelmektedir. Bu yönde merkez bankaları para politikası araçlarıyla ekonomide bazı parametreleri etkilemekte, para arzını ve faiz oranlarını etkileyerek toplam hâsıla, fiyatlar genel seviyesi gibi ölçütler üzerinde etkili olmakta ve sonucunda da enflasyonu etkilemektedirler. Para politikası, bir ülkenin ekonomisinde toplam faaliyet miktarını, hedeflenen yönde etkilemek üzere merkez bankaları aracılığıyla kredi ve para hacmini değiştirici politikalarının izlenmesidir. Piyasada makro ekonomik değişkenlerin denge halinde olması ve belirsizlik durumunun azalması amacıyla nominal ve reel faizlerin denetimi önem teşkil etmektedir. Merkez bankalarının uygulamakta olduğu para politikaları, ekonomi ve ülkenin gelişmişlik seviyesine göre değişmekle beraber, genel ekonomik faaliyetlerin gelişimini etkilemek maksadıyla kullanılan esas araçlardan biridir⁵¹.

⁵⁰ Frederic Mishkin, *Para Teorisi-Politikası*, Çev. İlyas Şıklar vd., Bilim Teknik Yayınevi, İstanbul, 2000, s. 5.

⁵¹ Sancak ve Demirbaş, a.g.e., s. 38.

2.2. PARA POLİTİKASI AMAÇLARI

Yeni Neoklasik Sentez dinamik genel denge teorisini kullanarak makro ve mikro iktisat arasındaki ayrımı ortadan kaldırmaya çalışmaktadır. Yani makroekonomik dalgalanmalar mikroekonomik hareketler ile açıklanabilir. Yeni Neoklasik Sentez, yapısındaki Klasik ve Keynesçi yakınlaşma mikroekonomik bileşenlerden dolayı uyumlu çalışmaktadır. Yeni Neoklasik Sentez'in temeli fiyat istikrarı amacına ulaşmak için benimsediği enflasyon hedeflemesi stratejisidir. Para politikası Yeni Neoklasik Sentez'deki yeri ve Küresel Kriz durumunda merkezi bir yerde olması açısından büyük önem taşımaktadır. Para politikası nihai politika amaçlarına ulaşmak amacıyla parasal araçlarının kullanımını kapsamaktadır. Para politikasının amaçlarını aşağıdaki gibi sıralayabiliriz:

- Fiyatlar genel seviyesinde düzenin sağlanması (Fiyat istikrarı),
- İstenilen seviyede ekonomik büyüme hızına ulaşılması (Ekonomik büyüme),
- Ödemeler dengesinde denkliğin sağlanması (Ödemeler dengesi denkliği),
- İşsizliğin istenilen seviyeye düşürülmesi (Tam istihdam)
- Finansal sistem istikrarı

Bunlar para politikasının asıl hedefleridir. Bahsi geçen bu amaçlar gerçekleştirildiğinde kısa vadede iç ve dış denge gerçekleştirilmiş olacak ve uzun vadede de istenilen duruma ulaşılacaktır⁵².

Merkez Bankası bu gayelere ulaşabilmek için hem yapısal makroekonomik modeller oluşturmalı hem de türlü kaynaklardan gerekli bilgileri edinmelidir.

2.2.1. Fiyat İstikrarı

Fiyat istikrarının genel bir tanımını yapmak gerekirse, insanların yatırım tüketim ve tasarruflarıyla ilgili kararlarında hesaba katmaya gerek duymadıkları düzeyde düşük bir enflasyon oranını ifade eder. Diğer bir tanımla fiyat istikrarı, sabit bir fiyat seviyesini ya da düşük düzeyde enflasyon oranını ifade eder.

⁵² Özgür Kasapoğlu, Parasal Aktarım Mekanizmaları: Türkiye İçin Uygulama, Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası, Ankara, 2007, s. 3 (**Yayımlanmamış Uzmanlık Yeterlilik Tezi**).

Fiyatlar genel seviyesinin senelik ortalama artış hızı enflasyon oranını verir ve enflasyon ekonomide belirsizliklere sebep olduğu için, gelişmekte olan ülkelerde %1-2 ve gelişmiş ülkelerde %5'e kadar fiyatlar genel seviyesi yükselmesi normal olarak kabul edilebilir. Bu oranlar ülkelerin gelişmişliklerine göre değişiklik de fiyatlar genel seviyesinde gerçekleşen artış yüksek, devamlı ve bireylerin yatırım, tasarruf ve tüketim kararlarına etki ediyorsa, o ülkede enflasyonun varlığından bahsedilebilir. Bir ülkede finansal stabilizasyonun gerçekleştirilememesi, ülke ekonomisi yönünden birtakım olumsuz sonuçlara neden olabilir. Bunları aşağıdaki şekilde sıralayabiliriz⁵³;

- Fiyatlar genel seviyesindeki düzensizlik ekonominin geneli üzerinde belirsizlik ortamı oluşturacaktır. Bu belirsizlik ortamı hem tüketicileri hem de üreticileri negatif yönde etkileyecektir.
- Paradan kaçış olgusu tasarruflar üzerinde olumsuz etki yaratır. Bilhassa Türkiye gibi iç tasarrufları düşük olduğundan, büyümeyi dış tasarruflarla devam ettiren gelişmekte olan ülkelerde fiyat stabilizasyonunun sağlanamaması halinde zaten yetersiz seviyede olan iç tasarruflar daha da azalır. Bu da cari açığın daha fazla artmasına neden olur.
- Yatırımların azalmasına neden olur.
- Ekonomide iç ve dış dengeler bozulur.
- Halkın refahının düşmesine ve gelir eşitsizliğinin artmasına sebep olur. Zira enflasyon, sabit gelirliler için gelirleri üzerinde doğal vergi etkisi oluşturur.

Yüksek enflasyon oranı nakit para üzerinde vergi etkisi yaratması nedeniyle ekonomide paranın rolünü azaltır. Ekonomide paranın etkisinin azalması para politikası rolünün de azalmasına neden olur ki bu durumda piyasalar daha fazla hassas hale gelir.

2.2.2.Tam İstihdam

Tam istihdam, ülke içindeki tüm insanların meslek hayatları süresince verimli bir biçimde çalışması ve ekonomide hiç işsizliğin olmadığı anlamına gelmez. Zira her ekonomide geçici işsizlik bahis konusu olabilir. İnsanlar belirli dönemlerde iş hayatına ara vermek isteyebilir ya da daha iyi pozisyonda bir iş bulmak için var olan

⁵³ Bengül Gülümser Kaytancı, Merkez Bankası Para Politikası Tepki Fonksiyonu: Türkiye Uygulaması (1990-2003), Anadolu Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Eskişehir, 2005, s. 12 (Yayımlanmamış Doktora Tezi).

işinden ayrılarak iş arayabilir. Bu tür işsizliğe geçici işsizlik ismi verilir ve bu işsizlik tam istihdam kavramından söz edilirken göz önünde tutulmaz. Tam istihdam, bireylerin işsiz kalma sürelerinin çok olmaması ve eski işlerine dönme ya da başka bir iş bulma sürelerinin çok kısa olması anlamına gelir. Bu yüzden kısa vadede geçici işsizliğin bulunması, ekonominin eksik istihdamın olduğu anlamına gelmemektedir. Tam istihdamın para politikasının bir amacı olarak seçilmesi 1929 Dünya Ekonomik Krizi'ne dayanmaktadır. 1929 yılından önce ekonomide Miktar Teorisi'nin geçerli olduğu düşünülürdüğü için, işsizliği azaltmak için uygulanacak para politikalarının yalnızca fiyatlar genel seviyesinde yükselişe neden olacağı kabul edilmekteydi. Fakat Keynes'in yapmış olduğu katkılardan sonra ekonominin daima ve kendiliğinden tam istihdama ulaşılmasının zor olduğu genel kabul görmeye başladı. Üstelik monetarist görüşe göre bile kısa vadede para politikalarının işsizliği etkileyebileceği kabul edildi⁵⁴.

Tam istihdamın iki hedefinden söz edebiliriz.

- Konjonktürel işsizliğe engel olunması,
- Yapısal, mevsimlik ve arızeli işsizliklerin giderilmesi ya da ortadan kaldırılmasıdır.

2.2.3. Ekonomik Büyüme

Ekonomik büyüme belirli bir süreçte (genellikle bir yıl) milli gelirden gerçekleşen artış hızı olarak tanımlanabilir. Burada özellikle belirtilmesi gereken nokta, ülke sınırları içinde faaliyet gösteren yabancı ülke vatandaşlarının da ürettiği mal ve hizmetler de GSYİH verilerine dâhil edilmektedir.

Ekonomik büyümenin sağlanmasında tasarruf oranları önemli yer tutmaktadır. İç tasarrufların yetersiz olduğu ülkelerde dış tasarruflar ülkeye çekilerek büyüme gerçekleştirilebilir. Fakat bu durum cari açığın meydana gelmesine ya da böyle bir problem varsa bunun daha da artmasına neden olabilir.

1980'li yılların ikinci yarısında ortaya atılan içsel büyüme teorilerine dek büyüme literatürüne Solow⁵⁵ tarafından geliştirilen Neoklasik anlayış hâkim olmuştur. Solow'un kuramına göre, büyüme nüfus artış hızına ve teknolojik

⁵⁴ İbrahim Demirhan, "Türkiye'de Para Politikası Uygulaması ve Enflasyon Hedeflemesi", Marmara Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, İstanbul, 2007, s. 17. (Yayımlanmamış Yüksek Lisans Tezi)

⁵⁵ Robert Merton Solow, "A Contribution to the Theory of Economic Growth", *The Quarterly Journal of Economics*, 1956, Cilt: 70, Sayı: 1, s. 65-94.

gelişmeye bağlıdır. Bu yüzden bu modele göre bir ülkede ekonomik büyümenin sağlanabilmesi için nüfus artışının olması ve teknolojinin gelişmesi gereklidir.

İçsel büyüme kuramları ise teknolojik gelişmeyi içsel bir değişken olarak görmektedir. Aynı olarak eski büyüme modelleri sermayenin azalan getirisini benimserken; yeni büyüme modelleri insani (beşeri) sermayeyi de içerdiği için sermayenin artan getirisinin olabileceğini ve bu yüzden de uzun vadede büyümenin sürdürülebileceğini kabul etmektedirler⁵⁶.

2.2.4. Ödemeler Dengesi Denkliği

Ödemeler dengesi, genel anlamda, bir ekonomide yerleşik kişilerin (genel hükümet, parasal otorite, bankalar, diğer sektörler), başka ekonomilerde yerleşik kişiler (yurtdışında yerleşikler) ile belirli bir zaman içerisinde yapmış oldukları ekonomik işlemlerin sistematik kayıtlarını elde etmek üzere hazırlanan istatistikî bir rapordur⁵⁷.

Ödemeler bilançosu başlıca üç bölümden oluşur:

1- Cari İşlemler Hesabı;

- Mal ve hizmetler,
- Gelirler,
- Cari transferlerden (karşılıksız transferler).

2- Sermaye ve Finans Hesapları

a- Sermaye Hesabı

b- Finans Hesapları

- Doğrudan yatırımlar,
- Portföy yatırımları,
- Finansal türevler,
- Diğer yatırımlar,
- Rezerv varlıklar

3- Net Hata ve Noksan

⁵⁶ Demirhan, a.g.e., s. 19.

⁵⁷ <http://www.aso.org.tr/kurumsal/media/kaynak/TUR/asomedy.html> (Erişim Tarihi: 22.05.2019).

Çift taraflı muhasebe düzeni sebebiyle cari işlemler hesabı daima sermaye ve finans hesabı ile eşit olmak zorundadır.

Fakat verilere farklı kaynaklardan ulaşılması, değerlendirme, ölçme ve kayıt zamanı farklılıkları ortaya çıkarmakta: netice itibarıyla ortaya çıkan farklar Net Hata ve Noksan (NHN) kalemin genellikle kalıntı halinde yansımaktadır.

Cari açık sorunu Türkiye'nin en kritik problemleri arasında bulunmaktadır. Tasarruf oranlarının az olması ve ihracatın ithalata bağımlılığı, Türkiye'de ortaya çıkan cari açığın esas nedenleridir ve cari açık nedeniyle ülke ekonomisi kırılgan ve zayıf hale dönüşmektedir.

2.3. PARA POLİTİKASI UYGULAMALARI

Para politikası uygulaması, merkez bankalarının piyasadaki para miktarını etkileyerek, piyasaya sürülen paranın istikrarını sağlamak amacıyla gerçekleştirmiş olduğu tüm politikaların bütünüdür. Bu politikalar piyasaya etkileri nedeni ile gün geçtikçe daha önemli hale gelmiştir.

Merkez bankası, bir ülkede para politikasını uygulamaya geçiren kurumdur. Merkez bankaları para politikası uygulamaları sayesinde, belirlediği nihai hedeflere erişmeye çalışmaktadır. Nihai hedeflere erişmek içinse ara hedefler ve faaliyet hedefleri saptamaktadırlar Merkez bankası, para politikalarını uygularken genişletici ve daraltıcı para politikaları olarak iki şekilde uygulayabilir⁵⁸.

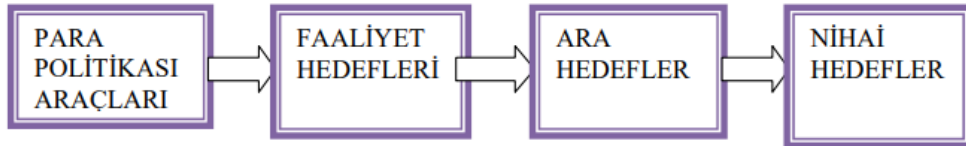
- Daraltıcı Maliye Politikası: Sıkı para politikası olarak da bilinen bu politikalar ekonomideki toplam para arzının azaltılması olarak açıklanmaktadır. Enflasyonun başlıca nedeni ekonomide üretilen mal ve hizmetlere olan talebin yüksekliğidir. Talep oranı arzı oranını geçerse bu durum fiyatlara etki ederek fiyatları yükseltir. Talebin artmasına neden olan en büyük unsur piyasadaki paranın fazlalığıdır. Bu durum oluştuğunda merkez bankası enflasyonu düşürmek için piyasadaki talebi düşürecek önlemler almalıdır. Yani merkez bankası para arzını kısımlıdır, tüketim eğilimini tasarruf eğilimine çevirmelidir. Merkez bankası açık piyasa işlemleri kapsamında tahvil satarak, piyasaya borçlanma suretiyle para

⁵⁸ Halil Seyidoğlu, "Uluslararası Mali Krizler, IMF Politikaları, Az Gelişmiş Ülkeler, Türkiye ve Dönüşüm Ekonomileri", *Doğuş Üniversitesi Dergisi*, 2003, Cilt: 4, Sayı: 2, s. 142.

arzını azaltabilir. Yine döviz satarak, reeskont ve faiz oranlarını artırır ve para arzını kısıtlayabilir. Para arzının azaltılması faizlerin yükselmesine neden olacaktır. Faizlerin yükseldiği bir ortamda da sonuç olarak tüketim yerine yatırım eğilimi artacaktır. Ek olarak, merkez bankası banka ve aracı kurumlara borç verme yükselttiği zaman bankalarının maliyetlerinin artması nedeniyle borçlanma istekleri azacak ve piyasadaki para arzı da düşmüş olacaktır.

- Genişletici Maliye Politikası: Daraltıcı maliye politikasının tam tersine ekonomideki para arzını artırmaya yönelik olarak uygulanan politikalar. Ekonominin büyümediği düşünülüyorsa ya da gerektiği ölçüde büyümüyorsa bu politikalar aracılığıyla piyasaya genişletici müdahale edilir. Para arzını artırmak faiz oranlarını düşürecek. Faiz oranlarının düşmesi ile tüketim ivmesi hız kazanacak ve ekonomik canlanma başlayacaktır. Bu bağlamda merkez bankası piyasadaki tahvil satın alabilir, reeskont ve karşılık oranlarını azaltıp toplam talebi artırır. Örneğin; karşılık oranlarının düşürülmesi ile bankalar için kredi verilebilecek daha fazla kaynak imkânı yaratılmış olur. Merkez bankası, borç alma ve verme faiz oranlarına müdahale ederek bankaların borçlanma isteğini artıracak ve borçlanan bankalar daha fazla kredi verme isteği ile piyasadaki para arzını artıracaktır.

2008 yılında yaşanan Mortgage Krizi ile birlikte Amerikan Merkez Bankası (FED), ekonomik durgunluğa son vermek amacıyla parasal genişleme uygulamalarına başlamış ve faizi minimum seviyeye çekerek ekonominin canlanmasına yönelik para politikası uygulamıştır.



Şekil-2 Merkez Bankası Para Politikasının Nihai Hedefleri Etkileme Süreci

2.4. PARA POLİTİKASI ARAÇLARI

Merkez bankaları koydukları nihai hedeflere erişmek için kullandıkları para politikalarında farklı araçlar ile uygulama yapmaktadırlar. Bu araçların etkinliği, ülkeden ülkeye ayrıcalık taşıyabileceği gibi, uygulayan ülkenin gelişmişlik seviyesine ve yapısal niteliklerine bağlı olarak da farklılık göstermektedir. Yani para politikası araçlarının her ülkede aynı sonucu verme ihtimali yoktur. Yukarıda sözü edilen hedeflere erişmek için, merkez bankalarının başlıca kullanacağı 3 temel politika aracı mevcuttur⁵⁹.

2.4.1. Kanuni Karşılık Oranı

Genel manada bankaların pasifinde yer alan yükümlülüklerin belirli bir ölçüsünün merkez bankasının kendi bünyesinde, kendisi tarafından bloke edilmesidir. Bankalar, topladıkları mevduat ile doğru orantılı olarak kredi kullandırmaktadırlar. Mevduat sahiplerine güvence vermesi için, merkez bankası bankalara sağlanan mevduatın belirli bir oranının kendisine yatırılmasını zorunlu hale getirmiştir. Bu oranda meydana getirilecek bir değişiklik, kredi hacminde bir farklılık olmasına sebep olmaktadır. Kanuni karşılık oranının azaltılması, kredi hacmini çoğaltmaktadır. Bankalara yatırılan mevduatın daha küçük oranı merkez bankasına yatırılacağından, bankaların kullandıracağı kredi miktarı artacaktır. Merkez bankasının karşılık oranını yükseltmesi halinde ise bankaların fon toplama maliyeti yükselmektedir. Çünkü bankalar mevduatı belirli bir oranda faiz ödeyerek sağlamaktadırlar, kredi hacminin daralması sebebiyle de dayandıkları bu maliyetten arzu ettikleri getiriye karşılık olarak bulamamaktadırlar⁶⁰.

Kanuni karşılık oranı, merkez bankalarınca çok kısıtlı ölçüde kullanılan politika aracıdır. Kanuni karşılık oranında ortaya çıkabilecek bir değişme ekonomideki toplam rezervler üzerinde etkisiz kalmakla birlikte, para çarpanını etki altına alabilir. Para çarpanındaki farklılık da para arzını etki altına alacaktır.

⁵⁹ Memduh Aslan Akçay, *“Para Politikası Araçları Türkiye ve Çeşitli Ülkelerdeki Uygulamalar”*, T.C. Başbakanlık Devlet Planlama Teşkilatı, 1997, s. 4.

⁶⁰ Kasapoğlu, a.g.e., s. 24.

Tablo-1 TCMB'nin Uyguladığı Kanuni Karşılık Oranları⁶¹

Yükümlülükler	TL/ YP	Oranlar (%)
Türk Lirası	*	5
Yabancı Para	**	10

(-) Türk Lirası zorunlu karşılık oranı, 16.10.2009 tarihinde 1 puan azaltılarak % 6'dan % 5'e düşürülmüştür.

(**) Yabancı para zorunlu karşılık oranı, 29.07.2010 tarihinde 0,5 puan artırılarak %9,5'tan % 10'a yükseltilmiştir.

Kanuni karşılıklar, Türk Lirası yükümlülükler için Türk Lirası olarak, yabancı para yükümlülükler için ise ABD Doları ve/veya Euro olarak TCMB'nin hesaplarında tesis edilmektedir.

2.4.2. Reeskont Oranları

Bir finans kurumunun veya bir ticari bankanın vadesinden evvel, senet bedelini belirli bir miktar faiz ve komisyon bedeli olarak ödeme işlemi iskonto şeklinde isimlendirilmektedir. Senedin ikinci kez iskonto edilme durumuna reeskont adı verilmektedir. Reeskont oranı, ticari bankaların iskonto ettikleri bir senedi, likidite sağlamak için merkez bankasında tekrar iskonto ettirmeleri amacıyla, merkez bankası aracılığıyla uygulanan orandır. Reeskont politikasının esas hedefi, nakit ihtiyacı var olan bankaların ihtiyaçlarını karşılayabilmek, nakit sıkışıklığından kaynaklanabilecek problemleri çözmektir⁶².

Reeskont işlemleri iki türlü yapılır.

- Reeskont kredileri: ticari bankaların sahip oldukları senetlerin merkez bankasında tekrar iskonto ettirilmesi işlemidir.
- Avanslar: maddi bir varlığın rehin ya da ipoteğine karşılık olarak belirli bir faiz oranı üstünden avans sağlanmasıdır.

⁶¹ www.tcmb.gov.tr (Erişim tarihi: 21.05.2019).

⁶² Serin ve Bastı, a.g.e., s. 16.

Merkez bankası tarafından bu oranın artırılması para arzının daralmasına neden olmaktadır. Reeskont oranının azaltılması ticari bankaları daha çok teşvik edici bir durumdur⁶³.

2.4.3. Açık Piyasa İşlemleri

Merkez bankaları ellerindeki para politikası araçlarını kullanarak para politikasını yönetirler. Açık piyasa işlemleri (APİ) merkez bankasının bünyesinde ekonomik istikrar amacıyla uyguladığı kısa vadeli tahvil ve senet alım-satım uygulamalarıdır. Merkez bankaları kısa vadeli faiz oranlarının istenilen civarlarda oluşmasını sağlamayı amaçlar.

APİ faiz oranı ve parasal tabandaki farklılıkların en önemli etkeni olması sebebiyle para politikasının en etkili aracıdır. Merkez bankası tarafından APİ yoluyla genellikle devlet tahvilleri ve hazine bonoları kullanılmaktadır. Bu yöntem ile merkez bankası faiz oranları ve kredi arzı üzerindeki değişimleri yönetmede etkili hale gelir. Merkez bankası APİ yoluyla faizlerin çok arttığı durumlarda piyasalardaki tahvilleri satın alarak faiz oranlarının artmasını önler ve bu uyguladığı yöntemle piyasaya para sürmüştür olur. Eğer merkez bankası APİ yoluyla menkul kıymetleri satmayı tercih ederse menkul kıymetin değeri azalır ve faiz oranı artar. Özetle, para arzını arttırmaya yönelik açık piyasa alımları kısa dönem faizlerinin azalmasına, para arzını azaltmaya yönelik açık piyasa satışları ise kısa dönem faiz oranlarında artışa neden olur. Bu sebeple açık piyasa işlemleri para arzının kontrolünü kolaylaştırır. Merkez bankası APİ yoluyla para arzı dışında piyasadaki tahvilleri alım ve satımı ile ekonominin likiditesini düzenleyici yönde etkilemektedir⁶⁴.

Açık piyasa işlemlerinin birçok para politikası araçlarına göre değerli avantajları vardır.

- Merkez bankası APİ'nin etki edebileceği alanı kontrol eder.
- APİ net ve esnektir yani istenilen miktarda kullanılabilir. Parasal tabandaki değişimin az veya fazla olmasının bir önemi yoktur. Hedeflenen değişikliğe paralel olarak az veya fazla oranda menkul kıymet alım-satımı gerçekleşir.

⁶³ Demirhan, a.g.e, s. 18.

⁶⁴ Kaytancı, a.g.e., s. 41.,

- APİ geriye alınabilir. Örneğin merkez bankaları açık piyasa satımlarını istenilen miktardan daha fazla yaptıysa bu durumu dengeye getirebilmek amacıyla açık piyasa alımı yoluna başvurur.
- APİ hızlı uygulanır. Merkez bankasının tercih ettiği kararlar idari işlem gecikmelerine uğramadan hızla uygulanabilir.

APİ'nin ikincil piyasa prosedürü olması sebebiyle başarılı bir şekilde gerçekleştirebilmesi için, piyasaların gelişmiş ve derinleşmiş olması şarttır. Merkez bankasının para politikasını yönetme ve yönlendirme amacıyla en etkili şekilde kullandığı para politikası aracı APİ'dir. APİ'nin genel çerçevesi merkez bankası kanununun 52'ci ve 56'ncı maddeleriyle belirlenmiştir. TCMB piyasada likit fazlası durumunu tespit ettiğinde açık piyasa satışı ya da ters repo uygulamalarıyla piyasadaki likidite fazlasını toplayabilmekte, piyasada nakit sıkıntısı meydana geldiğinde ise aynı uygulamalar ile piyasaya nakit sağlayabilmektedir.

TCMB'nin Uyguladığı Açık Piyasa İşlem Çeşitleri;

1-Depo; borç alma ve borç verme imkânı olarak tanımlanabilir. Merkez bankasının belirli vadeler için gün içerisinde açıkladığı faiz oranlarından Türk lirası borç vermek ya da almak isteyen bankalara belirli sınırlar içerisinde sağladığı mevduat desteğidir. Bu yöntem ile ulaşılmak istenilen amaç ise gecelik faiz oranlarının TCMB'nin belirlediği sınırlar içerisinde tutulmasını sağlamaktır.

2-Repo; bu işlem piyasada likidite sıkışıklığının geçici olduğu durumlarda bu sıkıntıyı ortadan kaldırmak amacıyla TCMB belirli kuruluşlardan sözleşme yaparak belirli bir fiyat üzerinden ve belirlenen tarihte geri satmak şartı ile kıymet satın almaktadır. Böylelikle piyasada meydana gelen likidite sıkışıklığı geçici bir süre için arttırılır.

3-Ters Repo; piyasada meydana gelen geçici likidite fazlası olduğu durumlarda TCMB fazla likiditenin piyasadan çekilmesi amacıyla menkul kıymetleri çift taraflı sözleşme ve geri alınması şartıyla satar ve bu yöntem ile piyasada meydana gelen geçici likidite fazlalığı ortadan kalkar.

4-Doğrudan Alım; piyasada meydana gelebilecek kalıcı likidite sıkışıklığı olduğu durumlarda tercih edilen doğrudan alım işlemleri TCMB'nin eksik olan likidite tutarı kadar piyasadan menkul kıymet satılarak piyasaya likidite sağlama işlemidir.

5-Doğrudan Satım; bu yöntemde piyasada ortaya çıkan kalıcı likidite sıkışıklığı durumunda kullanılır. Ancak bu yöntemde piyasada meydana gelen sıkışıklık likidite fazlalığı kadar kıymet satarak piyasada oluşan likidite fazlalığını ortadan kaldırmak amacıyla tercih edilir.

6-Likidite Senedi İhracı; para politikasının etkinliğini olumlu yönlerde arttırmak amacıyla ve piyasada meydana gelen likidite fazlalığının çekilmesine yönelik olarak tercih edilen yöntemdir. Merkez bankası, kanunun 52.ci maddesine göre kendi nam ve hesabına likidite senetleri ihraç edebilmektedir. Ancak bu senetlerin vadesinin 91 günü geçmemesi gerekmektedir. TCMB bu yöntem ile piyasada likiditeyi düzenleyebilmektedir⁶⁵.

TCMB'nin uyguladığı bazı politika araçları;

- Selektif Kredi Uygulamaları:

Merkez bankası, kredi politikalarının istenilen hedeflere ulaşması amacıyla bazı bankaların açtığı kredi faiz oranlarını sektörel bazlı olarak farklı biçimlerde uygulayabilir. Örneğin bir ekonomide bazı sektörlerin daha fazla gelişmesi arzulanıyor veya daraltılmak isteniyor ise bu gibi durumlarda fazla ya da düşük kredi faiz oranı uygulanarak istenilen amaca ulaşılabilir. Merkez bankası tarafından faiz oranlarının düşürülmesiyle o sektöre ilginin artmasını sağlar ancak faiz oranlarının artırılması işlemi gerçekleşirse de sektörden uzaklaşma amacı sağlanmış olur.

- Mevduat Faiz Oranı:

Bankalar tarafından belirlenen faiz oranlarında söz yetkisi bulunan TCMB en yüksek faiz oranını belirleyebilmektedir. Bu nedenle uygulanan politikalar sonucu teşvik edilmek istenilen sektörlerde geçerli olan faiz oranları en düşük seviyede tutulabilir. Bu şekilde kaynakların teşvik edilen sektörlerle kayması amaçlanır. TCMC mevduat faiz oranına doğrudan etki edemez.

- Zorunlu Döviz Oranı:

⁶⁵ Demirhan, a.g.e., s. 108.

Günümüzde para politikası amacıyla gerçekleşen uygulamalar arasında en etkin olmayan araçtır. Merkez bankasının belirlediği oran ile döviz geliri olan kurumların bu gelirlerini merkez bankasına satma şartı 1999 yılında merkez bankası tarafından belirlenen bu oranın sıfır düzeyine getirilmesi sonucu bir etkinliği kalmamıştır.

- Disponibilite oranı:

Bankalar bünyesinde kolaylıkla nakde çevrilebilecek mevduatlar bulundurmak zorundadırlar. Disponibilite oranı da bankaların bünyesinde bulunduğu bu tarz varlıkları ifade etmektedir. Bankalar bu oranda yapabileceği değişiklikler sonucunda piyasadaki para arzını etkileyebilmektedir. Disponibilite oranı Türkiye’de sıfıra indirilmiş olup, uygulaması da 2005 yılında kaldırılmıştır.

- İkna Yolu:

Merkez bankası, bankaların uyguladığı kredilerin artması ya da azaltılması yönünde karar verme imkânına sahiptir. Merkez bankası bu faktörü kullanarak finansal kurumların kamuya faydalı yönde hareket etmeleri yönünde ikna etme yoluna başvurabilirler. Ancak bu uygulama yasal değildir.

Merkez bankaları, para politikalarını tamamen kontrol edemezler ancak istenilen hedeflere ulaşılabilmesi amacıyla belirlenen stratejilerini uygularlar. Bu nihai hedeflere ulaşmak amacıyla kontrol edebildikleri ara ve faaliyet hedeflerini belirlerler⁶⁶.

2.4.4. Politika Faizi

Politika faizi, merkez bankaları tarafından belirlenmiş, bir hafta vadeli repo ihale faiz oranı olarak açıklanır. Merkez bankaları bu faiz oranının üzerinden bankaların repo taleplerini karşılamaktadır. Bankalar ellerindeki tahvil ve bonoları teminata verip merkez bankalarından para kaynağı sağlayarak repo yaparlar. Böylece kendilerine fon olanağı sağlarlar. Politika faizi, Merkez Bankası tarafından fonlanan bankaların elde ettikleri fon için bir hafta süresince ödeyecekleri faizdir.

⁶⁶ Demirhan, a.g.e., s. 110.

Merkez bankaları para arzını değil, faiz oranını kontrol etmek istediklerinde politika faizi uygulamış olurlar⁶⁷.

2.5. ARA HEDEFLER

Para politikası araçları ve nihai hedefler arasında belli bir ilişki olmaması sebebiyle nihai hedefler üzerinde doğrudan bir etki yaratma söz konusu değildir. Merkez bankaları para politikaları ile nihai hedefler üzerinde etkili olabilmek için öncelikle ara hedefleri etkileyebilmelidir. Ara hedefler para politikaları ve nihai hedefler arasındaki ilişkinin kurulmasında yardımcı faktördür. Para politikaları ve nihai hedefler arasında ilişki mevcuttur. Nihai hedefler ile ara hedefler arasında da benzer bir ilişki görülür, bu bakımdan ara hedefler para politikaları ve nihai hedefler arasında bağlaç görevi görebilir ve iki tarafa da etkisi söz konusudur. Ara hedefler nihai hedefler üzerinde daha etkili olmasına rağmen merkez bankası tarafından kontrol altında değillerdir. Seçilen ara hedeflerin hem para politikası ve araçlarını hem de aynı şekilde nihai hedef ve amaçlarını etkileyebilme gücü yüksek olmalıdır. Ayrıca ara hedef olarak belirlenen değişkenin nihai hedefin üzerinde yaratabileceği etkinin önceden tahmin edilebilir olması gerekmektedir. Net bir şekilde ölçülebilmesi şarttır. Ara hedefi belirlerken dikkat edilecek bir diğer unsur seçilen hedef merkez bankasının para politikasını uygularken kontrol gücünü elinde tutabilecek değişkenin uygulanması gerekmektedir. Eğer bu durum sağlanmazsa merkez bankası nihai hedeflerine ulaşmada sorunlar ile karşılaşabilir⁶⁸.

Merkez bankasının belirlediği ara hedef değişkenleri:

- Kurlar
- Para arzı
- Merkez bankasının bilanço büyüklüğüdür.

2.6. FAALİYET HEDEFLERİ

Merkez bankasının para politikaları ve ara hedefler arasında kalan hedefler faaliyet hedefleri olarak tanımlanır. Merkez bankası bu hedefler üzerinde doğrudan etkilidir. Faaliyet hedefleri iki gruba ayrılmaktadır.

⁶⁷ <https://www.paraborsa.net/i/politika-faizi-nedir/> (Erişim Tarihi: 09.07.2019).

⁶⁸ Sudi Apak ve Güneş Yılmaz, "Türkiye'de Kriz Döneminde Açıklanan Ekonomik Önlem Paketleri", *Muhasebe ve Finansman Dergisi*, 2009, Sayı: 43, s. 23.

a) Faaliyet hedefleri kısa dönem faiz oranları; örneğin bankaların para piyasasında belirlediği ve yönettiği faiz oranları.

b) Rezerv büyüklükleri; Merkez bankası tarafından uygulanan politikalarla sağlanan kaynaklar.

2.7. PARA POLİTİKASI STRATEJİLERİ

2.7.1. Hedef Kuralla Dayalı Stratejiler

Enflasyon hedeflemesi stratejisinde hedefe ulaşması doğrultusunda kullanılması gereken politika araçları belirlenir. Politika araçlarının hedeflere uygun kullanılıp kullanılmadığı, para politikası amaçlarının ve bu amaçlara ulaşma doğrultusunda izlenen stratejinin formüle edildiği bir para politikası kuralı yardımıyla ortaya konulabilir. Para politikası kuralında belirlenen değişken, enflasyon hedefidir. Merkez bankalarının kullandıkları para politikası aracından fazla sayıda hedefleri olduğunda, bu hedeflerin ağırlığı belirlenirken bir amaç fonksiyonunun kullanılması gerekmektedir. Bu aşamada ortaya çıkabilecek optimizasyon sorununun giderilmesi için optimal para politikası kuralı önerilmektedir.

2.7.1.1. Parasal Büyüklük Hedeflemesi

Para arzı değişkeninin, para otoriteleri tarafından kısa sürede istenilen yönde değiştirebileceği düşüncesi bu yöntemin kullanılmasını mantıklı hale getiren en önemli özelliğidir. Bu hedeflemede önemli olan enflasyon ve beklentileri kontrol etmek ve aynı zamanda parasal büyüklük bakımından oran artışının arzu edilen hedefte belirlenmesidir. Merkez bankası bu politika ile enflasyonu düşürmek ve fiyat istikrarını sağlamayı amaçlar. Bretton Woods sistemi dolar ve altını öne çıkarmış ve para biriminde sık kullanılan yöntem hali olmuştur ancak bu sistemin 1970'li yıllarda çökmesi sonucu birçok ülkede meydana gelen enflasyon krizi ile birlikte parasal büyüme oranı ve enflasyon arasındaki ilişkinin olmaması gözle görülmüş ve parasal hedefleme stratejisi mantıksal olarak göz önüne gelmiş ve daha çok tercih edilebilen halini almıştır⁶⁹.

⁶⁹ Salih Barışık, "Türkiye'de Finansal Serbestleşme Sürecinde Mali Baskınlığın Bankacılık Sektörüne Etkisi", *Journal of World of Turks*, 2010, Cilt: 2, Sayı: 1, s. 436.

Parasal hedefleme stratejisinde önemli olan üç noktadan söz edilir. İlki, parasal büyüklüklerin aktardığı bilgilerin doğru bir şekilde dikkate alınmasıdır. İkincisi, parasal hedeflere ilişkin hedeflerin önceden belirlenmesi ve uygulama aşamalarının incelenmesi. Üçüncüsü ise parasal hedeflerde oluşabilecek sistematik hataların azaltılabilmesi amacıyla hesap verme mekanizmalarının doğru bir şekilde gerçekleşmesidir. Para otoritesi hiçbir şarta ve kuruma bağlı kalmadan tamamen bağımsız bir şekilde belirlenebilecek enflasyon hedeflerini seçme imkânına sahiptir. Bu durumda stratejinin en büyük artısıdır. Para otoritesi tam bağımsız şekilde ulaşılmak istenilen hedefi açıklar. Bu nedenle merkez bankası baskılardan uzak kalmaktadır ve parasal büyüklükleri etkili bir şekilde kontrol altında tutabilmektedir. Net bir şekilde ölçülebilirliğin olması sebebiyle merkez bankasına diğer ekonomik birimlerin güveni tamdır ve bu etken merkez bankası için avantajlı bir durumdur. Parasal bir büyüklük çıpa olarak tanımlandığında parasal büyüklük para politikasının içinde bulunduğu durumu en şeffaf haliyle kamuoyuna gösterir ve bu nedenle beklenen enflasyonun sabitlenmesi imkânı söz konusudur⁷⁰.

2.7.1.2. Döviz Kuru Hedeflemesi

Döviz kuru hedeflemesi çok eski bir tarihi olan hedeflemedir. Bu hedeflemede para politikası döviz piyasası yoluyla yürütülür. Geçmişte bu hedefleme ülkelerin paralarını altının değerinde eş tutması şeklinde daha sonralarda ise enflasyonu düşük olan ülkenin parasının değerine sabitlenmesi yoluyla işlemiştir. Bu hedeflemede iki seçenek söz edilebilir. Birincisi katı/sabit kur hedeflemesi bir diğeri ise esnek/yarı sabit döviz kuru hedeflemesidir. Para kurulu ve tam dolarizasyon katı uygulama seçeneğine girmektedir. Para kurulu uygulamasında para basımı döviz karşılığına bağlı olmaktadır. Sabit döviz kuru yasal düzenlemelere bağlı kalmaktadır. Bu sistemin gerçekleştiği ülkelerde meydana gelen sermaye akışı parasal tabanın büyüklüğünü ifade eder⁷¹.

Para politikasının etkisi nedeniyle hükümete borç verme durumundan bahsedilemez. Tam dolarizasyon uygulamasını tercih eden ülkelerde ulusal para tercih edilen yabancı para ile ikame edilir. Bu nedenle bu uygulamayı tercih eden ülkelerde yapılacak kontratlar ikame edilen para cinsinden yapılır. Yarı sabit kur hedeflenmesinde ise ülke parası belirli bir bant etrafında tutularak enflasyonun

⁷⁰ Mahfi Eğilmez ve Ercan Kumcu, *Ekonomi Politikası ve Teori ve Türkiye Uygulaması*, 6. Basım, Remzi Kitabevi, İstanbul, 2004, s. 17.

⁷¹ Ferya Kadioğlu, *Parasal Aktarım Mekanizması: Türkiye Örneğinin Yapısal Model Çerçevesinde Analizi*, TCMB Araştırma ve Para Politikası Genel Müdürlüğü, Ankara, 2006, s. 27 (**Yayımlanmamış Uzmanlık Yeterlilik Tezi**).

kontrol altına alınması amaçlanır. Ancak bu stratejinin gerçekleşebilmesi için en önemli koşul ülkenin döviz rezervinin yeterli seviyede olması şartı ile söz konusudur⁷².

Yüksek ve kronik enflasyonun geçerli olduğu ülkeler başarılı olmak için kuru, çıpa olarak kullanmakta ve bu yöntemle başarıya ulaşabilmektedir. Kurun çıpa olarak belirlendiği yöntemde, kısa dönemde gerçekleşen kur hareketleri önceden şeffaf bir şekilde açıklanmaktadır. Yöntemin başında devalüasyon işlemi gerçekleştirilmekte ve sonra ise kur sabit tutulmaktadır. Yöntemin ilerleyen safhalarında sabit tutulan kurda değişiklik yapılabilmesi mümkündür. Döviz kuru hedeflemesinde, ekonomiye olumsuz yönde etki yapabilecek istikrarsızlıklar kurun sabit tutulması sebebiyle görülmez. Enflasyonu yüksek olan ülkeler bu enflasyonu baskı altına almak ve olumsuzluklarını ortadan kaldırmak amacıyla döviz kuru hedeflemesi stratejisini uygular. Kurun çıpa olması yüksek derecede olan nominal faizlerin azaltılması ve enflasyonun yükselmesi beklentisini ortadan kaldıracaktır. Bu stratejinin bir diğer avantajlı yönü kamuoyunun rahatlıkla anlayabileceği şeffaf bir stratejidir. Ancak birçok avantajlı yönü dışında döviz kuru hedeflemesi stratejisinin olumsuz yönleri de mevcuttur⁷³.

Döviz kuru hedeflemesi stratejisi, para otoritesinin para politikası üzerinde herhangi bir baskı veya etkisi söz konusu olmaması nedeniyle bağımsız bir şekilde uygulanan para politikası değildir. Bu stratejide ülke parası güçlü olan bir diğer ülkenin parasına eş değer bir şekilde sabitlenirdi. Bu uygulama sonucu sabitlenen güçlü ülkede meydana gelebilecek olumsuz durumlar, ekonomik sıkıntılar, kısa süreli şoklar parasını o ülke parasına sabitleyen ülkede de hissedilmektedir. Döviz kuru hedeflemesi uygulamasını gerçekleştiren ülkelerde uygulamanın ilk başlarında hasılda bir artış görünse de bu durum geçicidir. En önemli olumsuz etkilerinden bir tanesi de bu stratejiyi hayata geçiren ülkelerde finansal kırılganlığı yükseltmesi ve finansal krizlerin ortaya çıkabilme ihtimalinde etkili olmasıdır⁷⁴.

2.7.1.3. Enflasyon Hedeflemesi

Günümüz ülkelerinin ekonomide uyguladığı en önemli strateji enflasyon hedeflemesidir. Enflasyon hedeflemesi merkez bankası tarafından kısa vadeli faiz

⁷² İsa Dolu, Türkiye'de Yaşanan 1994 ve 2001 Ekonomik Krizlerin Analizi, Marmara Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, İstanbul, 2009, s. 32 (**Yayımlanmamış Yüksek Lisans Tezi**).

⁷³ Ömer Faruk Çolak, "2008 Krizinin 1929 Krizi ile Benzerlikleri Üzerine Bir Analiz", **TISK Academy/TISK Akademi**, 2009, Cilt: 4, s. 52.

⁷⁴ Vural, a.g.e., s. 17.

oranlarını araç olarak kullanarak ekonominin genel değişkenlerini ve elde edilen verileri de dikkate alarak belirli bir zaman diliminde ulaşılabilecek enflasyon değerinin belirlenmesi ve belirlenen bu orana ulaşabilmede kullanılacak para politikalarının yönetilmesidir. İlk olarak merkez bankası tarafından dönem başında enflasyon hedefinin belirlenmesi, belirlenen bu hedefin duyurulması ve hedefin gerçekleştirilebileceğine dair taahhütte bulunması enflasyon hedeflenmesindeki en önemli aşamadır. Kamuoyuna duyurulan bu hedef sayısal bir veri şeklinde olacaktır. Bu bu hedef kamuoyuna para otoritesi tarafından duyurulur⁷⁵.

Merkez bankası belirlediği enflasyon hedefine ulaşmak amacıyla para politika araçlarını en uyumlu şekilde kullanmalıdır. Bu stratejiyi ekonomilerinde gerçekleştiren ülkelerde merkez bankası araç bağımsızlığını elinde bulundurur. Enflasyon hedeflemesi uygulamasında, merkez bankasının bağımsız olması, net ve şeffaf olması, hesap verebilir oluşu, belirlenen hedefin netliği ve zamanı gibi noktalar çok önemlidir. Öncelikle merkez bankasının hiçbir koşulda baskı altında kalmaması ve tam bağımsız oluşu uygulanan politikalara güven seviyesini arttırmakta ve bu durumda uygulanan stratejilerin başarıya ulaşma durumunu arttırmaktadır. Ayrıca merkez bankasının hesap verebilir ve şeffaf olması da önemlidir. Bu yönler uygulanan politikaların sonuçlarını olumlu yönde etkilemektedir⁷⁶.

Enflasyon hedeflemesinde ülkeler, enflasyon tahmin değerini belirlemede belirli bir bant aralığı kullanırlar ve bunu tavan hedeflemesi ya da nokta hedeflemesi şeklinde gerçekleştirebilirler. Enflasyon hedeflemesi bağımsız, net, şeffaf olması nedeniyle anlaşılır ve açık özelliklerini bünyesinde barındırır. Ülkeler enflasyon hedeflemesi uygulaması sonucunda çok başarılı sonuçlara ulaşmışlardır. Gelişmiş ülkelerde enflasyon oranlarını belirli oranda birbirlerine yaklaştırmışlardır. Enflasyon hedeflemesinde, para politikası ülke içerisinde ekonomiyi etkileyebilecek yönde yaşanabilecek olumsuzluk ve şoklara karşı koruyucu yönde tepki verebilmektedir. Bu yön de para otoritesine, tam bağımsız politika yönetimi şansını doğurur. Enflasyon hedeflenmesinde hedeflenen amaç kısa dönem değil uzun vadede

⁷⁵ Ramo Gençay ve Nikola Gradojevic, "İki Finansal Krizin Hikayesi: Entropik Bir Bakış Açısı", *Entropi*, 2017, Cilt: 19, Sayı: 6, s. 74.

⁷⁶ Ronald Labonté, & David Stuckler, "The Rise of Neoliberalism: How Bad Economics Imperils Health and What to Do about It", *J Epidemiol Community Health*, 2016, Cilt: 70, Sayı: 3, s. 42.

enflasyon oranlarının düşürülmesi ve gerçekleşen üretimin ve istihdamın artırılmasıdır⁷⁷.

2.7.1.4. Nominal Gelir (GSYİH) Hedeflemesi

Nominal GSYİH hedeflemesi fiyat düzeyi hedeflemesine benzer bir mantığa sahip olup, merkez bankalarına uzun dönem hedeflerini değiştirmeden likidite tuzağında bile ileriye dönük genişletici politika beklentilerini sağlayabileceği bir hareket alanı sağlamaktadır⁷⁸.

Nominal GSYİH hedeflemesinin ilk temelleri, Meade (1997) ve Tobin (1980) tarafından atılmıştır. Bu politikanın temel hedefi para disiplini için kredibilite kazandırmak ve enflasyon oranlarını azaltmaktır. 1980'lerin başında monetarizm temel politika rejimi olarak görülmekteydi. Ancak ilerleyen zamanlarda, Friedman'a ait özel sektörün, para talebinin, tüketim fonksiyonlarının istikrarlı olduğu varsayımlarını değiştiren ekonomik olaylar yaşanmış böylece ekonomiyi dengeden uzaklaştıran nedenlerin sadece dışsal olmadığı anlaşılmıştır. Bu yıllarda daha çok kur hedeflemeleri denenmiş ve 2000'li yıllarda yeniden fiyat hedeflemesine geçilmiştir⁷⁹.

Nominal gelir hedeflemesinde, Merkez bankası nominal GSYH'yi daha önceden belirlenmiş hedefe yakın tutmaya çalışmaktadır. Nominal GSYİH hedeflemesi, reel çıktı ve enflasyonun dikkate alınarak uygulandığı bir politikadır. Merkez bankası projeksiyon niteliğindeki reel büyüme hedeflerindeki değişmelere enflasyon hedefini değiştirerek cevap vermektedir. Merkez bankası enflasyonu hedeflediği bir ortalama reel büyümeye göre değiştirmektedir. Eğer reel büyüme oranı ortalaması düşerse enflasyon hedefini yükseltecek, tersi durumda ise enflasyon hedeflemesini düşürecektir. Nominal GSYİH savunulduğu bir başka nokta ise verimlilik normudur. Hayek'e göre verimlilik normu Taylor'ın fiyat istikrarından önce gelen birinci en iyi hedeftir. Verimlilik normu kavramı piyasada fiyat seviyesinin verimlilikteki değişimlerle ters yönde hareket etmesini ifade etmektedir. Yani bir

⁷⁷ Zekayi Kaya ve Erkan Tokucu, "Son Finansal Kriz Öncesi ve Sonrası Para Politikalarında Gelişmeler ve Merkez Bankalarının Değişen Rolü", *International Conference on Eurasian Economies*, July 2014, s. 11.

⁷⁸ Christina Romer, "Dear Ben: It's Time for Your Volcker Moment," *The New York Times*, October 29, 2011.

⁷⁹ Lars Svensson, "What Is Wrong With Taylor Rules? Using Judgment in Monetary Policy Through Targeting Rules", *NBER Working Paper*, 2002, Sayı: 9421, s. 23.

ekonomide toplam faktör verimliliği artışı gerçekleştiğinde enflasyonun düşmesi gerekmektedir⁸⁰.

Para politikasında küresel kriz sonrası Nominal GSYİH hedeflemesi yönünde rejim değişikliği isteklerinin iki temel nedeni bulunmaktadır⁸¹.

- 1) Kriz öncesi çıktı ve istihdam rakamlarını yakalayabilmek,
- 2) Küresel finans krizi sonrası başta Amerikan Merkez Bankası (FED) olmak üzere birçok merkez bankasında faiz oranını sıfıra doğru en alt düzeye inmesine rağmen hızlı bir büyüme dinamiği yakalanamaması.

2.7.2. Araç Politikalar

2.7.2.1. Taylor Kuralı

Taylor kuralı hem enflasyon hem de üretim istikrarına yönelik merkez bankaları için uygun bir para politikası kuralıdır. Reaksiyon fonksiyonunda yer alan enflasyon açığı katsayısı, enflasyon hedefi ile para politikası aracı olarak kullanılan değişken arasındaki bağlantıyı göstermektedir. Benzer bir şekilde üretim açığı katsayısı da nominal faiz oranı ile potansiyel üretim düzeyi arasındaki ilişkileri ortaya koymaktadır. Taylor kuralı, hedeflenen enflasyon oranını nominal çıpa olarak içeren bir faiz haddi kuralıdır. Para otoritesinin enflasyonu yada fiyatlar genel düzeyini kontrol altında tutma yükümlülüğü, faiz kuralına nominal çıpa sağlamaktadır. Taylor kuralında para politikası aracındaki değişim enflasyonun hedeflenen, üretimin potansiyel düzeyinden sapmasına göre belirlenir. Bu kurala göre para politikası iktisadi birimlerin tüketim ve yatırım kararlarını etkileyen reel faiz oranı vasıtasıyla işler. Buna göre enflasyon oranı hedeflenen değerini aştığında veya üretim potansiyel düzeyin üzerine çıktığında, merkez bankası nominal faiz oranlarını reel faiz oranlarında yeterli artış sağlayacak büyüklükte yükselterek talep baskısını azaltır. Merkez bankasının faiz belirleme süreci makroekonomik istikrarın sağlanmasında önem verilen amaçlara yönelik bilgiler sağlamaktadır. Uygulanacak

⁸⁰ Nicolas Cachanosky, "Hayek's Rule, NGDP Targeting, and the Productivity Norm: Theory and Application", *J Stock Forex Trad*, 2014, Cilt: 3, Sayı: 2, s. 7.

⁸¹ Shakill Hassan & Christopher Loewald, "Nominal GDP Targeting and the Monetary Policy Framework", *South African Reserve Bank Working Paper WP/13/05*, 2013, s. 3.

olan para politikalarının bir para politikası kuralı çerçevesinde yürütülmesi, Taylor'un çalışmasını takiben literatürde önemli bir yer etmiştir⁸².

2.7.2.2. McCallum Kuralı

McCallum, parasal tabandaki büyüme oranının çıktıdaki değişimlere göre ayarlanması gerekliliğini vurgularken kısa dönemli nominal faiz oranı için dışsal bir yol belirlemek üzere analizini kurala dayandırarak varsayım yapmasına rağmen dışsal bir değişken yerine karşı etki meydana getirebilecek fiyat düzeyi gibi içsel durum değişkeninin belirlenmesinin daha olası olduğunu ifade etmiştir. Dolaylı olarak belirlenmeyi yeterince garanti eden Taylor Kuralı ve benzeri kurala dayalı politika uygulamalarının tahvil faiz oranlarının bağımlılığı nedeniyle enflasyon ve çıktı boşluğu üzerinde karşı etkinin tüm unsurlarını taşıdığı vurgulanmaktadır⁸³.

Nominal GSYİH hedeflemesi, para tabanının araç olarak kullanıldığı hedeflemenin geçerli olduğu McCallum kuralına dayanmaktadır. McCallum Kuralı, Parasal Taban/GSYİH hedeflemesine dayanır. McCallum kuralında ana hedef nominal GSYH hedeflenmesidir. GSYH'nin belirli bir oranda büyümesini sağlamak, enflasyon oranı için istikrarlı bir yol anlamına gelmektedir. McCallum'a göre nominal GSYH'nin doğrudan hedeflenmesi çok daha güçlü bir para politikası oluşturmak ve Merkez Bankası'nın hesap verilebilirliğini artırmak için nominal gelire ve onun gecikmeli değerlerine dayanan kredi hacmindeki değişiklikleri göz önüne alan bir araç kuralı ortaya konulması gerekmektedir⁸⁴.

McCallum Kuralı, nominal gayri safi yurtiçi hasıla (GSYİH) hedeflemesinde bulunan merkez bankaları için bir kural önerisi olarak tasarlanmıştır. Yani McCallum kuralı parasal büyüklüklerin hedeflenmesine dayanır. Taylor Kuralı ile benzerlikleri vardır. Ancak McCallum Kuralı ile Taylor tipi kurallar arasındaki temel fark, McCallum Kuralı'nın hedefleme kuralı olmasına rağmen, Taylor Kuralı'nın basit araç kuralı olmasıdır. Bu kural, enflasyon ve bu seviyedeki enflasyonun yaratılması için gerekli para arzındaki büyüme arasındaki ilişkiyi tanımlamaktadır. Bu modeldeki

⁸² Nejla Adanur Aklan ve Mehmet Nargeleçekenler, "Taylor Kuralı: Türkiye Üzerine Bir Değerlendirme", *Ankara Üniversitesi SBF Dergisi*, Cilt: 63, Sayı: 2, s. 21-41.

⁸³ Michael Woodford, "The Taylor Rule and Optimal Monetary Policy" *The American Economic Review*, 2001, Cilt: 91, Sayı: 2, s. 232.

⁸⁴ Fatih Mangır & Cemil Ertem, "Alternatif Para Politikası Stratejisi Olarak Nominal GSYİH Hedeflemesi: Karşılaştırmalı Bir Analiz", *Selçuk Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Sosyal Ekonomik Araştırmalar Dergisi*, 2016, Cilt: 16, Sayı: 31, s. 179-180.

önemli girdiler, reel GSYİH'daki hedef enflasyon oranı ve uzun vadeli ortalama büyüme hızlarıdır⁸⁵.



⁸⁵ Weshah Razzak, "Is the Taylor Rule Really Different from the McCallum", *Reserve Bank of New Zealand Working Paper*, 2001, Sayı: 7, s. 445.

ÜÇÜNCÜ BÖLÜM

EKONOMİK KRİZ VE TÜRKİYE'DE ENFLASYON HEDEFLEMELERİ

3.1. TÜRKİYE'DE PARA POLİTİKASI

Ülkemizde ekonomik iktidarsızlık tarihi dönemler itibariyle ele alınıp incelendiğinde iç ve dış borç stoklarının artışı ile iktidarsızlık arasında güçlü bir bağ kurulabilir. Bu süreç Türkiye ekonomisinde köklü değişim politikalarının uygulamaya konduğu 1980 öncesi ve sonrası dönemler olarak ele alınabilir. 1980 öncesinde uygulanan ekonomi politikaları kendi içerisinde cumhuriyetin kuruluş yılları, 1930-1950 arası dönem, 1950-1960 arası ve 1960-1980 arası dönemler olarak farklı özellikler taşımaktadır.

24 Temmuz 1923'te taraflar arasında anlaşma ile sona eren ve 23 Ağustos 1923 tarihinde TBMM tarafından onaylanarak yürürlüğe giren Lozan Anlaşması, yabancılara sağlanan bazı imtiyazları sona erdirmiştir. Ancak bu anlaşma çerçevesinde bir ticaret sözleşmesi de düzenlenmiş ve bu sözleşme gereği, 1916 tarihli Osmanlı Devleti'nin gümrük tarifelerinin 1929 yılına kadar uygulanması zorunluluğu getirilmiştir. Bunun sonucunda, yeni kurulan Türkiye Cumhuriyeti, Osmanlı Devleti borçlarının %62.5'ini ödemek zorunda bırakılmıştır. 1928 yılında Milletler Cemiyeti tarafından bir miktar azaltılan borçların tamamen tasfiyesi ise 1954 yılına kadar sürmüştür⁸⁶.

1930-1950 arası dönemde denk bütçe politikaları uygulanmıştır. Bu dönemde uzun vadeli dış borçlanmadan kaçınılmıştır. Buna rağmen II. Dünya Savaşı'ndan önce bazı uzun vadeli dış borç anlaşmalarının yapılmış olduğu da görülmektedir. Örneğin iktisadi donanım amacıyla 1930 yılında ABD'den 10 milyon dolarlık bir borç alınmıştır. Benzer şekilde, 1934 yılında Sovyetler Birliği'nden 8 milyon dolarlık bir borçla 1. Beş Yıllık Sanayi Planı'nda yer alan fabrikaların bir kısmı yapılmış ve 1938 yılında İngiltere'den alınan 16 milyon sterlinin 10 milyonu ile dış ödeme güçlükleri giderilmiş ve geri kalan kısmı da askeri amaçlı olarak kullanılmıştır⁸⁷.

Cumhuriyet dönemindeki dış borca dayalı kalkınma stratejileri daha çok 1950 dönemi sonrası başlamıştır. Çok partili döneme geçişi de simgeleyen bu dönemde

⁸⁶ Reşat Aktan, *Türkiye İktisadi*, Sevinç Matbaası, Ankara 1972 s. 44-45.

⁸⁷ İlker Parasız, *Türkiye Ekonomisi 1923'ten Günümüze İktisat ve İstikrar Politikaları*, Ezgi Kitabevi, Bursa, 1998, s. 36.

dış borcumuz 277 milyon dolardan 1138 milyon dolara ulaşmış ve toplam dış boç miktarında 4 kattan fazla bir yükseliş ortaya çıkmıştır⁸⁸.

2.Dünya Savaşı sırasında yükselen enflasyonu frenlemek için 1946-1951 yılları arası izlenen fiyat istikrar programı bu dönemde askıya alınmış ve 1951 yılından itibaren fiyatlar yeniden yükselmeye başlamıştır. Bu yükseliş 1954'ten itibaren giderek hızlanmıştır. Bu dönemdeki fiyat artışlarının büyük ölçüde para arzındaki artışlardan kaynaklandığı söylenebilir. Zira 1950'de 862 milyon TL olan tedavüldeki para miktarı %329 artarak 1960 yılında 3699 milyon TL'ye yükselmiş, aynı dönemdeki fiyatlar ise %162 oranında artmıştır⁸⁹.

1974 Petrol Krizi'nin Türkiye'nin ödemeler dengesi üzerine yaptığı baskı çok ağır olmuş, ancak şokun ilk etkileri o dönemdeki yüksek işçi dövizleri girişleri sayesinde beklenenden hafif olmuştur. Bununla beraber mevcut rezervlerin çabuk tükenmesi uluslararası borçlanmayı daha da artırmıştır. Sonuçta uluslararası mali kuruluşların yardımlarını kesmeleri Türkiye'yi uluslararası özel sermaye piyasalarına yönelmek zorunda bırakmış ancak alınan kısa vadeli borçların ödenememesi, ülkeyi 1977 yılının ortalarında Cumhuriyet tarihinin en önemli dış ödeme krizi ile karşı karşıya bırakmıştır⁹⁰.

Ekonomideki genel gidişin giderek kötüleşmesi sonucunda Nisan 1978 ve Mart 1979 tarihlerinde birbirlerine benzer iki istikrar paketi uygulanmaya konulmuştur. Bu istikrar önlemlerinin başarısı için önemli ölçüde dış desteğe ihtiyaç duyulması, IMF ile stand-by anlaşmasını zorunlu kılmıştır. Bunun için verilen her iki niyet mektubunda da fiyatlardaki düşüş, KİT zamları ve kamudaki istihdamın azaltılması koşulu vardı. Bu istikrar politikalarının temel amacı, dış ödeme dengesini sağlamak olmuştur. Çünkü o yıllarda yaşanan döviz darboğazı ülkeyi az miktarda bir paraya dahi muhtaç duruma getirmiştir. Ancak bu programlar o yıllarda yaşanan siyasi iktidarsızlık ve belirsizlik yüzünden başarı ile uygulanamamıştır⁹¹.

Genel olarak bakıldığında 1980 yılı öncesi dönemde, Türkiye'de finansal piyasalar katı bir şekilde kontrol altında tutulmaktaydı. Bu dönemler sırasında mevduat faizlerine tavan konulmuş, finansal işlemler de aynı şekilde yüksek oranda

⁸⁸ Şinasi Güceri, *Türkiye Ekonomisinin Yapısal Meseleleri ve Bir Çözüm Modeli*, İş Dünyası Vakfı, İstanbul, 1995, s. 209.

⁸⁹ Yakup Kepenek ve Nurhan Yentürk, *Türkiye Ekonomisi*, Remzi Kitabevi, İstanbul, 1996, s. 87.

⁹⁰ Halil Seyidoğlu, *Uluslararası İktisat*, 13. Baskı, Güzem Yayınları, İstanbul, 1999, s. 715.

⁹¹ Rıdvan Karluk, *Türkiye Ekonomisi*, Beta Yayınları, İstanbul, 2001, s. 398-400.

vergilendirilmiştir. Türkiye’de faaliyet gösteren işletmeler, finansmanlarını sadece banka kredileri sayesinde sağlayabilmekteydi. İşletmeler, hisse senedi gibi finansal araçlar yerine, banka kredileri ile finansmanlarını sağlayabilmekteydiler. Bu dönem içerisinde sermaye piyasalarının gelişmesi de olumsuz etkilenmiştir. 1980 senesinde gerçekleştirilen reformlar sayesinde mali ve bankacılık sisteminin gelişmesi gerçekleşmiştir⁹².

24 Ocak 1980 tarihinde verilen istikrar kararları ile birlikte yeni bir para politikası dönemi başladı. Bu istikrar kararları ile yeni bir ekonomik yapı meydana getirilmeye çalışılmıştır. 1980-2000 seneleri arasında Türkiye ekonomisi hakkında bilgi edinilirken yüksek ve kronik enflasyonun ekonominin temel özelliği olduğu göze çarpmaktadır.

24 Ocak istikrar kararları ile birlikte uygulanan reformlardan bazıları şu şekilde sıralanabilir:

- Hazinesin ihale sistemiyle borçlanmaya başlaması,
- Merkez bankası bünyesinde piyasaların oluşturulması,
- Sermaye hareketlerinin serbestleştirilmesi.

24 Ocak İstikrar Programı:

- Enflasyonun düşürülmesi,
- Esnek kura geçilmesi,
- Bütçe açığının azaltılması,
- Yabancı sermayenin girişini sağlamak amacıyla kolaylığın sağlanması,
- Hızlı büyüme gibi konuları barındırmaktaydı.

24 Ocak istikrar kararları nedeniyle bankaların verdikleri kredilere kısıtlama konulmuştur. Bunun yanında; 24 Ocak istikrar kararları ile birlikte 1 Temmuz 1980 tarihinde faiz oranları serbest kalmıştır. Kamu iktisadi teşekkülleri ürünlerine sunulan desteklemeler kaldırılmıştır. 24 Ocak istikrar kararları ile birlikte sermaye piyasası kanununun çıkarılması amaçlanmıştır. 1981 senesinde bu kanun çıkarılmıştır. 24 Ocak istikrar kararlarının uzun vadedeki hedefi, devletin ekonomiye daha az karışmasını sağlamak, verimlilik ve rekabetin artırılması dolayısı ile serbest piyasa

⁹² Ongan, a.g.e., s. 12.

ekonomisini işler hale getirmek olmuştur. 1980'li senelerde bankacılık sektörü açısından kritik gelişmeler meydana gelmiştir. Bunlardan biri Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası (TCMB) yapısında İnterbank Piyasası'nın meydana getirilmesi olmuştur. İnterbank Piyasası'nın ortaya çıkarılması ekonomi açısından likidite dengesini kurmak için olumlu bir gelişmedir. Bankalar, bu piyasadan kısa vadeli ihtiyaçlarını gidermekte, likidite fazlalıklarını da değerlendirerek kaynaklarından daha etkin bir şekilde yararlanmaktadır⁹³.

Türkiye'de 1984 senesinde döviz serbestliği ortaya çıkmıştır. Bu durum ile birlikte 1989 senesinde sermaye hareketleri büyük ölçüde serbestleşmiştir. 1989 senesinde sermaye hareketlerinin serbestleştirilmesi sayesinde Türkiye'de bulunan yerleşik kişi ve kurumların yurtdışından kredi temin etmeleri ve Türk bankalarının döviz kredisi açmaları fırsatı doğmuştur. Kısa vadeli sermaye akımlarındaki çoğalma ekonominin de büyümesine olanak sağlamış, 1994 krizine kadar bütçe faiz dışı dengesi açık vermiştir. Kamu açıkları, bankaların yurtdışından temin ettiği kısa vadeli kredilerle kapatılmış, sonuç olarak da ekonominin kırılgan bir yapıya gelmesine sebep olmuştur. 1994 senesinde zaten kırılgan bir yapıya sahip olan Türkiye ekonomisinde, sermaye çıkışlarındaki artış hızlanma göstermiş ve milletlerarası arenada Türkiye'nin notu düşmüştür. Alınan tüm tedbirlere karşın kriz ve krizin yarattığı ağır hasarların önüne geçilememiştir. 5 Nisan 1994 tarihine gelindiğinde bu hasarlar için ekonomik önlemler paketi açıklanmıştır⁹⁴.

5 Nisan 1994 Kararları'nın amacı enflasyonu düşürmek, Türk Lirası'na istikrar sağlamak, ihracat artışını hızlandırmak, ekonomik ve sosyal kalkınmayı sürdürülebilir bir temele oturtmaktır. Alınan önemli kararlar aşağıdaki şekilde ele alınabilir⁹⁵;

- Döviz kurunun hedeflenen enflasyon oranı ile uyumlu bir şekilde gelişme sağlanmasını amaçlayan bir kur politikası izlenecek, spekülasyon hareketlerine izin verilmeyecektir.

⁹³ Barış Çınar vd, *Küresel Kriz, Etkileşim Kanalları ve Türkiye Ekonomisi* (No. 1007), Research and Monetary Policy Department, Central Bank of the Republic of Turkey, 2010, s. 17.

⁹⁴ Çınar vd., a.g.e., s. 19.

⁹⁵ <https://www.ilimvemedeniyyet.com/1994-turkiye-ekonomik-krizi-ve-5-nisan-kararlari.html> (Erişim Tarihi: 09.07.2019).

- Hazine ve diğer kamu kuruluşlarının Merkez Bankası'ndan kredi kullarımlarına sınırlama getirilerek, Merkez Bankası daha özerk bir yapıya kavuşturulacaktır.
- 6 ay içinde KİT fiyatları dondurulacaktır. Şeker ve çay fiyatlarına 1994 yılının sonuna kadar zam yapılmayacaktır. Kamu açıklarının denetim altına alındığı ve parasal büyüklüklerin kontrol edildiği bu yeni ortamda, özel kesiminde fiyatlarını bu politika çerçevesinde belirlemesi beklenmektedir.
- Bütçe açıklarının süratle kapatılması amacıyla, akaryakıt vergisinden bütçeye aktarılan pay %50'den %70'e çıkarılmıştır. Aynı zamanda KİT'lerin Hazine'ye olan borçlarının süratle ödemeleri için gerekli düzenlemeler yapılmıştır.
- Kamuda personel alımları durdurulmuştur. Personel ihtiyacı kurumlar arası nakil yoluyla karşılanacaktır.
- İhracatımız için hayati öneme haiz olan Türk Eximbank kredi ve sigorta yatırımlarının, 1994 yılında kapsamı genişletilerek uygulamasına devam edilecek, bu amaçla Eximbank'a gerekli kaynak transferi sürdürülecek bu çerçevede bütçe açıkları kredi imkânlarından yararlanarak Eximbank'a ek 1 milyar dolar tahsis edilecektir.
- Tarımsal destekleme konusunda; hedef kitleye doğrudan ödeme yapmak ve kredi kolaylıkları sağlama gibi fiyat desteği dışındaki konulara ağırlık verilecektir.
- Özel sağlık ve özel emeklilik sigortaları teşvik edilecektir.
- SGK'ya tabi sigortalılar için, emekliliğe hak kazandıran prim gün sayısı belli bir geçiş süresi tanınarak, kadın sigortalı için 7200, erkek sigortalı için 9000'e çıkarılacaktır. Ayrıca emekli aylığı ödemelerinin başlayabileceği yaş sınırı getirilecektir.

1994 krizine genel olarak bakıldığında bu krizin ana nedeni bütçe açıklarıdır. Yurtiçi tasarruflardaki yetersizliğin yol açtığı bütçe açıkları, finansal serbestleşmenin bir sonucu olarak, sermaye hareketleri ile giderilmiştir. Bu bağlamda, sermaye hareketlerinin bütçe açığı ve dış açık devam ederken gerçekleşmesi, yüksek faiz-düşük kur şeklinde geçici bir denge oluşturmuştur. Bir yandan yüksek faiz-düşük kur politikası, sermaye hareketlerinin girişini hızlandırır iken, diğer yandan da piyasa aktörlerinin uygulanan politikaların güvenilirliği üzerinde artan kuşkuları finansal krizi tetiklemiştir. Sonuç olarak, ikiz açık olarak nitelendirilen bütçe açıkları ile dış açıklar Türkiye’de 1994 yılında finansal krize zemin oluşturmuştur.

1995 senesinde Türkiye’de ekonomik büyümenin yaşandığı ifade edilebilmektedir. Bu durumun esas sebebi Türkiye’de faizlerin ve arbitraj imkânının yüksek olmasıdır. Bu süreçte TCMB finansal istikrarı ve döviz kurunu rekabet edebilir düzeylerde tutmayı hedeflemekteydi ve enflasyon oranı %80 civarına ulaşmıştı. Aynı zamanda Türk Lirası’nın yabancı paralar karşısında değer kaybına uğraması, 1996 senesinde Gümrük Birliği Anlaşması ile ihracat yerine ithalat yapılmasının sağlanması, bu dönemin en kritik ekonomik gelişmelerini meydana getirmektedir. Asya ile Rusya krizleri Türkiye Cumhuriyeti ekonomisi üzerinde negatif etkiler bırakmıştır. 1997’deki Güneydoğu Asya Krizi ve 1998’deki Rusya Krizi’nin Türk mali piyasalarına yansımaları sınırlı gerçekleşmiştir. Bundaki nedenler döviz rezervlerinin yeterliliğinin yanısıra Merkez Bankası’nın kriz dönemlerinde hem Türk lirası hem de döviz likidite talebini, miktar kısıtlamasına gitmeden karşılaması etkili olmuştur⁹⁶.

1998 yılından itibaren ekonomik istikrar açısından enflasyonla mücadelede, güvene dayalı yeni bir strateji ortaya konulma çabalarına girilmiştir. Bu strateji para, maliye, borç ve kur politikalarıyla ilgili bazı düzenlemelerle, birlikte vergi reformunun gerçekleştirilmesi, özelleştirilmenin hızlandırılması, sosyal güvenlik sisteminde reform çalışmalarının başlatılması gibi birtakım yapısal önlemleri de içermektedir. Bu bağlamda 1 Temmuz 1998’de yürürlüğe konulan programla, piyasada azalan güveni sağlamak üzere, faiz oranlarında ve fiyatlar genel düzeyinde bir düşüş eğilimi başladığını göstermek için yoğun çabaya girildiği görülmektedir. Uygulanan bu program 1998 yılı ilk yarısında piyasalarca olumlu karşılanmış, hazine ve bono faizleri %70'lere kadar gerilemiş ve repo faizlerinde %40'lara kadar düşüşlere neden olmuşken yılın ikinci ve üçüncü yarısında iç ve dış konjonktürün de etkisiyle

⁹⁶ Kara, a.g.e., s. 32.

olumsuzlukla sonuçlanmıştır. Özellikle 1999 yılında uygulanan seçim ekonomisi ve sonrasında yaşanan deprem felaketleri, bölücü örgüt etkileriyle turizm gelirlerinde yaşanan önemli düşüşler, kuraklık nedeniyle tarımsal üretimdeki gerileme ve diğer dışsal etkenler ekonomi üzerinde son derece olumsuz gelişmelere yol açmıştır. 17 Ağustos 1999 depremi, ekonominin durma noktasına gelmesine sebep olmuştur. Türkiye ekonomisinde meydana gelen daralma, enflasyon problemi ve iç borçlanmanın artması dolayısıyla bankacılık sektörü zora girmiş, bu dönemde problem yaşayan sekiz bankanın Tasarruf Mevduatı Sigorta Fonu'na devri gerçekleşmiştir⁹⁷.

Ekonomideki bu olumsuzlukların aşılabilmesi ve yabancı kaynak temininde rahatlama yaratılabilmesi amacıyla, Nisan 1999 seçimleri sonrası kurulan 3'lü koalisyon hükümeti Aralık 1999'da IMF ile 3 yıl süreli bir stand-by anlaşması imzalamıştır. Stand-by anlaşmasının ana hedefi uzun yıllar %60-%80 bandında kronikleşen enflasyonu düşürmek olarak belirlenmiş ve bu amacın gerçekleştirilmesi için pek çok yapısal reformun yanı sıra, özel bir para ve kur politikası belirlenmiştir⁹⁸.

Gerçekleşen bu olayların ardından 2000 senesinde Enflasyonu Düşürme Programı yürürlüğe girmiş, 2000 senesinin sonunda ulaşılmak istenen enflasyon oranına erişilemeyeceği netleşmiş ve aynı zamanda bu durum programa olan güveni zedelemiştir. 2000 senesinin Kasım ayında aktiflerin büyük bir bölümünü kapsayan hazine kâğıtlarını elinde bulunduran bankaların likidite talebi artış göstermiş, piyasada likidite sıkışıklığı ortaya çıkmıştır. 19 Şubat 2001 tarihinde bütün bu gelişmelerin ardından bir de siyasi kriz ortaya çıkmıştır. Bu durum piyasaların paniklemesine sebep olmuş ve yaşanan panik insanların döviz alımına yönelmelerine neden olmuştur. 22 Şubat 2001 tarihi Türkiye'nin istekli olmasa da dalgalı kur sistemine geçtiği tarihtir⁹⁹.

2001 senesinde ortaya çıkan kriz, Türkiye ekonomisine önemli derecede hasar vermiştir. Kriz nedeniyle önemli ölçüde sermaye çıkışı gerçekleşmiş, reel ekonomi daralmaya gitmiş, bankalar zor durumda kalmıştır. Mayıs 2001 tarihi itibarıyla Güçlü Ekonomiye Giriş Programı krizin yol açtığı hasarları azaltmak için kamuoyuna duyurulmuştur. Bu programda en başta TCMB'nin hedefinin fiyat istikrarı olduğu, dolayısıyla araçlarını bu hedefe ulaşmaya yönelik olarak kullanacağı

⁹⁷ Devlet Planlama Teşkilatı Raporu, 2001, s. 12

⁹⁸ <http://www.spk.gov.tr/SiteApps/Yayin/YayinGoster/945> (Erişim Tarihi: 09.07.2019).

⁹⁹ Çakmak, a.g.e., s. 58.

belirtilmiştir. Aynı zamanda bankacılık sektöründe tekrar yapılandırma, mali disiplin için reformlar düşünülmekteydi. Bu program sayesinde başlayan yeni dönemde ülkenin risk priminin azaldığı, bu durumun ardından reel ve nominal faiz oranlarının azaldığı görülmüştür. Netice olarak, 2001 senesinde meydana gelen ekonomik kriz, Türk ekonomisinin yeni bir döneme girmesine sebep olmuştur¹⁰⁰.

Türkiye’de 1999 yılından itibaren dile getirilmesine rağmen, uzun yıllardır yaşanan istikrarsızlıklar ve yüksek kronik enflasyon, enflasyon hedeflemesi uygulamasına geçişi geciktirmiştir. Merkez Bankası Kanunu’nda 2001 yılında yapılan değişikliğe rağmen, Merkez Bankası’nın yeterince bağımsızlığına kavuşamamış olması ve döviz kurlarında yaşanan dalgalanmalar dolayısıyla açık enflasyon hedeflemesi uygulamasına geçiş ertelenmiştir. Merkez Bankası’nın 2 Ocak 2002 tarihli “Para ve Kur Politikası ve Muhtemel Gelişmeler” duyurusu ile para politikası stratejisi olarak örtük enflasyon hedeflemesi uygulamasına başlanmıştır. Açık enflasyon hedeflemesi rejiminin şartlarının oluşmaması, kronik enflasyon ortamında para talebinin tahmininin zorlukları ve parasal göstergelerle enflasyon arasındaki ilişkinin genelde istikrarlı olmaması nedeniyle, sadece parasal hedefleme ile enflasyonla mücadelenin yeterli olmayacağı düşüncesi doğrultusunda enflasyon hedeflemesi süreci öncelikle örtük enflasyon uygulaması ile başlatılmıştır¹⁰¹.

2002 yılının Kasım ayında Türkiye’de yapılan seçimlerle tek başına iktidara gelen hükümet Acil Eylemler Planı isimli yeni bir uygulamayı da beraberinde getirmiştir. Bu planda, kamu maliyesi, özelleştirme, bankacılık, eğitim gibi alanlarda pek çok önlem alınacağı ve Uluslararası Para Fonu (IMF) ile yapılmış olunan anlaşmalara bağlı kalınacağı ifade edilmiştir. 2002 senesinde devreye giren para politikası ile birlikte örtük enflasyon hedefi amaçlanmıştır. Güçlü Ekonomiye Geçiş Programı 2003 yılında da uygulanmıştır. Bu süreç içerisinde merkez bankası kısa vadeli faiz oranlarını enflasyonla mücadelede temel araç olarak kullanmıştır¹⁰².

2004 senesinde, merkez bankası dalgalı kur rejimi çerçevesinde örtük enflasyon hedeflemesine uygun bir şekilde adımlar atmıştır. IMF performans ölçütleri ve gösterge hedefleri izlenmiştir. 2005 senesinde, Türk Lirası’nda önemli

¹⁰⁰ Kaytancı, a.g.e. s. 63.

¹⁰¹ İlhan Eroğlu, “Açık Enflasyon Hedeflemesi Stratejisi ve Türkiye Deneyimi”, **Karamanoğlu Mehmet bey Üniversitesi. İktisadi İdari Bilimler Fakültesi Dergisi**, 2007, Cilt: 9, Sayı: 13, s. 24; Salih Öztürk ve Coşkun Biner, “Gelişmekte Olan Ülkelerde Kurula Dayalı Para Politikasının Etkinliği Enflasyon Hedeflemesi Stratejisi: Türkiye Örneği”, **Cumhuriyet Üniversitesi, İktisadi ve İdari Bilimler Dergisi**, Cilt: 9, Sayı: 1, s. 36.

¹⁰² Apak ve Yılmaz, a.g.e., s. 81.

değişiklikler yaşanmıştır. Para biriminden altı sıfır atılarak yeni bir döneme geçiş yapılmıştır. Bu dönemde de örtük enflasyon hedeflemesi sürdürülmüş, fakat 2006 senesinde açık enflasyon hedeflemesine geçileceği ilan edilmiştir. 2006 senesinde de açık enflasyon hedeflemesine geçilmiştir. Bu dönem ile birlikte para politikası kurulu tavsiye eden mercii yerine karar veren mercii haline gelmiştir. Bu sürecin devamında para politikası kurulunda kararlar oylama ile alınmaya başlanmış, özetler yayınlanmaya başlamıştır. Bu dönemde meydana gelen gelişmelere paralel, karar mekanizmasının kurumsallaşma sürecinin bittiği de söylenebilir¹⁰³.

Açık enflasyon hedeflemesinin uygulandığı yıllarda, para politikasının kontrolü dışındaki faktörlerden, gıda ve enerji fiyatlarındaki artışın yanı sıra küresel ekonomiye ilişkin belirsizliğin artması ve küresel finansal kriz dolayısıyla, TCMB'nin enflasyon hedefini tutturamaması üzerine, Nisan-2008 Enflasyon Raporu'nda TCMB, enflasyon görünümünü etkileyen unsurlara dair yaptığı değerlendirmede, %4 olarak belirlenmiş olan enflasyon hedefine ulaşmanın belirlenen sürede çok zor olacağını ifade ederek enflasyon hedeflerinin güncellenmesini teknik açıdan gerekli görmüştür. TCMB, hükümete, gıda ve petrol fiyatları ile küresel ekonomiye ilişkin belirsizliklerin devam etmesine bağlı olarak, enflasyon hedeflerinin 2009 yılı için %7,5, 2010 yılı için %6,5 olarak değiştirilmesini ve 2011 yılının da %5,5 olarak belirlenmesini teklif etmiştir. Hükümetin de olumlu görüş bildirmesiyle, anılan tarihlere ilişkin enflasyon hedefi revize edilmiştir. Enflasyon hedeflerinin tutturulamamasında, TCMB'nin yanlış politikalarından çok, para politikasının etki alanı dışındaki gelişmelerin belirleyici olması ise TCMB'nin kredibilite kaybını azaltmıştır¹⁰⁴.

3.1.1. 1980-1983 Yılları Arasında Türkiye'de Uygulanan Para Politikaları

24 Ocak kararları, talep enflasyonu tanısı ile Türk ekonomisinin o dönemlerde yaşadığı bunalımın üzerine oturtulmuştur. 1980 senelerinde şiddeti yaratan enflasyonist baskılar, sıkı para politikaları hayata geçirilerek ortadan kaldırılmaya çalışılmıştır.

12 Eylül'de dar bir bütçeye sahip olunması yüzünden oluşturulan para politikalarına karşın, 1978-1979 senelerinde yaşanan mali gelişmelerle 1980-1983

¹⁰³ Barışık, a.g.e., s. 5.

¹⁰⁴ Nadir Eroğlu & İlhan Eroğlu, "Enflasyon Hedeflemesi Rejimi Çerçevesinde Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası'nın Kredibilite ve Hesap Verebilirlik Sorunu", *Maliye ve Finans Yazıları*, 2009, Cilt: 23, Sayı: 85, s. 105-106.

arasındaki dönem kıyaslandığında, 1978-1979 yıllarında gerçekleştirilen politikaların daha dar politikalar olduğu gözlenebilir¹⁰⁵.

Türkiye'de bahsedilen bu sıkı para politikalarının uygulanıp uygulanmadığı ile ilgili tartışmalar bulunmaktadır. Bu tartışmalar şu konularda yoğunlaşmaktadır:

Türkiye'de gerçek ve çelişkisiz bir para politikasının hayata geçirildiği söylenemez. Mevcut ekonomide bir enflasyonist baskı var ise, para politikası araçlarından yararlanarak bankaların likiditesinin azaltılması, kredi hacminde ortaya çıkan artışın durdurulması gerekmektedir. Ülkemizde sıkı bir para politikası uygulamasından bahsediliyordu fakat Merkez Bankası'nın reeskont oranlarını arttırması haricinde farklı politika araçlarına başvurulmamış, üstelik sıkı para politikalarıyla çelişen politikalar uygulanmıştır¹⁰⁶.

Türkiye'de sıkı para politikalarının uygulandığı söylendiği zamanlarda, mevduat oranları, disonibilite oranları aşağıya çekilmiş, Merkez Bankası'nın açtığı krediler daha da genişlemiştir. İstikrar planlarının uygulandığı ileri sürülen zamanlarda devamlı ve yüksek oranlı devalüasyonlar, ekonomiyi devalüasyon-enflasyon kısır döngüsüne sürüklemiş, devalüasyon ertesinde alınacak tedbirlerle paranın değerinin korunması gerekmektedirken, korunamamış ve istikrarsızlık dolu bir uygulama ortaya konmuştur.

Ekonomideki hatalı planlar, hayata geçirilen para politikasının etkisini oldukça azaltmıştır. Para politikaları, çok belirgin etkinliği olan bir araç değildir. Para politikası ancak diğer ekonomik önlemler ile beraber kullanıldığı zaman istenilen amaca ulaşmayı sağlar. 24 Ocak 1980 kararları ile birlikte farklı istikrar önlemleri bir kenara atılarak, baskın bir şekilde para politikası uygulamalarına yer verilmiştir.

24 Ocak kararları ile birlikte, devletin fiyat politikası, özel sektörde kullanılan ücret dondurulması ile beraber, 1980'li senelerde enflasyonun çok hızlı bir biçimde azaltılmasında etken bir faktör olmuştur. 1980 senesinin ikinci yarısından sonra enflasyon hızındaki yavaşlama hayata geçirilen politikalarla değil, ücret-fiyat sarmalına tedbir alınmasıyla açıklanabilir.

¹⁰⁵ Hasan Özyurt, *Para Teorisi ve Politikası*, Derya Kitabevi, Trabzon, 2006, s. 21.

¹⁰⁶ İlker Parasız, *Kalkınma Ekonomisi*, Ezgi Kitabevi, 2005, s. 42.

1980-1983 yılları arasında özellikle 1981 senesindeki gelişmeler ülkemizin sıkı para politikası uygulamadığını göstermektedir. Ekonomideki mevcut problemlerden kurtulmak amacıyla, altyapı ile yatırımlar arasında denge sağlanması, enerji sektöründe dışa bağımlılığımızın azaltılması, ekonomide verimlilik seviyesini yükseltecek yatırımların artırılması, mevcut işgücüne gerekli becerilerin kazandırılması, gelir dağılımının daha dengeli bir hale getirilmesi gerekir.

Türkiye, ciddi anlamda gerçek bir para politikası uygulamak istiyorsa, ilk olarak hangi parasal değerlerin ülke ekonomisi için gerekli olduğunu saptaması, bunun için de kısa ve uzun vadeli, çelişkisiz hedefler belirlemesi gerekir.

Ekonomi için gerçekleştirilen politikaların başarıya ulaşabilmesi amacıyla ekonomik durumların net olarak tespit edilmesi, amaçlara ulaşmak için doğru araçların tercih edilmesi kısa ve uzun vadeli planların bir uyum içinde olması gerekmektedir. Hayata geçirilen politikaların farklı başka politikalar ile desteklenmesi, alınan önlemlerin başarıya ulaşması için gereklidir. Para politikalarının başarı getirmesi için, ekonomide ortaya çıkan yeni durumlara paralel olarak politika araçlarının doğru bir biçimde değerlendirilmesi gerekir¹⁰⁷.

3.1.2. 1983-1986 Yılları Arasında Türkiye’de Uygulanan Para Politikaları

12 Eylül darbesinin ardından yapılan ilk genel seçim olan 1983 yerel seçimleri sonucunda yeniden çok partili hayata geçiş yapılmıştır. Seçimlere Milli Güvenlik Konseyi’nin izin verdiği üç parti katılmış ve 1983 yılının Kasım ayında yeni parti iktidara geçmiştir. Yeni hükümet tarafından Aralık 1983 ve Ocak 1984’te ekonomi açısında alınan kararların temel dayanağı ekonominin serbest girişimin itici gücüne dayalı olarak işlenmesi olmuştur.

Ekonominin, serbest girişimin itici gücünden yararlanması amacıyla alınan önlemler iki grupta açıklanabilir. İlki, serbest girişim teşebbüs uygulanmasının önünde bulunan engellerin ortadan kaldırılması ve bu yöntem sonucunda lisans, denetim ve bürokratik prosedürlerin basite indirilmesidir. Hükümet kısmen “bırakınız yapsınlar-laissezfaire” görüşünü kabullenmiştir. İkinci grup alınan önlem ve

¹⁰⁷ Erişah Arıcan ve Güçlü Okay, “Ekonomik İstikrarsızlık Ortamında Merkez Bankalarının Uyguladığı Para Politikaları ve Türkiye Örneği”, *İktisat Politikası Araştırmaları Dergisi*, 2014, Cilt: 1, Sayı: 1, s. 48.

uygulanan teşvikleri kapsar. Dışa satım alanının büyütülebilmesi amacıyla ihracata uygulanan teşvikler “teşvik tedbirleri” kapsamını ifade etmektedir¹⁰⁸.

1983-1984 yıllarında uygulanan iktisat düşüncesinde KİT'ler hakkında düzenlemeler yapılarak ülke hazinesi üzerindeki yükünü azaltıcı yönde önlemlerin alınması; gerçekleştirilen döviz işlemlerinin daha serbest bir hale getirme; ihracat yönünde uygulanan teşviklerin artırılması ve ithalat yapılan malların çoğaltılması; enflasyon oranlarında meydana gelen değişimlerin faiz oranlarına yansımalarının sağlanması gibi sistemlerin iktisat felsefesinin diğer grubunu meydana getirir.

Beşinci Beş Yıllık Kalkınma Planı 1983-1986 senelerinde ele aldığımız para politikası döneminde uygulanmaya başlanmıştır. Bu plan milletin refah seviyesinde artış meydana getirme, verimliliği ve dışa satımın artırılması amacı, üretimin artırılması, büyümenin devamlı olmasının sağlanması ve enflasyonun belirli sınırlar içinde tutmak amaçlanmıştır. Ekonomide meydana gelen büyüme oranı %6,3 olarak hesaplanmıştır. GSMH'da hesaplanan büyüme oranı 1984 senesinde %7,8 iken 1985 senesinde %4,5'dir¹⁰⁹.

1984 ve 1985 yıllarında kur politikası ve kur tespiti uygulamalarına serbestlik sağlanmıştır. Kambiyo rejiminde meydana gelen serbestlik ile ihracatta sağlanan teşvik uygulamaları nedeniyle ödemeler dengesinde de pozitif gelişmeleri gerçekleştirmiştir. 1983-1986 seneleri arasında Türkiye'nin ekonomik tablosu bu şekildedir. Bu zaman döneminde uygulanan para politikaları 19 Aralık 1983 tarihinde TBMM'de açıklanan Hükümet Programında para-kredi politikası yönünde ilke ve esaslar tablosunda araştırılmaya çalışılacaktır¹¹⁰.

Hükümet programında para-kredi politikasına yönelik ilke ve esaslar;

- Yeterli para arzı politikası hayata geçirilecektir.
- Uygulanacak ekonomik politika da faiz serbest olacaktır.
- Tasarrufların çoğaltılması ve enflasyonla mücadele amacıyla tasarruf yapan kişilere enflasyonun üstünde faiz imkânının sağlanması.
- Uygulanacak ekonomik politikada enflasyon oranının en düşük seviyede tutulması ve sanayiye yapılan yatırımların artırılması amaçlanır.

¹⁰⁸ İlker Parasız, “Kalkınma Ekonomisi”, s. 48.

¹⁰⁹ Erdem Başçı ve Hakan Kara, “Finansal İstikrar ve Para Politikası”, *İktisat İşletme ve Finans*, 2011, Cilt: 26, Sayı: 302, s. 87.

¹¹⁰ Başçı ve Kara, a.g.e., s. 87.

- Kredi masraflarının en az seviyede tutulması amacıyla kredi faizlerinden sağlanan gider vergisinin azaltılması.
- İş sahibi ve sanatkâra işyeri ve işletme için uygun koşullarda kredi alınmasının kolaylaştırılması.

1983 yılında çok partili sürece geçiş ile birlikte sıkı para politikasından vazgeçilmesi düşünülmüştür. Bütçe açıkları sebebiyle para arzına uygulanan sıkı tutum gevşetilmiş ancak bütçede gelir ve vergilerde çoğalma görülmediği için kamu masrafları ve kamu yatırımları Merkez Bankası'nın sağladığı krediler ile açıklanmıştır. Bu yöntem ile para arzında artış meydana geldi ve enflasyona da artı yönde yansdı. 1983 senesinde başa gelen hükümet ekonomide yeni bir yönlendirme uygulaması gerçekleştirmiştir. İlk uygulamalar para ve kredi sahasında gerçekleştirilmiştir. Gerçekleşen tasarrufa, enflasyon oranında meydana gelen artışın üstünde gerçek faiz uygulaması kullanılırken, diğer taraftan ise kredi masraflarını arttıran uygulamalar azaltılmıştır¹¹¹.

1983 senesinde enflasyonda meydana gelen artışın nedeni para politikalarının serbestleştirilmesidir. Ortaya çıkan enflasyonist üstünlüğü gidermek amacıyla ekonomik politika çerçevesinde, sıkı para politikasının uygulanması amaçlanmış ve nominal faiz oranlarında artış meydana gelmiştir. 1984 yılına geldiğimizde para politikası araçlarının ve para piyasasının etkinliğinin çoğaltılması amacıyla geliştirici yönde düzenlemeler sağlanmış, bütçede meydana gelen açıkların giderilmesi için Merkez Bankası yerine iç borçlanma tercih edilmiştir.

3.1.3. 1986-1990 Yılları Arasında Türkiye'de Uygulanan Para Politikaları

1985 senesinin son yarı döneminde görülen ekonomik büyüme 1986 senesinde de görülmektedir. 1986 senesi ihracat politikaları genelinde alt yapı yatırımlarının oluşturulmasının yanında iç talebin arttığı bir sene olduğu görülmektedir. GSMH %8,1 oranında artış olduğu gözlemlenebilir¹¹².

Döviz rezervlerinin ara ve yatırım malı dış ticaretine olanak sağlayabilecek düzeyde bulunması ve iç talep artışı üretim sektöründe kapasite kullanım oranlarının artmasına olanak vermiştir. Üretim sektöründe kapasite kullanımındaki artışla birlikte iş olanaklarının çeşitliliği de artmıştır. 1986 senesinde uluslararası petrol fiyatlarının

¹¹¹ Başçı ve Kara, a.g.e., s. 88.

¹¹² Oktar ve Dalyancı, a.g.e., s. 23.

azalmasının neden olduğu ithalat fiyatlarındaki azalma ve dünya ekonomisinin de etkilendiği durgunluk ülke çapındaki istek artışıını eşitlemiş ve hızlı talep artışının enflasyonun hızlanmasına neden olmasını engellemiřtir¹¹³.

Ekonomideki büyüme, kamu ve özel alanların kredi gereksinimini yükseltmiştir. Kredi gereksiniminin finansmanı için Merkez Bankası'nın ve yatırım bankalarının kamu ve özel alana imkân sağladığı kredi oranında yükselme görülmüştür. 1986 senesinde mali alanda şu ilerlemeler görülmektedir. Enflasyon oranında görülen düşüş sonucunda faiz oranları sene boyunca giderek azaltılmıştır. Kambiyo rejiminin serbestleştirilmesi, döviz türünde gerçekleştirilen işlem hacmini yükseltmiştir. Bunun sonucunda vadeli tasarruf mevduatından döviz tevdiat hesabına doğru yönelimler olmuş ve M2 artış oranı 1986 senesinde %64'ten %43,5'e azalmıştır. M2Y'nin yükselme hızı 1986 senesinde %48,6 olduğu görülmektedir. Emisyon artışı ise %45,0 oranında meydana gelmiştir. 1986 senesinde Bankalar arası Para Piyasası (İnterbank) oluşturularak bankaların fon tktim yönünden aktif işlemesine olanak verilmiştir. 1986 senesinde İstanbul Menkul Kıymetler Borsası kurulmuştur. Devlet İç Borçlanma Senetlerinin resmi tevdiatının %65 oranıyla kabul edilmesi zorunluluğu getirilmiştir. Mali sektörlere yeni teçhizatların eklenmesi ve görülen ilerlemeler para politikasının tktiminde aktifliğini yükselten bir etkisi olmuřtur¹¹⁴.

KİT'lerin ekonomideki yükünü azaltmak niyetiyle KİT'lerin özelleştirilmesi konusunda hukuki düzenlemeler gerçekleştirilmiştir. 1986 senesinde bte açıklarının finansmanı için vergi gelirleri yükseltilmiştir. Bte finansmanı hazine bonusu, borç ve Merkez Bankası'nın fonlarının desteğiyle ödenmektedir. Dünya ekonomisini kapsayan durgunluk 1986 senesinde dış satımda düşüş olarak ortaya çıkmıştır. İhracat sektöründe ABD Doları'nın yabancı paralara kıyasla değeri azalırken, Türk Lirası ABD Doları'na kıyasla gerçek anlamda değeri arttığı halde Alman Markı ile kıyaslandığında ise gerçek anlamda değer azalması olmuştur.

1986 senesinde meydana gelen bu ilerleme 1987 senesinde hızlı üretim oranlarının yanında, ekonomideki ilerlemenin hızını artırdığı bir sene olarak ifade edilebilir. GSMH'deki yükselme %7,5 olarak belirlenmiştir. Sene boyunca kamu fiyatları neredeyse hiç yükselmemiş, hızlı konjonktürü azaltmak ve kamu finansmanında meydana gelen açığı kapatmak amacıyla kamu fiyatlarına aralık ayında %23'lk bir zam uygulandığı görülmektedir. Dolayısıyla 1987 senesinin ilk

¹¹³ Oktar ve Dalyancı, a.g.e., s. 25.

¹¹⁴ Kara, a.g.e., s. 74.

döneminde %32 oranındaki zam, sene sonunda enflasyon %49 oranında meydana gelmiştir¹¹⁵.

1987 senesinde devlet tarafından açıklanan makroekonomik amaçların meydana gelmesiyle birlikte Merkez Bankası maddi bir plan yapmıştır. Bu planın hayata geçirilmesi için ekonomi piyasasının geliştirilmesinde kritik bir rol oynayan açık piyasa işlemleri Merkez Bankası uygulanmaya konulmuştur. 1987 senesinin Ocak ve Şubat aylarında faiz oranlarında azalma olduğu belirtilmektedir. Haziran ayında ise bir sene vadeli yatırım faiz oranı serbestleştirilerek sene sonunda %54 olarak hesaplanmıştır. Gerçek faiz oranının olumsuz olması vadeli yatırımdan döviz tevdiat hesaplarına yönelime yol açmıştır. Döviz tevdiat hesapları munzam denklik oranı bu eğilimi önlemek için %15'den %20'ye arttırılmıştır. 1987'de M1 para arzı %64,3 yükselirken, M2 para arzı %40,4'lük bir oranla yükselişte bulunmuş, M2Y'deki yükselme ise %49,5 oranında olduğu kaydedilmiştir. Emisyondaki yükselme oranı ise %53,3 olarak ifade edilmiştir¹¹⁶.

Bütçe ve KİT eksiklerinin yükselmesi bu eksikliklerin finansmanı için hazine bonusu satışları, iç borçlanma ve Merkez Bankası fonları kullanılarak giderme gibi bir çözüm bulunmuştur. 1987 senesinde dış satıma yönlendirmeler neticesinde evvelki seneye kıyasla dış satım gelirlerinde yükselme olduğu görülmektedir. 1987 senesinde Türk Lirası'nın, Alman Markı'na kıyasla değeri azalmasına rağmen ABD Doları'na kıyasla değeri artmıştır.

Üretim ve iç talep yükselmesiyle dolu ekonomide hızlı genişlemenin olduğu 1986-1987 senesinden sonra 1988 senesinde ekonomide gerileme dönemi başlamıştır. 1987 senesinde kamu sınıfı borçlanma ihtiyaçlarının çoğalması ve kamu fiyatlarının yükselme hızının özel sektör fiyat artış hızına kıyasla az olması neticesinde kamu sınıfı fiyatlarında düzenlemeler olmuştur. Kamu sınıfı fiyat yükselmesi özel kesim kararlarını da tesir altında bırakarak hızlı bir enflasyon dönemine girilmiştir. Bu çerçevede dâhilinde 1988 Şubat ayında 4 Şubat 1988 kararları olarak nitelendirilen bir grup tutarlılık önlemleri alınmıştır¹¹⁷.

4 Şubat 1988 kararlarının gayesi Türk Lirası'ndan uzaklaşmayı engelleyerek Türk Lirası'na yönelik isteği arttırmak, kamu giderlerini azaltmak ve ithalatı

¹¹⁵ Kara, a.g.e., s. 77.

¹¹⁶ Kara, a.g.e., s. 77.

¹¹⁷ Dolu, a.g.e., s. 31.

düşürerek dış satımı fazlalaştırmak olarak listelenebilir. 4 Şubat kararları ile yatırım munzam denklik oranları, disponibilitate oranı ve faiz oranı yükseltilmiştir. Bu yürütmle birlikte giderek değeri azalan ve olumsuz faiz oranları neticesinde yatırım aracı niteliğini kaybetmeye başlayan Türk Lirası'na olan istek yükseltilmeye uğraşılmıştır. Artan faizler kredi tüketimini de düşürmüştür. 4 Şubat kararlarında kamu borçlanma ihtiyacının düşmesi için mevduat ve aktarma harcamalarında düşülme politikası uygulanmıştır.

1988 senesinde likidite açığı parasal sektöre yönlendirilmesi en önemli gaye haline gelmiştir. Dolayısıyla faiz oranları artırılarak, piyasa ve Merkez Bankası kur farkı önemli ölçüde kapatılmıştır. Rezerv para, 1988 senesinde enflasyonun yükselme hızından fazla olduğu gözlemlenmiştir. Merkez Bankası'nın bankacılık piyasasına sağladığı kredilerde önemli ölçüde düştüğü belirtilmiştir. Emisyonda 1988 senesinin son döneminde meydana gelen yükselişle birlikte, enflasyon oranının da artması faiz oranları olumsuz yönde etkilenmiş, yabancı paraya istek yükselmiştir. 1983 yılıyla birlikte yükselen, seçim ve referandum sonrası belirli bir sınıf altında tutulamayan bütçe açıkları, aşırı boyuttaki dış borçlar, enflasyon ivmesindeki yükselmeye bağlı olarak olumsuz faiz gidişatı ve yabancı paraya yönelik isteğin yükselmesi 12 Ekim 1988 tarihinde farklı tedbirlerin uygulanmasına yol açmıştır. 12 Ekim tedbirleriyle Merkez Bankası TL'den uzaklaşması engellemek ve yabancı paralara yönelik isteği azaltmak için 160 milyon Amerikan Doları piyasaya sağladı. Diğer tedbirler ise faiz oranlarının kararlaştırılmasına müsaade ederek, döviz mevduatına yapılan mecburi karşılık oranını vadesizler için %20'den %25'e çıkarmış, vadesiz mevduat oranını da %14'ten %25'e artırmıştır¹¹⁸.

1988 yılında gerçekleşen olumsuz ekonomik gelişmeler 1989 yılına da yansımıştır. Sanayi sektöründe meydana gelen düşüş 1989 yılının başlarında değişiklik yaşanmadan devam etmiştir. GSMH da gerçekleşen artış %1,9 düzeyinde devam etmiş, fiyatlarda meydana gelene artış hızı azalmıştır. Temmuz ayında reel ücret artışı yüksek seviyede olduğu görülmüştür. İşçi dövizlerin meydana gelen çoğalma, dış ticarete oluşan açığa rağmen cari işlemlerin aşırı yaşanmasına sebep olmuştur¹¹⁹.

¹¹⁸ Mahir Binici vd., "Stock Return Comovement And Systemic Risk in the Turkish Banking System", *Central Bank Review*, 2013, Cilt: 13, s. 20.

¹¹⁹ Binici vd., a.g.e., s. 20.

1989 senesinin son döneminde fiyatlarda meydana gelen oran artışı, kamu giderleri ve bütçe eksiğinin istenen seviyeden fazla bir şekilde meydana gelmesine yol açmıştır. Bunun neticesinde faiz oranlarında azalış görülmüştür. TL gerçek anlamda ABD Doları ve Alman Markı'na kıyasla değeri artmıştır. İthalat senenin son döneminde fiyat düşüşü yaşamış ve fiyat yükselişindeki gerilemeye yol açmıştır. 1989 senesinin Ağustos ayında verilen 32 Sayılı Karar ile döviz ve yatırım sektörlerinde serbestleştirilmeye çalışılmış ve bazı değişiklikler meydana getirilmiştir. 1989 senesinde uygulanan para politikasındaki amaç Merkez Bankası bilanço büyüklüklerinin kontrolü olmuştur. Bu amaç doğrultusunda bu büyüklük ilk kez 1989 senesinde azalmıştır. Sene içerisinde faiz oranlarında gerçekleşen azalma olumsuz düzeyde kalmıştır. 1989 yılının Ekim ayında kullanılan orta ve uzun vadeli kredi uygulamasından vazgeçilerek, reeskont kredilerinin bankacılık bölümünde nakit durumunu istenilen düzeyde ayarlamak için kullanılmasını hedeflemiştir. En genel tanımıyla 1986 senesi Türkiye için en kritik senedir. Gelişme 1986 senesinde 7.5, 1987 senesinde 9,3 olarak hesaplanmıştır. 1986-1987 döneminde enflasyon oranında azalma yaşanmıştır. 1986-1987 senelerinde modern kalkınma hızlarının meydana getirdiği eşitsizlikler, bütçe eksiklikleri ve giderler dengesi eksiklikleri yükselmesi neticesinde 1988-1989 senelerinde istikrar politikaları kullanılmış ve ekonomik gerileme dönemi başlamıştır¹²⁰.

3.1.4. 1990-1994 Yılları Arasında Türkiye'de Uygulanan Para Politikaları

1990 yılında uygulanmaya başlanan Altıncı Beş Yıllık Kalkınma Planı'nda asıl hedef, büyüme hızının hedeflenen seviyeye ulaşması, enflasyonist dayatmaların ortadan kaldırılması, üretken iş alanının artırılması ve gelir dağılımının pozitif yönde artırılmasının sağlanması amaçlanmıştır. Bu hedeflere ulaşılabilmesi amacıyla programda düşünülen politikalar, büyümenin özel kesimin sağladığı avantajlardan faydalanarak serbest rekabet ortamında gerçekleşmesi, uygulanan iktisadi işlemlerin makro politikası çerçevesinde düzenlenmesi ve sağlanması yönünde bir ekonomik planı meydana getirme çabası olarak tanımlanabilir.

1990 senesine, ekonomideki temel ekonomik ve sosyal problemlerin aşırı derecede fazlaştığı ve hızlı çözüm gerektiren bir dönemde başlamıştır. 1988 ve 1989 senelerindeki ekonomik gerilemeden sonra, 1990 senesinin başlangıcında ithalat isteğinin fazla olması sebebiyle önemli ölçüde ivme kazanmıştır. Ekonomik yönden kötü olan iki seneden sonra 1990 senesinde fazla oranlı üretim yükselişi fark

¹²⁰ Kara, a.g.e., s. 79.

edilmiştir. GSMH %9,2 yükselmiş ve toptan eşya maliyetleri yarı yarıya azalmıştır. 1990 senesinin ilk döneminde imalat sanayi üretimi yükselmiş, kapasite kullanım oranı da kayda değer ölçüde artmıştır. Tarım alanında da üretim yükselmesi olduğu ifade edilmektedir. Arzdaki büyümeye bağlı olarak talep dayatması düşmüş ve imalat sanayisinde maliyet yükselişlerindeki gerileme enflasyon hızının azalmasında kritik bir rol oynamıştır¹²¹.

1990 senesinde maddi yönden en kritik ilerleme, Merkez Bankası'nın ekonomideki bilinmezliği yok etmek niyetiyle, resmi olarak Parasal Program olarak duyurması ve kendi bilançosundan fazla olan mertebelerin belli ölçüdeki yükselişlerini amaçlamasıdır. Parasal Program dâhilinde iç kaynaklardaki yükselişi kontrol etme işlemi başarılmış ve sene sonu amaçları önemli derecede hesaplanmıştır. 1990 senesinin ilk döneminin sonuna kadar faiz oranları azalma belirtileri görülmüş, o günden sonra ise artış dönemine geçilmiş ve olumlu faiz uygulaması kullanılmıştır. Ekonomideki gelişmeye bağlı olarak 1990 senesinde yatırım bankaları kredileri gerçek anlamda belirlemiştir.

Pozitif bir ekonomik toplu durum gösteren 1990 senesinin ilk devresinin ardından, Kuveyt'i işgal etmeye başlayan Irak'ın dünyada geniş yankı uyandırması ve 1990 senesinin ağustos ayında ortaya çıkan Körfez Krizi nedeniyle mevcut pozitif ekonomik toplu durum 1990 senesinin ikinci devresinde tersine dönmüştür.

1990 senesinde yaşanan ekonomik hareketlenmenin sonrasında ortaya çıkan Körfez Krizi'nin bir savaş ortamı doğurması, yıl ortasında meydana gelen hükümet değişimi ve ardından Ekim ayında yapılan genel seçim Türkiye ekonomisinde kritik gelişmeler yaşanmasına sebep olmuştur. 1991 senesi ülke ekonomisi açısından iyi geçmiş bir dönem olarak görülmemektedir. Körfez Krizi'nin savaş ortamı doğurması ve bu olay dolayısıyla insanların bankalardan mevduatlarını çekmesi ve yaşanan gelişmeler nedeniyle harcamalarında kısıtlamaya gitmesi beklenmedik sonuçlar doğurdu. Emisyon olağanüstü seviyelere ulaşırken faizler sürekli olarak artış göstermiş ve piyasadaki belirsizlik durumu korunmuştur¹²².

Körfez Savaşı, 1991 senesinin Ocak-Şubat-Mart periyodunda mali piyasalar üzerinde negatif sonuçlar ortaya çıkarmış ve mevduat bankalarında büyük

¹²¹ Banu Demirhan, "Türkiye'de Yeni Yaklaşım Çerçevesinde Para Politikalarının Finansal İstikrarı Sağlama Yönünde Uygulanması", *Afyon Kocatepe Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi*, 2013, Cilt: 15, Sayı: 2, s. 567-568.

¹²² Banu Demirhan, a.g.e., s. 569.

miktarlarda döviz ve Türk Lirası kaybı yaşanmıştır. Genel seçimler ve Körfez Savaşı dolayısıyla Türkiye ekonomisi açısından yıl durgun geçmiştir. Sanayi alanında üretim ve yatırım neredeyse yapılmamıştır. GSMH'deki artış %0,3 düzeylerinde seyretmiş, enflasyon oranı %55'lere dayanmıştır. Kamu sektörünün 1991 senesi için elde ettiği gelir GSMH'nin %13,2'sini oluşturmuştur.

T.C. Merkez Bankası'nın kamuya sağladığı krediler sayesinde 1991 senesinin ikinci devresinde artış yaşanmıştır. Mevduata pozitif yönde faiz sunulmuştur. 1991 senesi boyunca sağlanan yüksek nominal faiz, bankalardaki mevcut mevduata büyük oranda katkı sağlamıştır. Yıl içerisinde Türk Lirası'nın döviz karşısında yaşadığı değer kaybı, piyasalardaki durgunluk ve faiz oranlarında yaşanan artışa rağmen, Merkez Bankası parası haricindeki parasal değerlerdeki kısıtlı artışlar, ABD Doları türünden ithalat fiyatlarındaki yavaşlama ve zirai ürün fiyatlarındaki azalma sebebiyle, toptan eşya fiyatlarında meydana gelen yükseliş hızı geçen seneye göre yalnızca %3 oranında artmış ve %55,3 seviyesine ulaşmıştır¹²³.

1991 senesinde yaşanan hükümet değişimi ve Körfez Savaşı, ekonomi açısından beklentilere negatif yönde etki etmiş ve ülke açısından büyüme hızında önemli düşüşler yaşanmıştır. 1992 senesinde mevcut belirsizlik ortamının düzeltilmesi ekonomi açısından umutları yeşertmiş, 1991 senesinde ekonomide yaşanan durgunluk giderilip canlanma başlamış ve büyüme hızı %5,9'a ulaşmıştır¹²⁴.

1992 senesinde ekonomi alanında yaşanan canlanma ile beraber, ara malı ithalinde artışlar gerçekleşmiştir. Türk Lirası'nın döviz karşısında ve çoğunlukla Alman Markı karşısında reel açıdan büyük oranda değer kaybına ve üretim artışları ile doğru orantılı olarak ihracat da reel olarak artmayı sürdürmüştür.

T.C. Merkez Bankası, 1992 senesinde de kendi dengeleri üstünde hedef değişkenler belirlemiş, fakat Merkez Bankası kaynaklarının yoğun kullanılması sebebiyle belirlenen hedeflere ulaşamamıştır. Mevduat faizleri pozitif düzeyde seyretmeye devam etmiş, toplam Türk Lirası mevduatlarında da artış yaşanmıştır.

¹²³ Seyhun Doğan ve Çiğdem Börke Tunali, "Küreselleşme Sürecinde Finansal İstikrar-Para Politikası İlişkisi: Türkiye İçin Bir Değerlendirme (2001 Krizi Sonrası)", *İstanbul Üniversitesi İktisat Fakültesi Mecmuası*, 2011, Cilt: 61, Sayı: 2, s. 52.

¹²⁴ Kara, a.g.e., s. 81.

Para arzları M1 dışında, reel olarak artış göstermiş, kredilerdeki artış ise üretim hacminde yaşanan artış ile doğru orantılı olarak artmıştır¹²⁵.

Ekonomide 1992 senesinin Ocak-Şubat-Mart periyodunda yaşanan canlılık 1993 senesinde de devam etmiştir. Tarım alanında süren durgunluğa karşın sanayi ve hizmet sektörleri uzun dönemde büyüme hızlarının üzerinde artış göstermiştir.

Özel tüketim ve özel sabit sermaye yatırım harcamaları açısından 1993 senesi reel olarak büyük artış yaşanan bir dönem olmuştur. Azalan kamu yatırımlarının toplam yatırım artış hızı üzerindeki negatif etkileri neticesinde GSMH büyümesi önemli düzeyde tüketim harcamalarında yaşanan artıştan oluşmuştur. Özel kesim tasarrufları büyük bir zaman sonra ilk kez 1993 senesinde azalmıştır. Bu olaylar neticesinde artan kamu kesimi açıklarının özel tasarruf fazlası ile giderilebilen bölümü çok düşük seviyelerde kalmış ve dışarıdan kaynak gereksinimi o zamana dek görülmemiş seviyelere ulaşmıştır¹²⁶.

Cari işlemler dengesinde yaşanan açık son dönemlerin en yüksek seviyelerine ulaşmıştır. İthalat, düşük kur ayarlamaları sebebiyle 1993 yılında 30 milyar dolara ulaşırken ihracat bu rakamların yarısına erişebilmiş ve dış ödemeler dengesinde 6 milyar dolar açık ortaya çıkmıştır¹²⁷.

1993 senesinde tüketici fiyat artış hızı %65 seviyelerinde gerçekleşmiştir. Fakat sürekli artış gösteren kamu açıkları ve bu açıkların borçlanma ile finansmanı, iç borç faizlerinin artmasına ve borç vade yapısının azalmasına neden olmuştur. Faiz oranlarında meydana gelen artış dolayısıyla kısa vadeli sermaye girişinde artış gerçekleşmiş, bu durum artan ithalat ile beraber kamu açıklarının iç borçlanma sayesinde finansmanında ilave kaynak oluşturmuştur. Uygulanan ekonomik stratejiler sayesinde Türk Lirası, döviz karşısında gerçek anlamda değer kazanmış, ihracatın karlılığı azalırken ithalat nisbi açıdan ucuz duruma gelmiş, ücretlerdeki hızlı reel yükselişler ile beraber ekonominin milletlerarası piyasalardaki karşılaştırmalı avantajı azalmıştır. 1989 senesinde uygulanmaya başlanıp sürdürülen yüksek faiz aşırı değerli kur sisteminde kısa vadeli sermaye girişi hedefli borçlanma politikası 1993 senesinde limitini doldurmuş ve mali piyasalar ile döviz kurunda büyük oranda belirsizlik sebebiyle spekülasyon hareketlenme yaşanmıştır¹²⁸.

¹²⁵ Kara, a.g.e., s. 81.

¹²⁶ Mahfi Eğilmez, a.g.e.,s.20

¹²⁷ Doğan ve Tunalı, a.g.e., s. 52.

¹²⁸ Doğan ve Tunalı, a.g.e., s. 52.

1994 senesine girerken ortaya çıkan finansal krize zemin hazırlayan etmenler; ekonomideki problemlerin kaynağı bütçenin finansmanı, finans alanında ortaya çıkan problemler ve ekonomide her geçen gün bozulan makro dengelerdir.

1994 senesi için hazırlanan programda asıl amaçlar, düşük enflasyon, daha az kamu finansman açığı, ekonomide düşük büyüme hızı, kısıtlı dış ticaret ve daha az cari işlem açığıdır. Mevcut kamu açıklarının her geçen gün artması, uluslararası derecelendirme kuruluşlarından olan Mody'nin Türkiye'nin kredi notunu düşürmesi, finansal büyümenin önemli düzeylere ulaşması Türk ekonomisini 27 Ocak 1994 tarihinde devalüasyon noktasına getirmiştir. ABD dolarının değeri Merkez Bankası'nca 17.250 TL, serbest piyasada da 21.000 TL olarak belirlenmiştir. Gerçekleşen 27 Ocak devalüasyonundan sonra halkın döviz talebinde azalma yaşanmamış tam tersine döviz almaya devam etmiştir. Merkez Bankası'ndaki mevcut kullanılabilir döviz rezerviyle Türk Lirası'nın değerinin uzun soluklu muhafazasının imkânsız olduğunun anlaşılması ile birlikte 18 Mart 1994 tarihinde Türk ekonomisinde ikinci devalüasyonun dönemi başlamış olmuştur¹²⁹.

İkinci devalüasyonun ardından başka bir derecelendirme kuruluşu olan Standart And Poor's Türkiye'nin uzun vadeli kredi notunu düşürmüştür.

1994 senesinde yaşanan gelişmeler ve milletlerarası derecelendirme kuruluşlarınca kredi notunun düşürülmesiyle beraber Türkiye, bir krizle karşı karşıya kalmış ve yaşanan krizin atlatılabilmesi için 9 Nisan 1994 tarihinde kemer sıkma uygulamaları yapılmıştır.

Enflasyonun düşmesini sağlamak, Türk Lirası'na kaybettiği istikrarı geri kazandırmak, ekonomik ve toplumsal kalkınmayı toplumsal dengeleri de dikkate alan bir temel oluşturarak istikrarı devamlı bir hale getirecek yapısal reformları uygulamaya koymak için 5 Nisan 1994 tarihinde Ekonomik Önlemler Uygulama Planı açıklanmıştır. Ekonomik Önlemler Uygulama Planı gereği; döviz kurlarına istikrar kazandırmak niyetiyle Türk Lirası'nın değeri tekrar belirlenmiş, Merkez Bankası'nın Hazine'ye açacağı kısa vadeli avans oranı kademeli olarak düşürülmüştür. Aynı zamanda mevduata yüzde yüz garanti getirilerek tasarruflar teşviklenmiş, yeni vergi kanunları yürürlüğe konulmuş, kamu alanında açıkları

¹²⁹ Arıcan ve Okay, a.g.e., s.15.

düşürmek amacıyla harcamalarda tasarruf yapılmış, kamu gelirlerini de artırmak için fiyatlar elden geçirilmiş, kayıt dışı ekonomiyi sisteme dâhil edecek ve vergide etkinlik sağlayacak düzenlemeler yapılmış ve vergi denetimi sıklıkla yapılmıştır¹³⁰.

5 Nisan Kararları'nda, üretim gerçekleştiren, destekleme sağlayan bir devlet bağlamında, ekonomide piyasa mekanizmasının bütün kurum ve kuralları ile işlemlerini sağlayan ve sosyal dengeleri muhafaza eden bir devlet yapısına geçiş yapmak esas hedef olarak ifade edilmiştir.

3.2. 2008 KÜRESEL KRİZİNİN NEDENLERİ

Finansal sektörün kendi kendine ve devamlı bir şekilde istikrarını koruyacağı hipotezinden yola çıkarsak; ekonomide fiyatlarda bir istikrar sağlanabilmesi cari ve potansiyel üretimin seviyesini dengeye getirecek ve böylelikle de uygulanan para politikaları maksadına kolaylıkla ulaşacaktır.

Fakat bahsedilen bu hipotez gerçekçi değildir. 2008 Krizi bir defa daha ortaya koydu ki; finansal düzensizlikler ve istikrarsızlıklar ekonomide de istikrarsızlığa neden olmaktadır. Yeni Neoklasik Sentez'in sekiz ilkesine bağlı olan Merkez Bankaları, kriz öncesi süreçte dokuzuncu ilkenin de geçerliliğini kabul etmişti. Fakat yine de bunlara karşın mali istikrarsızlıkların konjonktürel iniş çıkışlar üzerinde etkisi olacağı düşüncesi, kriz öncesi uygulamaya geçirilen politikaların da yer bulmadı¹³¹.

Küresel Krizin ortaya çıkmasındaki en önemli sebep; merkez bankalarının sadece fiyatlardaki istikrarı ele alarak, mali istikrarı önemsememeleridir. Merkez bankalarının mali istikrarı önemsememe nedenleri özetle aşağıdaki gibi açıklayabiliriz:

Mali piyasalar türlü ürünlerle likidite oluşturabilme becerine sahiptir. Bu piyasalar bazı dönemlerde çok büyük likidite üretebilirler. Likiditenin yükselmesi finans balonlarını ortaya çıkarır. Bahsedilen bu finans balonları, enflasyonu direkt tehdit eden bir faktör olarak ele alınmaz ise merkez bankaları mali piyasalara müdahale etmez.

¹³⁰ İlker Parasız, Kalkınma Ekonomisi, s. 72.

¹³¹ Paul Krugman, "Building a Green Economy", *The New York Times Magazine*, 2010, Cilt: 5, s. 174.

John Maynard Keynes mali piyasalar hakkında “çalışma şeklini anlamadığımız oldukça hassas bir makinenin kontrolünde önemli ölçüde yanlışlar yaparak kendimizi büyük bir karmaşanın içine attık” demişti. Hakikaten mali piyasalar çok karmaşık yapısı olan piyasalardır. Mali piyasalara karşı uygulanan müdahaleler kimi zaman vaziyetin daha da kötü bir hal olmasına neden olabilmektedir¹³².

Esas görevi fiyatlarda istikrar oluşturmak olan merkez bankasının, meydana gelen balonlara karşı mali piyasalara müdahale etmemesinin başka bir nedeni, çok şişen varlık fiyatlarının enflasyon oranlarında düşüşün gerçekleşmesine fayda sağlamasıdır. Varlık fiyatlarındaki artışla beraber gerçek piyasadaki bu piyasalara bir kaynak akışı gerçekleşecek ve sektörde enflasyon durdurulacaktır. Bunun haricinde finansal sektörde artan varlık fiyatları ülkenin sermaye hareketlerini sağlamlaştırmakta ve böylelikle döviz miktarı artmaktadır. Bunların sonucunda da yerli para değerlendirilerek fiyatlar seviyesindeki istikrarı olumlu yönde etkileyecektir.

Paul Krugman’a göre ABD’de gelir dağılımındaki dengesizliğin yükselmesi, cumhuriyetçileri giderek daha muhafazakâr duruma getirmektedir. Cumhuriyetçilerin daha da muhafazakâr duruma gelmesi gelir dağılımındaki dengesizliğin de artmasına yol açmaktadır. Böylelikle birbirini etkileyen iki konu, Cumhuriyetçi Parti’nin çok daha fazla söz sahibi olması ile birlikte kısır bir döngüye sebep olmuştur¹³³.

Gelir dağılımındaki dengesizlik zengin kesimin daha da zenginleşmesine ve kaynaklarının bir bölümünün daha da fazla mali piyasalarda kullanılmasına imkân tanımıştır. Bu piyasalardaki idarecilerin büyük risk taşıyan etkinliklerde bulunmasıyla sesini yükseltebilen kamu kesimi çalışanları ve akademisyen sayısı çok olmamıştır. Böyle bir vaziyet karşısında sesini yükseltebilenler ise neoliberal kesimlerce baskılanmıştır. Böyle bir baskı ortamında piyasa dengesizliklerinin önemsenmediği bir düzen meydana getirmiştir. Böylelikle mali piyasalarda meydana gelen bu istikrarsızlıkları kontrol etmek de mevzubahis olamamıştır¹³⁴.

Mali piyasaların büyümesi ve uluslararası düzeydeki sermaye akışının hızlanması, piyasaların globalleşmesine yol açmıştır. Global finans piyasalarının düzenini koruyabilmesi amacıyla devlet arasında faiz oranı farklarının az olması

¹³² Çınar vd., a.g.e., s. 21.

¹³³ Çınar vd., a.g.e., s. 22.

¹³⁴ Krugman, a.g.e., s.176

gereklidir. Yoksa büyük ölçekli uluslararası sermaye, ülkelerde hareket eder ve bu durum da finansal istikrarsızlığa yol açar.

Herhangi bir ülkede faiz oranlarındaki artış, sermayedeki hareketlenmesinin bahsettiğimiz ülkeye doğru kaymasına neden olur. Böylelikle bahsi geçen ülkenin piyasasında bulunan döviz artar ve yerel parası değerlenir. Diğer ülkelerde faiz oranları yüksek kalır ve sermaye çıkışına neden olur böylelikle de döviz kurunda bir yükselme gerçekleşir, para değer kaybı yaşar. Döviz kurlarında ortaya çıkan oynamalar ihracat ve ithalat miktarlarını da etkiler. Fiyatlar seviyesinde ansızın gerçekleşen değişimler yatırımları, üretimi ve istihdam seviyesini negatif yönlü etkileyebilir. Bu yüzden de küresel mali sistemde mali istikrarın oluşturulabilmesi amacıyla faiz oranları birbirine yakın durumda hatta birbirine eşit seviyede olmalıdır¹³⁵.

Yeni Neoklasik Sentezci düşünceye göre olması gerektiği gibi davranmakta olan merkez bankaları, ilk olarak fiyatlarda istikrar ortaya koymak için, asıl para politikası aracı denilebilecek faiz oranı aracını kullanmaktadır. Ülkeler mevcut mali yapılarının icap ettirdiği şekilde, istikrarı sağlamak için faiz oranını düşürmekte ya da yükseltmektedir. Böylelikle de ülkeler fiyatlarda istikrarı yakalamakta fakat küresel düzeydeki faiz farklılıkları sebebiyle küresel finansal ortaya koyulamamaktadır.

Enflasyon hedeflemesi kapsamında, para politikasının ülke içerisinde denge oluşturmaya yönelik bir şekilde kullanılmasıyla beraber mali yapının dünyaya uyumu, baştan sona kur uyumlarına bırakılmaktadır. Fakat fiyat istikrarı ile birlikte ticarete de dengenin kurulması maksadıyla devamlı baskı altında olduğu bir gerçektir. Bahsedilen bu ortamda mali yapının dış dünyaya olan uyumunu sağlamak oldukça güç bir hal almakta ve böylelikle küresel mali yapının istikrarsızlığına yol açmaktadır¹³⁶.

Tüm bunların haricinde, gelişmiş ülkelerle gelişmekte olan ülkelerin birbirine göre çelişkili para politikaları gerçekleştirmesi de krizi harekete geçiren sebeplerden biri olabilir. Mesela ABD’de mevcut faiz oranları pek çok ülkeye göre daha düşük düzeydedir. ABD’nin genişletici bir politika kapsamında faiz oranlarını giderek düşürürken, gelişmekte olan ülkelerin fiyatlarda istikrar oluşturmak için sıkı politikalar

¹³⁵ Bengül Gülümser Kaytancı, “Para Politikası Kurallarının Teorik Analizi: Bazı Basit Kuralların İncelenmesi”, *Eskişehir Osmangazi Üniversitesi İİBF Dergisi*, 2008, Cilt: 3, Sayı: 1, s. 19.

¹³⁶ Dursunoğlu, a.g.e., s. 22.

kapsamında faiz oranlarını yükselttiğini varsayalım. Kuşkusuz böyle bir durumda uluslararası faiz oranları bambaşka bir duruma gelecektir ve böylelikle küresel finans sisteminin uyumu konusunda çok önemli problem yaratacaktır.

3.3.2008 KRİZİNİN OLUŞUMU

Virginia Woolf, önemli kitaplarından biri olan “Kendine Ait Bir Oda” isimli eserinde şu sözleri söylemiştir:

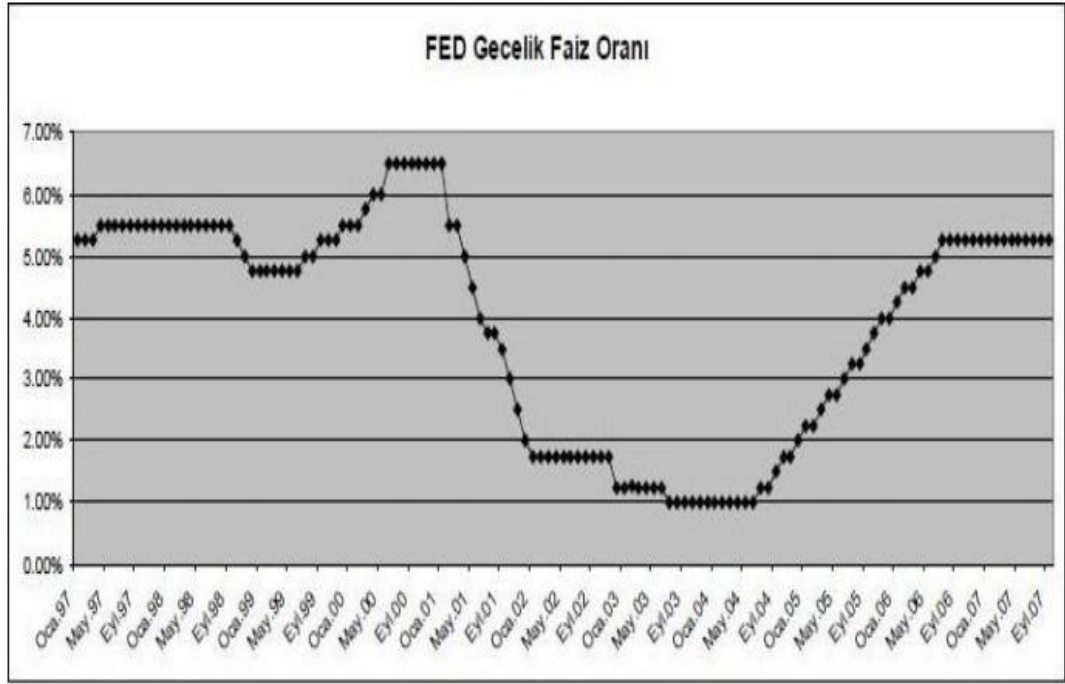
“Ütopik olarak kadın çok yüksek bir öneme sahip; uygulama aşamasında ise bütünüyle önemsiz. Şiir kitaplarının sayfalarını işgal etmiş fakat tarih içerisinde hiç yeri yok. Kurmacada fatihlerin hayatlarına hükmediyor fakat gerçek hayatta parmağına yüzük takan rastgele bir adamın kölesi haline geliyordu. Edebiyatta en büyük ilhamı veren, en yoğun hislere daldıran sözcükler onun dudakların dökülüyor oysa ki gerçekte güçlkle okuyabiliyor ve kocasının malıydı”¹³⁷.

Küresel Kriz kavramından önce finansal krizde verdiğimiz bu örneğe benzer bir durumdaydı. Teorik yönden Yeni Neoklasik Sentez’in esas ilkelerinden biri, mali istikrar açısından olmazsa olmaz bir şart, pratikte ise bütünüyle göz ardı edilen, modellere dâhil bile edilmeyen bir kavramdı.

1990’lı senelerde teknoloji alanında gerçekleşen büyük ilerlemelerle beraber 1996 ve 2000 seneleri arasında NASDAQ (Amerikan Borsası Teknoloji Endeksi) 600’den 5000’lere çıktı ve büyük bir balon meydana getirdi. 2000’li yılların başlarında NASDAQ balonunun patlamasıyla beraber meydana gelen krizi atlatmak için ABD Merkez Bankası faiz oranlarını düşürmüş ve genişletici nitelikte bir para politikası uygulamaya geçirmiştir¹³⁸.

¹³⁷ Virginia Woolf, “A Room of One’s Own (1929)”, *The People, Place, and Space Reader*, 2014, Routledge, s. 56.

¹³⁸ Murat Birdal, “Bir Krizin Anatomisi: ABD Mortgage Piyasasının Kurumsal Yapısı ve Krizin Dinamikleri”, *Anadolu International Conference in Economics*, June 2009, s. 13.



Grafik-1 FED Gecelik Faiz Oranı (1997-2007)¹³⁹

Grafik 1’de 1997-2007 seneleri arasında ABD Merkez Bankası olan FED’in gecelik faiz oranını göstermektedir. 2001 senesine dek bu oranın %4,5-%6,5 arasında değişiklik gösterdiği görülmektedir. NASDAQ Balonu’nun patlamasından sonra FED bu oranı düşürmeye başlamıştır. 2001 senesinin ilk zamanları %6,5 olan oran aynı senenin son zamanları %2’lerin altına düşmüştür. Bu oran ilerleyen yıllarda yavaş yavaş düşmeye devam etmiştir ve 2003 senesinin son zamanları %1’in altına düşmüştür. Neredeyse 9 ay boyunca gecelik faiz oranı %1’in altında kalmıştır.

2001 senesinde faiz oranı %6,5 iken, 2003 senesinde %1’in altına düşmüştür. 3 seneden daha az bir süreçte bu oranın 5,5 puandan daha fazla düşmesi, FED’in hayata geçirdiği genişletici para politikasının kapsamını herkese göstermektedir.

2004 senesinin son yarısında FED bu oranı tekrar arttırmaya başlamıştır. 2006 senesinin ortalarında %5,25’ ulaştı ve 2007 senesinin Eylül’üne dek aynı oranda sabit kaldı. 2004 senesinden 2007 senesinin bitimine dek 4,25 puan artış gösteren faizler, faiz ile borca girenleri gittikçe büyüyen bir faiz yükü ile yüz yüze bırakmıştır¹⁴⁰.

¹³⁹ Birdal, a.g.e., s. 18.

¹⁴⁰ Birdal, a.g.e., s.18.

Mishkin, mali istikrarsızlığa anlam verebilmek amacıyla önemli olan iki farklı riskten bahseder, bunlar; değerlendirme riski (valuation risk) ve makroekonomik risktir.

Değerleme riski kavramı, kriz zamanlarında fiyatlardaki belirsizlik durumuyla alakalıdır. Böyle kargaşalı zamanlarda finansal araçlarla müşteri arasındaki ilişkiler sebebiyle ortaya çıkan bilgi akışı bozulur. Bilgi akışının bozulması mali piyasalardaki mevcut enformasyon sorununu daha da artırır ve böylelikle varlık fiyatlarının belirlenmesi daha da zor bir hal alır¹⁴¹.

Makroekonomik risk ise; mali istikrara anlam verebilme konusunda merkezi bir öneme sahiptir. Finansal piyasalardaki mevcut bir problem, reel ekonomide de önemli bir problem oluşturabilir. Makroekonomik risk, mevcut ekonominin genelindeki riski anlatmak için kullanılır. Makroekonomik risk değerlendirme riskini, değerlendirme riski de makroekonomik riski aynı yönde teşvik eder. Müşteriler ile parasal araçlar arasında uzun soluklu ilişkiler tarafından gerçekleşen bilgi akışı herhangi bir kesinti yaşamadığı sürece, finansal piyasalarda yaşanan asimetric enformasyon problemi önemli boyutta azalmış olacaktır. Bu tip pozitif bir ortamda varlık fiyatlarında herhangi bir belirsizlik durumu bulunmamaktadır aynı zamanda değerlendirme riski de düşüktür. Ayrıca değerlendirme riskinin düşmesi, makroekonomik riskin de azalmasına ya da artmasına katkı sağlamaz. Benzer bir biçimde makroekonomik risk yüksek değil ise, değerlendirme riski de yüksek olmayacaktır. Parasal piyasalarda yaşanan bir problem reel ekonomide etkisini gösterecektir. Aynı zamanda istihdam-üretim alanında negatif etkiler yaratacaktır. Bu şekilde belli piyasalarda yaşanan problem tüm ekonomide etki yaratarak makroekonomik riski artıracaktır. Makroekonomik riskin artması halinde varlık fiyatları belirsizleşecek ve değerlendirme riskinde artış yaşanacaktır. Bu duruma olumsuz geri besleme döngüsü adı verilmektedir. Bu şekilde artış gösteren finansal bozukluk, ekonomik etkinliklerde aksamalar oluşmasına ve varlık fiyatlarının belirsizliğinin artmasına neden olur. Finansal bozuklukların ekonomik etkinlikleri negatif şekilde etkilemesi varlık fiyatlarının daha çok belirsizleşmesine ve parasal piyasaların daha fazla bozulmasına sebep olur. Bu durum da reel piyasaların daha çok negatif etkilenmesi manasına gelmektedir. Bu duruma finansal hızlandırıcı adı verilir¹⁴².

¹⁴¹ Frederic Stanley Mishkin, "Is Monetary Policy Effective During Financial Crises?", *American Economic Review*, 2009, Cilt: 99, Sayı: 2, s. 573.

¹⁴² Mishkin, a.g.e., s. 12.

Bernanke ve Gertler tarafından yaratılan basit neoklasik modelde borçluların bilanço durumları kritik görev üstlenirler. Parasal piyasalarda çoğunlukla borç alanlar borç verenlerden daha çok bilgilidir ve bu asimetrik enformasyon problemi, ahlaki tehlikeye neden olabilir. Borç alanlar belirli varlıklarını teminat olarak belirtebilir. Bu olayın neticesi olarak borçlular aşırı riske girmekten kaçınırlar. Bu nedenle asimetrik enformasyon problemi ile beraber ahlaki tehlike problemi de azalır¹⁴³.

Fakat parasal piyasalarda problemleri meydana gelmesiyle beraber reel piyasalarda da bazı problemler oluşur. Bu problemler, makroekonomik risk ve değerlendirme riskinin artmasıdır. Böyle bir ortamda varlık değerleri belirsizleşir ve asimetrik enformasyon problemi ile birlikte ahlaki tehlike problemi yaşanır.

Makroekonomik risk ve değerlendirme riskinin düşük olduğu zamanlarda borç alanların dengelemi kuvvetlidir ve bu zamanlarda yatırımlar çoğalmaktadır. Ancak makroekonomik riskin ve değerlendirme riskinin yüksek olduğu zamanlarda borç alanların dengelemi daha kuvvetsiz ve daha kırılgan yapıdadır. Yatırım kararlarında bu dönemlerde azalma yaşanır. Bunlar finansal hızlandırıcının yatırım kararları üstünde yarattığı etkilerdir.

NASDAQ Balonu'nun patlamasının ardından meydana gelen durgunluk sebebiyle kâr oranlarının azalması, pasif fonların meydana gelmesine sebep oldu. 2001-2004 seneleri arasında, yaşanan durgunluğun üstesinden gelebilmek amacıyla uygulanan genişletici para politikası kapsamında azalan faiz oranları, kredibilitesi düşük olan bireylere mortgage kredisi verilmesine ve kredi hacminin genişlemesine neden oldu. Geri dönüşü çok fazla risk taşıyan bu krediler, yüksek riskli krediler olarak adlandırılmaktadır. Yüksek riskli krediler çoğunlukla daha düşük gelire sahip bireylere verildiği için verilen kredinin geri ödenme olasılığı normal kredilere oranla daha azdır. Böyle durumlarda oluşan riski gidermek için bu kredilere uygulanan faiz oranı daha fazladır. Bu durum, piyasa faiz oranının üstünde faiz gelirleri sağlayan mortgage yatırımcılarına kısa vadede cazip imkânları ve yepyeni bir piyasa sağlarken uzun vadede geri dönüşü riskli bir mali yapıyı da meydana getirmiştir¹⁴⁴.

¹⁴³ Doğan ve Tunalı, a.g.e., s. 123.

¹⁴⁴ Doğan ve Tunalı, a.g.e., s. 127.

Tablo-2 2001–2006 Döneminde Mortgage Kredileri İçindeki Yüksek Riskli Krediler¹⁴⁵

Yıl	Mortgage Kredileri (milyar dolar)	Menkulleştirme Oranı (%)	Yüksek Riskli Krediler (milyar dolar)	Yüksek Riskli Kredilerin Oranı (%)	Yüksek Riskli Kredilerin Menkul Kıymetleştirme Oranı (%)
2001	2215	60,7	160	7,2	60
2002	2885	63	200	6,9	61
2003	3945	67,5	310	7,9	65,5
2004	2920	62,6	530	18,2	79,8
2005	3120	67,7	625	20,0	81,3
2006	2980	67,6	600	20,1	80,5

Yukarıda verilen tablo, mortgage kredilerinden yüksek riskli olan kredilerin oranlarını göstermeyi açısından önem taşımaktadır. Yüksek riskli olan kredilerin mortgage kredilerindeki payı 2002 senesi dışında devamlı olarak artış göstermiştir. 2001 senesinde %7,2 iken, 2006 senesinde %20,1 düzeyine düşmüştür. Verilen bu örnek, her beş krediden birinin geri ödeme olasılığının düşük olmasını ifade etmektedir. Fakat kâr oranları yüksek seviyede olduğu için kredi veren kurumlar bu riski göze almıştır¹⁴⁶.

Yüksek riskli kredilerin menkul kıymetleştirme oranı da bu duruma benzer bir biçimde 2005 senesine dek devamlı bir şekilde artmıştır. 2001 senesinde bu oran %60 iken 2005 senesinde %81,3 seviyelerine kadar yükseliş göstermiştir. 2006 senesinde çok büyük miktarlarda bir düşüş göstermemiş %80,5 oranında sabit kalmıştır. Böyle bir durum, verilmekte olan her beş yüksek riskli krediden hemen hemen dördünün menkul kıymete çevrildiğini ifade etmektedir. Bu tablo Küresel Kriz

¹⁴⁵ Birdal, a.g.e., s. 8.

¹⁴⁶ Birdal, a.g.e., s. 15.

öncelerinde finansal istikrarın nasıl büyük bir risk altında olduğunu ortaya koymaktadır¹⁴⁷.

NASDAQ Balonu'nun patlamasıyla meydana gelen olumsuz durumları azaltmak amacıyla FED'in faiz oranlarını %1'in de altına düşürdüğünü ifade etmiştik. Durgunluk döneminden çıkış yolu olan faiz oranlarının düşürülmesi kısa vadede başka bir balonun oluşmasına neden oldu. Bahsettiğimiz bu balon bir emlak balonuydu.

ABD mortgage piyasasındaki mevcut faiz yapısı çerçevesinde iki ayrı kredi sistemi uygulamaktadır. Bunlardan ilki sabit faizli krediler ikincisi ise değişken faizli kredilerdir. Sabit faizli krediler 15, 20, 25 veya 30 senelik kredilerdir. Bu krediler borç alan kişiler için fazla risk içermemektedir. Yani ilerleyen zamanda faiz oranlarında gerçekleşen bir artış borçlu için bir problem teşkil etmez. Ortaya çıkan bu riski, finansal kuruluş üstlenir. Borç alan kişi için risksiz, borç veren içinse riskli bir durum olduğu için sabit faizli krediler, piyasadaki mevcut orandan daha yüksek bir orana denktir¹⁴⁸.

Değişken faizli krediler, borçlu kişi için bazı riskler içermektedir. İlerleyen süreçte faiz oranlarında gerçekleşen herhangi bir artış, borçluların yükünü arttırır. Borçlu bahsedilen bu riske girdiği için değişken faizli kredilerin faiz oranı, sabit faizli kredilere kıyasla daha düşüktür.

3.4. 2008 KRİZİ VE SONRASINDA UYGULANAN PARA POLİTİKALARI

Küresel kriz esnasında Türkiye'de hayata geçirilen para politikalarının daha net bir şekilde anlaşılması için, 2008 Eylül-2013 Aralık dönemini üç farklı döneme ayırarak değerlendirmek daha yararlı olacaktır. Birinci devrede; Küresel Kriz'in derinleştiği Lehman Brothers'ın iflası ile başlayıp, TCMB'nin çıkış stratejisini açıklaması ile sonlanmaktadır (Eylül 2008-Nisan 2010). İkinci devre; TCMB'nin çıkış stratejisini açıklamasıyla başlayıp, Avrupa'da kamu borcu probleminin meydana gelmesiyle son bulmaktadır (Nisan 2010-Ağustos 2011). Üçüncü devre ise; Avrupa'da kamu borcu probleminin meydana gelmesiyle başlayıp, 2013 senesinin sonlarına dek devam etmektedir (Ağustos 2011-Aralık 2013).

¹⁴⁷ Birdal, a.g.e., s. 15.

¹⁴⁸ Carmen Reinhart vd., "Financial Repression redux", *Finance and Development*, 2011, Cilt: 48, Sayı: 1, s. 174.

3.4.1. Eylül 2008 – Nisan 2010

Eylül 2008'de Lehman Brothers'ın iflasıyla beraber Küresel Kriz giderek derinleşmiştir. ABD'de başlayan kriz kısa bir sürede tüm dünyaya yayılmıştır. Böyle bir ortamda doğal olarak dünya çapında risk iştahı azalmış ve gelişmekte olan ülkelere sermaye akış hızı azalmıştır. TCMB kısa süre sonra faiz oranlarını düşürmüştür. 2006 senesindeki durgunlukta genişletici para politikası uygularken 2008 senesinde, benzer şartlarda sıkı para politikası uygulamasının sebebi önceki bölümlerde açıklanmıştır. NASDAQ Balonu'nun patlamasının negatif etkilerinin azaltılması amacıyla FED'in uyguladığı genişletici para politikası ile birlikte, Türkiye gibi pek çok gelişmekte olan ülke döviz problemi yaşamadı. Sermaye akışının yüksek olduğu zamanlarda TCMB döviz rezervlerini arttırmak amacıyla günlük döviz alım ihaleleri ile döviz alımı gerçekleştirmiştir. Küresel Kriz'in derinleşmesinden hemen hemen bir ay sonra Merkez Bankası döviz alım ihalelerini durdurmuştur. 24 Ekim-30 Ekim tarihleri arasında döviz satım ihalelerine başlamıştır. Krizle beraber sermaye akışındaki yavaşlama sebebiyle meydana gelen döviz kıtlığı azaltmaya yönelik bu politikaların dışında başka tedbirler de alınmıştır¹⁴⁹.

TCMB 9 Ekim 2008 tarihinde Döviz Depo Piyasası'ndaki aracılık etkinliklerine tekrardan başladı, daha sonra bankaların bu piyasalarda işlem yapma sınırları iki katına çıkarıldı, döviz depolarının vadesi arttırıldı ve bu piyasadaki borç verme faiz oranları yabancı para cinsleri için düşürüldü. Merkez bankası, kriz sebebiyle azalan risk iştahının neden olduğu sermaye hareket akışının yavaşlaması neticesinde meydana gelen döviz likiditesi eksikliğini azaltmak amacıyla bu şekilde bir dizi tedbir almıştır. Bunun dışında Aralık 2008'de yabancı para zorunlu karşılık oranı %11'den %9 düzeyini indirerek bankacılık sistemine neredeyse 2,5 milyar dolar ek döviz likiditesi sağlamıştır. TCMB'nin tedbirlerine karşın 2008'in Ekim ayının aylık TÜFE (Tüketici Fiyat Endeksi) değişimi 2,60 düzeyinde olmuştur. Bu rakam Ekim 2002 ile Ekim 2011 arasında görülen en yüksek aylık TÜFE değişimini belirtmektedir (Ekim 2002 TÜFE; 3,29, Ekim 2011 TÜFE; 3,27). Merkez Bankası şayet döviz satım ihalelerine daha erken başlasa idi Ekim 2008'deki aylık TÜFE değişimi bu denli yüksek olmayabilirdi. Fakat merkez bankasının sadece senelik enflasyon hedefi olduğu için, böyle bir durum büyük sorun problem etmemektedir. 2009 senesinde Küresel Kriz'in negatif etkilerinin sürmesi sebebiyle TCMB politika faiz oranını düşürmeye devam etmiştir. Bu dönemde hem iç talebin hem de dış talebin fazlasıyla

¹⁴⁹ Apak ve Yılmaz, a.g.e., s. 51.

düşük kalması, faiz indirimlerinin enflasyonist baskı oluşturmadığı gözlemlenmiştir. Bundan başka gelişmiş ülkelerin benzeri görülmemiş boyutlarda parasal genişleme uygulaması, fiyat istikrarını sağlamayı daha da kolaylaştırmış ve finansal istikrara daha çok önem verilmesine imkân sağlamıştır¹⁵⁰.

10 Mart 2009 tarihi ile 2 Nisan 2009 tarihi arasında gerçekleştirilen döviz satım ihalesinde toplam olarak 900 milyon dolar satılmıştır. Bunun nedeni krizden doğan kaygı ortamı sebebiyle 2009 senesinin ilk yarısında da döviz likiditesinde ortaya çıkan problemlerin devam etmesiydi. Bunun dışında 20 Şubat 2009 tarihinde de Döviz Depo Piyasası'nda vadeler uzatılmıştı. 2009 senesinin ikinci yarısından beri global risk iştahı yeniden artmaya başladı. Global risk iştahının artması ise sermaye akışının ivme kazanmasına sebep oldu. Böylelikle piyasalarda ortaya çıkan döviz likidite problemi yavaş yavaş ortadan kalkmaya başladı. Döviz rezervlerinin artırılması için gerekli ortamın oluştuğunu gören TCMB, 4 Ağustos 2009'dan itibaren 30 milyon dolar ihale ve 30 milyon dolar opsiyon hakkı olmak üzere en fazla 60 milyon dolarlık döviz alım ihalelerine başlamıştır¹⁵¹.

Merkez Bankası, aracılık maliyetlerini azaltmak ve kredi piyasasının daha etkin bir şekilde çalışmasını desteklemek amacıyla 16 Ekim 2009'dan itibaren TL zorunlu karşılık oranını yüzde 6'dan yüzde 5 seviyelerine indirerek bankacılık sistemine 3,3 milyar TL'lik kalıcı likidite sağlamıştır.

Döviz piyasasına yönelik değişen para politikası, likidite yönetimi için değişmemiştir. Merkez bankası 2008 senesinin son çeyreğinde olduğu gibi 2009 senesinde de genel olarak piyasalara likidite sağlamayı sürdürmüştür. Merkez bankası piyasalarda gerçekleşen likidite açığını kapatmak için vadeli repo işlemlerini kullanmıştır. Gün sonunda ortaya çıkan fazla likiditeyi ise gecelik işlemler ile çekmiştir¹⁵².

3.4.2. Nisan 2010 – Ağustos 2011

14 Nisan 2014'te TCMB çıkış stratejisini açıklamıştır. Çıkış stratejisi uygulamaya konulmasıyla pek çok para politikası aracı ters yönlü olarak

¹⁵⁰ Yalman Onaran, Banks' Subprime Losses Top \$500 Billion on Writedowns. Bloomberg, 2008, <http://www.bloomberg.com/apps/news> (Erişim tarihi, 10.08.2018).

¹⁵¹ Carmen Reinhart & Kenneth Rogoff, "Growth in a Time of Debt", *American Economic Review*, 2010, Cilt: 100, Sayı: 2, s. 38.

¹⁵² Reinhart & Rogoff, a.g.e., s. 44.

kullanılmıştır. Önceleri düşürülen zorunlu karşılıklar yeniden arttırılmış, piyasalara sürülen fazla likiditeler aşamalı olarak azaltılmıştır. Fakat döviz rezervlerini arttırmak maksadıyla döviz satımı yerine döviz alımı yapılması 2009 senesinde, yani çıkış stratejisinden önce başlamıştır.

Gelişmekte olan ülkeler, küresel krize karşı uyguladıkları para politikası açısından ikiye ayrılmıştır. İkinci tip uygulamayı kabul eden Türkiye, çıkış stratejisinin uygulamaya geçmesinden sonra da faizleri düşürmeyi sürdürmüştür. Öyle ki 2010 senesinin sonunda gecelik borç alma faiz oranı 1,50 düzeylerine kadar düşmüştür¹⁵³.

TCMB 2010 senesinde de döviz rezervlerini güçlendirmek maksadıyla döviz alım ihalelerine devam etmiştir. 3 Ağustos 2010'dan itibaren ihalelerde alımı yapılacak tutar, günlük 40 milyon dolar ihale ve 40 milyon dolar opsiyon hakkı olmaz üzere en fazla 80 milyon dolara yükseltilmiştir. Merkez Bankası'nın döviz alımlarını böyle devam ettirmesi artan küresel risk iştahıyla yakından alakalıdır. 2010 senesinde TCMB döviz alım ihaleleri yoluyla hemen hemen 14,1 milyar dolar döviz alımı yapmıştır. Çıkış stratejisi kapsamında yabancı para zorunlu karşılık oranları 2010 senesi içinde aşamalı olarak %9'dan %11'e yükseltilmiş ve 15 Ekim 2010'dan itibaren Merkez Bankası, Döviz Depo Piyasası'ndaki aracılık işlemleri sonlandırılmıştır. Böylelikle krizin etkilerinin ciddi bir şekilde hissedildiği zamanlarda gerçekleştirilen uygulamalar geri alınmıştır. Merkez Bankası, önceki birkaç seneye oranla 2010'da çok daha fazla döviz alımı gerçekleştirmiş ve döviz rezervlerini güçlendirici çalışmalar yapmıştır¹⁵⁴.

18 Mayıs 2010'dan itibaren bir hafta vadeli repo ihale faiz oranı sabitlendi ve para politikası yönünden politika faizi niteliği kazandı. Bilindiği gibi 2001 senesinden itibaren Merkez Bankası'nın gecelik borçlanma faizi oranı, politika faizi özelliği taşımaktaydı. Politika faizinin böyle değiştirilmesinin nedeni, kriz nedeniyle yapılan aşırı fonlamanın, bir hafta vadeli repo ihale faiz oranı üzerinde yukarıya doğru baskı oluşturmasıdır. Küresel Kriz'in derinleştiği zamanlarda Merkez Bankası aracılığıyla piyasalara çok fazla likidite sağlanmıştır. Çıkış stratejisi kapsamında, bu fazla likiditenin geri alınması için 2010 senesinin son çeyreğinde Türk Lirası zorunlu karşılık oranları aşamalı bir şekilde arttırılarak %5'ten %6'ya yükseltilmiştir. Tekrar bu dönemlerde zorunlu karşılık aracının daha etkin bir biçimde kullanımını sağlamak

¹⁵³ Woolf, a.g.e., s. 42.

¹⁵⁴ Mishkin, a.g.e., s. 17.

maksadıyla zorunlu karşılıklara ödenen faizler kaldırılmıştır. Böylelikle bir yandan zorunlu karşılıkların arttırılmasıyla, diğer yandan da zorunlu karşılıklara faiz ödemesi yapılmamasıyla piyasadaki likidite miktarı bir hayli azalmıştır. 2010 senesinin sonlarından beri uygulanan para politikasında faiz koridoru aracı önemli bir görev üstlenmiştir. Bu para politikasının üstlendiği rol 2011 senesinde daha da artmıştır. 2011 senesinin ortalarına dek faiz koridoru genel anlamda aşağıya doğru genişletilmiştir. Zira bu dönemde sermaye akışı hızlı olduğu için Merkez Bankası için çok fazla problem ortaya çıkmamıştır ve çıkış stratejisinin uygulanması için uygun bir ortam mevzubahis olmuştur. Faiz koridoru aracı hem kullanımdaki kolaylığı, hem de etkili neticeleri açısından göze çarpmaktadır. Piyasadaki likidite miktarını ayarlamasının dışında, dış şoklara karşı da oldukça etkili bir araçtır¹⁵⁵.

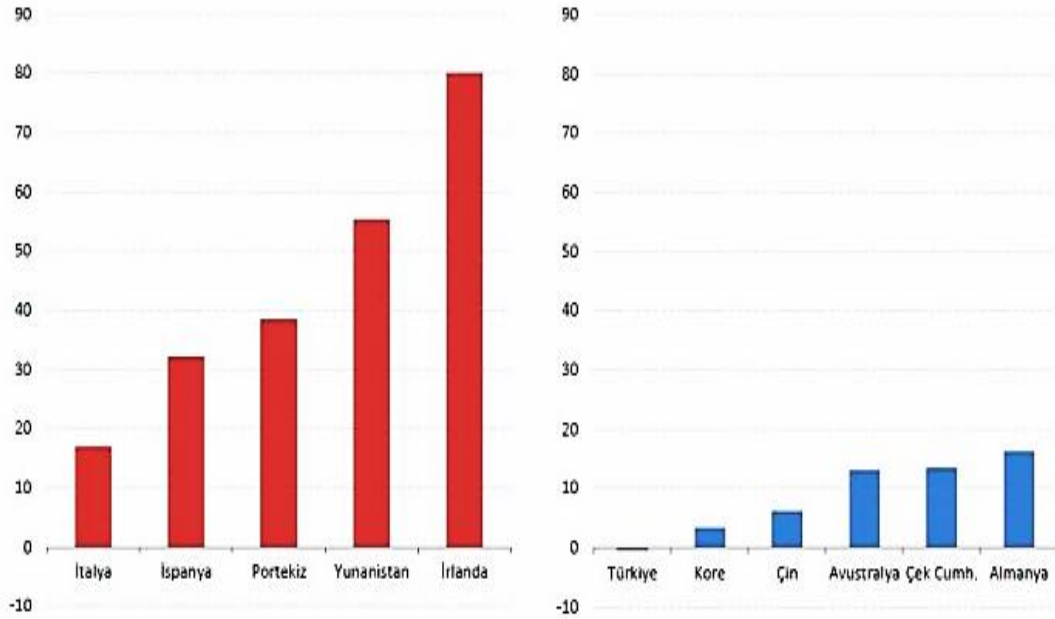
Merkez Bankası'nın gecelik borçlanma faiz oranını %1,50'ye kadar düşürdüğünü daha önce ifade etmiştik. Avrupa borç krizinin ciddileştiği Ağustos 2011'e kadar gecelik borçlanma faizi değişmemiştir. Bu süreç boyunca gecelik borç verme faiz oranı %9,00 seviyesinde kalmıştır. 2011 senesinin Ağustos ayına dek küresel risk iştahı yüksek ve sermaye akışı hızlı olduğu için piyasalar döviz likiditesinde problem yaşamamışlardır. Fakat fazla döviz girişi kurlar üzerinde aşağı yönlü bir baskı oluşturmuş, Türk Lirası'nın çok değerlenmesi cari açığı negatif etkilemeye başlamıştır. Bu yüzden Merkez Bankası hem bu problemi azaltmak, hem de döviz rezervlerini güçlendirmek için döviz alım ihalelerini sürdürmüştür. Bunun dışında mevzubahis dönemde politika faizi özelliği taşıyan bir hafta vadeli repo ihale oranı % 6,25 seviyesinde kalmıştır.

3.4.3. Ağustos 2011–Aralık 2013

Küresel Kriz günlük yaşamda depremi andırmaktadır. Yaşanan şiddetli depremlerden sonra birçok artçı depremler görülür ve ana depreme kıyasla az şiddetlidirler. Fakat yaşanan deprem nedeniyle görünen artçı depremler bazen çok şiddetli olabilir ve ortaya çıkardığı yıkım etkisi ana depreminki kadar yüksek olabilir.

2011 senesinin Ağustos ayında patlak veren Avrupa kamu borcu probleminin negatif etkilerinin ortadan kaldırılabilmesi için fazla miktarda kamu harcaması yapılmaktadır. Meydana gelene küresel harcamaların düzeyinin fazla olması, Küresel Kriz'in yoğunlaşmasıyla üç yıl sonra Yunanistan, İtalya, İrlanda, İspanya ve Portekiz gibi birçok Avrupa ülkelerinde borç krizinin yaşanmasına neden olmuştur.

¹⁵⁵ Woolf, a.g.e., s. 83.



Grafik-2 2007–2011 Döneminde Kamu Harcamalarının GSYİH İçindeki Payı¹⁵⁶

Şekilde kamu borcu açısından 2007-2011 seneleri arasında meydana gelen farklılıklar, kamu borcunun GSYH'ye oranı olarak belirtilmektedir. Sol tarafta borç krizi içerisinde olan ülkeler yer almaktadır. Bahsedilen oranın İrlanda'da %80'e vardığı, Yunanistan'da %50'yi aştığını, İspanya ve Portekiz ülkelerinde %20-30 oranı arasında görüldüğü belirtilmektedir. Belirtilen bu ülkeler Küresel Kriz ile mücadele yolunda mali disiplinden vazgeçerek tekrardan bir krize neden olmuşlardır.

Sağ tarafta Küresel Kriz ile mücadele içinde olan ve mali disiplinlerini yerine getiren ülkeler yer almaktadır. Bu tarafta bulunan ülkelerin hiçbirinin kamu borcu GSYH'ye oranındaki artış %20 oranına ulaşmamıştır. Türkiye'de bu oranın artması ve belirli miktarda azalması görülmektedir.

Belli başlı Avrupa ülkelerinde meydana gelen bu problemler sebebiyle küresel tehlikede gerileme görülmüştür. Sermaye akışının azalması sürecinde Türkiye'deki döviz miktarında düşüş, döviz kurunda artış ve Türk Lirasında değer kayıpları yaşanmıştır. %6,25 olan politika faiz oranı Merkez Bankası tarafından 2011 senesinin 5 Ağustos tarihinde %5,75 seviyelerine düşürülmüştür. %1,5'larda olan gecelik borçlanma faiz oranını da %5'lere çıkartarak faiz koridorunda daralma

¹⁵⁶ TCMB, Bakanlar Kurulu Sunumu, 2012, s. 5.

yaşanmıştır. Merkez bankası borçlanma yoluna giderek piyasada bulunan TL miktarını düşürdü ve değer kaybını azalttı. Politika faiz oranındaki azalma, küresel ve yurtdışı durgunluk nedeniyle yaşanmıştır.

21 Ekim 2011 senesinde %9'larda yer alan borç verme faiz oranı merkez bankası tarafından %12,5 seviyelerine kadar artırıldı ve faiz koridoru genişletildi. Faiz koridorunda meydana gelen bu farklılıkların likidite sorununu yaratabileceği 93 endişesiyle TCMB zorunlu karşılık oranlarının azaltılması yolunu seçmiştir. 119 Birçok farklılık gösteren para politikası araçları aynı dönemlerde birbirlerine karşı yönlü kullanılması, para politikalarının sağlayabileceği etkinlikleri negatif yönde etkiler. Para politikası araç ve amaçları arasında sosyal eşitlik sağlanmalıdır. Merkez Bankası tarafından bazı para politikası araçları aynı dönemlerde kullanılmış, 2011 Avrupa Borç Krizi'nde yaşanan yoğunlaşma nedeniyle fiyat istikrarının sağlanması amacıyla; faiz koridoru aracı yoluyla sıkılaştırıcı para politikası uygulanırken, finansal istikrarın sağlanması amacıyla da politika faizi, zorunlu karşılık oranları ve genişletici para politikasına başvurulmuştur.

2011 Avrupa Borç Krizi'nin yoğunlaşması sonucunda küresel risk ve sermaye akışı sürekliliğinin düşmesi, Türkiye'de enflasyonist baskının meydana gelmesine neden olmuştur. Faiz koridoru aracı yoluyla uygulanan para politikasına karşın 2011 yılının Ekim ayında TEFE değişim oranı %3,27'lere ulaşmıştır. 2002 senesinin Ekim ayında meydana gelen %3,29 oranından sonra en yüksek TEFE oranındaki yükseliştir.

2011 senelerinde küresel risk yoğunluğu fazla, sermaye akışı yüksek olması nedeniyle piyasalara döviz fazlalığı görülmüştür. Bu nedenle TCMB, bu süreçte döviz rezervlerini kuvvetlendirmek amacıyla fazla miktarda döviz alımları yapmaktadır.

Birçok Avrupa ülkelerinde rastlanan kamu borcunun fazla olma durumu, küresel risk ile sermaye akışına negatif yansımış, bu durumda piyasalarda bulunan kur miktarında düşüş görülmüştür. Bu durum ile birlikte TCMB günlük döviz ihalelerindeki alım miktarı olarak belirlenen 50 milyon doları, 2011 senesinde 40 milyon dolara kadar azalmış, yaşanan sorunların artmasıyla birlikte bu alımı 30 milyon dolara düşürmüştü ve en sonunda 25 Temmuz 2011 senesinde döviz alım ihalelerine son verilmiştir.

2011 senesinin Ağustos ayında Avrupa Kamu Borcu Krizi'nin yoğunlaşması sonucunda TCMB piyasada bulunan döviz miktarını fazlaştırmak amacıyla bazı tedbirler gerçekleştirmiştir.

TCMB 5 Ağustos 2011 yılında döviz satım ihalelerini aktif hale getirmiş, döviz depo piyasasında ki taraflı prosedürler de borç verme faiz oranı Dolar ve Euro için azaltılmış, 10 Kasım'da döviz depo pazarlarındaki aracılık işlemleri tekrardan aktif hale getirilmiş ve 2012 senesinin ilk dönemlerinde döviz depo pazarlarında zatlarına açılan borçlanma kotaları dâhilinde Merkez Bankası'ndan tahsil edebilecekleri döviz depolarının vadesi arttırılmıştır.

Alınan bu ve benzeri tedbirlerle döviz kaynaklarında meydana gelen sorunların giderilmesi amaçlanmıştır. Diğer yandan TCMB, Türk Lirası mecburi karşılık oranlarını fazlaştırmıştır.

Diğer yandan 2011 yılının son dönemlerinde rezerv opsiyon mekanizmasını aktif hale getirerek Eylül ayında en çok miktarda %10 olan rezerv opsiyon oranı, Ekim ayına gelindiğinde %20, Kasım ayında ise %40'a çıkartılarak bankacılık düzenine kalıcı kaynak yaratmıştır.

Merkez Bankası, zorunlu karşılıklar ile rezerv opsiyon mekanizması vasıtasıyla genişletici para politikasını hayata geçirmişlerdir. Bunun nedeni, enflasyonist baskılar ile faiz koridoru aracı yoluyla meydana gelen daraltıcı para politikalarının piyasada yaratabileceği kaynak sıkıntılarını gidermektir.

TCMB 2012 senesinde faiz koridorundaki alt seviyede bir değişim göstermemiş ve gecelik borçlanmanın %5 seviyelerinde kalmasını sağlamıştır. Faiz koridorunun üst seviyesini meydana getiren gecelik borç verme oranında belirli aralıklarla azalma olmuştur. Avrupa Kamu Borcu Krizi'nin yarattığı negatif etkiler 2012 yılının ilk dönemlerinde iyice azalmıştır. TCMB %12,50 da seyreden gecelik borç verme oranını 2012 senesinin Şubat ayında %11,50 seviyelerine inmesini sağlamıştır. 5 Ağustos 2011 yılında aktif hale gelen düzenli döviz satım ihaleleri 25 Ocak 2012 senesinde bitirilmiştir. Avrupa Kamu Borcu Krizi'nin yarattığı negatif durumların az seviyelerde görülmesi ile beraber yeniden satış meyline giren küresel tehlike durumu ve ayrıca sermaye akışındaki hız kazanma, Merkez Bankası'nın 2012 senesinin ikinci dönemiyle beraber aldığı tedbirleri geri alma ihtimali meydana gelmiştir. Fakat faiz oranlarında 2012 senesinin son dönemlerine doğru daraltıcı

para politikası dâhilinde bir uygulamayla karşılaşılmamıştır. Bu, durgunluk döneminde çıkan bir ekonominin, kaynak kıtlığı nedeniyle tekrardan durağanlık sürecine girmemesi yönünde alınan bir karardır.

Politika faizi özelliğindeki bir hafta süre mühletli repo ihale faiz oranı, 2012 senesinin son döneminde %5,50, 2013 yılının Nisan ayında %5 ve 2013 yılının Mayıs ayında ise %4,5 düzeyine indirilmiştir. Faiz koridorunun alt ve üst limitlerini meydana getiren gecelik borç sağlama ve almadaki faiz oranları da azaltılmıştır. 2012 senesinin bittiği dönemlerde %9'larda görünen gecelik borç verme faiz oranı ise 2013 senesinin ikinci döneminde belirli aralıklarda artış sağlanmıştır.

3.4.4. 2008 Yılından Sonraki Enflasyon Hedeflemeleri

Ağustos 2007 tarihinde Amerika Birleşik Devletleri'nde eşik altı konut kredileri piyasasında ortaya çıkan problemler 2008 Krizi'ni ortaya çıkarmıştır. Bu kriz tüm dünya ülke ekonomilerinde hissedilmiştir.

Tablo-3 Türkiye'de Yıllara Göre Enflasyon Hedefleri ve Gerçekleşen Oranlar (%)¹⁵⁷

Yıllar	Hedef	Gerçekleşme
2002	35	29,7
2003	20	18,4
2004	12	9,3
2005	8	7,7
2006	5	9,7
2007	4	8,4
2008	4	10,1
2009	7,5	6,5
2010	6,5	6,4
2011	5,5	10,4
2012	5	6,2
2013	5	7,4
2014	5	8,2
2015	5	8,8
2016	5	8,5
2017	5	11,2

Amerika Birleşik Devletleri'nde ortaya çıkan bu krizden Türkiye de büyük ölçüde etkilenmiş dolayısıyla enflasyon oranlarında artış gözlemlenmiştir. Yılın ilk üç

¹⁵⁷ TCMB, "Enflasyon Hedefleri, 2018" <http://www.tcmb.gov.tr> (Erişim tarihi: 18.05.2019).

çeyreği içerisinde enflasyon oranlarında, mal ve enerji fiyatlarında yükselme görülmüştür. Yılın son çeyreğinde kriz tümüyle ülke ekonomisi üzerinde etkili olmaya başlamıştır.

2001 Krizi sonrası dönem Türkiye ekonomisi için bir dönüm noktası olmuş ve krizlerin ardından merkez bankacılığı da dâhil olmak üzere ekonominin birçok alanında kalıcı yapısal bir dönüşümün sağlanması hedeflenmiştir. Bu kapsamda, 2001 yılının Mayıs ayında Güçlü Ekonomiye Geçiş Programı uygulanmaya başlanmıştır. 2008 senesinde Türkiye’de hedeflenen enflasyon oranı %4 olmasına karşın bu düzeyde kalmamış ve enflasyon oranı %10,1’i bulmuştur. 2008 Krizi’nin etkileri 2009 yılının ilk üç çeyreğinde de etkisini devam ettirmiştir. Yılın son çeyreğinde ise etkisi azalmış ve ülke ekonomisi düzelme yoluna girmiştir. Türkiye’ye giren sermaye miktarında çoğalma gerçekleşmiş, Türk Lirası, döviz karşısında kısmen de olsa değerlenme göstermiştir. Mal fiyatlarında azalma gerçekleşmiştir. 2009 senesine gelindiğinde Türkiye için hedeflenen enflasyon oranı %7,5 iken 1 puan azalarak gerçekleşen oran %6,5 olmuştur. Türkiye ekonomisi 2008 Krizi’nin etkilerinden kurtulmaya başlamıştır¹⁵⁸.

2010 senesinde gelindiğinde krizin etkileri büyük oranda azalma göstermiş, ekonomi normalleşmeye başlamış, üretimde artış gerçekleşmiştir. Üretimdeki artış sebebiyle yılın ilk çeyreğinde enflasyon yükselmeye başlamış fakat Merkez Bankası zorunlu karşılık oranlarını arttırmış, enflasyon %6,4’e getirilmiştir¹⁵⁹.

2011 senesinin başlarında tütün mamulleri, alkollü içecekler ve akaryakıt üzerinde yapılan vergi düzenlemeleri sayesinde enflasyon çekilmiştir. Daha sonra bu düzenlemeler, enflasyon üzerindeki etkisini yitirmiş ve gıda enflasyonunda artış yaşanmıştır. Aynı zamanda Türk Lirası değer kaybına uğramış ve enflasyon %10,4’ü görmüştür. 2012 senesi itibarıyla tekrardan tek haneli rakamlara inilmiştir¹⁶⁰.

3.5. 2008 KRİZİ SIRASINDA TÜRKİYE’DE UYGULANAN PARA POLİTİKASI SONUÇLARININ DİĞER ÜLKELER İLE KARŞILAŞTIRILMASI

Krizler, ülkelerde belirli düzeylerde değişik açıdan olumsuzluklar gösterebilir. Yaşanan krizler sonucunda meydana gelen karmaşıklıklar, ülke ekonomilerini en

¹⁵⁸ Merih Paya, *Küresel Ortamda İktisat Politikaları*, Türkmen Kitabevi, İstanbul, 2013, s.514

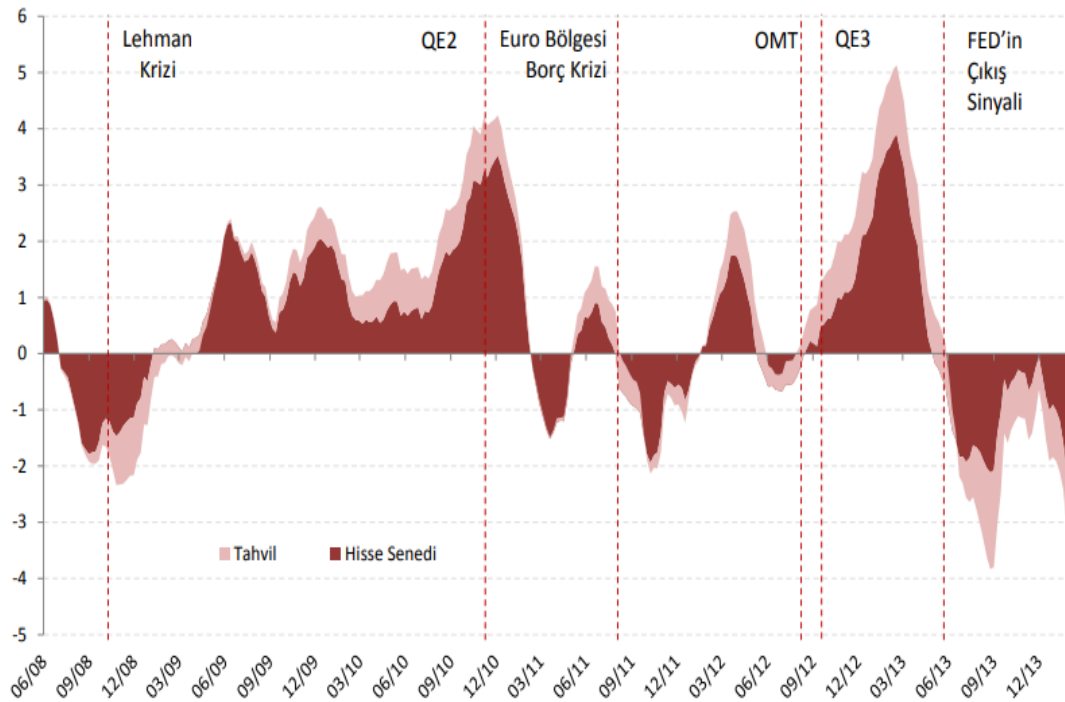
¹⁵⁹ TCMB, “Enflasyon Raporu, 2010-IV”, s. 2 <http://www.tcmb.gov.tr> (Erişim tarihi: 21.05.2019).

¹⁶⁰ TCMB, “Enflasyon Raporu, 2011-III”, s. 2 <http://www.tcmb.gov.tr> (Erişim tarihi: 21.05.2019).

hassas yerlerinden etkileyebilir. Bu nedenle aynı krizi yaşayan ülkelerde, ekonomik açıdan meydana gelen olumsuzlukların etkenleri değişiklik gösterebilir.

Tarih boyunca ülkeler arasındaki barış süreçleri, yaşanması ihtimal savaş zamanlarına hazırlık olarak algılanabilir ve ekonomik açıdan belirli düzeyde yaşanan süreçler de ortaya çıkabilecek olumsuz dönemlere hazırlık olarak algılanabilir. Bu nedenle kriz yaşanmadan önce ekonomik açıdan negatif yönler belirlenmeli ve bunların en aza indirilmesi ve giderilmesi için tedbirler alınmalıdır. Bu sürecin sağlanmadığı ekonomilerde, kriz yaşanması ile meydana gelen problemlerin etkisi daha büyük olabilmektedir. Örneğin küresel krizin yaşandığı dönemde Türkiye ekonomisinde enflasyon problemi yaşanıyor olsaydı, uygulanan para politikaları ile sağlanan finansal güç bu denli etki gösteremezdi. Aynı durumda, 2011 senesinde kamu borcu yüksek düzeylerde görünseydi ya da döviz kaynakları eksik düzeyde olsaydı, meydana gelecek negatif durumlardan ülke daha kötü etkilenebilirdi.

TCMB, küresel krizin yaşandığı dönemlerde ya da sonrasında yürütülen para politikalarını tespit ederken öncelikle sermaye hareketliliğine önem verir.

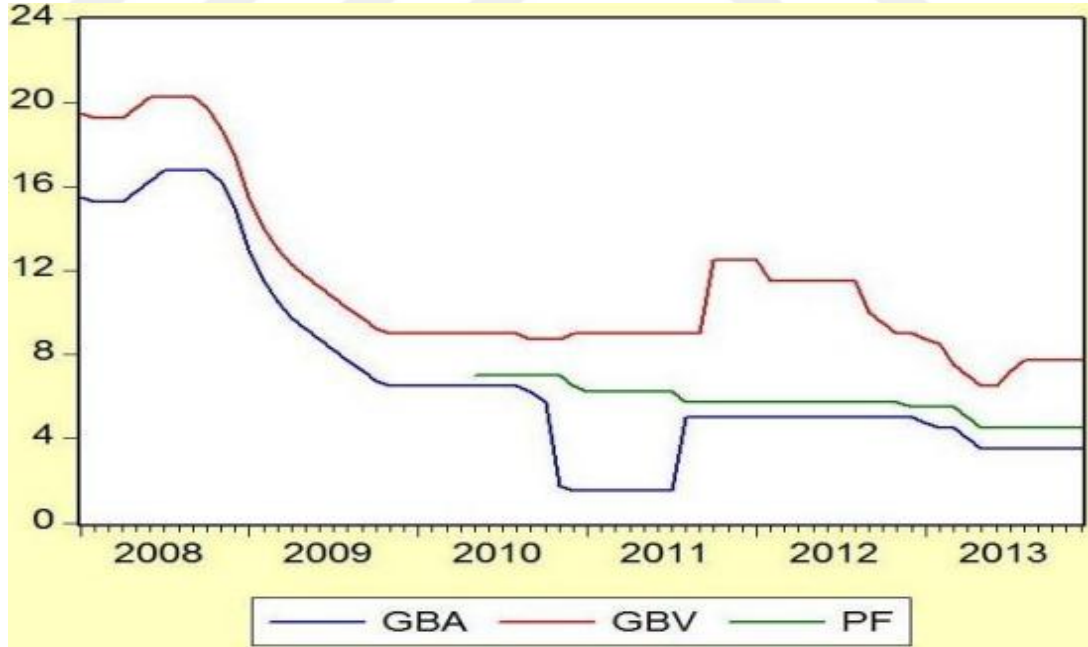


Şekil-3 Gelişmekte Olan Ükelere Sermaye Akımları¹⁶¹

¹⁶¹ TCMB, "Plan ve Bütçe Komisyonu Sunumu", Ankara, 2014, s. 12.

Şekilde 2008 senesinin son yarısından 2013 senesinin bitimine kadar olan süreçte gelişmekte olan ülkelere sermaye akımları gösterilmektedir. Lehman Brothers'ın batması sonucunda sermaye akışında azalma ortaya çıkmıştır. FED'in Birinci Parasal Genişlemeyi (QE1) sağlaması sonucunda 2009 senesinde gelişmekte olan ülkelere sermaye akışı yeniden yükselmiştir. 2010 senesinin bittiği çeyrekte İkincil Parasal Genişlemeyle (QE2) sermaye akış hızı da yükselmiştir.

Birçok Avrupa ülkesinde, kamu borçları hakkında problemlerin yaşanması nedeniyle 2011 senesinde sermaye, gelişmekte olan ülkelere yeniden ayrılmaya başlamıştır. Fakat süreçte küresel tehlike ihtimali yeniden çoğalmış ve FED'in Üçüncü Parasal Genişleme (QE3) 98 uygulaması sonucunda sermaye akış hızı yükselmiştir. FED tarafından parasal genişlemenin bitirildiği belirtildikten sonra sermaye çıkışları yeniden ortaya çıkmıştır. Sermaye çıkışlarının yaşandığı süreçlerde TCMB piyasaya döviz satışında bulunarak, kurun fazla oranlarda artmasını engellemeyi amaçlar. Sermaye giriş hızının standart ya da fazla olduğu süreçlerde döviz alımı sağlamıştır. Bu nedenle hem döviz kurunun azalmasını hem de Türk Lirası'nın fazla değerlenmesini engellemiş ve ayrıca döviz kaynaklarında da artış meydana getirmiştir.



Şekil-4 2008:01–2013:12 Döneminde Türkiye’de Faiz Koridoru ve Politika Faiz Oranı¹⁶²

¹⁶² Paya, a.g.e., s. 515

Üstteki şekilde,

GBA; Merkez Bankası Gecelik Borç Alma,

GBV; Merkez Bankası Gecelik Borç Verme,

PF; Mayıs 2010 tarihinden başlayarak politika faiz oranı niteliğindeki bir hafta vadeli repo ihale faiz oranını ifade etmek üzere;

Merkez Bankası Gecelik Borç Alma ve Gecelik Borç Verme faiz oranları aralığı faiz koridorunu belirtmektedir. Küresel Kriz'in artması ile beraber faiz koridorunun alt ve üst sınırlarının düşürüldüğü göze çarpmaktadır.

2010 senesinin son çeyreğinden başlayarak faiz koridoru başka para politikaları araçlarına kıyasla daha çok göze çarpmaya başlamıştır. Bu süreç içerisinde küresel risk iştahı fazla, sermaye giriş hızı ise yüksek olduğu için faiz koridorunun alt sınırını meydana getiren gecelik borç alma faiz oranı en düşük düzeylere erişmiştir. 2011 senesinin üçüncü çeyreğinde bazı Avrupa ülkelerinde yaşanan kamu borcu problemleri sebebiyle küresel risk iştahında ile gelişmekte olan ülkelere sermaye akış hızında azalma gerçekleşmiştir. Konjonktürün etkisiz kalması ile beraber Merkez Bankası'nın faiz koridoru uygulaması da tersine dönmüştür. Üstteki şekilde de ifade edildiği gibi 2011 Avrupa Kamu Borcu Sorunu'nun gerçekleşmesi ile faiz koridorunun hem üst ve alt sınırında artma gerçekleşmiştir. Süreç içerisinde sermaye akış hızı yükseldikçe, faiz koridorunun da hem alt hem de üst sınırı kademeli olarak düşürülmüştür.

Merkez Bankası'nın konvansiyonel para politikalarını kullanmaması, politika faiz oranının yavaş yavaş düşmesine olanak sağlamıştır. Şekilde de ifade edildiği gibi politika faizi niteliği taşıyan bir hafta vadeli repo ihale faiz oranı, 2010:05 ve 2013:12 döneminde kademeli şekilde azaltılmıştır. Bu şekilde piyasalar açısından gerekli likiditenin verilmesinde faydası olmuştur.



Şekil-5 2008:09–2010:12 Döneminde Zorunlu Karşılık Oranları¹⁶³

Yukarıdaki şekilde;

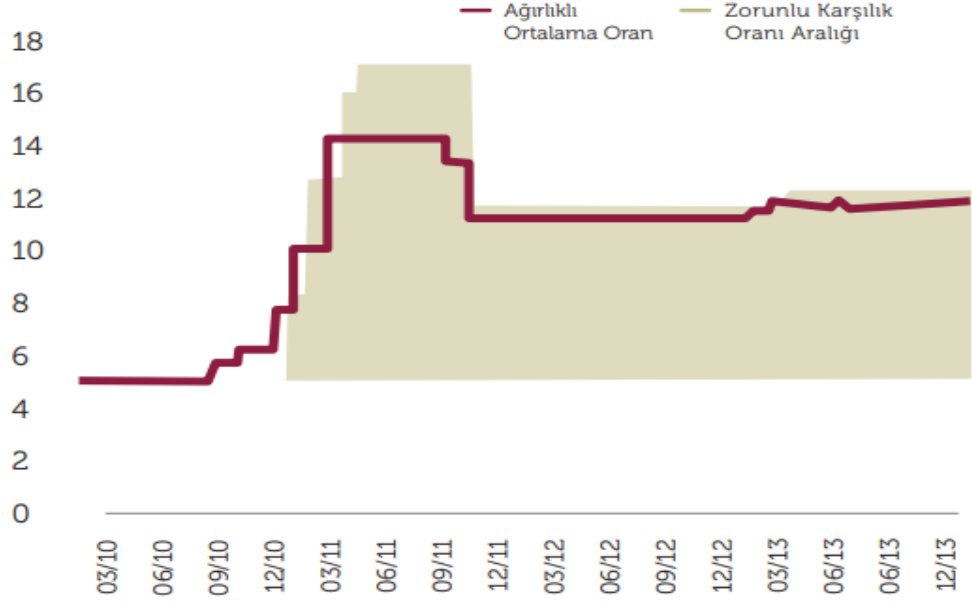
TLZK; Türk Lirası için zorunlu karşılıkları,

YPZK; Yabancı para için zorunlu karşılıkları ifade etmektedir.

Küresel Kriz'in yoğunlaşması ile birlikte TCMB yabancı para için mecburi karşılık oranında azalmaya gitmiştir. Sağlanan sermaye çıkışı sonucunda piyasada yer alan ve düşüş gösteren döviz miktarını fazlalaştırmaya ve artan döviz kurunun sabitlenmesi amaçlanmıştır. 2009 senesinin bitiş çeyreğinde Türk Lirası için mecburi karşılık oranı azaltılarak piyasalara kaynak yaratılmıştır. 2010 senesinde piyasalarda yaşanan pozitif durumlar nedeniyle Türk Lirası ve yabancı para için zorunlu karşılık oranları belirli düzeylerde yükseltilerek, istenilen oranlar kriz öncesi süreçte sağlanmıştır.

TCMB dönem dönem mecburi karşılık oranlarını daha patetik yönde değerlendirmiştir. Bu durumu elde etmek amacıyla zorunlu karşılıklara ödenen faiz ortadan kaldırılmış ve uzun vadeli sermayenin tercih edilmesine yönelik zorunlu karşılık oranları vadelere nazaran değişiklik göstermesi sağlanmıştır.

¹⁶³ Paya, a.g.e. s. 516



Şekil-6 2010–2013 Döneminde Türk Lirası İçin Zorunlu Karşılık Oranları¹⁶⁴

Şekilde 2011 senesinde Türk Lirası adına zorunlu karşılık oranlarının fazla düzeyde olduğu belirlenmektedir. Yaşanan cari açığın artmaması için uygulanan bir girişimdir. Zorunlu karşılık oranlarının yükselmesi, bankaların kredi sağlama potansiyelini belirli düzeylere çekmesinden dolayı, ekonomide yoğun sürecin yaşandığı dönemlerde mecburi karşılık oranlarını fazlalaştırmak amacıyla para politikalarını sıkılaştırmak normal bir süreçtir.

Avrupa Kamu Borcu Problemleri sebebiyle Türkiye’de enflasyon sorununun yaşanma ihtimali yükselmiştir. TCMB bu ihtimali önlemek amacıyla faiz koridoru aracına başvurarak sıkı para politikalarını yerine getirmeyi amaçlamıştır. Piyasalara da döviz satışı sağlanmıştır. Bu süreçte piyasalarda kaynak bakımından sorunların yaşanmaması için politika faiziyle birlikte mecburi karşılık oranları da azaltılmıştır. Yukarıda şekil incelendiğinde 2011 senesinin sonlarında mecburi karşılık oranının azaldığı tespit edilmektedir.

Küresel kriz nedeni ile küresel finansal sistemde yaşanan değişimler ve etkileri Türkiye başta olmak üzere yükselen ve gelişmekte olan ülkeleri yakından etkilemiştir. Bu etkileşim sonrasında küresel krizin etkilerine karşı verilen sınavın Türk finans sektörü açısından olumlu sonuçları Türkiye ve benzer çabaları sergileyen ülkelerde gelecek dönemde IMF gibi uluslararası kurumlar ile daha iyi şartlarla müzakereler yapmak, anlaşmalar imzalamak ve daha geniş destek

¹⁶⁴ TCMB, Yıllık Rapor, 2013, s. 38.

sağlamak imkânlarını vermektedir. Küresel kriz sırasında piyasa dışı müdahale yöntemlerini sıklıkla uygulayan merkez karşısında farklı müdahale yolları izlemek daha kolay bir hal almıştır. Küresel krizden etkilenen Türkiye gibi ülkelerin Neoliberal söylemlerin uzun yıllardır dayattığı serbest piyasa mekanizmasının ötesinde devletin piyasalara müdahalesine izin veren bir yöne doğru kayabileceğini düşünmek yanlış olmaz. Türkiye ve diğer gelişmekte olan ülkeler piyasalara devlet müdahalesini içeren farklı yollar deneme olanağına kavuşmuşlardır. 2008 küresel finans krizi, dünyadaki dünya ekonomilerini değişik ölçülerde etkilemiştir. Petrol fiyatlarının hızla artması ve 2008 yılı Temmuz ayından itibaren 150 dolar seviyesine yükselmesi, gıda fiyatlarında hissedilir artışlara yol açmış ve enflasyonu yeniden küresel bir endişe kaynağına dönüştürmüş ve ekonomik büyümede önemli düşüşler baş göstermiştir. Bu ve benzeri gelişmeler uygulanan ekonomi politikalarını belirsizleştirmiş ve dünyadaki başlıca merkez bankaları bu süreçte bir ikilem içerisinde kalmıştır. AB ülkelerinde Reel GSYİH' daki artış 2007 yılında ortalama olarak % 3,2 iken, küresel krizin başladığı 2008 yılında %0,8'e, 2009 yılında ise -%4,1 düşmüştür. 2010 yılında ise %1,7'ler düzeyinde gerçekleşmiştir. Yine AB ülkelerinin enflasyon oranları 2007'de %1,7 iken, krizin başladığı 2008 yılında %3,7'ye yükselmiş, 2009 yılında ise süratle düşerek %0,9'lara gerilemiştir. 2010 yılında ise yeniden %1,9'a yükseldiği görülmektedir¹⁶⁵

Tablo-4 Ülke Gruplarına Göre Yıllık Büyüme Oranları (%)¹⁶⁶

	2007	2008	2009	2010	2011
Dünya	5	2,3	-1,6	4,5	
Gelişmiş Ekonomiler	2,7	0,0	-3,8	2,9	1,8
Gelişmekte Olan Ekonomiler	8,4	6,1	1,9	7,0	
Gelişmekte Olan Asya Ekonomileri	11	7,9	7,2	8,9	
Avrupa	7,0	4,0	-6,1	4,4	
Türkiye	4,7	0,7	-4,8	9,2	8,5

2008 Küresel Krizi işsizlik ve enflasyon rakamlarını da etkilemiştir. Gelişmekte olan ekonomiler için ciddi bir tehlike olan işsizlik, 2009 yılında gelişmiş ülkeler (ABD, Euro Bölgesi) için de bir risk unsuru haline gelmiştir. İspanya, Brezilya, Rusya ve Türkiye gibi ülkelerde işsizlik oranlarında yüksek artışlar görülmüştür. Bu küresel kriz

¹⁶⁵ Mevlüt Karabıçak, "Küresel Krizleri Tetikleyen Nedenler ve Küresel Krizin Türkiye Boyutu", *Süleyman Demirel Üniversitesi İ.İ.B.F. Dergisi*, 2010, Cilt: 15, Sayı: 3, s. 257.

¹⁶⁶ <http://elibrary-data.imf.org> (Erişim Tarihi: 09.07.2019).

ile birlikte dünya çapında bir durgunluğa girilmiş ve enflasyon oranlarında düşüşler gözlenmiştir. Gelişmekte olan ekonomiler dâhil tüm ülkelerde enflasyon oranları düşmüş, hatta ABD gibi gelişmiş ülkelerde enflasyon oranı negatif olarak gerçekleşmiştir¹⁶⁷.

Tüm dünyada 2009 yılı sonuna kadar yaygınlaşan küresel krizden sadece Türkiye veya AB ülkeleri daha az etkilenmiştir. Bu krizin etkileri birçok ülkede önemli ölçüde görülmüştür. Ancak bu etkiler ülkeden ülkeye farklılık göstermiştir. Bu konudaki önemli göstergelerden biri olan büyüme oranları ülkeler arasında farklılık göstermektedir. Ülke gruplarına göre yıllık büyüme oranları yukarıdaki tabloda sunulmaktadır. Görüldüğü gibi, kriz geliştirmekte olan ülkeleri de etkilemiştir, ancak büyüme rakamlarına AB ülkeleri ve gelişmiş ekonomilerde büyük oranda düşüşler ve ekonomik küçülmeler yaşanmamıştır. Örneğin, geliştirmekte olan Asya ekonomilerinde 2007 yılı reel GSYİH artışı %11 iken, 2008 yılında bu rakam %7,9 ve 2009 yılında %7,2 olarak gerçekleşmiştir. 2010 yılı reel GSYİH' nin %8,9 olarak gerçekleşmesi ekonomilerin toparlanmaya başlamasının bir göstergesidir¹⁶⁸.

Tablo-5 Seçilmiş Ülkelerde Ortalama GSYH Artış Oranları¹⁶⁹

ÜLKELER	BÜYÜME ORANLARI		ÜLKELER	BÜYÜME ORANLARI	
	1990-2000	2000-2014		1990-2000	2000-2014
Dünya	2,8	2,9	Arjantin	4,3	5,0
ABD	3,6	1,6	Brezilya	2,8	3,4
Almanya	1,7	1,1	Çek Cumhuriyeti	1,4	2,6
Avusturalya	3,6	3,0	Endonezya	4,2	5,5
Finlandiya	2,9	1,3	Gana	4,3	6,9
Fransa	2,0	1,1	Güney Afrika	2,1	3,3
Güney Kore	6,2	4,0	İsrail	5,7	3,7
İngiltere	2,7	1,4	Kolombiya	2,8	4,6
İspanya	2,7	1,2	Meksika	3,3	2,3
İsveç	2,3	1,9	Peru	4,5	6,0
İtalya	1,6	-0,1	Polonya	4,7	4,0
Japonya	1,0	0,7	Sırbistan	0,7	3,4
Kanada	3,0	1,9	Slovakya	4,5	4,4
Rusya	-4,7	4,3	Şili	6,6	4,2
Yeni Zelanda	3,4	2,2	Türkiye	3,9	4,5

¹⁶⁷ Yusuf Kaderli ve Hatice Küçükkaya, "2008 Dünya Finansal Krizi Sonrası Türkiye Ekonomisinde Yaşanan Gelişmelerin Bazı Ülkelerle Karşılaştırmalı Olarak İncelenmesi", *Pamukkale Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi*, 2012, Sayı: 12, s. 85.

¹⁶⁸ Bahar Berberoğlu, "2008 Global Krizinin Türkiye ve Avrupa Birliği'ndeki Etkilerinin Kümeleme Analizi İle İncelenmesi", *Anadolu Üniversitesi Sosyal Bilimler Dergisi*, 2011, Cilt: 11, Sayı: 1, s. 126.

¹⁶⁹ The World Bank, World Development Indicators

Yıllık büyüme oranları göz önüne alındığında, ülkelerin kriz sonrası büyümelerinde düşüş gözlenmiş, hatta bazı büyüme oranlarının negatif değerler aldığı da görülmüştür. Özellikle 2000'lerin başında dot.com balonunun patlamasının ardından, gelişmiş ülkelerdeki yavaşlama merkez bankalarının faiz oranlarını aşağıya çekmesi ve genişleyici politikalar uygulaması sonucu önemli seviyede likidite artışına sebep olmuştur. Bu dönemde, merkez ülkelerde daha düşük seviyede tutulan faiz oranları, uluslararası sermayenin gelişmekte olan ve yükselen ekonomilere akmasına neden olmuştur. Gelişmekte olan ülkelerin, gelişmiş ülkelere göre bu konuda daha avantajlı olduğu söylenebilir. Büyüme rakamlarında sağlanan bu başarının en önemli nedeni, uluslararası iktisadi konjonktürün bu ülkeler için bir hayli uygun olmasıdır. Türkiye gibi gelişmekte olan ekonomilerde, büyüme oranının artma eğilimi göstermesinde etkili olan faktörlerden birinin sıcak para hareketlerinin olduğu düşünülmektedir. Ancak ekonomilerin dış kaynakla büyümesi, dış kaynağı yurt içine çekmek için döviz kurunu azaltmakla gerçekleşmiş, bu da ithalatın ve dolayısıyla cari açığın artmasına neden olmuştur¹⁷⁰.

2008 yılının son çeyreğinden itibaren enflasyonda hızlı bir düşüş olacağını öngören TCMB, iktisadi faaliyet üzerinde oluşabilecek potansiyel tahribatı sınırlamaya odaklanmış, bu süreçte bir yandan kısa vadeli faiz oranlarını süratli bir şekilde aşağı çekerken, diğer yandan dengeleyici bir likidite politikası izleyerek kredi piyasasındaki tıkanıklığı gidermeyi hedeflemiştir. TCMB, 2008 yılı Kasım ayında parasal genişleme sürecini başlatmış ve gelişmekte olan ülkeler içinde faiz indirimlerine en erken başlayan merkez bankaları arasında yer almıştır. 2009 yılında enflasyonun hedefin altında kalma ihtimalinin arttığını öngören TCMB, önden yüklemeli bir strateji izleyerek Aralık 2008-Nisan 2009 döneminde politika faizlerini 650 baz puan indirmiştir. Faiz indirimlerine başlanılan Kasım 2008'den sonra kriz sürecinde toplamda politika faizleri 1.025 baz puan indirilmiştir. Böylece, enflasyon hedeflemesi uygulayan ülkeler içinde kriz sürecinde en fazla faiz indirimine giden ülke Türkiye olmuştur¹⁷¹.

Öte yandan TCMB'nin faiz oranlarını hızlı bir şekilde düşürmesi, enflasyon beklentilerinin iyileşmesine katkıda bulunmuştur. Merkez Bankası enflasyonun, 2009 yılının ortalarına kadar hızla düşeceğini, sonrasında yatay bir seyir izleyeceğini, yılın

¹⁷⁰ Umut Üzar, "Post Keynesyen İktisat, Ana Akım İktisada Alternatif Olabilir Mi? 2008 Krizi Bağlamında Bir Değerlendirme", *Marmara Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Dergisi*, 2017, Cilt: 39, Sayı: 1, s. 288.

¹⁷¹ TCMB, *2010 Yılında Para ve Kur Politikası*, Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası, Ankara, 2009, s. 2.

son aylarından itibaren ise baz etkisi nedeniyle yükseliş göstereceğini, bununla birlikte temel enflasyon göstergelerinin düşük seviyelerini koruyacağını öngörmüştür. 2009 yılında enflasyon TCMB'nin öngörülleri ile büyük ölçüde uyumlu seyreterek belirgin bir düşüş sergilemiştir. Yılı sonu itibarıyla enflasyon, hedefin altında kalmakla beraber belirsizlik aralığının içinde olmuştur. Dolayısıyla TCMB, aldığı politika kararlarıyla küresel krizin iktisadi etkilerini sınırlarken, enflasyonun hedeften belirgin şekilde sapmasını engellemiş ve enflasyon beklentilerinin düşmesini sağlamıştır¹⁷².

Yaşanan küresel krizin de gösterdiği gibi TCMB, yürütmüş olduğu politikaların kredibilitelerini düşünerek, para politikasının etki alanı dışından gelecek şokların enflasyonu artırıcı etkilerini dikkate almalıdır. TCMB, çeşitli senaryolara bağlı olarak para politikasının güvenilirliğini azaltıcı dışsal gelişmelere karşı politikalar geliştirmelidir. Enflasyon hedeflemesi rejiminde başarılı olmak için, para politikasının sürekli güncellenmesi, orta vadeli enflasyon görünümünü etkileyen her türlü verinin değerlendirilmesi, uygulanan politikada herhangi bir değişiklik durumunda da, zaman kaybetmeden gerekli kararların alınarak uygulamaya konulması gerekmektedir¹⁷³.

Küresel finans krizi sürecinde yaşanan gelişmeler dikkate alındığında, enflasyon hedeflemesi rejiminin iktisadi şoklara zamanında tepki verilebilmesine imkân tanıyan esnek bir rejim olduğundan bahsedebiliriz. Söz konusu kriz sürecinde yaşananlar, Merkez Bankası'nın, fiyat istikrarı hedefiyle çelişmemek kaydıyla, gerektiğinde ekonomik büyüme ve istihdama etki eden dışsal faktörlerden kaynaklanan şoklara karşı odaklanabildiğini açıkça göstermiştir.

Şimdi kısaca ülkeleri enflasyon hedeflemesine geçiş yılları ve uygulamaları ile birlikte ele alalım:

¹⁷² TCMB, *Enflasyon Raporu 2010-II*, Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası, Ankara, 2010, s. 5.

¹⁷³ Osman Nuri Aras, "Son Ekonomik Krizin Türkiye'de Enflasyon Hedeflemesine Etkisi", *Ekonomi Bilimleri Dergisi*, 2010, Cilt: 2, Sayı: 2, s. 103.

Tablo-6 Ülkelerin Enflasyon Hedeflemesi Stratejisine Geçiş Yılları¹⁷⁴

Ülke	Geçiş Yılı	Ülke	Geçiş Yılı
Yeni Zelanda	1990	Güney Kore	2001
Kanada	1991	Meksika	2001
İngiltere	1992	İzlanda	2001
İsveç	1993	Norveç	2001
Avustralya	1993	Macaristan	2001
Çek Cumhuriyeti	1997	Peru	2002
İsrail	1997	Filipinler	2002
Polonya	1998	Endonezya	2005
Brezilya	1999	Romanya	2005
Şili	1999	Türkiye	2006
Güney Afrika	2000	Sırbistan	2006
Tayland	2000	Gine	2007

Enflasyon hedefi uygulaması ilk olarak 1990 yılında Yeni Zelanda ve Şili’de uygulanmıştır. Sonraki dönemde bazı gelişmiş ülkelerden başlayarak artan sayıda ülke para politikasını bu rejime adapte etmiştir. Enflasyon hedeflemesi konusunda en tecrübeli ülke olan Yeni Zelanda’da ilk enflasyon hedefi yıllık %3-5 bandındaydı. Daha sonra ise %0-2 gibi düşük bir seviyede belirlenmiştir. Uygulanan sıkı para politikası çıktısı olarak %5’in üzerindeki enflasyon %2’nin altına inmiştir. Ancak enflasyon düşerken ülke, derin bir resesyon ve hızla yükselen bir işsizlikle karşı karşıya kalmıştır. 1996 yılının sonunda hedef bant %0-3 olarak revize edilmiştir. Temel amacı fiyat istikrarını korumak olan para politikaları stratejileri uygulayan Yeni Zelanda’da hükümetin ekonomik amacı ise, büyüyen açık ve rekabetçi bir ekonomi oluşturmak olmuştur. Yeni Zelanda’da uygulanan para politikası stratejisi esnek enflasyon hedeflemesine dayanmaktadır¹⁷⁵.

15 Ocak 1993 tarihinden bu yana enflasyon hedeflemesini uygulayan İsveç ise +, - 1 tolerans aralığı ile %2’lik bir enflasyon hedefine sahiptir. Para politikasının amacının fiyat istikrarını korumak olduğunu ve bunun için indeks olarak TÜFE kullanıldığını İsveç Merkez Bankası açıklamıştır. Ayrıca para politikasının etkilerinin iki yıllık bir gecikmeyle ortaya çıkması sebebiyle hedef süresini de iki yıl olarak belirlemişlerdir¹⁷⁶.

¹⁷⁴ Fikret Kartal, “Türkiye’de Enflasyon Hedeflemesi Stratejisi ve Para Politikası Görünümü”, *Maliye Finans Yazıları*, 2011, Sayı: 91, s. 82.

¹⁷⁵ Frederic Stanley Mishkin, *Inflation Targeting In Emerging Market Countries*, NBER Working Paper, No:7618, National Bureau of Economic Research, Cambridge, Massachusetts, 2000, s. 552.

¹⁷⁶ Deniz Giz ve Seçil Suner Cecan, “Enflasyon Hedeflemesi Makroekonomik İstikrar ve Türkiye “, *Sosyal Siyaset Konferansları*, 2011, Sayı: 60, s. 127.

Yukarıdaki örneklerde görüldüğü üzere enflasyon hedeflemesinin genel olarak gelişmiş ve endüstrileşmiş ülkelerde fiyat istikrarını sağlamaya yönelik olumlu sonuçlar verdiği kabul edilebilmiştir.

Gelişmekte olan ülkeler arasında enflasyon hedefini ilk uygulayan ülke olan Şili ise bu stratejiyi Eylül 1999'da ilan etmiştir. %20'nin üzerinde bir oran ile enflasyon hedeflemesi stratejisini uygulayan Şili, başlangıç hedefini %15-20 bandı olarak belirlemiştir. Kullandığı indeks ise TÜFE olmuştur. Şili'de enflasyon hedeflemesi stratejisi başarılı bir şekilde uygulanmıştır. Bugünkü enflasyon hedefi +, -1 bandı aralığı ile %3 olarak belirlenmişken daha önce bir yıl olarak belirlenen hedef süresi ise belirsiz olacak şekilde değiştirilmiştir. Nihayetinde ülkede enflasyon %3,4 seviyesine ulaşırken üretim ve istihdamda herhangi bir istikrarsızlık görülmemiştir. 2000'li yıllardan itibaren ise Şili ekonomisi zaman zaman üretimde istikrarsızlık yaşamış ve ciddi resesyona girmiştir. 2009 yılı da dâhil olmak üzere bazı yıllarda enflasyon oranı hedefinin altında kalmıştır¹⁷⁷.

Tablo-7 EH Öncesi ve Sonrası Ortalama Enflasyon Oranları¹⁷⁸

Ülke	EH Öncesi 5 Yıl	EH Sonrası 5 Yıl
	Ortalama Enflasyon (%)	
Brezilya	11,53	8,39
Çek Cumhuriyeti	9,15	4,66
Filipinler	6,25	5,38
Güney Afrika	6,68	5,13
İsrail	18,52	11,36
Kolombiya	20,45	8,33
Kore	4,98	3,49
Macaristan	15,20	5,89
Meksika	22,74	8,43
Peru	63,52	12,57
Polonya	26,76	7,31
Şili	19,43	14,00
Tayland	5,14	1,68
Ortalama	18,77	6,89

Yukarıdaki tabloda ise enflasyona konu 13 ülkenin enflasyon hedeflemesi öncesi ve sonrası ortalama enflasyon oranları gösterilmektedir. Yukarıdaki ülkelerin

¹⁷⁷ Giz ve Cekan, a.g.e., s. 129.

¹⁷⁸ https://www.tbb.org.tr/Dosyalar/Arastirma_ve_Raporlar/enflasyon_hedeflenmesi.pdf, (Erişim Tarihi: 09.07.2019).

ortak özelliği Türkiye ekonomisine benzer yapıda gelişmekte olan ülkeler olmasıdır. Enflasyon oranı 12 aylık TÜFE endeksi bazında belirlenmiştir.

Ülkeler bazında tek tek değerlendirildiğinde; enflasyon hedeflemesi rejimine geçildikten sonraki 5 yıllık zaman zarfında reel GSYİH' deki artışın Şili'de % 51 düzeyinde, Türkiye'de %41, İsrail'de %35 ve Peru'da %33 olduğu bunun sonucunda Şili, Türkiye, İsrail ve Peru'nun büyüme bakımından başarılı ülkeler oldukları söylenebilir.

Tablo incelendiğinde enflasyon hedeflemesi öncesinde %18,77 olan enflasyon, hedefleme sonrası %6,89'a kadar gerilemiştir. Ülkeler tek tek incelendiğinde hiçbir ülkedeki enflasyon oranı 5 yıl öncesi orandan yüksek seyretmemiştir. Ortalama enflasyonun yüzdesel olarak düşmesi, hiçbir ülkede istisnai bir durum yaşanmaması, enflasyon hedeflemesinin gelişmekte olan ülkelerde enflasyonu düşürmede etkili olduğunu göstermiştir. Ancak bu durumun ekonomiye etki eden diğer kesimler olan istihdam, işsizlik, büyüme üzerindeki sonuçlarda net bir belirleyici etkiye tam olarak sahip olduğu söylenememiştir.

Tüm bu örneklerin ışığında sadece enflasyon hedeflemesi amaçlı politikalar kısa vadede enflasyonu düşürücü sonuçlara götürse de, uzun vadede ekonomik istikrar sağlayamayacaktır. Sadece enflasyona odaklı politikalar uygulandığında, öncelikli iktisadi sorunların göz ardı edilmesine neden olunabildiği görülmektedir. Ülke uygulamalarında da yola çıkılarak üzere enflasyon hedeflemesinin başarılı sayılabilmesi için ekonominin bir bütün olarak, maliye politikaları ve diğer politikalar ile beslenmesi ve ön koşulların en etkin şekilde yerine getirilmesi gerektiği görülmüştür. Bunun ile birlikte, enflasyon hedeflemesinin daha katı olarak uygulanması halinde fiyat istikrarı sağlanabilmesine rağmen, üretim, istihdam, işsizlik, büyüme gibi diğer olgularda çok fazla yol alınamayacaktır.

Tablo-8 Seçilmiş Ülkelerde İşsizlik Oranları (%)¹⁷⁹

	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
ABD	4,62	4,62	5,78	9,27	9,62	8,95	8,07	7,38	6,17	5,3
Almanya	10,25	8,66	7,53	7,74	6,97	5,83	5,38	5,23	5,98	4,62
Avustralya	4,79	4,38	4,2	5,56	5,21	5,08	5,22	5,66	6,07	6,06
Brezilya	10,03	9,35	7,93	8,11	6,76	5,98	5,52	5,4	4,85	-
Çin	4	3,79	4,4	4,4	4,19	4,30	4,50	4,60	4,69	-
Euro Bölgesi	8,25	7,38	7,44	9,48	10,06	10,12	11,29	11,93	11,60	10,84
Fransa	8,45	7,66	7,06	8,74	8,87	8,81	9,39	9,89	9	10,35
İngiltere	5,35	5,26	5,61	7,54	7,79	8,04	7,89	7,53	6,11	5,3
İrlanda	4,41	4,67	6,40	12,01	13,85	14,62	14,67	13,05	11,26	9,4
İspanya	8,45	8,23	11,24	17,86	19,86	21,39	24,79	26,09	24,44	22,6
İsrail	8,4	7,32	6,10	7,54	6,64	5,60	6,85	6,21	5,91	5,24
İtalya	6,78	6,08	6,72	7,79	8,36	8,35	10,65	12,15	12,68	11,89
Japonya	4,14	3,84	3,99	5,07	5,05	4,58	4,35	4,03	3,59	3,38
Kanada	6,33	6,05	6,14	8,35	8,06	7,53	7,29	7,08	6,91	6,91
Kolombiya	-	11,22	11,28	12,08	11,84	10,89	10,43	9,71	9,17	8,96
Slovakya	13,37	11,14	9,51	12,02	14,38	13,62	13,96	14,22	13,18	11,48
Şili	7,8	7,13	7,79	9,68	8,15	7,13	6,43	5,93	6,39	6,21
Yunanistan	9,01	8,4	8,4	7,76	9,62	12,72	17,87	24,4	26,49	24,9
Hindistan	4,3	3,7	4,09	3,9	3,5	3,5	3,59	3,59	3,59	-

Küresel krizle birlikte, enflasyon hedeflemesine yöneltilen önemli bir eleştiri, istihdam düzeyinin arzu edilen seviyeye getirilememesi yönünde olmuştur. Yukarıdaki tabloda seçilmiş ülkelerde işsizlik oranları ele alınmıştır. Görüleceği üzere, Almanya ve Japonya dışında tüm gelişmiş ülkelerde işsizlik oranı bir hayli yüksek seviyelerdedir. ABD’de kriz öncesi işsizlik oranı %4,5 iken, kriz sonrası yıllarda bu oran hızla artarak 2009 yılında %10 seviyesine yaklaşmıştır. FED’in kriz sonrası kısa vadeli faiz oranlarını çok düşük seviyelerde tutması ve uyguladığı parasal genişleme politikaları işsizlik üzerinde olumlu etkiler yaratmasına rağmen, 2015 yılındaki işsizlik oranı hala kriz öncesi seviyenin üzerindedir. İngiltere’de ise, işsizlik oranları krizle birlikte artış göstermiş, fakat 2015 yılı itibariyle kriz öncesi seviyeye çekilmiştir. Avrupa Bölgesinde ise krizle birlikte yükselmeye başlayan

¹⁷⁹ OECD & The World Bank Database

işsizlik oranları, giderek ekonomik ve siyasal istikrarı tehlikeye sokacak düzeylere ulaşmıştır¹⁸⁰.

Bu bağlamda enflasyon hedeflemesinde işsizlik, istihdam, dış borç, gelir dağılımı, cari açık gibi diğer iktisadi sorunların göz ardı edilerek, tek bir amaç doğrultusunda odaklanıldığı görülmektedir. Ekonomide sağlanması arzulanan istikrar, enflasyon hedeflemesi ile tam olarak sağlanamayacaktır. Üretimin artırılması, istihdam düzeyinin yükseltilmesi, teknoloji ve ülkedeki verimli kaynakların en etkin şekilde kullanılması gibi kalkınma hedefleri doğrultusunda uygulanan politikalar ekonomide istikrar sağlanmasına yönelik olarak olumlu sonuçlar ortaya koyacaktır.



¹⁸⁰ Stiglitz, a.g.e., s. 327.

SONUÇ

Ekonomik krizler, bir ülkede iktisadi nedenler doğrultusunda meydana gelen ve ülke ekonomisini derinden etkileyen olaylardır. Küresel ekonomik kriz, daha önceden fark edilemeyen veya kestirilemeyen bazı gelişmelerin mikro seviyede işletmeler, makro seviyede de devletleri önemli ölçüde etkileyecek neticeler elde edilmesi anlamındadır.

1990'lı yıllardan beri dünyada ortaya çıkan ekonomik krizlerin hemen hemen hepsinin genel olarak ekonomik kırılganlıktan meydana geldiğini ve bu krizlerin doğrudan piyasalara ve faiz oranlarına yansıdığı görülmüştür. Ekonomik kriz dönemlerinde merkez bankaları para politikası araçları kullanarak ekonomiye müdahale etmek sureti ile krizin üstesinden gelmeye çalışmışlardır. Tarih boyunca dünyada ve ülkemizde şiddetleri kısa ya da uzun süreli birçok kriz meydana gelmiştir. Krizlerin altında yatan nedenlerin en başında gelen enflasyon ile kısa vadeli yabancı sermaye hareketleri tarih boyunca hep ilişki içerisinde olmuştur. Gelişmekte olan ülkelerde ekonomik krizlerin etkileri daha kısa sürede hissedilmiştir.

Ülkemizde özellikle 1980'li yıllar sonrasında ekonomik krizlerde ekonomiye yapılması gereken müdahalelerin önemi üzerinde daha çok durulmuş ve piyasalara likidite sağlamak, ekonomiye istikrar kazandırmak adına para politikaları daha fazla uygulamaya konulmuştur. Geçmişten günümüze bakıldığında ise kısa vadede bertaraf edilebilen ekonomik sorunlar, uzun vadede ne yazık ki ülkemizin büyüme ve istihdamında pek fazla etkili olamamıştır.

Enflasyon, istihdam, işsizlik, ekonomik büyüme, cari açık ülkemizin yıllardır önemli sorunları olarak karşımıza çıkmıştır. Bunların olumsuz etkileri ise krizler ve ekonomik dalgalanmalar olarak ekonomimize yansımıştır. 1994 Krizi, 2001 Krizi ve 2008 Küresel Krizi ülkemizin geçirdiği en büyük 3 kriz olup, kısa vadeli yabancı sermaye hareketleri sonucunda ile ülke ekonomisinde derin etkiler yaratmıştır.

2000'li yıllar itibari ile ülkemizin en önemli sorunu olan kronik ve yüksek enflasyonu önlemeye ve doğal olarak fiyat istikrarı ile birlikte istihdamı sağlama adımları önem kazanmıştır. Bu yüzden krizin yanında enflasyon da sıkça yer almaktadır. Döviz kuru hedeflemesine dayalı fiyat istikrarının başarısız olması ile birlikte özellikle gelişmekte olan ülkelerde enflasyon hedeflemesine yönelik para politikaları uygulanması alanını genişletmiştir. Bu bağlamda merkez bankası

enflasyon hedeflemeleri hayatımıza girmiş olup, enflasyonist baskıların minimize edilmesi ve enflasyonun düşürülmesine yönelik tedbirler hız kazanmıştır. Enflasyon hedeflemesinin ana amacı olarak; düşük seyirdeki enflasyon ekonomideki istikrarın devam etmesi açısından önemlidir. Bu amaç sağlandığında, büyümedeki artan ivme ile fiyat istikrarı da kontrol altına alınmış olacağından, ülkemizde enflasyon hedeflemesi uygulamaları merkez bankası tarafından uygulanmıştır.

Enflasyon hedeflemesi sonuçları açısından değerlendirildiğinde; hedeflemelerin merkez bankasının tek amaca odaklanarak ve bunu tek bir araçla gerçekleştirmesinin belli ölçülerde başarılı olduğunu söyleyebiliriz. Bu çerçevede, kısa vadeli faiz oranları ile enflasyon hedeflemesi stratejisi ülkemizde ve diğer gelişmiş ülkelerde enflasyonu düşürücü olumlu sonuçlar vermiştir. Yani enflasyon tarafında önemli sayılacak başarılı adımlar atılmıştır. Yine baktığımızda; büyüme, istihdam, fiyat istikrarı, işsizlik gibi diğer önemli sorunların bir arada değerlendirilmeyerek, bunun yerine sadece fiyat istikrarına odaklanması enflasyonun düşürülmesindeki en büyük nedendir. Ancak bu sayılan diğer iktisadi hedeflerin iyileştirilmesine ne yazık ki çok fazla katkı sağlanamamıştır. İstihdam, işsizlik ve gelir dağılımı tarafından bakıldığında, arzu edilen seviyeye gelinebilmiş, tasarruf ve yatırımlar konusunda da yol alınamamıştır. Yurtdışı ve arz şokları olduğunda enflasyon kontrol edilememiştir. Ortaya varılan sonuç; temel amacı düşük enflasyon olarak hedeflenen merkez bankası uygulamaları ülkemizde kısa vadede enflasyonu düşürmeye yönelik gelişmeler kaydetse de büyüme, istihdam, işsizlik gibi diğer önemli hususlarda aynı performansı gösterememiştir. Dolayısı ile enflasyon hedeflemesi stratejisinin uygulandığı dönemlerde de ekonomideki temel kırılganlığın devam etmesi kaçınılmaz olmuştur.

Türkiye'de son 10 yıla bakıldığında enflasyon hedeflemelerine dayalı uygulamaların, ekonomik büyümeye yönelik net sonuçlar vermediği ve 2008 Küresel Krizi'nden de yola çıkılarak, enflasyon hedeflemesinin yüksek büyüme dönemlerinde istenen başarıyı tam sağladığı görülmüştür. İşte bu çıkarımlar ışığında, GSYİH hedeflemesi enflasyon hedeflemesine alternatif bir politika olarak ortaya konulmuş, reel çıktı ve enflasyon dikkate alınarak tasarlanmıştır. Verimlilik, makroekonomik istikrar, işgücü, işsizlik, üretim gibi diğer iktisadi hedeflemeleri de gözettiğinden enflasyon hedeflemesinin eksikliklerini tamamlamaktadır. Nominal GSYİH hedeflemesi gibi alternatif bir para politikası, düşük büyüme dönemlerinde olumlu sonuçlar verebilecektir. Ülkemizde GSYİH hedeflemesine dayalı bir politika uygulanmamıştır.

Ana amacın ekonomik kalkınma olduğu göz önünde bulundurulduğunda sürdürülebilir büyümenin sağlanması öncelikli olarak sanayileşme, verimli yatırım alanlarının genişletilmesi, teknolojik gelişmenin desteklenmesi, güçlü bir beşeri sermaye ve adil bölüşüm politikaları ile doğrudan ilişkilidir. Bu bahsedilen kalkınmaya yönelik amaçların hepsinin bir bütünün parçası olarak değerlendirilmesi refah düzeyine etki ederek, olumlu gelişmeler kaydedilmesinde şüphesiz ki önem arz etmektedir. İşte tüm bunlar göz önünde bulundurulduğunda, kalkınma amaçları doğrultusunda finansal piyasalara müdahalelerde bulunularak kapsayıcılığını artırmak, ekonominin seyrine olumlu anlamda yön vermesi açısından daha etkili olacaktır. Sadece enflasyonu düşürmeye yönelik amaçlar, ekonominin diğer sorunlarını devre dışı bırakmaktadır. Türkiye’de sanayi ve reel üretim politikalarının, küresel katma değer yaratılacak şekilde geliştirilmesi oldukça önem taşımaktadır.

KAYNAKÇA

KİTAPLAR

- AKÇAY Memduh Aslan, ***Para Politikası Araçları Türkiye ve Çeşitli Ülkelerdeki Uygulamalar***, T.C. Başbakanlık Devlet Planlama Teşkilatı, Ankara, 1997.
- AKTAN Reşat, ***Türkiye İktisadi***, Sevinç Matbaası, Ankara 1972.
- ARESTIS Philip, ***Money, Pricing, Distribution and Economic Integration***, Macmillan Press. Ltd., London, 1997.
- BERNANKE Ben & WOODFORD Michael, ***Inflation Forecasts and Monetary Policy***, No. w6157, National Bureau of Economic Research, 1997.
- ÇINAR Barış, ERDOĞAN Ömer, GÜRGÜR Tuğrul ve POLAT Tandoğan, ***Küresel Kriz, Etkileşim Kanalları ve Türkiye Ekonomisi*** (No. 1007), Research and Monetary Policy Department, Central Bank of the Republic of Turkey, 2010.
- DORNBUSCH Rudiger, ***A Primer on Emerging Market Crises*** (No. w8326), National Bureau of Economic Research, 2001.
- DURSUNOĞLU Abdulkadir, ***Teori ve İlişkileri ile Global Ekonomik Kriz***, Çizgi Yayınevi, Konya, 2009.
- EĞİLMEZ Mahfi ve KUMCU Erkan, ***Ekonomi Politikası ve Teori ve Türkiye Uygulaması***, 6. Basım, Remzi Kitabevi, İstanbul, 2004.
- GÜCERİ Şinasi, ***Türkiye Ekonomisinin Yapısal Meseleleri ve Bir Çözüm Modeli***, İş Dünyası Vakfı, İstanbul, 1995.
- HOGGARTH George, ***Introduction to Monetary Policy***, Centre for Central Banking Studies, Bank of England, 1996.
- HUIDUMAC Catalin Emilian & POPA Alexandru Catalin, "Post-Crisis Economic Model: Return To Keynesianism?", ***Hyperion International Journal of Econophysics & New Economy***, 2015, Cilt: 8, Sayı: 1, ss. 99-107.
- KARLUK Rıdvan, ***Türkiye Ekonomisi***, Beta Yayınları, İstanbul, 2001.
- KAZGAN Gülten, ***İktisadi Düşünce veya Politik İktisadın Evrimi***, 11. Basım, Remzi Kitabevi, İstanbul, 2004.
- KEPENEK Yakup ve YENTÜRK Nurhan, ***Türkiye Ekonomisi***, Remzi Kitabevi, İstanbul, 1996.
- MINSKY Hyman, ***Stabilizing an Unstable Economy***, New Haven, Conn, London, Yale University Press, 1986.
- MISHKIN Frederic, ***Inflation Targeting In Emerging Market Countries***, NBER Working Paper, No:7618, National Bureau of Economic Research, Cambridge, Massachusetts, 2000.

- MISHKIN Frederic, **Para Teorisi-Politikası**, Çev. İlyas Şıklar vd., Bilim Teknik Yayınevi, İstanbul, 2000.
- ORHAN Osman Zekayi, **Keynesyen ve Monetarist İstikrar Politikaları**, 2. Basım, Bilim Teknik Yayınevi, İstanbul, 1990.
- ÖZYURT Hasan, **Para Teorisi ve Politikası**, Derya Kitabevi, Trabzon, 2006.
- PARASIZ İlker, **Türkiye Ekonomisi 1923'ten Günümüze İktisat ve İstikrar Politikaları**, Ezgi Kitabevi, Bursa, 1998.
- PARASIZ İlker, **Kalkınma Ekonomisi**, Ezgi Kitabevi, Bursa, 2005.
- PAYA Merih, **Küresel Ortamda İktisat Politikaları**, Türkmen Kitabevi, İstanbul, 2013.
- SEYİDOĞLU Halil, **Uluslararası İktisat**, 13. Basım, Güzem Yayınları, İstanbul, 1999.
- SMITHIN John, **Controversies in Monetary Economics**, Edward Elgar Publishing Company, USA, 1994.
- TCMB, **2010 Yılında Para ve Kur Politikası**, Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası, Ankara, 2009.
- TCMB, **Enflasyon Raporu 2010-II**, Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası, Ankara, 2010.

MAKALELER VE BİLDİRİLER

- AKLAN ADANUR Nejla ve NARGELEÇEKENLER Mehmet, "Taylor Kuralı: Türkiye Üzerine Bir Değerlendirme", **Ankara Üniversitesi SBF Dergisi**, Cilt: 63, Sayı: 2, ss. 21-41.
- AKMAN Vedat, "Krizin Yapısı ve Geleceği", **İktisat Dergisi**, 2001, Sayı: Şubat-Mart.
- ALTAY Hüseyin, "Ticari Yoğunlaşma Kapsamında Türkiye'nin Küresel Ölçekli Dış Ticaret Analizi", **Dumlupınar Üniversitesi Sosyal Bilimler Dergisi**, 2010, Sayı: 26.
- APAK Sudi ve YILMAZ Güneş, "Türkiye'de Kriz Döneminde Açıklanan Ekonomik Önlem Paketleri", **Muhasebe ve Finansman Dergisi**, 2009, Sayı: 43.
- ARAS Osman Nuri, "Son Ekonomik Krizin Türkiye'de Enflasyon Hedeflemesine Etkisi", **Ekonomi Bilimleri Dergisi**, 2010, Cilt: 2, Sayı: 2, ss. 97-104.
- ARICAN Erişah ve OKAY Güçlü, "Ekonomik İstikrarsızlık Ortamında Merkez Bankalarının Uyguladığı Para Politikaları ve Türkiye Örneği", **İktisat Politikası Araştırmaları Dergisi**, 2014, Cilt: 1, Sayı: 1.

- BARIŞIK Salih, "Türkiye'de Finansal Serbestleşme Sürecinde Mali Baskınlığın Bankacılık Sektörüne Etkisi", *Journal of World of Turks*, 2010, Cilt: 2, Sayı: 1.
- BAŞÇI Erdem ve KARA Hakan, "Finansal İstikrar ve Para Politikası", *İktisat İşletme ve Finans*, 2011, Cilt: 26, Sayı: 302.
- BERBEROĞLU Bahar, "2008 Global Krizinin Türkiye ve Avrupa Birliği'ndeki Etkilerinin Kümeleme Analizi İle İncelenmesi", *Anadolu Üniversitesi Sosyal Bilimler Dergisi*, 2011, Cilt: 11, Sayı: 1, ss. 105-130.
- BİNİCİ Mahir, "Stock Return Comovement And Systemic Risk in the Turkish Banking System", *Central Bank Review*, 2013, Cilt: 13.
- BİRDAL Murat "Bir Krizin Anatomisi: ABD Mortgage Piyasasının Kurumsal Yapısı ve Krizin Dinamikleri", *Anadolu International Conference in Economics*, June 2009.
- BLANCHARD Olivier, "Monetarypolicy; scienceor art?", *Intervention à la Conférence «Monetarypolicy: a Journey from Theory Topractice»*, BCE, mars. March 2006.
- CACHANOSKY Nicolas "Hayek's Rule, NGDP Targeting, and the Productivity Norm: Theory and Application", *J Stock Forex Trad*, 2014, Cilt: 3, Sayı: 2, ss. 1-9.
- ÇAKMAK Umut, "Kriz Modelleri Tasarımı Türkiye 2001 Finansal Krizinin Açıklaması", *Gazi Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi*, 2007, Cilt: 9, Sayı: 1.
- ÇOLAK Ömer Faruk, "2008 Krizinin 1929 Krizi ile Benzerlikleri Üzerine Bir Analiz", *TISK Academy/TISK Akademi*, 2009, Cilt: 4.
- DELİCE Güven, "Finansal Krizler: Teorik ve Tarihsel Bir Perspektif", *Erciyes Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi*, 2003, Sayı: 20.
- DEMİRHAN Banu, "Türkiye'de Yeni Yaklaşım Çerçevesinde Para Politikalarının Finansal İstikrarı Sağlama Yönünde Uygulanması", *Afyon Kocatepe Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi*, 2013, Cilt: 15, Sayı: 2.
- DOĞAN Seyhun ve TUNALI Çiğdem Börke, "Küreselleşme Sürecinde Finansal İstikrar-Para Politikası İlişkisi: Türkiye İçin Bir Değerlendirme (2001 Krizi Sonrası)", *İstanbul Üniversitesi İktisat Fakültesi Mecmuası*, 2011, Cilt: 61, Sayı: 2.
- ERDEM Ekrem, "Finansal İstikrarın Bankacılık Sisteminin Borç Verme Politikaları Üzerindeki Etkisi: 2008 Küresel Krizi Çerçevesinde Türkiye Üzerine Bir

- İnceleme”, *Journal of BRSA Banking & Financial Markets*, 2011, Cilt: 5, Sayı: 1.
- EROĞLU İlhan, “Açık Enflasyon Hedeflemesi Stratejisi ve Türkiye Deneyimi”, *Karamanoğlu Mehmet bey Üniversitesi. İktisadi İdari Bilimler Fakültesi Dergisi*, 2007, Cilt: 9, Sayı: 13, ss. 1-24.
- EROĞLU Nadir ve EROĞLU İlhan, “Enflasyon Hedeflemesi Rejimi Çerçevesinde Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası’nın Kredibilite ve Hesap Verebilirlik Sorunu”, *Maliye ve Finans Yazıları*, 2009, Cilt: 23, Sayı: 85, ss. 79-109.
- FLOOD Robert & GARBER Peter “Collapsing Exchange-Rate Regimes: Some Linear Examples”, *Journal of International Economics*, 1984, Cilt: 17, Sayı: 1-2.
- GENÇAY Ramo ve GRADOJEVIĆ Nikola “İki Finansal Krizin Hikayesi: Entropik Bir Bakış Açısı”, *Entropi*, 2017, Cilt: 19, Sayı: 6.
- GİZ Deniz ve CECAN Seçil Sümer, “Enflasyon Hedeflemesi Makroekonomik İstikrar ve Türkiye “, *Sosyal Siyaset Konferansları*, 2011, Sayı: 60.
- HASSAN Shakill & LOEWALD Christopher “Nominal GDP Targeting and the Monetary Policy Framework”, *South African Reserve Bank Working Paper WP/13/05*, 2013.
- ISSING Otmar, “Monetary and Financial Stability: Is There a Trade-off?”, *BIS Papers*, 2003, Sayı: 18.
- KADERLİ Yusuf ve KÜÇÜKKAYA Hatice “2008 Dünya Finansal Krizi Sonrası Türkiye Ekonomisinde Yaşanan Gelişmelerin Bazı Ülkelerle Karşılaştırmalı Olarak İncelenmesi”, *Pamukkale Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi*, 2012, Sayı: 12, ss. 85-96.
- KARA Hakan, “Küresel Kriz Sonrası Para Politikası”, *TCMB Çalışma Tebliği*, 2012.
- KARABIÇAK Mevlüt, “Küresel Krizleri Tetikleyen Nedenler ve Küresel Krizin Türkiye Boyutu”, *Süleyman Demirel Üniversitesi İ.İ.B.F. Dergisi*, 2010, Cilt: 15, Sayı: 3, ss. 251-270.
- KARTAL Fikret, “Türkiye’de Enflasyon Hedeflemesi Stratejisi ve Para Politikası Görünümü”, *Maliye Finans Yazıları*, 2011, Sayı: 91.
- KAYA Zekayi ve TOKUCU Erkan, “Son Finansal Kriz Öncesi ve Sonrası Para Politikalarında Gelişmeler ve Merkez Bankalarının Değişen Rolü”, *International Conference on Eurasian Economies*, July 2014.
- KAYTANCI Bengül Gülümser, “Para Politikası Kurallarının Teorik Analizi: Bazı Basit Kuralların İncelenmesi”, *Eskişehir Osmangazi Üniversitesi İİBF Dergisi*, 2008, Cilt: 3, Sayı: 1.

- KEEN Steve, "Post Keynesian Theories of Crisis", ***American Journal of Economics and Sociology***, 2015, Cilt: 74, Sayı: 2, ss. 298-324.
- KRUGMAN Paul, "A Model of Balance-of-Paymentscrises", ***Journal of Money, Credit and Banking***, 1979, Cilt: 11, Sayı: 3.
- KRUGMAN Paul, "Building a Greeneconomy", ***The New York Times Magazine***, 2010, Cilt: 5.
- LABONTE Ronald & STUCKLER David, "Therise of Neoliberalism: How Bad Economics İmperils Health and What to Do about It", ***J Epidemiol Community Health***, 2016, Cilt: 70, Sayı: 3.
- MANGIR Fatih ve ERTEM Cemil, "Alternatif Para Politikası Stratejisi Olarak Nominal GSYİH Hedeflemesi: Karşılaştırmalı Bir Analiz", ***Selçuk Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Sosyal Ekonomik Araştırmalar Dergisi***, 2016, Cilt: 16, Sayı: 31, ss. 162-185.
- MISHKIN Frederic, "Is Monetary Policy Effective During Financial Crises?", ***American Economic Review***, 2009, Cilt: 99, Sayı: 2.
- OKTAR Suat ve DALYANCI Levent "Türkiye Ekonomisinde Para Politikasının Ekonomik Büyüme Üzerine Etkisi",. ***Finans Politik & Ekonomik Yorumlar***, 2012, Cilt: 53, Sayı: 617.
- ONARAN Zahide Ayyıldız ve YAZAR Tülay, "The Effects of Economic Policies and Export Promotion on Export Revenues in Developing Countries", ***Journal of Naval Sciencesand Engineering***, 2008, Cilt: 4, Sayı: 1.
- ONGAN Hakan, "Enflasyon Hedeflemesi ve Taylor Kuralı: Türkiye Örneği". ***Maliye Araştırma Merkezi Konferansları***, 2004, Sayı: 45.
- ÖZTÜRK Fahriye ve ÇAKMAN Kemal, "Keynes, Krizlerin Dinamiği ve Globalizasyon," ***İktisat, İşletme, Finans***, 2002, Yıl:17, Sayı: 190, ss. 11-33.
- ÖZTÜRK Salih ve BİNER Coşkun "Gelişmekte Olan Ülkelerde Kurala Dayalı Para Politikasının Etkinliği Enflasyon Hedeflemesi Stratejisi: Türkiye Örneği", ***Cumhuriyet Üniversitesi, İktisadi ve İdari Bilimler Dergisi***, Cilt: 9, Sayı: 1, ss. 19-37.
- REINHART Carmen, "Financial Repressionredux", ***Finance and Development***, 2011, Cilt: 48, Sayı: 1.
- REINHART Carmen & ROGOFF Kenneth, "Growth in a Time of Debt", ***American Economic Review***, 2010, Cilt: 100, Sayı: 2.
- ROMER Christina "Dear Ben: It's Time for Your Volcker Moment," ***The New York Times***, October 29, 2011.

- SANCAK Ercan ve DEMİRBAŞ Erkan, "Küresel Ekonomik Kriz ve Türkiye Konut Sektörüne Etkileri", **Süleyman Demirel Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi**, 2011, Cilt: 16, Sayı: 3.
- SERİN Vildan ve BASTI Eyüp, "Gelişmekte Olan Ülkelerde Görülen Finansal Krizlere Getirilen Teorik Açıklamalar ve Türkiye Örneği", **Yeni Türkiye**, 2001, Ekonomik Kriz Özel Sayısı II.
- SEYİDOĞLU Halil, "Uluslararası Mali Krizler, IMF Politikaları, Az Gelişmiş Ülkeler, Türkiye ve Dönüşüm Ekonomileri", **Doğuş Üniversitesi Dergisi**, 2003, Cilt: 4, Sayı: 2.
- SOLOW Robert Merton, "A Contribution to the theory of Economic growth", **The quarterly journal of Economics**, 1956, Cilt: 70, Sayı: 1.
- SVENSSON Lars, "What Is Wrong With Taylor Rules? Using Judgment in Monetary Policy Through Targeting Rules", **NBER Working Paper**, 2002, Sayı: 9421, ss. 1-76.
- TCMB, "Plan ve Bütçe Komisyonu Sunumu", Ankara, 2014, s. 12.
- URAL Mert, "Finansal Krizler ve Türkiye", **Dokuz Eylül Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi**, 2003, Cilt: 18, Sayı: 1.
- ÜZAR Umut, "Post Keynesyen İktisat, Ana Akım İktisada Alternatif Olabilir Mi? 2008 Krizi Bağlamında Bir Değerlendirme", **Marmara Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Dergisi**, 2017, Cilt: 39, Sayı: 1.
- WOODFORD Michael, "The Taylor Rule and Optimal Monetary Policy" **The American Economic Review**, 2001, Cilt: 91, Sayı: 2, ss. 232-237.
- WOOLF Virginia, "A Room of One's Own (1929)", **The People, Place, and Space Reader**, 2014, Routledge, s. 338-342.
- YILMAZ Ömer, KIZILTAN Alaattin, ve KAYA Vedat, "İktisadi Kriz Kuramları, Finansal Küreselleşme ve Para Krizleri", **Erciyes Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi**, 2005, Sayı: 24, ss. 77-97.

TEZLER

- DEMİRHAN İbrahim, Türkiye'de Para Politikası Uygulaması ve Enflasyon Hedeflemesi, Marmara Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, İstanbul, 2007, (Yayımlanmamış Yüksek Lisans Tezi).
- DOLU İsa, Türkiye'de Yaşanan 1994 ve 2001 Ekonomik Krizlerin Analizi, Marmara Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, İstanbul, 2009, (Yayımlanmamış Yüksek Lisans Tezi).

- ERGÜL Tamer, Ekonomik İstikrarsızlıkları Anlamada Minsky'nin Finansal İstikrarsızlık Hipotezi, Anadolu Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Eskişehir, 2005, (**Yayımlanmamış Doktora Tezi**).
- KADIOĞLU Ferya, Parasal Aktarım Mekanizması: Türkiye Örneğinin Yapısal Model Çerçevesinde Analizi, TCMB Araştırma ve Para Politikası Genel Müdürlüğü, Ankara, 2006, (**Yayımlanmamış Uzmanlık Yeterlilik Tezi**).
- KASAPOĞLU Özgür, Parasal Aktarım Mekanizmaları: Türkiye İçin Uygulama, Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası, Ankara, 2007, (**Yayımlanmamış Uzmanlık Yeterlilik Tezi**).
- KAYTANCI Bengül Gülümser, Merkez Bankası Para Politikası Tepki Fonksiyonu: Türkiye Uygulaması (1990-2003), Anadolu Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Eskişehir, 2005, (**Yayımlanmamış Doktora Tezi**).
- ONARAN Zahide Ayyıldız, Para Politikasına Yeni Bir Bakış: Merkez Bankası Bağımsızlığı, İstanbul Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, İstanbul, 1995, (**Yayımlanmamış Doktora Tezi**).
- VURAL Umut, Geleneksel Olmayan Para Politikalarının Yükselişi, Ankara, 2013, (**Yayımlanmamış TCMB Uzmanlık Yeterlilik Tezi**).

İNTERNET KAYNAKLARI

- <http://elibrary-data.imf.org> (Erişim Tarihi: 09.07.2019).
- <http://www.aso.org.tr/kurumsal/media/kaynak/TUR/asomedy.html> (Erişim Tarihi: 22.05.2019).
- <http://www.spk.gov.tr/SiteApps/Yayin/YayinGoster/945> (Erişim Tarihi: 09.07.2019).
- <https://attilatimur.wordpress.com/2017/03/14/talep-soku-nedir/> (Erişim Tarihi: 09.07.2019).
- <https://ozgurlukdunyasi.org/arsiv/24-sayi-197/200-keynes-ve-keynescilik-nedir> (Erişim Tarihi: 09.07.2019).
- <https://tr.talkingofmoney.com/why-do-supply-shocks-occur-and-who-do-they-negatively-affect-most> (Erişim Tarihi: 09.07.2019).
- <https://www.ilimvemedenyet.com/1994-turkiye-ekonomik-krizi-ve-5-nisan-kararlari.html> (Erişim Tarihi: 09.07.2019).
- <https://www.paraborsa.net/i/politika-faizi-nedir/> (Erişim Tarihi: 09.07.2019).
- https://www.tbb.org.tr/Dosyalar/Arastirma_ve_Raporlar/enflasyon_hedeflenmesi.pdf, (Erişim Tarihi: 09.07.2019).
- Onaran Y., Banks' Subprime Losses Top \$500 Billion on Writedowns. Bloomberg, 2008, <http://www.bloomberg.com/apps/news> (Erişim tarihi, 10.08.2018).

TCMB, “Enflasyon Hedefleri, 2018” <http://www.tcmb.gov.tr> (Erişim tarihi: 18.05.2019).

TCMB, “Enflasyon Raporu, 2010-IV”, s. 2 <http://www.tcmb.gov.tr> (Erişim tarihi: 21.05.2019).

TCMB, “Enflasyon Raporu, 2011-III”, s. 2 <http://www.tcmb.gov.tr> (Erişim tarihi: 21.05.2019).

TCMB, “Enflasyon Raporu, 2012-I”, s. 2 <http://www.tcmb.gov.tr> (Erişim tarihi: 21.05.2019).

TCMB, “Enflasyon Raporu, 2018-I”, s. 25 <http://www.tcmb.gov.tr> (Erişim tarihi: 21.05.2019).

