



T.C.

BURSA ULUDAĞ ÜNİVERSİTESİ

SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ

İKTİSAT ANABİLİM DALI

İKTİSAT POLİTİKASI BİLİM DALI

**BÜYÜK DURGUNLUK SONRASI TÜRKİYE
CUMHURİYET MERKEZ BANKASI PARA POLİTİKASI
VE BÜYÜMEYE ETKİSİ**

(YÜKSEK LİSANS TEZİ)

Zafer BEYİZ

BURSA

2018



T.C.

BURSA ULUDAĞ ÜNİVERSİTESİ

SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ

İKTİSAT ANABİLİM DALI

İKTİSAT POLİTİKASI BİLİM DALI

**BÜYÜK DURGUNLUK SONRASI TÜRKİYE
CUMHURİYET MERKEZ BANKASI PARA POLİTİKASI
VE BÜYÜMEYE ETKİSİ**

(YÜKSEK LİSANS TEZİ)

Zafer BEYİZ

Danışman:

Prof. Dr. Ferudun YILMAZ

T.C.
BURSA ULUDAĞ ÜNİVERSİTESİ
SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ MÜDÜRLÜĞÜNE

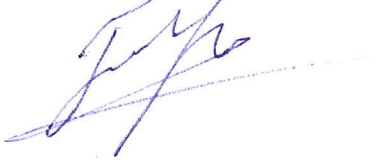
İktisat Politikası Anabilim Dalı, İktisat Bilim Dalı'nda **701411010** numaralı **Zafer BEYİZ**' in hazırladığı "Büyük Durgunluk Sonrası Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası Para Politikası ve Büyümeye Etkisi" konulu Yüksek Lisans ile ilgili tez savunma sınavı **08 / 01 /2019** - **10.30-11.30** saatleri arasında yapılmış, sorulan sorulara alınan cevaplar sonunda adayın tezinin. **başarılı**. (başarılı / başarısız) olduğuna. **oybirliği**. (oybirliği / oyçokluğu) ile karar verilmiştir.

Üye (Tez Danışmanı ve Sınav Komisyonu

Başkanı)

Prof. Dr. Ferudun YILMAZ

Bursa Uludağ Üniversitesi



Üye

Prof. Dr. Nejla ADANUR AKLAN

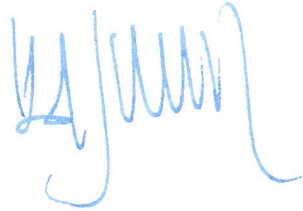
Bursa Uludağ Üniversitesi



Üye

Doç. Dr. Hilal YILDIRIR KESER

Bursa Teknik Üniversitesi



08 / 01 / 2019



SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ
YÜKSEK LİSANS/DOKTORA İNTİHAL YAZILIM RAPORU

BURSA ULUDAĞ ÜNİVERSİTESİ
SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ
İKTİSAT ANABİLİM DALI BAŞKANLIĞI'NA

Tarih: 24/12/2018

Tez Başlığı / Konusu: **Büyük Durgunluk Sonrası TCMB Para Politikası ve Büyümeye Etkisi**

Yukarıda başlığı gösterilen tez çalışmamın a) Kapak sayfası, b) Giriş, c) Ana bölümler ve d) Sonuç kısımlarından oluşan toplam 146 (yüzkırkaltı) sayfalık kısmına ilişkin, **23/12/2018** tarihinde şahsım tarafından **Turnitin** adlı intihal tespit programından (Turnitin)* aşağıda belirtilen filtrelemeler uygulanarak alınmış olan özgünlük raporuna göre, tezimin benzerlik oranı **% 12**'dir.

Uygulanan filtrelemeler:

- 1- Kaynakça hariç
- 2- Alıntılar hariç/dahil
- 3- 5 kelimedenden daha az örtüşme içeren metin kısımları hariç

Bursa Uludağ Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Tez Çalışması Özgünlük Raporu Alınması ve Kullanılması Uygulama Esasları'nı inceledim ve bu Uygulama Esasları'nda belirtilen azami benzerlik oranlarına göre tez çalışmamın herhangi bir intihal içermediğini; aksinin tespit edileceği muhtemel durumda doğabilecek her türlü hukuki sorumluluğu kabul ettiğimi ve yukarıda vermiş olduğum bilgilerin doğru olduğunu beyan ederim.

Gereğini saygılarımla arz ederim.

24/12/2018

Adı Soyadı : Zafer BEYİZ

Öğrenci No: 701411010

Anabilim Dalı: İktisat

Programı: İktisat

Statüsü: Yüksek Lisans Doktora

Danışman

Prof. Dr. Ferudun YILMAZ

24/12/2018

Yemin Metni

Yüksek Lisans tezi olarak sunduğum “Büyük Durgunluk Sonrası Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası Para Politikası ve Büyümeye Etkisi” başlıklı çalışmanın bilimsel araştırma, yazma ve etik kurallarına uygun olarak tarafımdan yazıldığına ve tezde yapılan bütün alıntıların kaynaklarının usulüne uygun olarak gösterildiğine, tezimde intihal ürünü cümle veya paragraflar bulunmadığına şerefim üzerine yemin ederim.

Tarih ve İmza

24.12.2018



Adı Soyadı : Zafer BEYİZ

Öğrenci No: 701411010

Anabilim Dalı: İktisat

Programı: İktisat

Statüsü: Yüksek Lisans Doktora

ÖZET

Yazar Adı ve Soyadı : Zafer BEYİZ
Üniversite : Bursa Uludağ Üniversitesi
Enstitü : Sosyal Bilimler Enstitüsü
Anabilim Dalı : İktisat
Bilim Dalı : İktisat Politikası
Tezin Niteliği : Yüksek Lisans Tezi
Sayfa Sayısı : xvii + 146
Mezuniyet Tarihi :
Tez Danışmanı : Prof. Dr. Ferudun YILMAZ

BÜYÜK DURGUNLUK SONRASI TÜRKİYE CUMHURİYET MERKEZ BANKASI PARA POLİTİKASI VE BÜYÜMEYE ETKİSİ

2008 yılında Amerika Birleşik Devletleri' nde başlayan Büyük Durgunluk süreci, 1929 Buhranı' ndan sonra yaşanmış en yıkıcı finansal kriz olarak tanımlanmaktadır. Emlak piyasasında oluşan spekülatif bir balonun patlamasının ardından, uluslararası finans piyasaları kanalıyla krizin etkileri dünya geneline yayılmıştır. Krizden çıkış çabalarıyla geleneksel para politikaları, amaçları, araçları ve tasarımları açısından tartışılmaya başlanmış ve belirgin bir değişime uğramıştır. Değişim, geleneksel olmayan ve makroihtiyati para politikaları çerçevesinde gelişim göstererek, merkez bankalarının ekonomilerdeki rolleri bir kez daha öne çıkmıştır. Geleneksel olmayan - makroihtiyati nitelikli para politikalarının tasarımları ülkeden ülkeye farklılıklar göstermiş ve ekonomilerin makroekonomik büyüklüklerine doğal olarak yansımıştır.

Bu çalışmada ilk olarak finansal kriz kavramının literatürdeki yeri özellikleri ve dünyada yaşanmış başlıca finansal krizler incelenecek, sonrasında ise 2008 Büyük Durgunluğunun oluşum sebepleri ile krize müdahaledeki para politikaları araştırılacaktır. TCMB' nin kriz ve sonrasındaki para politikası doğrultusunda, 2011 (M1) – 2017 (M12) dönemindeki para politikasının, finansal aktarım kanalları aracılığıyla ekonomik büyümeye olan etkisi test edilecektir.

Anahtar Kelimeler: Büyük Durgunluk, Geleneksel Olmayan Para Politikası, Makroihtiyati Para Politikası, Finansal İstikrar, VAR

ABSTRACT

Name and Surname : Zafer BEYIZ
University : Bursa Uludag University
Institution : Social Science Instution
Field : Economics
Branch : Economic Policy
Degree Awarded : Master
Total Pages : xvii + 146
Graduation Date :
Supervisor : Prof. Dr. Ferudun YILMAZ

THE MONETARY POLICY OF CBRT AND EFFECT TO GROWTH AFTER THE GREAT RECESSION

The Great Recession process, which began in the United States in 2008, is defined as the most devastating financial crisis since the 1929's Great Depression. Following the explosion of a speculative bubble in the real estate market, the effects of the crisis spread throughout the world through international financial markets. It has started to be discussed in terms of traditional monetary policies, aims, tools and designs and has undergone a significant change. Change has evolved within the framework of non-traditional and macroprudential monetary policies and the role of central banks in economies has once again come to the forefront. The designs of non - traditional - macroprudential monetary policies have varied from country to country and are naturally reflected in the macroeconomic magnitudes of economies.

In this study, firstly, the place of financial crisis concept in the literature and the major financial crises experienced in the world will be examined, then the qualifications of the 2008 Great Recession will be examined and the monetary policies in the intervention to the crisis will be investigated. In line with the CBRT's crisis and subsequent monetary policy, the impact of monetary policy in the 2011 (M1) - 2017 (M12) period on economic growth through financial transmission channels will be tested.

Key Words: Great Recession, Non – Traditional Monetary Policy, Macroprudential Monetary Policy, Financial Stability, VAR

ÖNSÖZ

İlk olarak yüksek lisans ders döneminden itibaren ve bu tezi hazırladığım süre boyunca, kapısını her çaldığımda beni kabul edip katkısını, rehberliğini ve danışmanlığını asla esirgemeyen kıymetli tez danışmanım Prof. Dr. Ferudun YILMAZ' a teşekkürü bir borç bilirim. Kritik konularda zorlandığımda, bilgisi ve teşvik eden yardımlarıyla çalışmama büyük katkı sağlayan Dr. Öğr. Üyesi Filiz GAYGUSUZ ERYILMAZ'a ayrıca teşekkür ederim.

Ayrıca bu süreçte çeşitli ruh hallerimde koşulsuz yanımda duran anne ve babam ile her konuda insanca yardımını benden esirgemeyen Proje Asistanı arkadaşım H. Nehrin TUNALI' ya çok teşekkür ederim.

Zafer BEYİZ

Aralık 2018, BURSA

BOŞ SAYFA



İÇİNDEKİLER

TEZ ONAY SAYFASI	i
YÜKSEK LİSANS/DOKTORA İNTİHAL YAZILIM RAPORU.....	ii
YEMİN METNİ.....	iii
ÖZET.....	iv
ABSTRACT	v
ÖNSÖZ	vi
BOŞ SAYFA	vii
İÇİNDEKİLER.....	viii
KISALTMALAR	xiii
TABLolar	xiv
ŞEKİLLER	xv
GRAFİKLER	xvi
GİRİŞ	1

BİRİNCİ BÖLÜM (FİNANSAL KRİZ VE BÜYÜK DURGUNLUK)

1. DÜNYADA 1990 – 2008 DÖNEMİNDE YAŞANAN FİNANSAL KRİZLER	4
1.1.GENEL ÇERÇEVESİ İLE FİNANSAL KRİZ.....	4
1.1.1.Finansal Liberalizasyon ve Finansal Kriz İlişkisi	4
1.1.2.Finansal Kriz Tanımı	5
1.2.Finansal Krizlere Yol Açan Faktörler	6
1.2.1.Eksik Bilgi Dağılımının Sonuçları: Ters Seçim ve Ahlaki Tehlike Sorunu.....	6
1.2.2.Finansal Sektör Bilançolarındaki Bozulmalar	8
1.2.3.Ekonomide Belirsizliğin Artması.....	9
1.2.4.Faiz Oranlarında Artış.....	10
1.2.5.Bankacılık Sektöründe Bozulmalar.....	11
1.3.Finansal Kriz Türlerinin Kriz Modelleri Çerçevesinde İzahı.....	12
1.3.1.Birinci Nesil Kanonik Model.....	12
1.3.2.İkinci Nesil Kriz Modelleri	13
1.3.3.Üçüncü Nesil Kriz Modelleri.....	14
1.3.4.Para Krizleri	15

1.3.5.Bankacılık Krizleri	16
1.3.6.Sistemik Finansal Krizler	17
1.3.7.Dış Borç Krizleri	19
1.4.1990 - 2008 Döneminde Dünyada Yaşanan Finansal Krizlere Genel Bakış	19
1.4.1.Avrupa Döviz Kuru Mekanizması (ERM) Krizi (1992-1993) ve AB Ekonomisine Etkileri.....	20
1.4.2.Meksika Krizi (1994 – 1995).....	22
1.4.3.Olumlu Ekonomik Şartlar Altında Başlayan Doğu Asya Krizi (1997-1998)	23
1.4.4.Döviz Krizinden Borç Krizine Rusya Krizi (1998)	27
1.5.2008 Amerika Büyük Durgunluğu ve Para Politikaları	29
1.5.1.FED'in Para Politikası Yönetimi	29
1.5.1.1.Taylor Kuralı ve Faiz Oranları	31
1.5.1.2.Büyük Durgunluk Öncesi FED Faiz Politikası ve Taylor Kuralı İlişkisi.....	32
1.5.1.3.Büyük Durgunluk Öncesi Dünya Enflasyon Oranı.....	33
1.5.2.Durgunluğa Giden Yolda ABD Konut Sektörü	35
1.5.2.1.Amerika Birleşik Devletleri Konut Sektöründe Balon Oluşumu	37
1.5.3.Büyük Durgunluğa Karşı FED Para Politikası.....	39
1.5.3.1.Geleneksel Olmayan Para Politikası ve FED Uygulamaları.....	40
1.5.3.1.1.Büyük ölçekli varlık alımı.....	41
1.5.3.1.2.Sözlü yönlendirme (Forward Guidance).....	43
1.5.3.1.3.Geleneksel Olmayan Para Politikalarına Yönelik Değerlendirmeler.....	44
1.5.4.Büyük Durgunluk ve Sonrasında ABD Ekonomisindeki Temel Makroekonomik Göstergeler.....	44
1.5.4.1.Krizden Çıkışta Yavaş Ekonomik Büyüme ve Histeri Etkisi	44
1.5.4.2.Büyük Durgunluk Sürecinde ABD Ekonomisinin İstihdam Tablosu ve Toplam Faktör Verimliliği ile İlişkisi.....	48

İKİNCİ BÖLÜM

(BÜYÜK DURGUNLUK VE TCMB PARA POLİTİKASI)

1. BÜYÜK DURGUNLUK SONRASI TCMB'NİN PARA POLİTİKASI – ARAÇLARI VE HEDEFLERİ	51
1.1.2002 - 2008 Döneminde Türkiye Ekonomisindeki Bazı Makroekonomik Göstergelerin Durumu.....	51
1.1.1.Güçlü Ekonomiye Geçiş Programının Çerçevesi.....	52
1.1.2.2002 – 2008 Döneminde Türkiye Ekonomisinin Genel Görünümü	52
1.1.2.1.Büyüme Ayağı	52

1.1.2.2.Fiyat Gelişmeleri.....	54
1.1.2.3.Para Politikası	56
1.1.2.4.Cari Denge Gelişmeleri.....	56
1.1.2.5.İstihdam Gelişmeleri	58
1.2.Büyük Durgunlukta Türkiye Ekonomisi ve TCMB Para Politikası Hamleleri.....	60
1.2.1.TCMB Para Politikası	60
1.2.2.2008 Sonrası Ekonomik Büyümedeki Gelişmeler	63
1.2.3.Cari Açık Gelişmeleri	64
1.2.4.İstihdam Gelişmeleri.....	65
1.3.Büyük Durgunluk Sonrası TCMB'nin Geleneksel Olmayan Para Politikası Hamleleri....	66
1.3.1.TCMB'nin Büyük Durgunluktan Çıkış Stratejisi	66
1.3.2.Finansal İstikrar Amacı ve Makroihtiyati Politika.....	67
1.3.2.1.Finansal İstikrarın Tanımı.....	67
1.3.2.2.Finansal İstikrar, Makroihtiyati Politika ve Sistemik Risk İlişkisi	69
1.3.2.3.Fiyat İstikrarı ve Finansal İstikrar Amaçlarının Birleşmesi	70
1.3.3.Finansal İstikrar Hedefinin Para Politikasına Yansıması.....	73
1.3.3.1.Yabancı Sermaye Akımlarının İdaresi ve Politika Faizi Aracı	74
1.3.3.2.Kredi Genişlemesinin Kontrolü	75
1.3.3.2.1.Zorunlu Karşılık Oranının Kullanılması	76
1.3.3.2.2.Rezerv Opsiyon Mekanizması ve Çalışma Tekniği	78
1.3.4.Faiz Koridoru Tekniği.....	79
1.3.4.1.Bankacılık Sisteminin Likidite Talebi ve Simetrik Faiz Koridoru.....	80
1.3.4.2.Simetrik Faiz Koridoru Genişliğinin Para Politikası Aracı Olarak Kullanılması	82
1.3.4.3.Koridor Sisteminde Likidite Arzını Değiştirerek Politika Faizinin Yönlendirilmesi.....	84
1.3.5.TCMB Para Politikası Çerçevesinde Faiz Koridoru Aracı	85
1.3.5.1.TCMB Faiz Koridoru Aracının Tasarımı.....	86
1.3.5.2.TCMB Faiz Koridoru ve Para Piyasası Faizinin İlişkisi	87
1.3.5.3.TCMB Faiz Koridoru ve Yabancı Sermaye Akımının Yönetimi.....	89
1.3.5.4.TCMB Faiz Koridoru ve Yurtiçi Kredi Genişlemesinin Kontrolü.....	89
1.4.Finansal İstikrar Hedefini İçeren TCMB Para Politikasına Eleştiriler.....	90
1.5.Uluslararası ve Ulusal Para Politikasında Sadeleşme	92
1.5.1.FED'in Para Politikasında Normalleşme Planı	93
1.5.2.TCMB'nin Para Politikasında Sadeleşme Planı.....	95

ÜÇÜNCÜ BÖLÜM
(PARA POLİTİKASI - FİNANSAL SİSTEM - EKONOMİK BÜYÜME İLİŞKİSİ)

1.EKONOMİK BÜYÜMENİN TANIMI VE MODELLERİ.....	97
1.1.Ekonomik Büyüme Modelleri.....	97
1.1.1.Keynesyen Harrod – Domar Büyüme Modeli	98
1.1.2.Neoklasik Solow Büyüme Modeli	99
1.1.3.İçsel Büyüme Modelleri.....	100
1.1.3.1.Dolaylı Teknolojik Gelişmeye Dayalı İçsel Büyüme Modelleri.....	100
1.1.3.1.1.Romer’ in İçsel Büyüme Modeli.....	101
1.1.3.1.2.Lucas’ in İçsel Büyüme Modeli	101
1.1.3.1.3.Rebelo’ nun İçsel Büyüme (AK) Modeli	101
1.1.3.1.4.Barro’ nun İçsel Büyüme Modeli.....	102
1.1.3.2.Ar – Ge Tabanlı İçsel Büyüme Modelleri.....	103
1.1.3.2.1.Young’ in Yapararak Öğrenme Modeli	103
1.1.3.2.2.Grossman – Helpman İçsel Büyüme Modeli	104
1.1.3.2.3.Aghion ve Howitt’ in İçsel Büyüme Modeli.....	104
1.1.3.2.4.Romer’ in İçsel Teknolojik Gelişme Modeli	105
2.FİNANSAL SİSTEM VE BÜYÜME İLİŞKİSİ.....	107
2.1.Finansal Aracılığın İşlevi.....	107
2.2.McKinnon – Shaw Hipotezi.....	109
2.3.Finansal Sistem ve Büyüme Bağlantısı.....	110
2.4.Para Politikasının Ekonomik Büyümeye Aktarımı	111
2.4.1.Kredi Kanalı.....	112
2.4.1.1.Bernanke – Blinder Modeli.....	112
2.5.Finansal Sistem – Büyüme İlişkisine Dair Ampirik Çalışmalar	114
3.2008 BÜYÜK AMERİKAN DURGUNLUĞU SONRASI TCMB PARA POLİTİKASININ EKONOMİK BÜYÜMEYE ETKİSİ: TÜRKİYE ÜZERİNE BİR UYGULAMA	116
3.1.PARA POLİTİKASI VE EKONOMİK BÜYÜME İLİŞKİSİNE DAİR LİTERATÜR	116
3.2.YÖNTEM	124
3.2.1.Durağanlık.....	124
3.2.2.Durağanlığın Tespiti	125
3.2.2.1.Augmented Dickey – Fuller (ADF) Birim Kök Testi	126
3.2.2.2.Phillips – Perron (PP) Birim Kök Testi.....	127

3.2.2.3.Kwiatkowski – Phillips – Schmidt – Shin (KPSS) Birim Kök Testi	128
3.2.2.4.Ng – Perron Birim Kök Testi	129
3.2.3.Vektör Otoregresyon (VAR) Modeli	130
3.3.2008 BÜYÜK DURGUNLUĞU SONRASI TCMB PARA POLİTİKASININ BÜYÜME ÜZERİNDEKİ ETKİSİNİN ANALİZİ	132
3.3.1.Birim Kök Sınaması	132
3.3.2.Vektör Otoregresif (VAR) Analizinin Uygulanması	139
3.3.3.Etki – Tepki Fonksiyonlarının Sonuçları	140
4.SONUÇ	145
KAYNAKLAR	147



KISALTMALAR

Ar – Ge	Araştırma Geliştirme
BoE	Bank of England
BoJ	Bank of Japan
ECB	European Central Bank
EMS	European Monetary System
ERM	European Exchange Rate Mechanism
FED	Federal Reserve
FOMC	Federal Open Market Committee
GSYH	Gayri Safi Yurtiçi Hasıla
GEPÜ	Global Economic Policy Uncertainty Index
IMF	International Monetary Fund
OECD	Organisation for Economic Co-operation and Development
QE	Quantitative Easing
S & P	Standard and Poors
TCMB	Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası
TÜFE	Tüketici Fiyat Endeksi
ÜFE	Üretici Fiyat Endeksi
VAR	Vector Auto Regressive

TABLULAR

Tablo 1: FED'in Niceliksel Genişleme Varlık Alımlarının Anahatları (**Sayfa: 43**)

Tablo 2: ABD Ekonomisinde Bazı Makroekonomik Verilerin Yıllık Ortalama Büyüme Oranları (1948 – 2015 – Yıllık - %) (**Sayfa: 47**)

Tablo 3: Borsa İstanbul Bankalararası Para Piyasası Gecelik Faiz Oranı (*night*) Zaman Serilerinin Düzey Değerlerinin Birim Kök Testi Sonuçları (**Sayfa: 133**)

Tablo 4: Ticari ve Bireysel Kredi Hacminin Değişim Oranı (*kredi*) Zaman Serilerinin Düzey Değerlerinin Birim Kök Testi Sonuçları (**Sayfa: 134**)

Tablo 5: Tüketici Fiyat Endeksi (*tufe*) Zaman Serilerinin Düzey Değerlerinin Birim Kök Testi Sonuçları (**Sayfa: 134**)

Tablo 6: Sanayi Üretim Endeksi (*sue*) Zaman Serilerinin Düzey Değerlerinin Birim Kök Testi Sonuçları (**Sayfa: 135**)

Tablo 7: Tüm Zaman Serilerinin Düzey Değerlerinin Toplulaştırılmış Birim Kök Testi Sonuçları (**Sayfa: 135**)

Tablo 8: Borsa İstanbul Bankalararası Para Piyasası Gecelik Faiz Oranı (*night*) Zaman Serilerinin I. Düzey Farkları ile Gerçekleştirilen Birim Kök Testi Sonuçları (**Sayfa: 136**)

Tablo 9: Ticari ve Bireysel Kredi Hacminin Değişim Oranı (*kredi*) Zaman Serilerinin I. Düzey Farkları ile Gerçekleştirilen Birim Kök Testi Sonuçları (**Sayfa: 137**)

Tablo 10: Tüketici Fiyat Endeksi (*tufe*) Zaman Serilerinin I. Düzey Farkları ile Gerçekleştirilen Birim Kök Testi Sonuçları (**Sayfa: 137**)

Tablo 11: Sanayi Üretim Endeksi (*sue*) Zaman Serilerinin I. Düzey Farkları ile Gerçekleştirilen Birim Kök Testi Sonuçları (**Sayfa: 138**)

Tablo 12: Tüm Zaman Serilerinin I. Düzey Farklarının Toplulaştırılmış Birim Kök Testi Sonuçları (**Sayfa: 138**)

Tablo 13: VAR Modelinde Kullanılan Değişkenler ve Ayrıntıları (**Sayfa: 139**)

ŞEKİLLER

Şekil 1: Sistemik Krizlerin Oluşumu ve İşleyişi (Sayfa: 18)

Şekil 2. FED'in Yasal Yetki Çerçevesi (Sayfa: 30)

Şekil 3: Makroihtiyati Politika Hedeflerinin Belirlenmesi (Sayfa: 70)

Şekil 4: TCMB'nin Fiyat İstikrarı ve Finansal İstikrarı Hedefleyen Para Politikası Araçları (Sayfa: 74)

Şekil 5: Enflasyon Senaryolarını Temel Alan TCMB Politika Tepkileri (İki Hedef – İki Araç) (Sayfa: 75)

Şekil 6: Faiz Koridoru ve Politika Faizi (Sayfa: 83)

GRAFİKLER

- Grafik 1:** On Yıllık Ortalama Finansal Kriz Sayısı (**Sayfa: 20**)
- Grafik 2:** Doğu Asya Ülkelerinde Yıllık Reel GSYH Büyümesi (1990-2017 - % - Yıllık) (**Sayfa: 26**)
- Grafik 3:** Rusya Ekonomisi Reel GSYH Büyümesi (1991-2009 – Yıllık - % Değişim) (**Sayfa: 29**)
- Grafik 4:** Hedeflenen Federal Fon Oranı ve Taylor Kuralına Göre Olması Gereken Fon Oranı (**Sayfa: 33**)
- Grafik 5:** OECD Ülkeleri Enflasyon Oranı Ortalaması ve ABD Enflasyon Oranı 1990-2007 / Yıllık - %) (**Sayfa: 34**)
- Grafik 6:** S&P Case - Shiller ABD Konut Fiyat Endeksi (**Sayfa: 35**)
(20 Eyalet / 2000 = 100 / Mevsimsellikten Arındırılmış)
- Grafik 7:** S&P Case-Shiller Konut Endeksi (Yıllık % Değişim) (**Sayfa: 36**)
- Grafik 8:** ABD'de Yapı İzni Verilmiş Yeni Konut Birikimi 1988-2016 (**Sayfa: 36**)
(Bin Adet-Yıllık Ortalama) (**Sayfa: 36**)
- Grafik 9:** FED Para Politikası Faizi ve ABD Ekonomisi Reel Faiz Oranı (2001 - 2016)
(Yıllık - Ortalama-%) (**Sayfa: 39**)
- Grafik 10:** ABD Ekonomisi Nominal Harcama Miktarı (1987 QIV – 2008 QIV / Milyar Dolar) (**Sayfa: 39**)
- Grafik 11:** ABD Ekonomisi Küçülme Oranı (2008Q1 – 2009Q2 Dönemi - %) (**Sayfa: 45**)
- Grafik 12:** ABD Ekonomisi 2010 – 2017 Dönemi Yıllık Ortalama Büyüme Oranı (%) (**Sayfa: 46**)
- Grafik 13:** Büyük Durgunluk ve Sonrasında ABD Ekonomisinde İstihdam ve Büyüme Performansı (2007 – 2017 – Yıllık Ortalama - %) (**Sayfa: 48**)
- Grafik 14:** ABD Ekonomisi Toplam Faktör Verimliliği (2007Q1 - 2017Q4) (**Sayfa: 50**)
- Grafik 15:** 2002 – 2008 Dönemi Türkiye Ekonomisi Büyüme Oranları(Yıllık Ortalama - %) (**Sayfa: 53**)
- Grafik 16:** Türkiye Yıllık TÜFE Değişim Oranı (Bir önceki yılın aralık sonuna göre) (**Sayfa: 55**)
- Grafik 17:** TCMB Gecelik Borç Alma – Borç Verme Faiz Oranları (2002-2008-%) (**Sayfa: 56**)
- Grafik 18:** Türkiye İşsizlik Oranı (2001-2008, Yıllık, %) (**Sayfa: 59**)
- Grafik 19:** Fiyat İstikrarı ve Finansal İstikrarı Sağlayan Faizlerin Çıktı Açığı İle İlişkisi (**Sayfa: 72**)

- Grafik 20 - 21:** Rekabetçi Kredi ve Mevduat Piyasalarında Zorunlu Karşılıkların Finansal Aracılık Üzerindeki Etkileri (**Sayfa: 77**)
- Grafik 22:** Rezerv Opsiyon Mekanizması ve Döviz Fiyatına İlimli Etkisi (**Sayfa: 78**)
- Grafik 23:** Simetrik Faiz Koridorunun Operasyonel Çerçevesi (**Sayfa: 81**)
- Grafik 24:** Para Politikası Aracı Olarak Gecelik Borç Alma Faizi (**Sayfa: 81**)
- Grafik 25:** Politika Faizinin Değişmediği Bir Durumda Likidite Arzındaki Değişim (**Sayfa: 84**)
- Grafik 26:** TCMB Resmi Faiz Oranları ve Faiz Koridoru (2010 / 2018) (**Sayfa: 85**)
- Grafik 27:** TCMB Fonlama Kompozisyonu ve Para Politikası Duruşu (**Sayfa: 87**)
- Grafik 28:** Faiz Koridoru Aracının Düzeltici Etkisi (**Sayfa: 89**)
- Grafik 29:** Faiz Koridorunun Küresel ve Yurtiçi Alacaklılara Yönelik Asimetrik Etkisi (**Sayfa: 90**)
- Grafik 30:** Küresel Ekonomi Politikası Belirsizlik Endeksi (**Sayfa: 94**)
- Grafik 31:** Bernanke – Blinder Modelinde Para Piyasası ve Kredi Piyasası İlişkisi (**Sayfa: 113**)
- Grafik 32:** DKREDI'nin DNIGHT'a Tepkisi (**Sayfa: 141**)
- Grafik 33:** DTUFE'nin DNIGHT'a Tepkisi (**Sayfa: 142**)
- Grafik 34:** DSUE'nin DNIGHT'a Tepkisi (**Sayfa: 143**)
- Grafik 35:** DSUE'nin DKREDI'ye Tepkisi (**Sayfa: 144**)

GİRİŞ

Kriz kavramı literatürde çokça tartışılan kavramlardan biridir. Özellikle 1929 Buhranı'yla birlikte ekonomik kriz yazınında belirgin bir artış görülmüş ve bu artış günümüze kadar birikerek gelmiştir. Şüphesiz, krizlerin modellenmesini ve tanımlanmasını içeren dinamik sürecin kaynağında, dünyada aralıklarla yaşanan krizler bulunmaktadır. Her bir kriz kendine has özellikler taşımakta ve bu farklılıklarıyla kriz literatüründe yeni ufuklar açarak literatüre katkıda bulunmaktadır.

1929'dan sonra yaşanmış en sarsıcı kriz olması konusunda genel kabul görmüş olan 2008 Büyük Durgunluğu literatürün kriz kümesini yeniden şekillendirmiştir. Hem teorik hem de politik kulvarda uzunca tartışılmış ve halen de tartışılan durgunluk, genellikle para politikası uygulamalarından, finansal piyasalara ve reel ekonomik aktiviteye doğru bir ilişkiler silsilesi üzerinden açıklanmaya çalışılmıştır. Krizin oluşumunda büyük payının olduğu düşünülen aşırı gevşek para politikası çoğunlukla eleştirilerin merkezinde yer almıştır. Bu eleştiriyle birleşen bir temel eleştiri de finansal piyasaların - risk parametresini hiçe sayarak – zehirli kıymet üretme süreci olmuştur. Öyle ki, krizin küresel bir nitelik kazanması, zehirli menkul kıymetlerin Amerika Birleşik Devletleri' den hareketle dünya ekonomilerine yayılması sonucunda gerçekleşmiştir.

Ayrıca finansal piyasa aksaklıkları ile neredeye paralel bozulma gösteren Amerika Birleşik Devletleri emlak piyasası, ekonomideki tek bir reel söktörde oluşan dengesizliğin, finansal piyasalar ve finansal aracılık yoluyla, devasa bir krize nasıl yol açabileceğinin örneğini oluşturmuştur.

Büyük durgunluk sonrasında ekonomiler küçülmüş, gelirler azalmış ve varlık fiyatları alt – üst olmuştur. Bu yeni durum karşısında merkez bankaları aksiyon almak konusunda yeni eylem planları açıklamışlar ve bu planların merkezinde de geleneksel olmayan ve makroihtiyati para politikaları yer almıştır. FED kaynaklı devasa niceliksel genişleme paketleri açıklanarak, sıfır sınırına çekilen faiz oranları ile donuklaşan finansal piyasaların ve reel ekonomik aktivitenin hareketlenmesi amaçlanmıştır. FED'in bu uygulamaları diğer ekonomileri de etkilemiştir. Başta gelişmiş ülke merkez bankaları

olmak üzere, diğer ülke merkez bankaları da genel eğilime uymaya çalışmış ve bu devasa parasal genişleme sürecinde kendi politika setlerini oluşturmuşlardır.

2008 durgunluğuna giden yolda finansal piyasalardaki risk birikiminin görmezden gelinmesi ile sistemik tehdit unsuru olmaya başlayan hanehalkı bütçeleri ile finansal sektör ve reel sektör firmalarının bilançoları finansal sektör kavramının öne çıkmasına neden olmuştur. Bu bağlamda, finansal istikrar koşullarının, fiyat istikrarı koşullarından daha farklı para politikalarıyla tasarlanması gerektiği düşüncesi öne sürülmüştür. Niceliksel genişlemenin doğal iktisadi bir sonucu olan Amerikan doları arzının aşırı artışı – ekonomiler arasındaki faiz / getiri farkından dolayı – gelişmekte olan ekonomiler için bir finansman kaynağı gibi görünse de, içinde sistemik risklere kaynaklık edecek dinamikleri de içermiştir.

Bu süreçte gelişmekte olan ülke merkez bankaları, olası varlık fiyat balonlarını engellemek adına, geleneksel olmayan para politikaları ile birlikte makroihtiyati para politikalarını da içeren finansal istikrar amacına yönelik politika setleri tasarlamışlardır.

Gelişmekte olan ekonomilere yönelik yukarıda anılan sistemik risk unsurlarının Türkiye ekonomisindeki tezahürü, ilgili ekonomiler arasında oluşan faiz farkından dolayı, kısa vadeli yabancı sermayenin yurtiçine hızlıca giriş yapması biçiminde olmuştur. Bir taraftan bu giriş, Türkiye ekonomisinin 2009 yılındaki keskin daralmadan hızlıca çıkmasına katkı sunmuştur. Ancak 2010'dan itibaren kredi büyüme oranlarının hızlıca artmaya başlamıştır. Bu bağlamda, finansal istikrar koşullarının bozulabileceğine yönelik TCMB öngörülleri, para politikasının fiyat istikrarı temel amacının yanına finansal istikrar amacının da ilave edilerek yeniden tasarlanmasına neden olmuştur.

Bilindiği üzere para politikası uygulamaları finansal sistem ile birlikte, aktarım kanalları marifetiyle reel ekonomik aktiviteye etki etmekte ve dönem(ler) sonunda büyüme performansı ile ölçülmektedir. Bu çalışmanın amacı, büyük durgunluk sonrasında küresel çapta değişime uğrayan para politikasının etkisiyle değişen TCMB para politikasının, kullandığı araçlar ve aktarım kanalları vasıtasıyla ekonomik büyüme sürecine olan etkisini sorgulamaktır. 2011(M1) – 2017(M12) dönemini ele alan çalışmanın ilk bölümünde, kriz tanımları ve özelden finansal krizlerin oluşumu ile kriz modelleriyle birlikte 1990 – 2008 döneminde dünyada yaşanan büyük krizler genel hatlarıyla ele alınacaktır. İkinci bölümde, 2002 – 2008 döneminde Türkiye

ekonomisinin genel görünümü ve makroekonomik büyüklükleri ile 2008 sonrasındaki TCMB para politikasının dinamikleri incelenecektir. Son olarak üçüncü bölümde, ekonomik büyüme modelleri ile para politikasından büyümeye uzanan süreçteki finansal sistem ve aktarım kanlları açıklanacak, incelenen dönemdeki (2011 – 2017) TCMB para politikasının büyümeye etkileri analiz edilecektir.



BİRİNCİ BÖLÜM

FİNANSAL KRİZ VE BÜYÜK DURGUNLUK

1. DÜNYADA 1990 – 2008 DÖNEMİNDE YAŞANAN FİNANSAL KRİZLER

1.1. GENEL ÇERÇEVESİ İLE FİNANSAL KRİZ

Finansal krizler sadece geçtiğimiz çeyrek yüzyıl ya da 20.y.y. süresince görülmüş yeni bir olgu değildir. Geçmişte yönetim aksaklıkları ve banka çöküşlerinin gerçekleştiği birçok dönem yaşanmıştır. Bununla birlikte, özellikle finansal istikrarsızlık biçimlerinden biri olan döviz kuru çöküşleri son yüzyılın ortalarına kadar, sıkça gerçekleşen iktisadi vakalar olmamıştır. Bunun başlıca nedenlerinde biri son yüzyılın ortalarına kadar dünya para sistemine, belli sayıdaki ve altın standardını temel alan güçlü para birimlerinin ve onların uydularının hâkim olmasıdır. Öyle ki, ne I. Dünya Savaşı ne de Büyük Buhran bu sistemde kalıcı zararlar bırakmamıştır. Büyük Buhran ve II. Dünya Savaşı sonrasında altın standardının terk edilmesiyle birlikte ulusal para birimlerinin istikrarı yine ulusal ekonomi politikalarına bağımlı hale gelmiş ve bu karşılıklı bağımlılık piyasa spekülasyonlarına karşı ekonomilerdeki kırılganlıkları arttırmıştır.¹

1.1.1. Finansal Liberalizasyon ve Finansal Kriz İlişkisi

Özellikle 1980 sonrasında hızlanan küreselleşme eğilimi finansal küreselleşmeyi de beraberinde getirmiştir. Gelişmiş ekonomilerin genelinde yönlendirici düşünce çerçevesi olan Liberalizm, finansal alanda da etkinliğini arttırarak, bu alanı kendine has dinamiklerle şekillendirmeye başlamıştır.

Finansal liberalizasyon, finansal piyasalardaki kontrollerin hafifletilmesi ya da bir kısmının kaldırılmasını içerir. Bunun sonucunda, ilgili ekonomideki uluslararası sermaye hesabı dışa açık hale gelerek serbestleşir. Bu duruma paralel olarak, yurtdışında faiz oranları, döviz piyasası, kredi piyasası, bankacılık sistemi ve tümüne etki eden para

¹ Malgorzata Antczak ve diğerleri, "Currency Crises in Emerging-Market Economies: Causes, Consequences and Policy Lessons", ed. Marek Dabrowski, Center For Social and Economic Research, Case Report, NO:51, 2002, s.9.

politikası yeniden düzenlenir. Bu sürece maliye politikası da uyum sağlamak durumundadır.²

1980 sonrası hızlanan liberalizasyon sürecinin devamında, özellikle 1990 sonrasında birçok kriz yaşanmıştır. Finansal küreselleşme sonrası çoğunluğu gelişmekte olan ülkelerde görülmekle birlikte, bir kısmı da gelişmiş ülkelerde yaşanan kriz sayısı artmıştır. 1992-1993'te döviz kuru sistemine dayanan ve Avrupa ülkelerinin bir kısmını içine alan ERM Krizi, 1994-1995'te Tekila Etkisi olarak adlandırılan Meksika merkezli Latin Amerika krizi, 1997 Güneydoğu Asya krizi, 1998 Rusya krizi, 2000-2001 Türkiye ve Arjantin krizleri, 1990-2000 arasındaki on yıla sıkışmış ve önemli sonuçlar ile dersler içermektedir. 1980'den itibaren yaşanmış krizler her açıdan aynı özellikleri taşımazlar. Ancak çoğunun temelinde yerli para – döviz kuru etkileşimini kapsayan para krizlerinin özellikleri yatmaktadır.³

1.1.2. Finansal Kriz Tanımı

Genel çerçevesiyle finansal kriz, ekonomide temel makroekonomik büyüklükleri etkileyen, para tabanlı döviz kuru, cari ödemeler dengesi, yurtiçi ve yurtdışı kredi borç stoku, enflasyon oranı faiz oranı gibi nisbi değerlerin seviyesini değiştirir. Arz ve talep etkileşimine dayanan göstergelerdeki aşırı dalgalanmalar sonucu meydana gelen iktisadi krizler, dengenin hedefinden, ekonomik aktivitede durgunluk oluşturacak şekilde sapması durumudur. Finansal kriz ekonomide faiz oranında aşırı artışlara, üretimde daralmaya, istihdamda düşüşe, üretim kapasitesinin ve üretimin keskin düşüşüne ve nihai olarak da refah kaybına neden olur.

Krizler birçok çalışmada farklı şekilde sınıflandırılıp tanımlanabilmektedir. Buradaki fark, krizlere has temel özelliklerin çatışmadığı ve krizlerin meydana geldiği ülkelerdeki iktisadi temellerin farklı yorumlanmasından kaynaklanan bir farktır.

Kriz sebepleri genel olarak incelendiğinde, aşırı genişlemeci para politikası, aşırı değerlenmiş döviz kuru, yüksek enflasyon ve yurtiçi üretim potansiyeli ile uyumlu olmayan seviyeye ulaşmış cari işlemler hesabı açığı ile karşılaşılabilir. Diğer taraftan aşırı genişlemeci para politikası sonucunda, yurtiçinde hızla artan kredi miktarı

² H.Gül Özer, *Finansal Liberalizasyon Politikaları ve Kriz İlişkisi(1990 Sonrası Asya ve Türkiye Örneği*, (Yayınlanmış doktora tezi) , Sermaye Piyasası Kurulu Yayınları, 2006, s.3,4.

³ Ömer Yılmaz, Alaattin Kızıltan, Vedat Kaya, "İktisadi Kriz Kuramları, Finansal Küreselleşme ve Para Krizleri", *Erciyes Üniversitesi İ.İ.B.F. Dergisi*, S.24(Ocak-Haziran 2005), s.88.

ile finansal kurumların bilançolarındaki varlık – yükümlülük dengesi de bozulabilmektedir.⁴

1.2. FİNANSAL KRİZLERE YOL AÇAN FAKTÖRLER

Genel çerçevesiyle kriz kavramı özelde de finansal kriz kavramı, literatürde çeşitli sınıflandırmalara ve tanımlara bölünmüştür. Bu ayrımlar yapılırken, gelişmiş ve gelişmekte olan ekonomi ayrımı bilhassa yapılmıştır. Krizler oluşum faktörleri ve nitelikleri itibarı ile bir kısım farklılıklar göstermekle birlikte, temelde benzer istikrarsızlık ya da bozulmalardan kaynaklanmaktadır. Kriz literatürüne katkı yapan birçok iktisatçıya göre, krize götüren süreçte yaşananlar çoğunlukla, finansal istikrar ve istikrarsızlık arasındaki alanda cereyan eden politika tercihlerinden oluşur.

Minsky, ekonomilerin genişleme ve yavaşlama aşamalarında kredi arzındaki patlama ve düşüşü gösteren döngüsel değişikliklere vurgu yapmıştır. Minsky' ye göre yatırımcılar genişleme aşamasında geleceğe dair daha iyimserdir ve birçok yatırımın karlılığını yüksek kabul ederler, borçlanma iştahları fazladır. Tersine ekonomik aktivitenin yavaşladığı koşullarda iyimserlik azalır ve daha ihtiyatlı olmaya başlanır. Bu süreçte ödün verenlerin kredi kayıpları artabilir. Bu görüş aynı zamanda, ekonomik dalgalanmalardaki kredi istikrarsızlığına odaklanan, J.Stuart Mill, Alfred Marshall, Knut Wicksell ve Irving Fisher gibi klasik iktisatçıların geleneğidir. Bu çerçevede Minsky iyi zamanlarda kredi arzındaki döngüsel artışların ve daha kaygılı dönemlerde kredi arzındaki daralmaların finansal sistemlerde kırılmalıya yol açtığına ve finansal kriz için risk biriktirdiğini savunmaktadır.⁵

Finansal krizlere yol açan etkenler şu şekilde sıralanabilir, eksik bilgi dağılımı, finansal sektör bilançolarındaki bozulmalar, ekonomide belirsizliğin artması, faiz oranlarında artışlar, bankacılık sektöründe bozulmalar.

1.2.1. Eksik Bilgi Dağılımının Sonuçları: Ters Seçim ve Ahlaki Tehlike Sorunu

Finansal krizlerin oluşumunda temel dengesizlikler, öncelikle ilgili ekonominin finansal sistemindeki aksaklıklar şeklinde ortaya çıkmaktadır. İstikrarlı işleyen

⁴ Jahangir Aziz, Francesco Caramazza, Ranil Salgado, "Currency Crises: In Search of Common Elements", *IMF Working Paper*, No.00/67, 2000.

⁵ Charles P. Kindleberger, Robert Z. Aliber, *Manias, Panics and Crashes*, Fifth Edition, New Jersey, John Wiley and Sons Inc., 2005, s.25

ekonomik yapıda, finans sektörü ve reel sektörün arz-talep koşulları, toplam ekonomik aktiviteyi derinden sarsabilecek nitelikte dalgalanmalar göstermemektedir. Finansal sermayenin maliyeti, reel sektörün arz-talep ve fiyat koşulları ile uyum göstererek kaynak israfı ve verimlilik kayıplarını en aza indirir.

Finansal sistem dâhilinde finansal piyasalar, ekonomideki tasarruf ve yatırım akışının, sermaye birikimini ve mal-hizmet üretimini kolaylaştıracak şekilde etkinlikle yönetilmesine yardımcı olur. Gelişmiş finansal piyasalar ve kurumlarla birlikte çeşitli finansal ürün ve araçların kombinasyonu, ödünç alanların ve ödünç verenlerin dolayısıyla da ekonomik aktivite dâhilindeki birey ve kurumların ihtiyaçlarına cevap vermektedir. Finansal piyasalar toplam ekonomik aktivitenin kesintiye uğramaması adına önem arz eder. Kredi fiyatlamaları ve yatırım getirileri, bireylere ve firmalara, sermayenin maliyeti – getirisi hakkında önemli sinyaller verir.⁶

Finansal piyasalarda veri mahiyetinde akan bu sinyaller ile birlikte, finansal sistemin ve kurumların işlevini etkin olarak getirmesinin önündeki önemli engellerden biri de eksik bilgi dağılımıdır.

Eksik bilgi dağılımı, bir finansal sözleşmenin taraflarından birinin, diğerinden daha az bilgiye(malumat) sahip olmasını ifade etmektedir. Eksik bilgi dağılımı finansal sistemde, ters seçim ve ahlaki tehlike sorunlarını ortaya çıkarır. Ters seçim sorunu iktisadi faaliyet meydana gelmeden önce söz konusudur. Bu noktada fon arz eden kurum fonun kullanıldığındaki seçimini, yüksek faiz oranlarına razı olan, riski yüksek, kredibilitesi düşük birimden yana kullanmaktadır. Bunu sonucunda, batık kredi riskinin yükselmesinin yanı sıra, iktisadi aktiviteyi desteklemesi hedeflenen fonlar, verimli yatırımlara aktarılmak yerine amacının dışında kullanılmış olur.⁷

Ahlaki tehlike sorunu iktisadi faaliyet gerçekleştikten sonra ortaya çıkar. Burada sözleşme taraflarından birinin takip edilemeyen davranışı söz konusudur. Öyle ki, yatırımcı ödünç aldığı fonu geriye ödemediğinde, son borç verici tarafından kurtarılacağına emin ise davranışı sapabilmektedir. Ahlaki tehlike argümanı, yatırımcıların, kredi riskleri ve zarar etme konusunda, hükümetlerin bir şekilde bu risk

⁶ FED, "Please Explain How Financial Markets May Affect Economic Performance", 2005, <https://www.frbsf.org/education/publications/doctor-econ/2005/january/financial-markets-economic-performance/>, (08.06.2018).

⁷ Frederic S. Mishkin, "International Capital Movements, Financial Volatility and Financial Instability", *NBER Working Paper*, No.6390, 1998, s.2

ve zararları çeşitli önlemler olarak sınırlandıracağı beklentisini ticarileştirmesidir. Bu süreçte manipülasyon düşüncesi de bulunmaktadır.⁸

Ek olarak ahlaki tehlike sorunu, kredi kullanan tarafın elindeki kaynağı finansal kurumun bilgisi dışında ve uygun bulmayacağı işlemlerde kullanması olarak da açıklanır.⁹

Bu noktaya kadar, eksik bilgi dağılımı sonucu oluşan ters seçim ve ahlaki tehlike sorunları finansal sistemde aksaklıklar oluşturmakta ve finansal piyasaların etkinliğini bozmaktadır. Bu aksaklıklarla birlikte toplam iktisadi aktivitede ortaya çıkan dengesizlikler de finansal piyasalarda başlayan bozulmaları, şeffaf olmayan, kurumsal nitelikleri zayıf tüzel yapılar aracılığıyla bir finansal krize dönüştürebilmektedir.

1.2.2. Finansal Sektör Bilançolarındaki Bozulmalar

Daha önce de belirtildiği gibi finansal sistem ve bu sistem kümesine dahil olan finansal kuruluşların, ödünç piyasasındaki rolleri toplam ekonomik aktivitenin istikrarı açısından çok önemlidir. Finansal piyasalar ve kuruluşları gelişmiş ekonomilerde, gelişmekte olanlara göre daha büyük, gelişmiş, esnek ve derindir.

Gelişmekte olan ekonomilerde finansal sistemin temel yapısı bankalardır. Finansal piyasalarda aracılık faaliyeti yürüten tüm kurumlar ve özellikle de bankalar, eksik bilgi dağılımı sorunlarını azaltmak adına, ölçeklerinden dolayı sahip oldukları maliyet avantajı ile birçok imkâna sahiptirler. Ödünç piyasasında fon talep edenlerin finansal ödeme kabiliyetleri ve risk durumları bankalar tarafından takip edilebilmektedir. Borç talep edenlerin finansal istihbarat sorguları, finansal kurumların oluşturdukları, firma ve bireylerin verilerini içeren havuzlardan yapılabilmektedir. Bu imkân sayesinde fon ve kaynakların etkin bir şekilde kullanılarak, batık kredi riskinin en aza indirilmesi sağlanmaktadır. Ancak finansal sistemde bankaların ve diğer aracı kurumların kredi arzlarındaki daralmalar ekonomik durgunluğa götüren sebeplerden biri olabilmektedir. Sonuçta, finansal aracılarda olası bozulmalar, kredi arzının hacmini azaltmakta ve bu da finansal krizlerin oluşumuna katkı vermektedir.¹⁰

Finansal sektörün gelişmekte olan ülkelerde 1980 sonrasında hızlıca büyümesi, finansal kurumların bilançolarını krize karşı kırılganlık ve şoklara dayanıklılık açısından

⁸ Charles P. Kindleberger, Robert Z. Aliber, a.g.e. s.22, 204

⁹ Frederic S. Mishkin, a.g.m., s.2

¹⁰ Frederic S. Mishkin, "Financial Policies and the Prevention of Financial Crises in Emerging Market Countries", *NBER Working Paper*, No.8087, 2001, s.3,4

riskli bir çerçeveye taşımıştır. Özellikle ticari bankaların bilançoları, risk dağılımı ve aktarım mekanizmasının temelinde yer almaktadır. Bankaların uzun vadeli borçlarını, kısa vadeli mevduat kabulleri ile çevirmeye çalışmaları ciddi riskler yaratmaktadır. Gelişmekte olan ekonomilerin finansal sistemleri, gelişmiş ekonomilerin pek karşılaşmadığı zorluklarla yüz yüzedir. Örneğin yurtiçi kredi talebini karşılamak için yurtdışından döviz cinsinden borçlanarak, döviz kuru dalgalanmalarına karşı kırılgan hale gelebilirler. Ek olarak, yurtdışındaki mudiler, yerel paranın değerine ilişkin olumsuz beklentilerinden dolayı, mevduatlarını döviz cinsinden tutarak bankaları açık pozisyon yükü ve riski altına sokabilirler. Son olarak hükümetlerin iç borç finansmanındaki açık miktarı, bankaları yüksek miktarda tahvil alımına yöneltebilir. Bu alım, kırılgan ekonomilerde ani faiz artışlarında banka bilançolarının varlık tarafında ciddi değer kayıplarına yol açacaktır.¹¹

Bilindiği üzere dolarizasyon, yerel para birimi rezerv biriktirme özelliği taşımayan ekonomilerde önemli bir sorundur. Temelde, yerel para değerinin istikrarsızlığından kaynaklanmakta ve kronik yüksek enflasyon dolarizasyonu arttırmaktadır. Bu durumda piyasalarda fiyatlamalar döviz cinsinden belirlenmekte, bankalardaki mevduatlar döviz cinsinden tutulmakta ve sonuçta ekonomide bir para ikamesi durumu söz konusu olmaktadır. Finansal sistemde dolarizasyonun artması, ekonomiyi ve merkez bankasını sürekli bir belirsizlik – kırılganlık kaygısına çekecektir.

1.2.3. Ekonomide Belirsizliğin Artması

Finansal piyasalardaki belirsizliğin yükselişi, ödünç verenlerin iyi ve kötü kredileri elemesinde zorluklar yaratmaktadır. Ödünç verenlerin ters seçim ve ahlaki tehlike sorunlarını çözme konusundaki imkânlarının azalması, ödünç verme, yatırım ve finansal piyasalardaki toplam aktivitede düşüşe yol açarak, onları ödünç verme konusunda iştahsız hale getirmektedir. Belirsizlikteki bu artış, piyasalardaki zayıf kurumların iflası ile öne çıkabilir. Fakat daha da önemli olan, gelişmekte olan ülke piyasalarındaki belirsizlik, hükümet politikalarının geleceğe yönelik tasarımındaki belirsizliğin bir sonucu da olabilir.¹²

¹¹ Brad Setser ve diğerleri, "Debt-Related Vulnerabilities and Financial Crises-An Application of the Balance Sheet Approach to Emerging Market Countries", *IMF Occasional Papers* 240, 2004, s.16 – 18.

¹² Frederic S. Mishkin, a.g.m., s.5.

Finansal kriz tartışmalarında yaygın olarak kullanılan bir diğer metafor da “finansal sıkıntı”(financial distress) dır. Sıkıntı terimi kesinlik taşımamakla birlikte, acı/ıstırap hali ya da tehlikenin büyüdüğü bir durum olarak tanımlanmaktadır. Buradaki sıkıntı, ticari ve finansal riskleri yansıtır. Ticari sıkıntı, fiyat dengesizlikleri ile karlılığın azaldığı ve firmaların iflas ettiği durumu ifade eder. Ekonominin geneline yönelik bir mali sıkıntı önemli risk sinyalleri içerir ve ekonomik düzenlemeye ihtiyaç olduğunu kamuoyuna bildirir. Firmalar iflasın eşiğinde olabilirler ve bankaların sermaye yapılarının yeniden gözden geçirilmesi gerekebilir. Ekonominin geneline dair haber veren değişkenlerin ortalama değerlerinden aşırı sapması yatırımcıları endişelendirerek, belirsizliğin bir panik havasına dönüşmesine neden olabilir.¹³

1.2.4. Faiz Oranlarında Artış

Eksik bilgi dağılımı sonucu ortaya çıka ters seçim ve ahlaki tehlike sorunları ödünç piyasasındaki finansal sermayenin maliyetini arttırmaktadır. Bu maliyet artışı firmaların yeni borçlanma ya da menkul kıymet ihracı aracılığıyla fonlamak isteyen kurumlar ve firmalar açısından risk priminin artışı ve faiz oranlarının artışı anlamına gelir. Bu süreçte olası bir sıkı para politikası, özellikle gelişmekte olan ekonomilerde ödünç veren ve alanların finansal pozisyonlarını zayıflatmaktadır. Zayıflama sebebi, kısa vadeli borçlanmanın yüksek faiz maliyeti ile nakit akımlarındaki azalış, varlık fiyatlarındaki düşüşle birlikte net değer düşmesidir. Bu durum ters seçim ve ahlaki tehlike sorunlarının yoğunluğunu arttırarak, borçlanma imkanını azaltır.¹⁴

Kredi tayinlaması tam da bu süreçte ortaya çıkmaktadır. Kredi tayinlaması, finansal kriz sürecini hızlandırıcı yönde bir etki oluşturabilir. Öyle ki, piyasa faiz oranlarının yeterince yükselmesi durumunda, kredi talebindeki artış ya da para arzındaki düşüş nedeniyle, kredi verenlerin kötü kredi risklerine borç verme olasılıkları daha yüksektir. Böyle bir finansal piyasa ortamında en riskli yatırım projelerine sahip olanlar, yüksek kredi maliyetlerine yani yüksek faiz oranlarına razı olurlar. Sağlıklı kredi riskine sahip olanların ödünç alma iştahları, yüksek faiz ortamlarında daha azdır. Ters seçim sonucunda ortaya çıkan başarısızlıklardan dolayı finansal kurumlar, kredi arzlarını

¹³ Charles P. Kindleberger, Robert Z. Aliber, a.g.e., s.94,95

¹⁴ Ulrike Neyer, “Asymmetric Information in Credit Markets and Monetary Policy”, *Royal Economic Society Annual Conference* 148, 2002, s. 1.

daraltacaklardır. Bu da faiz oranlarındaki artışla birlikte, yatırımlarda ve toplam ekonomik aktivitede yavaşlamaya neden olacaktır.¹⁵

Anılan etkilere ek olarak, özellikle gelişmekte olan piyasalarda yüksek enflasyon oranı kaynaklı bir süreç işlemeye başlayarak, faiz oranı artışları ile son bulabilir. Kısa vadeli olmayan yüksek enflasyonla birlikte, eğer piyasa faiz oranı denge seviyesinde değilse finansal yatırımların reel getirisi düşecektir. Reel getiri kaybını minimize etmek isteyen yatırımcılar, menkul kıymet satışı işlemi ile yerel para karşılığında döviz talep ederler. Bu satış işlemi temelde iki sonuç doğurur. Tahvil satışı sonucu tahvilin arzı artarak fiyatı düşer ve faizi yükselir, bu da piyasanın beklediği faiz oranını yükseltir. Ayrıca tahvil satışı sonucu yerel para karşılığında oluşan döviz talebi, döviz kurunu arttırarak yerel paranın değerini düşürür. Ek olarak, ekonomideki toplam borç profili de risk taşıyorsa, yüksek enflasyon ortamında risk primi artarak mevcut faiz oranının yükselmesine fazladan katkı yapacaktır. Bu süreç temel Keynesyen analiz mantığını içermektedir.

1.2.5. Bankacılık Sektöründe Bozulmalar

Bankacılık sektöründe oluşan bir güven kaybı sektörün işleyişini olumsuz etkilemektedir. Bankacılık sektöründeki potansiyel risklerin daha yoğun görüldüğü gelişmekte olan ekonomilerde kur riski, kredi riski ve bilanço riski gibi riskler önemli kırılganlıklar olarak sayılabilir.

Bankaların finansal sistemdeki önemli bir rolü de, veri (malumat) üretme, biriktirme faaliyetlerini tam anlamıyla yerine getirerek, ekonomiye yönelik üretken yatırımların yapılmasını kolaylaştırmaktır. Bahse konu malumat üretimi/birikimi, ekonomik ajanların finansal piyasalardaki kurumlar ile geliştirdikleri finansal araçları kullanma ve kredi işlemlerine dair etik davranış puanlarına yöneliktir. Bankalar bir aktarım mekanizması olarak ekonomideki kaynak dağılımını yönlendiren yapılardır ve bu dağılımın en verimli birey ya da kurumlara ulaşmasına etki ederler. Banka paniği ile ortaya çıkan bir finansal kriz sonucunda, bankalar tarafından yürütülen finansal aracılık faaliyetinin toplamında bir azalma meydana gelecektir. Bu azalma da toplam ekonomik faaliyette azalmaya yol açacaktır.¹⁶

¹⁵ Frederic S. Mishkin, "Anatomy of a Financial Crisis", *Journal Of Evolutionary Economics*, 1992 – 2, s.118

¹⁶ A.g.m, s.120.

Eksik bilgi dağılımı nedeniyle oluşan bir banka paniğinde, mevduat sahipleri mevduat hesaplarının güvenliğinden endişe duyarlar ve hesaplarındaki kıymetlerini çekerek, riskli buldukları bankacılık sisteminden uzaklaştırmak isterler. Kredi ve mevduattaki daralmanın sonrasında görülen banka sektörü bozulmalarının sebebi budur. Eksik bilgi dağılımının bu süreçteki karşılığı, mudilerin bankacılık sistemindeki tüm bankaları aynı kümede değerlendirmesinde yatar. Çünkü mudiler, yoğun bir telaş eşliğinde, mevduat çekim talebi karşısında güçlük yaşamayacak ve varlıkları yükümlülüklerinden fazla olan bir bankada da olsa, hesaplarını nakde çevirip finansal sistemden çıkarlar. Dahası, bankalar olası mevduat çıkışlarına karşı kendilerini korumak adına, mevduat yükümlülüklerinin miktarına oranla daha fazla rezerv tutmak isterler. Banka panikleri faiz oranlarında artışlara neden olmaktadır. Panik, ödünç talebinde bulunanlara yönelik fon arzının kısılmasına neden olduğundan, likiditenin azalması sonucunu doğurur. Ters seçim ve ahlaki tehlike sorunlarının artışı, banka panikleriyle birlikte ekonomik daralmaya neden olmaktadır.¹⁷

1.3. FİNANSAL KRİZ TÜRLERİNİN KRİZ MODELLERİ ÇERÇEVESİNDE İZAH

Küresel çapta yaşanan her kriz ile birlikte ortaya farklı sorunlar çıkmaktadır. İktisat literatüründe kriz türlerini kapsayan ve açıklayan kriz modelleri geliştirilmiştir. Bu modeller krizleri, oluşum nedenleri, etkileri ve sonuçları itibarı ile sınıflandırarak incelemektedir. Bu zamana kadar oluşan temel kriz modelleri üç başlık altında toplanabilir.

1.3.1. Birinci Nesil Kanonik Model

1970'li yıllarda Stephen Salant tarafından geliştirilmiştir. Model, mal piyasalarında uygulanan istikrar politikalarının risklerini temel almaktadır. Modeli para krizlerini açıklamak için kullanan iktisatçı Paul Krugman olmuştur. Krugman, mal piyasalarındaki hedefi mal piyasalarındaki dengeyi sağlamak olan mal kurulları çerçevesinin benzerini para piyasalarında dengeyi hedefleyen merkez bankalarına uyarlamıştır.

¹⁷ A.g.m.,s.121.

Kanonik modelde para krizi, bir mala yönelik spekülâtif saldırılara benzemektedir. Spekülâtörler merkez bankasının döviz rezervlerinin alım-satım işlemi sırasında tükenmesini beklemekte ve tamamen tükenmesinden hemen önce ellerindeki ulusal parayı satarak döviz almaktadır. Sonucunda merkez bankası rezervleri hızlıca tükenmektedir. Spekülâtörler burada sabit döviz kurunun terk edilmesine yönelik atak gerçekleştirmektedirler. Krugman'a göre, kanonik modele dahil olan para krizleri, yurtiçi ekonomi politikaları ile döviz kuru rejimi arasındaki tutarsızlıktan kaynaklanır. Ek olarak kanonik model, para krizlerinde çok kısa süre içinde büyük miktarda döviz cinsinden rezerv kaybının tek başına yatırımcıların ve piyasa yapımcıların davranışlarına bağlanamayacağını ifade eder. Sonuçta döviz fiyatı istikrarını kaybettiğinde, ulusal parayı elde tutmak cazibesini yitirecek ve sermaye çıkışı kaçınılmaz olacaktır. Sahip olduğu iyi yanlara rağmen kanonik model pek çok iktisatçı tarafından, krizlerde yaşananları gerçekçi olarak yansıtmadığı için eleştirilmiştir. Kanonik modelin eksikliklerinin giderilmesi adına, ikinci nesil kriz modelleri geliştirilmiştir.¹⁸

1.3.2. İkinci Nesil Kriz Modelleri

Kanonik kriz modelinin yorumlarında döviz kuru rejiminin ayakta kalma kapasitesi ya da zayıflığı, ekonomideki birey ve firmaların davranışlarıyla ilgisi olmayan, dışsal temeller tarafından belirlenmektedir. Örneğin, finansal piyasadaki katılımcı beklentilerinin finansal dengesizlikleri veya yurtiçi kredi politikalarını etkilemeyeceği varsayımı yapılır. İkinci nesil modellerin çekirdeğini politikalara dair beklentiler ile bunların fiili sonuçları arasındaki etkileşimin, toplam ekonomik aktiviteyi etkileyen kararlara doğrudan yansıdığı düşüncesi oluşturmaktadır.¹⁹

İkinci nesil modeller çoğunlukla konjonktürel politikalara ve kendi kendini gerçekleştiren krizlere odaklanmıştır. Modellerin amacı 1990'ların başındaki Avrupa Döviz Mekanizması (ERM) krizinin açıklanması olmuştur. ERM'ye dair odaklanılan nokta, dönemin konjonktürel şartları ile uyumlu olmayan ekonomi politikalarıdır. Krizin kapsadığı ülkelerin ekonomik temelleri ile uyumlu olmayan olumsuz söylenti ve beklentiler, kendi kendini gerçekleştiren bir süreci krizle sonuçlandırmıştır.²⁰ İkinci

¹⁸ Paul Krugman, "Currency Crises", <http://web.mit.edu/krugman/www/crises.html>, (08.06.2018)

¹⁹ Paolo Pesenti, Cedric Tille "The Economics of Currency Crises and Contagion: An Introduction", *Federal Reserve Bank of New York Review*, September 2000, s.5.

²⁰ Graciela L. Kaminsky, "Varieties of Currency Crises", *NBER Working Paper*, No.10193, 2003, s.1,2

nesil kriz modellerinde temel çerçeve, krizlerin hükümet politikalarındaki tutarsızlıklar sonucunda oluştuğudur. Bu tutarsızlıklarla birlikte ekonomide çoklu denge durumu görülmektedir. Çoklu dengede, birey ve firmalar planlama ufuklarını kaybederek riskli kararlar alabilirler.

1.3.3. Üçüncü Nesil Kriz Modelleri

Birinci ve ikinci nesil kriz modellerinin Doğu Asya krizini tam olarak açıklayamaması sonucunda geliştirilmiştir. Üçüncü nesil modellerin çeşitli yorumları vardır. Mishkin'e göre, eksik bilgi dağılımı temelinde büyüyen finansal sistem sorunları krizlere neden olmaktadır. Finansal krizlerin çoğunda ve bilhassa Doğu Asya krizinde temel neden finans sektöründeki bilanço bozulmalarıdır. Krize giden yoldaki hikâyeye, ani bir finansal liberalleşme ile başlamakta, devamında uluslararası sermaye hesabının üzerindeki kontrollerin kaldırılması ve gelişmekte olan ekonomilere yönelen yoğun yabancı sermaye girişi sonucunda aşırı borçlanmayı konu almaktadır. Ek olarak finansal piyasayı düzenleme - denetleme liyakati olmayan kurumlardaki yetersiz çalışanların toplandığı tablo sonucunda Doğu Asya krizi yaşanmıştır. Bu süreçte kamunun gizli mevduat garantileri de ahlaki tehlike sorunlarını çoğaltmış ve aşırı risk almayı teşvik etmiştir.²¹

Bulaşıcılık ve yayılma etkileri açısından bakıldığında krizlerin çalışma mekanizması değişmektedir. Bulaşma, krizin ilk olarak ortaya çıktığı ülkeden, bu ülkeye karşı finansal bağımlılığı olan diğer bir ülkeye sirayet etmesidir. Ülkelerarası finansal bağımlılık, finansal kurumların büyük sınır ötesi holdinglere sahip olduğu durumu yansıtabilir. Bir diğer biçimi de, dolaylı finansal bağlantılardır. Ortak bir borç veren kurumun (-ların) varlığı bu bağlantıya örnek teşkil edebilir. Ticari bağılıklar ve finansal piyasaların etkileşimi krizin yayılma etkisini hızlandırabilir. Üçüncü pazarlardaki ticari rekabet, bulaşıcılığa maruz kalan ekonomileri döviz kuru üzerinden baskılar ve devalüasyonu tetikleyebilir. Fratzscher, para krizlerinde bulaşma etkisini incelediği çalışmasında, standart kriz modellerinin zayıf performansının temel nedeninin, bulaşma rolünü ihmal etmekte yattığını savunmaktadır.²²

²¹ Frederic S. Mishkin, "Lessons from the Asian Crisis", *NBER Working Paper*, No.7102, 2001, s.710,711.

²² Marcel Fratzscher, "On Currency Crises and Contagion", *European Central Bank Working Paper Series* No.139, April 2002, s.7, 8, 26, 27.

Üç ana kriz modelinin ifade ettiklerinden hareketle, finansal krizlerin oluşum faktörlerinin çoğunlukla birbirini etkileyen olgular oldukları anlaşılmaktadır. Finansal kriz türleri incelenirken de görüleceği üzere, krizlerin cereyan etme kompozisyonları benzerlikler içermektedir. Dolayısıyla, finansal kriz türleri farklı başlıklar altında incelenecek olsa da, kriz evrensel kümesi içerisinde karşılıklı etkileşim içerisindedirler. Ekonomi literatüründe finansal krizlerin türleri incelendiğinde temelde dört başlık ile karşılaşılmaktadır.

1.3.4. Para Krizleri

Para krizlerinin özellikleri diğer kriz türlerinden daha keskin hatlarla ayrılmaktadır. Para krizlerinin doğası zamanla evrime uğradıkça, üzerine yapılan araştırmaların sayısı da artmıştır. Literatür para krizlerinin temel sebeplerine odaklanmıştır. Ekonomilerde çoklu dengenin kapsamının genelde finansal değişkenlerin ve özellikle de bilançolardaki değişikliklerin para krizlerini nasıl başlattığının altı çizilmiştir. 1990'lerden sonra Doğu Asya ve Latin Amerika krizleri, döviz kuru ve varlık fiyatlarındaki dalgalanmaların, reel sektör ve bankacılık sistemi bilançolarındaki bozulmaları nasıl etkilediğini ortaya çıkarmıştır. Finans sektörü ve özel sektöre ilişkin kırılganlıklar varlık fiyatlarını, döviz kuru ve yerli paranın değeri ile bağlantılı olarak direkt etkilemektedir. Bu kırılganlıklar ve bilanço bozulmaları, para krizlerinin yaşanmasında anahtar rol oynamaktadır. Örneğin bir krizi, yerel para birimi üzerine spekülatif bir saldırı sonucunda devalüasyona yol açar ya da derin bir değer kaybını, devamında da uluslararası döviz rezervlerinde erimeyi beraberinde getirir. Böyle bir ekonomik ortamda da, faiz oranları aşırı yükselerek mevcut ekonomi yönetimini sermaye kontrolleri uygulayarak yerel para birimini savunmaya zorlar.²³

Krugman'a göre para krizinin genel kabul görmüş, resmi bir tanımı yoktur. Para krizleri ancak meydana geldiğinde tanınabilir. Buradaki anahtar unsur, yatırımcıların yerli para satın döviz satın aldığı, yani yerli paradan kaçtığı/çıktığı döngünün mantığıdır. Öyle ki, yatırımcılar, olası bir devalüasyonun korkusunu yaşarlar ve bu devalüasyonun ne kadarlık kısmının tam olarak sermaye kaçışından kaynaklandığının kaygısını yaşarlar.²⁴

²³ Stijn Claessens, M.Ayhan Köse, "Financial Crises: Explanations, Types and Implications", *IMF Working Paper*, No.13/28, 2013, s.11,12.

²⁴ Paul Krugman, "Introduction to Currency Crises", *NBER Working Paper*, No.8687, 2000, s.1.

Para krizlerinde devalüasyon sürecinin yanında tetikleyici bir süreç olarak ani duruşlar büyük önem taşımaktadır. Özellikle gelişmekte olan piyasaların dahilinde ortaya çıkan bir durumdur. Ani duruş, ekonomiyi finanse eden ve yurtdışından giriş yapan sermaye akımlarının çok kısa bir süre içerisinde, keskin bir şekilde azalması ve durma noktasına gelmesidir. Ani duruşun devamında, mevcut makroekonomik koşullara göre, yabancı sermaye akımlarının tersine dönerek kısa sürede yurtdışına çıkışı da söz konusu olabilmektedir.

Eichengreen'e göre ani duruşların hem finansal hem de reel etkileri vardır. Öncelikli olarak ortaya çıkan finansal etkiler, yerel paranın aşırı değer kaybı, döviz rezervlerinin erimesi ve hisse senedi fiyatlarında düşüştür. GSYH büyümesi yavaşlamakta, yatırımlar azalmaktadır. Ani duruşların devamında yaşanan para krizlerinin hasarlarını azaltmaya yönelik politikalar, genellikle çoğu krizin sonunda uygulanan kemer sıkma politikaları olmuştur. Bu politikalar, para arzının daraltılması, vergi oranlarının artırılmasını içermektedir.²⁵

1.3.5. Bankacılık Krizleri

Bankacılık sektöründe yaşanan krizler incelendiğinde, krizlerin, bilançolarında yükümlülükleri varlıklarından niceliksel olarak daha fazla olan bankaların bahse konu yükümlülüklerini yerine getirememekten kaynaklanır. Banka başarısızlıkları ve banka iflaslarının yaşandığı ekonomilerde, mudiler mevduatlarını sistemden hızla çekerler ve panik dalgası başlamış olur. Bu durumla birlikte, bankaların öz sermaye yeterlilikleri sıfırın altına düşecek, özellikle de gelişmekte olan ekonomilerde finansal sistemin en önemli ödünç vericisi olan bankacılık sistemi çökecektir. Bankacılık sisteminde iflaslar yaşanmadan önce hükümetler iflası önlemek ve finansal sistemin işlerliğini sürdürmesi adına, bankaları kurtarma ya da kamulaştırma yolunu da seçebilirler. Bankacılık krizleri, finansal aktarım mekanizmasını öğeleri arasındaki bağımlılıktan dolayı, para krizlerini zamansal olarak daha öne çekmiştir.²⁶

IMF iktisatçılarının bir çalışmasına göre, 1990 sonrası yaşanan bankacılık krizleri genel olarak bankaların bilançolarındaki varlıkların kalitelerindeki bozulmalardan kaynaklanmaktadır. Bankacılık krizlerinin safhalarında dikkat çeken

²⁵ Barry Eichengreen, Poonam Gupta, "Managing Sudden Stops", *World Bank Policy Research Working Paper*, No.WPS 7639, 2016.

²⁶ Turan Yay, G.Gürkan Yay, "1990'lı Yıllarda Finansal Krizler ve Türkiye Krizi", *İktisat Yazıları*, Ankara: 1. Basım, 2007, s. 341.

olumsuzluklar, bankaların bilançolarındaki geri ödenmeyen krediler, gayrimenkul fiyatları ve hisse senedi fiyatlarındaki büyük dalgalanmalar ve ticari faaliyetlerdeki iflas beklentileridir.²⁷

1.3.6. Sistemik Finansal Krizler

Sistemik finansal krizler, finansal piyasaların, diğer piyasaların etkin faaliyet gösterme potansiyelini zarara uğratarak, reel ekonomide ciddi hasarlara neden olan krizlerdir. Yapısal olarak sistemik bir finansal kriz, içinde para krizini barındırabilir. Ancak para krizi, yurtiçi ödemeler sistemindeki ciddi bir bozulmayı içermek zorunda değildir. Bu nedenle para krizi, sistemik finansal krize yol açmayabilir.²⁸

Calvo'ya göre sistemik finansal krizlerin birbirine benzerliği söz konusudur. Kriz aşamaları arasındaki paralellikler dikkat çekicidir. Sistemik krizlerin önemli ortak özelliklerinden biri, ilgili konjonktüre dair finansal tablonun iyi tanınmayan, tanımlanmamış kısmında başlaması ve başlangıcında borç stoklarının anahtar rol oynamasıdır.²⁹

Eşikaltı konut kredilerinin sağlıksız kapitalizasyonunun tetiklediği Büyük Durgunlukta da benzer bir örüntü yaşanmıştır. Eşikaltı kredilerin ipotek kalitesinin zayıflığı bilinmekteydi. FED' in faiz oranlarını 2004 yılından itibaren kademeli olarak arttırması sonucunda, bu ipoteklerin zayıf yapılarının yüksek faiz şartlarında fazla ayakta kalamayacağı ciddi endişe kaynağıydı. Eşikaltı ipotek kredilerinin ABD konut sektörünün stok değeri içindeki payı oldukça düşüktü (~ % 3,8). Bu küçük segment kredi türünün oluşturacağı riskin, uygun politikalarla kolaylıkla sınırlanacağına inanılıyordu.³⁰

Bu tür küçük sermaye piyasası işlevsizliklerinin önemsenmeyen etkisi, sistematik finansal krizlerin bir özelliğidir. Riskli bir metotla kapitalize edilmiş, küçük bir finansman, aktarım mekanizmaları sayesinde sistemin geneline yayılarak, sistemik krizi başlatabilir.

Bu aşamadaki temel şüpheliler, ilgili dönemde iyi anlaşılabilen ve yapının altına gizlenen çeşitli finansal kırılganlıklardır. Örneğin, büyük cari açık ve yabancı

²⁷ IMF, "Financial Crises: Characteristics and Indicators of Vulnerability", *IMF World Economic Outlook*, Mayıs 1998, s.76.

²⁸ A.g.m, s.75.

²⁹ Guillermo Calvo, "Easy To Explain, Hard To Prognosticate – Discussion Notes On Systemic Sudden Stops", *Centro de Estudios Espinosa Yglesias – Mexico*, Haziran 2009, s.1,2.

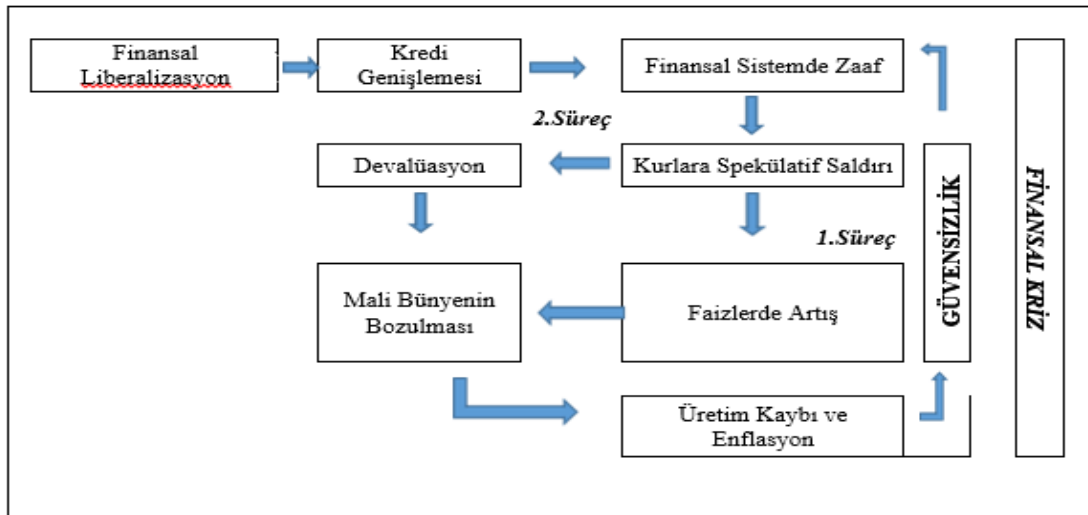
³⁰ A.g.m, s.3.

para cinsinden olan borçlardaki kırılabilirlik, sistemik ani duruşlarla birlikte, birçok sistemik finansal krizin yaygın öncülleri olmuştur.³¹

2008’ de başlayan Büyük Durgunlukta finansal sistemdeki en önemli risk türü, karşı taraf riski ya da temerrüt riski olmuştur. Kısaca temerrüt riski, borçlunun geri ödeyebilme kabiliyetinin tehlikeye girmesidir. Karşı taraf riski, eksik bilgi dağılımı nedeniyle yaygın risk özelliği taşır. Bireyler ve firmalar tipik olarak diğer birey ve firmalara göre, kendi finansal durumları ile gelecekleri hakkında daha fazla bilgiye sahiptirler. Konut ipotek krizi olarak 2008’de ABD’de başlayan krizde, Bear Stearns, Lehman Brothers, AIG, Fannie Mae ve Freddie Mac gibi çok büyük firmalar iflas etmiş ya da iflas etmemeleri için devlet müdahalesi gerekmiştir. ABD hazine bakanlığı ve FED’ in iflasları önlemek adına müdahalelerinin sebebi, finansal sistemi ve ekonomiyi sistemik riskten korumak olmuştur. Finans sektörü firmaları reel sektör firmalarına nazaran sistemik risk tehlikesine daha duyarlıdır. Çünkü finans sektörü firmaları, sektördeki faaliyetlerin benzerliği nedeniyle, karşılıklı bağılıkları daha yoğundur. Uzun vadeli varlıklarını, kısa vadeli borçlar ile finanse etmeye yatkındır ve yüksek kaldıraç oranları kullanırlar. Büyük Durgunlukta karşı tarafın iflas olasılığı sistematik riski ortaya çıkarmış ve krizin yayılma hızını arttırmıştır.³²

Sistemik krizlerin oluşumu ve işleyişi şekil 1’ den incelenebilir.

Şekil 1: Sistemik Krizlerin Oluşumu ve İşleyişi



Kaynak: İlker Parasız, Melike Bildirici, “Finansal Makroekonomi: Ekonomik Dalgalanmalar ve Krizler”, Ezgi Kitabevi, Bursa, 2003, s.562.

³¹ A.g.m., s.3.

³² James Bullard, Christopher J. Neely, David C. Wheelock, “Systemic Risk And The Financial Crisis: A Primer”, *Federal Reserve Bank Of St. Louis Review*, September/October 2009, 91(5,Part 1), s.407.

1.3.7. Dış Borç Krizleri

Dış borç krizi bir ülkenin kamu ya da özel kesim borcundan kaynaklanan yükümlülükleri yerine getirmemesi ya da getirememesi durumunu ifade etmektedir.

Bazı durumlarda, para, bankacılık ve borç krizleri eş zamanlı ortaya çıkabilmektedir. Bankacılık sektöründeki sorunlar borç krizlerini öneleyebilir. Dış borç krizlerinin oluşumundaki ana sebeplerden biri, ülkelerin dışarıdan sağladıkları finansmanı, döviz kazandırıcı yatırımlara yönlendirmeyip, tüketim odaklı harcamalara yöneltmeleridir. Burada bir tahsis sorunu ortaya çıkmaktadır. Yabancı fonların verimsiz alanlarda kullanılması ve çoğunlukla tüketime kaynak teşkil etmesi, şüphesiz döviz kuru üzerinde baskı oluşturacaktır. Bu baskı, dışarıdan gelen yabancı finansal sermaye sabitken, yerel para da değer kayıpları yaşatacaktır. Yerel paradaki değer kaybı, piyasalardaki fiili faiz oranlarını yükseltici etki oluşturarak, para otoritelerinin para politikası alanındaki hareket kabiliyetini azaltabilecektir.

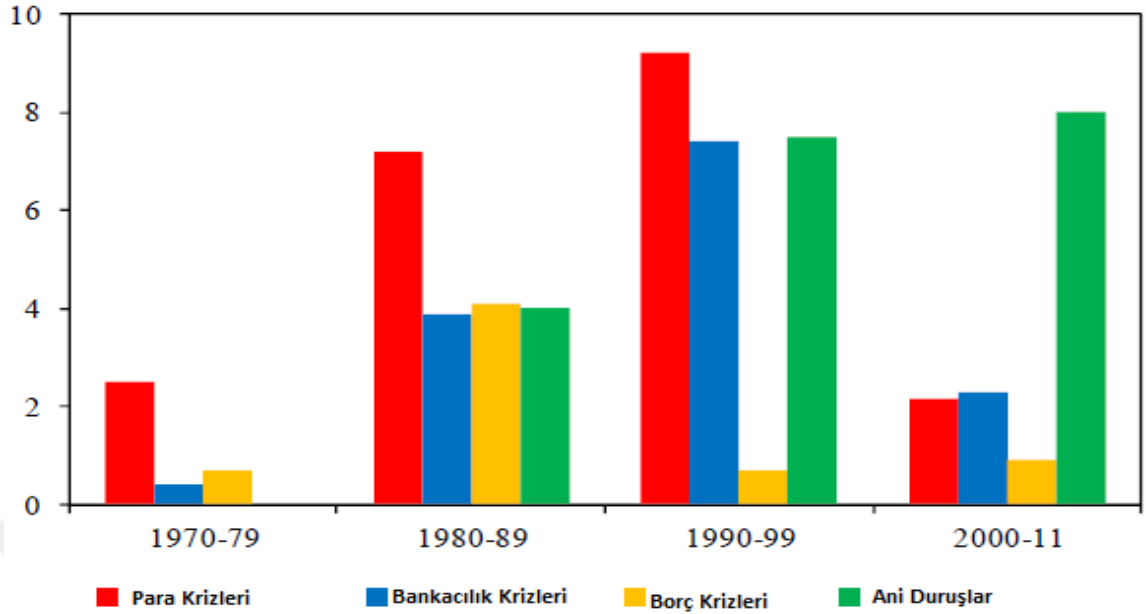
Dış borç krizlerinin habercileri genellikle, finansal sistemin bankacılık sektöründeki geri dönmeyen krediler olmaktadır. Bununla birlikte ulusal para ve döviz cinsinden tahvil, senet ve cari hesap ödemelerinin vadesinde yapılamaması da, borç yapılandırması taleplerini gündeme getirmektedir. Yapılandırma söylentileri, piyasalardaki belirsizliği arttırıp, strese neden olmaktadır.³³

1.4. 1990 - 2008 DÖNEMİNDE DÜNYADA YAŞANAN FİNANSAL KRİZLERE GENEL BAKIŞ

1990 sonrasında dünya çapında görülen krizlerin sayısında, geçmişe nazaran ciddi bir artış görülmektedir. Grafik 1'den de görüleceği gibi bu krizler çoğunlukla para, bankacılık ve ani duruş krizleri olarak yaşanmıştır.

³³ Andrea Pescatori, Amadou N.R. Sy, "Debt Crises And The Development Of International Capital Markets", *IMF Working Paper*, No.04/44, 2004, s.6.

Grafik 1: On Yıllık Ortalama Finansal Kriz Sayısı



Kaynak: Stijn Claessens and M. Ayhan Köse, “Financial Crises: Review and Evidence”, *Central Bank Review* Vol.13, September 2013, s.13.

Bu kısımda 1990 sonrası yaşanan başlıca finansal krizler genel özellikleriyle incelenecektir.

1.4.1. Avrupa Döviz Kuru Mekanizması (ERM) Krizi (1992-1993) ve AB Ekonomisine Etkileri

Avrupa döviz kuru mekanizmasını kısaca tanımadan önce Avrupa Parasal Sistemine kısaca değinmek faydalı olabilir. Avrupa Parasal Sistemi (European Monetary System – EMS) 1979 yılında Avrupa Topluluğu’ndaki döviz kuru istikrarı, ekonomik ve parasal politikaların yakınlaştırılmasını teşvik etmek amacıyla tasarlanmıştır. EMS’ nin en önemli ögesi, sabit fakat aynı zamanda da kendi içinde ayarlanabilen bir döviz kuru mekanizmasına (ERM) dayanmasıdır. ERM, merkezi parite sisteminin, değişen ekonomik koşulları ve sisteme katılımcı olan ekonomilerin göreceli performansını dikkate alacak şekilde değiştirebileceği bir mekanizma olarak dizayn edilmiştir.³⁴

EMS temel hedef olarak Avrupa’da bir parasal istikrar bölgesi oluşturmak için kurulmuştur. Sistemdeki sabit fakat ayarlanabilir bir tünel çerçevesinde -%2,5 ~ %2,5

³⁴ Jerry Coakley, “The ERM Crises and Maastricht”, *Review Of International Political Economy*, Vol.2, No.3, Summer 1995, s.548.

bandının sınırladığı bir aralıkta katılımcı ülkelerin para birimleri dalgalanmaktaydı. Para birimlerinin değerleri bu bandın dışına çıkma olasılığı ile karşılaştığında, ilgili ülkelerin para otoriteleri tarafından savunulması gerekiyordu. 1990 yılının başlarında Avrupa Topluluğu ülkelerinin uluslararası sermaye hareketlerinin serbestleştirilmesi doğrultusunda, sermaye akımlarına açık hale gelmesi ekonomileri daha kırılgan hale getirmiştir. Serbest sermaye hareketleri ile birlikte sistem spekülâtif ataklara açık hale gelmiştir. Bununla paralel olarak, ulusal merkez bankaları ERM sistemine bağlı kalmak adına, para politikası aracı olarak kısa vadeli faiz oranlarını kullanarak spekülâtif ataklara, karşı koyabilme kabiliyetini yitirmiştir.³⁵

Genel görüşe göre ERM krizinde iki faktör kritik rol oynamıştır. Bunlar, sermaye hareketlerinin tam serbestisi ve Ekim 1990'da Berlin duvarının yıkılarak Almanya'nın birleşmesidir. Bu faktörler, ERM sistemine makroekonomik yapıları açısından uygun olmayan ülkeler adına bir politika karmaşasına yol açmıştır. İtalya ve İspanya'nın yerel para birimlerinin zayıflığı ve yüksek enflasyon oranları sistem için önemli kırılganlıklar oluşturmuştur. Kriz sırasında, sistem gereği dalgalanmaya bırakılan üye ülkelerin para birimleri spekülâtif baskılara maruz kalmıştır³⁶

Krugman'a göre 1992 sonbaharında aşırı miktardaki sermaye akımı İngiltere, İtalya ve İspanya'nın EMS'nin döviz kuru mekanizmasının \pm % 2,5 dalgalanma bandının dışına çıkmasına neden olmuştur. 1993 yılında diğer bir sermaye akımı, Fransız Frangı'nın planlanan kur mekanizmasının içinde kalabilmesi adına, döviz kuru bandı genişletilmiştir. Devamında İngiltere ERM' den çıkış kararı almış ve Sterlin'in değeri ERM'ye giriş öncesi seviyelerine dönmüştür. Krizde ilk göze çarpan George Soros'un Sterlindeki devalüasyon olasılığını önceden sezerek para birimine karşı spekülâtif bir atak sonucunda 15 milyar Dolarlık alım yapmasıdır. Bu spekülasyon ERM krizinde önemli bir rol oynamıştır.³⁷

ERM krizi, genel hatlarıyla ikinci nesil kriz modellerinin çerçevesine uymakta ve bir para krizi özelliği taşımaktadır. Krize dair ampirik çalışmalar, yayılma ve bulaşıcılık etkilerinin önemli rol oynadığını göstermektedir. Spekülâtif saldırıya

³⁵ Daniel Gros, "The EMS Crisis of The 1990's Parallels With The Present Crisis ?", *CEPS Working Document*, No.39, March 2014, s.2.

³⁶ Andre Sapir, "Financial Crises Under Two European Monetary Regimes: EMU vs. EMS", *Progress Through Crisis?*, ed. Ivo Maes, Frank Moss, European Central Bank, 2014, ss.53,54.

³⁷ Paul Krugman, "Currency Crises", <http://web.mit.edu/krugman/www/crises.html>, (08.06.2018)

uğrayan ülkelerin makroekonomik açıdan çok farklı özelliklere sahip olması, saldırıların sadece bu farklılıklara dair zayıflıklardan kaynaklandığını açıklamaktadır.³⁸

1.4.2. Meksika Krizi (1994 – 1995)

1980'lerin sonu ve 1993 yılları arasında Meksika, hızlı bir ekonomik dönüşüm yaşamıştır. İstikrar önlemleri, yapısal reformlar mali açıklarda keskin düşüşe neden olmuş ve enflasyonun da tek haneye düşmesini sağlamıştır. 1987 yılında %159 olan enflasyon oranı, 1994 yılı sonunda ortalama % 7 seviyesine gerilemiştir. Enflasyonun tek haneli seviyelere düşmesinde tercih edilen döviz kuru politikası etkili olmuştur. Meksika hükümeti ERM' ye benzer bir kur sistemi benimsemiştir. Bu mekanizma, bandın tabanı sabitken, tavanın da ABD dolarına karşı önceden belirlenmiş bir oranda değer kaybetmesine izin verilmiştir.³⁹

Ocak 1990 ve Aralık 1993 döneminde tüketici fiyatları bazlı reel döviz kuru yaklaşık %35 civarında değer kazanmış ve bu durum da ithalatı cazip hale getirerek cari açığı arttırmıştır. Bu sermaye girişini sterilize etmek için yetkililer Peso cinsinden büyük miktarda kısa vadeli hazine bonosu ihraç etmiştir.⁴⁰

1993 yılının sonunda Meksika'nın ekonomik görünümü parlak görünmekteydi. Aynı zamanda ABD kongresi tarafından onaylanan NAFTA (North America Free Trade Agreement) ile ABD – Meksika arasındaki ticaret engelleri ortadan kalkmış, ortak pazar sayesinde Meksika malları ABD pazarına gümrük vergisi maliyeti olmadan girme imkanı kazanmıştır. Diğer taraftan Meksika'nın cari açığı yumuşak karnı olarak risk unsuru olmuştur. 1989'da 6 milyar Dolar olan cari açık, 1991'de 15 milyar Dolara 1992 - 1993'te de 20 milyar Dolara kadar yükselmiştir. Siyasi ve yapısal reformların beslediği yabancı sermaye girişi, Meksika Pesosunun aşırı değerlenmesine yol açmıştır. İthalat cazip, ihracat ise maliyetli bir hal almıştır.⁴¹

Ancak sağlam makroekonomik politika duruşu, 1994 yılında önemli ölçüde zayıflamıştır. Maliye politikası gevşemiş, harcamalar arttırılmıştır. Finansal sisteme yönelen kredi miktarı Mart 1994'te 15,7 milyar Peso iken, Eylül 94'te 36,5 milyar Peso'ya ulaşmıştır. Yurtiçindeki seçim süreci eşliğinde genişleyen krediler ve maliye

³⁸ IMF, a.g.m., s.75,84,85.

³⁹ Paul R. Masson, Pierre-Richard Agenor, "The Mexican Peso Crisis: Overview and Analysis OF Credibility Factors", *IMF Working Paper*, No.96/6, 1996, s.1 - 3.

⁴⁰ A.g.m., s.4.

⁴¹ Joseph A. Whitt Jr, "The Mexican Peso Crisis", *Federal Reserve Bank Of Atlanta Economic Review*, January/February 1996, s.1,2.

politikası, yatırımcılar tarafından belirsizlik unsuru olarak algılanmış ve sermaye çıkışları gerçekleşmiştir. Peso üzerindeki baskı daha da artmış, döviz rezervleri 1994 Mart – haziran döneminde 10 milyar Dolar erimiştir.⁴²

Mishkin'e göre Meksika krizinin oluşumunda iki etken anahtar rol oynamıştır. Birincisi, 1982 yılında kamulaştırılan bankaların birçoğunun 1990'ların başında özelleştirilmesiyle birlikte, özel sektöre sağlıksız krediler kullandırılmasıdır. Burada firmalar ve hanehalkı aşırı risk almıştır. Bu risk de, Meksika ekonomisinin aşırı ısınmasına yol açmıştır. Aynı zamanda Meksika bankacılık sistemi, kredi kullandırırken, ödünç alaların finansal risklerini yeterince ölçecek uzmanlığa sahip değildi. İkinci olarak, Meksika finansal piyasalarının hızla genleştiği ve kredi hacminin şiştiği bir ortamda, FED yurtiçinde beklenen enflasyonun artışına yönelik beklentilerinden dolayı politika faizini arttırmıştır. Bu artış, Meksika'daki faiz oranlarına yukarı yönlü baskı yaparak, yüksek borç oranlarına sahip olan bankacılık sektörü ve özel sektörün bilançolarının bozulmasına neden olmuştur.⁴³

Sonuç olarak belirsizlikteki artış, borsalardaki düşüş, faiz oranlarındaki artışlar ve bilançolardaki bozulma ters seçim ve ahlaki tehlike sorunlarını arttırarak, Meksika ekonomisini finansal krizin içine sürüklemiştir. Meksika ekonomisinde krizin ilk sonucu, Aralık 1994'te Pesonun % 15 devalüe edilmesi olmuştur. Aynı ay içinde dalgalanmaya bırakılan Peso, bir ay içinde % 40 değer kaybetmiştir. Ulusal paradaki bu değer kaybı enflasyonu yükseltmiş, faiz oranları da paralelinde artmıştır. Daralan iç talep sonucunda da, GSYH % 7 oranından küçülmüştür.

1.4.3. Olumlu Ekonomik Şartlar Altında Başlayan Doğu Asya Krizi (1997-1998)

Asya krizi, Tayland, Endonezya, Malezya ve Güney Kore'yi kapsayan, yoğunlukla Asya'nın Doğusundaki ülkeleri etkileyen bir finansal kriz olmuştur. Doğu Asya ülkeleri ile reel ekonomi ve finansal sektör açısından kuvvetli bağları olan Çin ve Japonya da krizden ilk olarak etkilenen ülkeler arasındadır.

1997 yılının sonlarında birçok Asya ülkesini etkisi altına alan finansal kriz, beklenmedik bir şiddetle gelişmiştir. Asya krizinin odağında yer alan Doğu Asya ülkeleri, yüksek tasarruf oranı, hızlı ekonomik büyüme ve kişi başına düşen GSYH'daki

⁴² Paul R. Masson, Pierre - Richard Agenor, a.g.m., s.3,4.

⁴³ Frederic S. Mishkin, "Understanding Financial Crises: A Developing Country Perspective", *NBER Working Paper*, No.5600, May 1996.

ciddi artışlarla dikkati çekmiştir. Bu açıdan gelişmekte olan ülkelere örnek teşkil etmişlerdir. Asya krizi öncesindeki dönemde, kriz yaşayan ülkelere yüksek miktarda yabancı sermaye girişi olmuş ve süreç hızlı bir finansallaşmayı beraberinde getirmiştir.⁴⁴

Bilindiği üzere üçüncü nesil kriz modelleri, para krizlerini açıklarken krizlerden önce finansal piyasalarda yaşanan aşırı genişlemeyi ve sonucunda varlık fiyatlarının artış yönündeki dengesizliklerinden bahsetmektedir.

Yukarıda altı çizilen, Asya krizi öncesinde ekonomilere yönelen büyük sermaye akımları, kredi piyasasında bir patlamaya yol açmıştır. Bu patlama ile varlık fiyatları dalgalanmış ve bilançolarda bozulmalar başlamıştır. Üçüncü nesil kriz modelleri Asya krizinden önemli ölçüde etkilenmişlerdir. Öyle ki, ilgili ekonomilerde makroekonomik dengesizlikler krizden önce zararsız görünmekte ve finansal pozisyonlar da risk teşkil etmemekte, hatta kimi dönemlerde fazla vermektedir. Cari açık yönetilebilir görünmektedir. Ancak, bilanço bozukluklarının ve kırılgan finansal sistemlerin krizlere nasıl yol açacağı Asya krizinde çarpıcı bir şekilde ortaya çıkmıştır.⁴⁵

Asya Krizine yol açan nedenler genel hatlarıyla şu şekilde sıralanabilir:

- Büyük dış açıkların oluşması, menkul kıymet ve mal piyasalarındaki aşırı değerlendirme,
- Hem firmaların hem de finansal sektörün döviz riskine maruz kalmasına neden olan para politikasının yüksek faiz baskısıyla karşı karşıya olması,
- Bankaların kredi portföylerinin kalitesinde aşırı bozulmaya yol açan, hükümet güdümlü kredilendirme uygulamaları ile birleştiğinde önleyici kuralların eksikliği ve finansal sistemin yetersiz denetimi. (Ahlaki tehlike sorunu),
- Piyasa katılımcılarının iktisadi temelleri gerçekçi bir şekilde görmesini engelleyen sınırlı veri mevcudiyeti ve şeffaflık yoksunluğu nedeniyle ortaya çıkan sorunlar,
- Doğu Asya ekonomilerindeki döviz kurlarının çoğunun ABD dolarına sabitlenmesiyle birlikte, Dolar / Yen paritesindeki geniş dalgalanmalar,

⁴⁴ IMF Staff, "The Asian Crisis Causes and Cures", *Finance & Development*, June 1998, s.18.

⁴⁵ Stijn Claessens, M.Ayhan Köse, "Financial Crises: Explanations, Types and Implications", *IMF Working Paper*, No.13/28, 2013, s. 8,9.

uluslararası rekabet gücündeki değişimlerle krizin gelişmesine katkıda bulunmuştur. Bilhassa, 1995 ortalarından itibaren ABD dolarının Japon Yeni'ne karşı değer kazanması ulusal parasını dolara sabitleyen ülkelerin uluslararası ticaretteki rekabetçiliğini zayıflatarak, ihracat miktarlarındaki düşüşler nedeniyle cari açıklarını arttırmıştır.⁴⁶

Krugman' a göre Asya krizinin temel nedeni, ilgili ülkelerin sürdürülemez cari açıkları ve ülke ekonomilerinin sektörleri hakkında tam bilgiye sahip olmayan yabancı yatırımcıların emlak sektörü gibi spekülatif bir sektöre yatırım yapmalarındır. Tayland, Malezya ve diğer ülke hükümetleri, finansal tabloların yarattığı risk konusunda IMF ve Dünya Bankası tarafından uyarılmışlardır.⁴⁷

Kindelberger'e göre, 1995 yılından itibaren Japonya ve Doğu Asya ülkelerinde emlak ve hisse senedi fiyatlarındaki artış ile birlikte gerçekleşmiştir. Japonya, ABD ve Avrupa firmaları da bu ülkelere düşük ücret ve düşük maliyetli tedarik kaynaklarından dolayı yatırım yapmışlardır. Yatırımlar ile eşanlı gelişen sermaye akımları da Doğu Asya ekonomilerinde risk biriktiren bir diğer unsurdur. Bu risk fiyat hareketlerindeki dalgalanmaların, sertçe yaşanmaya başlamasıyla birlikte beliren likidite krizlerinin tetiklediği tersine dönen yabancı sermaye akımları, gelişmekte olan borçlu ekonomileri, kısa vadeli ve aşırı borç yüküne sahip, dolarize olmuş ekonomiler haline getirmektedir. Bu ani çıkışlar, yerli parada aşırı değer kaybına neden olmakta ve krizi hızlandırmaktadır.^{48,49}

Buraya kadar ifade edilen tüm riskler ışığında, 1997 yılı ortalarında Güneydoğu Asya ülkelerinde başlayan krizin ilk etkisi Tayland'ın para birimi olan Bahtı % 40 oranında devalüe etmesi olmuştur. Kriz, 1997 yılının sonlarına doğru, bölge ülkelerinin karşılıklı bağımlılık ilişkileri nedeniyle bölgenin geneline sirayet etmiştir. 1997 yılı sonunda, ülkelerde ortalama olarak, borsalar % 40, yerel para birimleri de % 30 oranında değer kaybı yaşamıştır. Devam eden süreçte bankacılık sektöründeki zayıflıklar IMF tarafından da uyarılınca oluşan panik nedeniyle finansal piyasalarda telaş baş göstermiştir. Endonezya Rupisi dolara karşı % 379 oranında değer

⁴⁶ IMF Staff, a.g.m., s.18,19.

⁴⁷ Paul Krugman, a.g.m.,(08.06.2018)

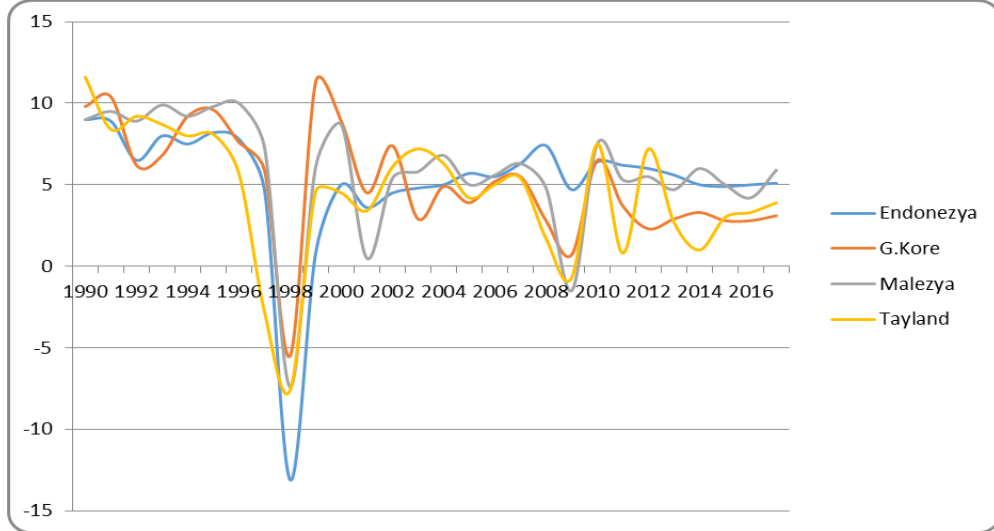
⁴⁸ Charles P. Kindelberger, Robert Z. Aliber, *Manias, Panics and Crashes*, Fifth Edition, New Jersey, John Wiley and Sons Inc., 2005, s.6,60.

⁴⁹ Graciela L. Kaminsky, a.g.m., s.4.

kaybetmiştir. Borsa'daki değer kaybı % 85'e ulaşmış, dış borç / GSYH oranı % 24'ten - %35'e yükselmiştir. Merkez bankası rezervleri erimiş ve birçok banka iflas etmiştir.⁵⁰

Asya Krizi sonucunda bölge ülkelerindeki finansal sistem ve özellikle bankacılık sektörü büyük hasar görmüştür. Başlangıçta para krizi olarak beliren kriz, finansal sistem kırılganlıkları nedeniyle bankacılık sektörü ve firmaların bilanço bozuklukları krizi ateşlemiştir. Krizin tamamen belirmesiyle birlikte ülkelerin çoğu IMF'e stand-by anlaşmaları için başvurmuş ve kredi desteği almışlardır. Bu anlaşmaların genel çerçevesini sıkı para ve maliye politikaları oluşturmuştur. Toplam ekonomik aktivitedeki ve toplam talepteki düşüşle birlikte, Doğu Asya ülkelerinde özellikle 1998 yılında GSYH büyüklüklerinde ciddi daralmalar yaşanmış ve ekonomiler küçülmüştür. Grafik 2'den de görüleceği üzere, krizin patlak verdiği yıl olan 1997 sonunda Endonezya, Kore, Malezya ve Tayland'ın reel GSYH büyüme oranları, Grafik 2'de görüleceği gibi sırasıyla % - 4,7, % - 5,9, % - 7,3 ve % -2,8 olarak gerçekleşmiştir. Doğu Asya ekonomilerinin büyüme performansı kriz sonrasında ancak 2000 yılında pozitifte dönmüştür. Sonrasındaki süreçte de dalgalanma devam etmiş, 2008 Büyük Durgunluğun da Endonezya haricindeki bölge ekonomilerinde büyüme yavaşlamış, bazıları da küçülmüştür.

Garfik 2: Doğu Asya Ülkelerinde Yıllık Reel GSYH Büyümesi (1990-2017 - % - Yıllık)



Kaynak: <http://www.imf.org/external/datamapper> adresinden edinilen veriler aracılığıyla, yazar tarafından hazırlanmıştır.

⁵⁰ Rıdvan Karluk ve diğerleri, "Güneydoğu Asya ve Rusya Krizi Karşısında Türkiye - Prof. Dr. Orhan Oğuz Hatırasına Armağan", Marmara Üniversitesi Yayınları, Yayın No: 640, 1999, https://www.academia.edu/3320014/G%C3%BCneydo%C4%9Fu_Asya_ve_Rusya_Krizi_Kar%C5%9F%C4%B1s%C4%B1nda_T%C3%BCrkiye, s.2,3, (30.11.2018).

1.4.4. Döviz Krizinden Borç Krizine Rusya Krizi (1998)

1995 yılını ortalarından itibaren standart IMF istikrar politikaları çerçevesinde, Rusya ekonomisinde, Rusya merkez bankası öncülüğünde enflasyonla mücadele dönemi başlamıştır. Rus yetkililer bu mücadele için, önceden ilan edilmiş ve ERM benzeri bir döviz kuru devalüasyonunun sınırlarını çizen tünel sistemi içinde, hareketli nominal çıpayı benimsemiştir. Temel hedef olan dezenflasyon politikası IMF programının da desteğiyle olumlu sonuçlar göstermiştir.⁵¹ Enflasyon oranı 1993'te % 874, 1994'te % 307, 1995'de % 4,7 ve 1997'de % 14'e kadar gerilemiştir.⁵²

Krizden yaklaşık dört yıl önce Rus ekonomisinin yabancı sermaye çekmeye başladığı görülmektedir. Grafik 3'te de inceleneceği gibi 1995 yılında -738 milyon \$ olan yabancı sermaye girişi 1996-1998 yılları arasında hızla artarak krizin başlangıç yılı olan 1998'de, 88 milyar Dolara ulaşmıştır. IMF destekli dezenflasyon programı ile aynı süreçte gerçekleşen yabancı sermaye girişleri ve 1996 yabancı yatırımcılara Rus devletinin ihraç ettiği kısa vadeli hazine bonolarının satın alınmasına yönelik müsaade Rus Rublesinin aşırı değerlenmesine yol açmıştır. Yine bu dönemde, Rusya borsası 1996'da % 142, 1997'nin ilk sekiz ayında ise % 184 yükselmiştir.⁵³

Tüm bu iyimser rakamlar dolayısıyla Rusya ekonomisinin gelecekte büyümesi bekleniyordu. Ancak beklentiler olumlu sonuçlanmamıştır. Yüksek kamu borçluluğu, vergi tahsilatındaki yetersizlik ve yabancı yatırımcıların kısa vadeli Rus devlet tahvillerini ABD doları üzerinden işleme sokması ciddi bir risk algısının oluşmasına neden olmuştur. Paralel olarak 1997 yazında başlayan Doğu Asya krizindeki endişe Rus Rublesine karşı spekülasyon bir atak başlatmıştır. Ayrıca dönemin Rus hükümetinin kamuoyu ve yabancı yatırımcılarla yürüttüğü hatalı iletişim tarzı Rus Rublesinde devalüasyon beklentilerini büyütürken, büyük yatırımcıların Rus menkul kıymetlerini satmaya başlamalarına neden olmuştur. Bu satışlar sonucunda Rusya merkez bankası döviz rezervleri 6 milyar Dolar erimiştir. Bir taraftan da Rusya'nın ana ihracat sektörlerinden olan metal ve petrol endüstrisi mallarının fiyatları uluslararası piyasada

⁵¹ Sheila A. Chapman, Marcella Mulino, "Explaining Russia's Currency and Financial Crisis", *M-MOCT-MOST: Economic Policy in Transitional Economies*, 2001, 11:1, s.2.

⁵² <http://www.imf.org/external/datamapper>

⁵³ Filippo Ippolito, "The Banking Sector Rescue in Russia", *Institute for Economies In Transition - Bank Of Finland(BOFIT)*, No.12, 2002, s.6.

yaklaşık %60'a yakın değer kaybetmiş, bu da Rubledeki değer kaybını arttırarak ihracat gelirlerini düşürmüştür. 1998 yılının başından itibaren şiddetli çalkantılar sonucunda Rus hükümeti 17 Ağustos'ta Rubleyi devalüe ederek, iç borçlarında 90 günlük borç erteleme ilan etmiştir. Rus bankalarının bilançoları çökmüş, reel GSYH % 4,9 küçülmüştür.⁵⁴

Krizleri açıklayan modeller göz önüne alındığında ulusal para birimine yönelik spekülâtif bir saldırının başarısını dört temel faktör etkilemektedir:

- (i): Sabit döviz kuru rejimini, sınırlı rezervleriyle savunmakla yükümlü bir merkez bankasının varlığı,
- (ii): Hükümetin kontrol edemeyeceği ve dolayısıyla para basarak karşılanacak kamu açıklarının varlığı,
- (iii): Kırılgan bir kredi piyasasında faiz oranlarının merkez bankası tarafından kontrol edilmesi,
- (iv): Yükselen devalüasyon ve/veya enflasyon beklentileri.

Rusya krizinde rol oynayan bu faktörler, Rubleye yapılan son saldırıyı tetiklemiş ve yurtiçine piyasa ekonomisi mantığı ile giren yabancı sermayeyi yönetmeyi engellemiştir. Ayrıca Rusya'da planlı ekonomiden, piyasa ekonomisi şartlarına uyum sağlayamayan yapı, birçok dengesizlik ve bozulmanın temelini oluşturmuştur.⁵⁵

Rusya krizi sonrasında, kırılganlıkların büyük bir kısmını içeren bankacılık sektöründe yeniden yapılandırma süreci başlamıştır. Sektörün temel zayıflıkları, düşük rekabet, çıkar çatışmaları, sağlam sektör düzenleme eksiklikleri ve yetersiz şeffaflık olarak sayılabilir. Ek olarak, finans sisteminin ve özelde bankacılık sektörünün uluslararası aracılık standartlarına uygun olmayışı da krizin büyümesine neden olan önemli faktörlerden biridir.⁵⁶

Rusya krizi literatürdeki araştırmalarda çoğunlukla borcu kamu borcu krizi olarak tanımlanmaktadır. Krize dair riskleri biriktiren süreç 1990'lı yıllardan itibaren uygulanan IMF programlarının oluşturduğu olumlu beklentiler doğrultusunda 1999'dan itibaren yurtiçine giren aşırı sermaye akımı ile başlamıştır. Finansal sistem ve bankacılık sektöründeki zayıflıklar, krizin daha hızlı yayılmasına neden olmuş ve

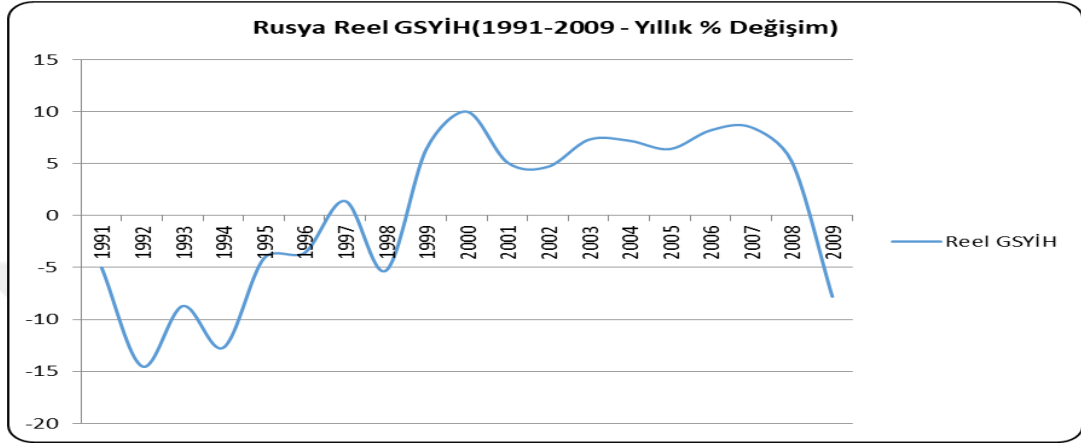
⁵⁴ Abbigail J. Chiodo, Michael T.Owyang "A Case Study Of A Currency Crisis: The Russian Default Of 1998", *Federal Reserve Bank Of St.Louis*, November/December 2002.

⁵⁵ A.g.m., s.14,15.

⁵⁶ Filippo Ippolito, a.g.m., s.35.

ekonomik aktiviteyi yavaşlatarak, sonucunda reel GSYH’da sert düşüşe neden olmuştur. 1994 yılından itibaren hızlanan büyüme sürecinin kriz yılı olan 1998 sonunda son bulduğu ve sonrasındaki bankacılık sektörü düzenlemeleri ile ekonomik aktivitenin hızlandığı süreç grafik 3’ten incelenebilir.

Grafik 3: Rusya Ekonomisi Reel GSYH Büyümesi (1991-2009 – Yıllık - % Değişim)



Kaynak: <http://www.imf.org/external/datamapper> adresinden edinilen veriler aracılığıyla, kullanıcı tarafından hazırlanmıştır.

1.5. 2008 AMERİKA BÜYÜK DURGUNLUĞU VE PARA POLİTİKALARI

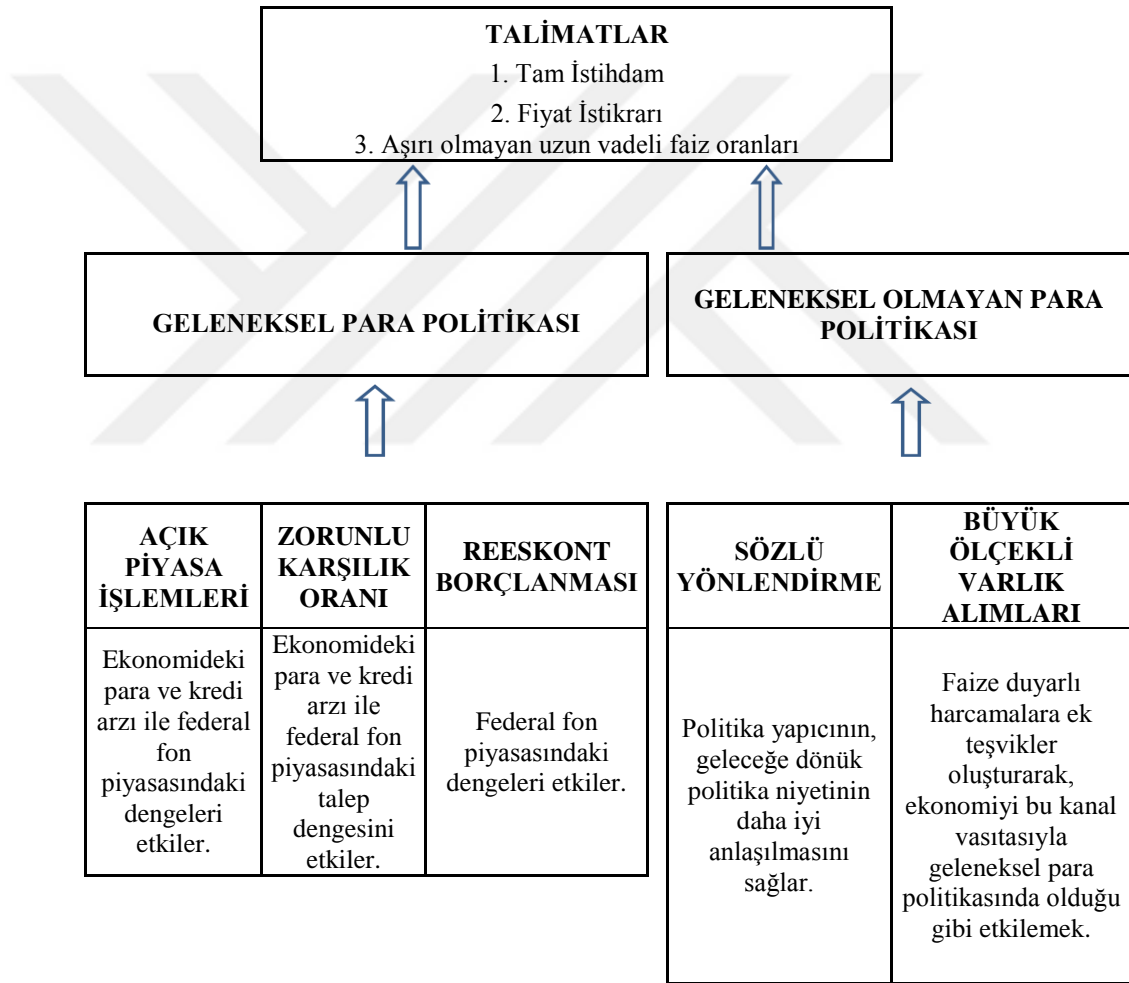
2008 yılında Amerika Birleşik Devletleri ekonomisinden dünyaya yayılan ve etkileri itibarı ile “Büyük Durgunluk (Great Recession)” olarak adlandırılan kriz, 1929 Büyük Buhranından sonra yaşanmış en derin ekonomik kriz olarak tanımlanmıştır. Etkilerini arttırdığı zamandan itibaren başta FED ve gelişmiş ülke merkez bankaları olmak üzere, durgunluktan etkilenen tüm ülkelerin merkez bankaları, kendi makroiktisadi yapılarına ve küresel çaptaki para politikalarına paralel olarak politika hamleleri yapmışlardır. Bu para politikası kararlarının, kriz derinleşmeye başladıktan sonra, genelde genişletici para politikası kararları oldukları ifade edilebilir. Bu başlık altında büyük durgunluğun kaynağı olan ve küresel çapta da diğer para politikalarının seyrini etkileyen FED’in para politikası yönetimi ve uygulamalarına değinilecektir.

1.5.1. FED’in Para Politikası Yönetimi

FED’in politikaları, Kongre tarafından belirlenmiş üç hedefe ulaşmaya yöneliktir. Bunlar, Amerika Birleşik Devletleri’nde, tam istihdam hedefi, fiyat istikrarı hedefi, aşırı olmayan uzun vadeli faiz oranı hedefleridir.

FED, ulusal para politikası yönetiminde, kısa vadeli faiz oranlarının seviyesini yöneterek ekonomideki kredi maliyetlerini etkiler. Para politikası, faiz oranlarını doğrudan etkiler, dolaylı olarak da borsa fiyatlarını, refahı ve döviz kurlarını etkilemektedir. Para politikası bu kanallar vasıtasıyla Birleşik Devletler’deki harcamalara, yatırıma, üretime, istihdama ve enflasyona etki eder. Etkin para politikası, yine disiplinli bir maliye politikası ile tamamlandığında ekonomik büyümeyi destekler. FED’e Kongre tarafından yasa ile çizilmiş yetki çerçevesi şekil 2’de incelenebilir.⁵⁷

Şekil 2. FED’in Yasal Yetki Çerçevesi



Kaynak: FED, “*The Federal Reserve System Purposes & Functions*”, 2016, s.21.

⁵⁷ FED, “*The Federal Reserve System Purposes & Functions*”, 2016, s.21.

1.5.1.1. Taylor Kuralı ve Faiz Oranları

Kurala dayalı para politikası çerçevesinde, dünyadaki birçok merkez bankasının para politikası uygulamasında temel aldığı ya da esinlendiği başlıca kurallardan biri Taylor Kuralıdır. Taylor Kuralı 1990'ların sonundan itibaren FED'in yurtiçi fon oranının nasıl belirleyeceğine dair yönergeleri gösteren ve Stanford üniversitesinden John Taylor tarafından oluşturulmuş bir formülasyondur.

İlgili kuralın çatısını nominal çapa olarak belirlenmiş, hedeflenen enflasyon oranı, potansiyel çıktı(üretim), reel faiz oranı ve bu değişkenlerin denge değerlerinden uzaklaşıp, yine denge değerlerine yaklaşmalarına göre ayarlanacak olan kısa vadeli fon oranı oluşturmaktadır. Buradaki anahtar para politikası aracı, kısa vadeli nominal faiz oranıdır. Merkez bankaları kısa vadeli nominal faiz aracını kullanarak, hedefinden sapması muhtemel enflasyon ya da çıktıyı hedeflenen düzeye yaklaştırmayı amaçlar.⁵⁸

Özetle Taylor Kuralı,

- Cari dönem enflasyon oranının, uzun dönem enflasyondan sapması
- Cari çıktı (reel GSYH)'nin normal ya da potansiyel seviyelerinden % olarak sapmasına karşı, kısa vadeli nominal faiz oranlarının politika aracı olarak kullanıldığı bir para politikası kuralıdır.

Taylor Kuralı genel olarak aşağıdaki gibi formüle edilmektedir.

$$i_t = 2 + \pi_t + a(\pi_t - \pi^*) + b(y_t - y^*) \quad (1)$$

Burada;

i_t : t dönemindeki kısa vadeli nominal faiz oranını

π_t : Cari enflasyon oranını

π^* : Beklenen(hedeflenen) enflasyon oranını

y_t : Cari reel GSYH' yı

y^* : Potansiyel GSYH' yı ifade eder.

Taylor Kuralı eşitliğindeki a ve b katsayıları, enflasyonun ve çıktının, hedeflenen seviyelerinden sapmasını açıklamak için seçilen özel katsayılardır. Taylor eşitliğinden hareketle ifade edilirse, enflasyon ve potansiyel çıktı oranları, hedeflenen seviyelerinde gerçekleştiyse federal fon oranı (kısa vadeli nominal faiz oranı) % 2 +

⁵⁸ Hanifi Aslan, *Para Teorisi ve Politikası*, 1.b, Bursa: Alfa Akademi Yayınevi, 2009, s.486.

enflasyon oranına eşit olmalıdır. Aynı şekilde enflasyon ve çıktı oranı hedeflenen seviyelerine eşitse, yani hedeflenen seviyelerinden sapma oranları

$(a = 0, b = 0)$ ise

$$i_t = 2 + \mu_t + a(\pi_t - \pi^*) + b(y_t - y^*) \quad (2)$$

$$i_t = 2 + \mu_t \text{ (Fisher Denkliği)} \quad (3)$$

$$i_t - \mu_t = r \text{ (reel faiz oranı)} \quad (4)$$

$r = \% 2$ olacaktır.

Federal fon oranının reel değeri (reel faiz oranı) % 2 ye eşit olacaktır.⁵⁹

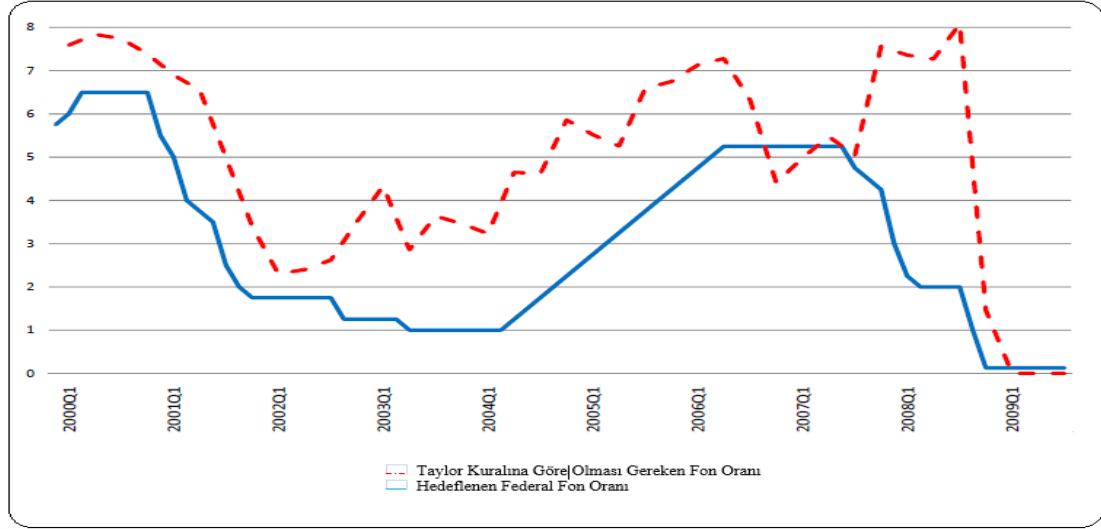
1.5.1.2. Büyük Durgunluk Öncesi FED Faiz Politikası ve Taylor Kuralı İlişkisi

Taylor Kuralından çıkarılan en temel para politikası önerisi, hedeflenen enflasyon ve çıktı seviyeleri hedeflerinden pozitif yönde sapsa, politika faizinin arttırılması, eğer hedeflerinden enflasyon ve çıktı açığı oluşturacak yönde sapsa, politika faizinin azaltılmasını önerir. Taylor Kuralı politika yapıcılar açısından basit bir para politikası kuralı ve rehberidir. Ekonomiler yapısal açıdan birbirlerinden farklılık arz eder ve bu sebeple kendilerine has özellikleri vardır. Özetle Taylor Kuralı, farklı ekonomilerde, çeşitli parametrelerle farklılaştırılarak kullanılabilir.

Grafik 4'te, ABD' de 2001Q1 ve 2009Q1 döneminde gerçekleşen federal fon oranı ile yine bu dönemde Taylor Kuralına göre olması gereken fon oranı bir arada görülmektedir.

⁵⁹ Ben Bernanke, *Monetary Policy and The Housing Bubble*, 2010, s.5.

Grafik 4: Hedeflenen Federal Fon Oranı ve Taylor Kuralına Göre Olması Gereken Fon Oranı



Kaynak: Ben Bernanke, "Monetary Policy and The Housing Bubble", 2010, s.29.

Bu iki veri kıyaslandığında, 2002-2008 döneminde FED'in politika faizini yönetme konusundaki temel para politikası rehberi olan Taylor Kuralına göre uygulanması gereken politika faiz oranı, FED'in ilgili dönemde uyguladığı politika faizinden ortalama 200 baz puan daha yüksektir. Bu doğrultuda FED 2002-2006 yılları arasında oldukça gevşek bir para politikası uygulamıştır.⁶⁰

Meltzer'e göre de, FED, büyük durgunluktan önceki süreçte, Taylor Kuralını tam anlamıyla dikkate almamış ve izlediği kurala dayalı olmayan ihtiyari – gevşek para politikası ile durgunluğun oluşumuna katkıda bulunmuştur.⁶¹

1.5.1.3. **Büyük Durgunluk Öncesi Dünya Enflasyon Oranı**

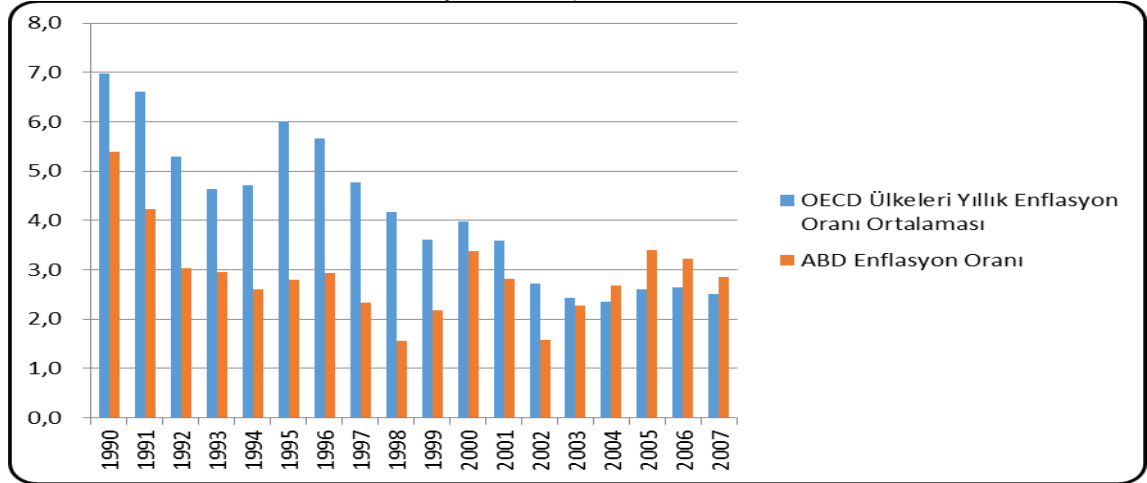
İlımlı ve istikrarlı olmayan enflasyonun ekonomiler için yüksek maliyetlerinin olduğu kabulü bir takım gelişmeler sonucunda gerçekleşmiştir. Bu gelişmeler 1970'lerde ABD ve birçok sanayileşmiş ülkede, dönem sonlarında gerçekleşmiş enflasyon oranlarının %10 civarında ve üzerinde seyretmesi olarak ifade edilebilir. Milton Friedman başta olmak üzere, parasal iktisatçıların tam da bu yüksek enflasyon dönemine denk düşen bazı açıklamaları olmuştur. Parasalcı iktisatçılar bu açıklamalarında bahsi geçen yüksek enflasyon dönemine kadar, ekonomi ve özelde de para politikalarını belirleyen temel görüşlerden biri olan Phillips eğrisinin enflasyon ve

⁶⁰ Ben Bernanke, a.g.m, s.7.

⁶¹ Alan H. Meltzer, "Federal Reserve Policy in The Great Recession", Cato Journal, Vol.32, No:2(Spring/Summer 2012), s.262.

işsizlik arasında değiş-tokuş olduğu kabulünü uzun vade için reddetmişlerdir. Parasalcılara göre enflasyon ve işsizlik arasında bir değiş-tokuş yoktur. Ekonomi uzun dönemde doğal işsizlik oranına uyum gösterecek ve bu durumda da enflasyon oranının seviyesi önem arz etmeyecektir. Bu görüş ışığında parasalcı iktisatçılar, para politikasının enflasyonu kontrol altında tutmak için çaba harcaması gerektiğini savunmuşlardır. İlimli olmayan enflasyonun maliyetleri ve fiyat istikrarının da faydaları göz önüne alındığında, ülkelerin ekonomi politikalarını yönetmesinde, özellikle de merkez bankalarının para politikası stratejilerinde enflasyonla mücadele etmeleri gerektiği çoğunlukla kabul görmüştür. 1975-1990 döneminde çoğu merkez bankasının para politikası yönetiminde odaklandığı parasal hedefleme stratejisi, Almanya ve İsviçre uygulamaları dışında, başarısız olmuştur. Para politikasının yeni bir çerçeveye oturtulması adına tüm ekonomik birimleri kapsayacak güçlü bir nominal çıpa ile esnek ve aynı zamanda kurala bağlı hedef oluşturulması tartışılmaya başlanmıştır. Mishkin'in aktardığına göre, büyük durgunluk arifesinde küresel çapta enflasyon oranlarının nispeten düşük seyrettiği bir ortam bulunmaktaydı. Bu dönemde 223 ülkenin 149'unda yıllık enflasyon seviyeleri % 5 ya da daha altında iken, 193 ülkede de % 10 seviyesinde ya da altındaydı.⁶²

Grafik 5: OECD Ülkeleri Enflasyon Oranı Ortalaması ve ABD Enflasyon Oranı (1990-2007 / Yıllık - %)



Kaynak: OECD (Data extracted on 12 Mar 2018 11:33 UTC (GMT) from OECD.Stat)

Grafik 5 incelendiğinde, dünyada merkez bankalarının politika hedefi olarak benimsemeye başladığı enflasyon hedeflemesi stratejisinin yaygınlaşmaya başladığı

⁶² Frederic S. Mishkin, *Para Politikası Stratejisi*, çev. Doğan Uysal 1.b, Ankara: Efil Yayınevi, 2014, s.1,2,3.

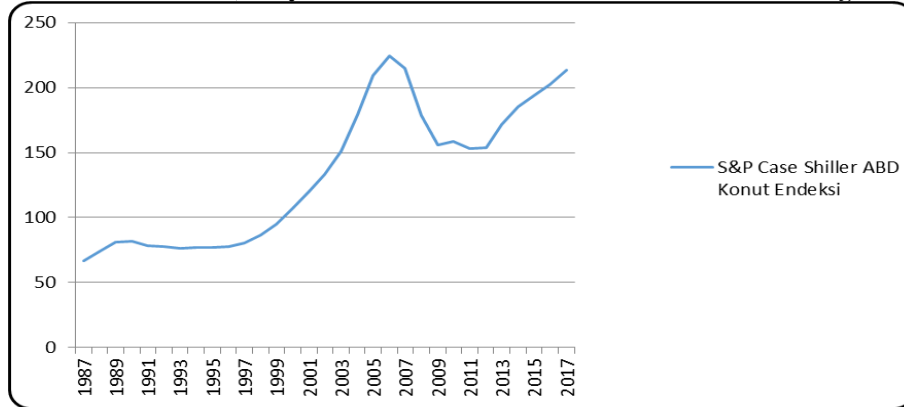
1990 yılı başından itibaren, büyük durgunluğun ABD’de başladığı 2007 yılına kadar geçen dönemdeki OECD ülkeleri enflasyon oranı ortalaması ve ABD ekonomisi enflasyon oranı görülmektedir. Mishkin’in de belirttiği gibi, çoğu merkez bankası tarafından enflasyon hedeflemesi stratejisi benimsendikten sonra, Büyük Durgunluk arifesine kadar geçen sürede, enflasyon oranları çoğunlukla ılımlı ve istikrarlı bir seyir izlemiştir denilebilir.

Ancak Büyük Durgunluğun, ABD’de, tam da bu ılımlı enflasyon oranlarının mevcut olduğu dönemde gerçekleşmesi, tek başına fiyat istikrarının sağlanmış olmasının, ekonominin genelinde bir istikrar sağlanmış olmadığı düşüncesinin tartışılmaya başlanmasına neden olmuştur. Bu tartışmanın akabinde de ABD’deki konut sektörü merkezli başlayan finansal krizin temelinde gevşek para politikasının desteklediği finansal istikrarsızlığın da bulunduğu ifade edilmiştir.⁶³ Finansal istikrar konusunda gelecek bölümde daha ayrıntılı değinileceğinden, bu başlık altında ayrıntıya girilmeyecektir.

1.5.2. Durgunluğa Giden Yolda ABD Konut Sektörü

Grafik 6’da, mevsimsellikten arındırılmış Standard and Poors Case-Shiller ABD konut fiyatları endeksi (2000=100) görülmektedir.

**Grafik 6: S&P Case - Shiller ABD Konut Fiyat Endeksi
(20 Eyalet / 2000 = 100 / Mevsimsellikten Arındırılmış)**



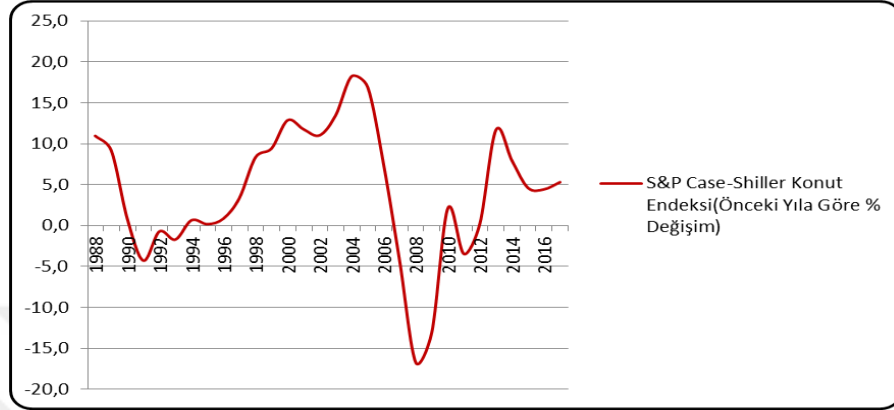
Kaynak: FRED, <https://fred.stlouisfed.org>

Grafik incelendiğinde, ABD’ de konut fiyatları yavaş büyüme yıllarından sonra, 1995’ten itibaren hızla artmaya başlamıştır. Bu artış trendi 2006 yılına kadar sürmüştür. Sonrasında ise hızlı bir fiyat düşüşü gözlenmektedir. Grafik 7’de de mevsimsellikten arındırılmış S&P Case-Shiller ABD konut fiyat endeksinin, bir yıl öncesine göre %

⁶³ Fatih Özatay, *Parasal İktisat Kuram ve Politika*, 3.b, Ankara: Efil Yayınevi, 2013, s.12,13.

olarak değişimi görülmektedir. Yavaş büyüme yıllarından sonra ABD’ de konut fiyatları nisbi olarak 1995 yılından itibaren yükselmeye başlamıştır. Fiyatların 1998-1999 dönemindeki artış oranı % 7 - % 8 civarındayken, bu artış oranı 2000-2003 arasında % 11 ile % 13 arasında değişim göstermiştir.⁶⁴

Grafik 7: S&P Case-Shiller Konut Endeksi (Yıllık % Değişim)



Kaynak: FRED, <https://fred.stlouisfed.org>

ABD’ de ipotek kredileri Ocak 2001’de 541 milyar Dolardan 2006 yılının nisan ayında, 1,647 milyar Dolara yükselmiştir. Hızla artan mortgage kredi miktarı, mevcut kredilerin enflasyona göre düzeltilmiş satış fiyatlarını arttırmış ve yeni konut üretimini teşvik etmiştir.⁶⁵

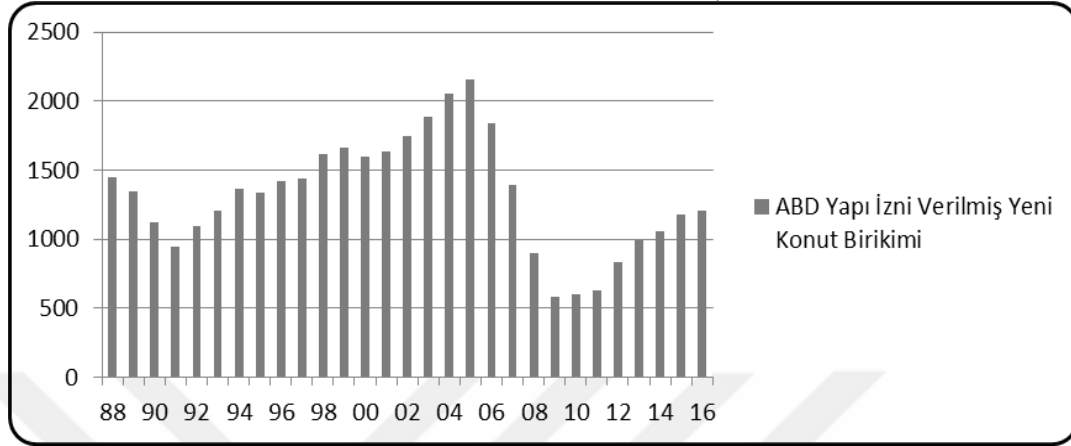
Grafik 8’de ABD’ de yapı izni verilmiş yeni konutların 1988-2016 yılları arasındaki birikimi verilmiştir. Grafik incelendiğinde 1998 yılından önceki dönemde nispeten hafif dalgalı bir seyir izleyen yeni konut birikimi, 1998 yılından itibaren yükseliş yönünde bir trend göstermiş ve 2002 – 2005 yılları arasında artarak artmıştır. İlgili grafiklerde izlenen konut fiyat düzeylerinin artışı, yeni konut birikiminin artışıyla paralellik göstermiş ve talep kanununa aykırı bir durum ortaya çıkmıştır. Öyle ki, talep kanunu gereği, piyasada miktarı artan bir malın fiyatının düşmesi beklenmektedir. Ancak ABD konut piyasasındaki durum, Lawrence’ ın da yukarıda belirttiği gibi, 2001 - 2006 yılları arasında kullanılan ipotekli konut kredilerinin %300 artması ve bununla birlikte de konut fiyatlarının artması şeklinde sonuçlanmıştır. Burada piyasada oluşan konut fiyatı ve miktarı açısından bir dengesizlik olduğu görülmekte ve bunun da bir konut sektörü balonu oluşumuna neden olduğu ifade edilmektedir. ABD’ de konut

⁶⁴ Bernanke, *Monetary Policy and The Housing Bubble*, 2010, s.12.(12.03.2018)

⁶⁵ Lawrence H. White, "Monetary Policy and the Financial Crisis", *Boom and Bust Banking: The Causes and Cures of the Great Recession*, ed. David M. Beckwith, Oakland, The Independent Institute, 2012, ss.15.

sektörü balonunun oluşumu, FED' in 2001-2006 yılları arasında izlediği gevşek para politikası dönemine denk düşmektedir.

**Grafik 8: ABD'de Yapı İzni Verilmiş Yeni Konut Birikimi 1988-2016
(Bin Adet-Yıllık Ortalama)**



Kaynak: FRED, <https://fred.stlouisfed.org>

1.5.2.1. Amerika Birleşik Devletleri Konut Sektöründe Balon Oluşumu

Dar gelirli ABD vatandaşlarının konut edinebilmesi konusu ABD kamuoyunda sık sık gündeme gelmiştir. Bu kesimin konut edinmede ön ödeme yapacak kadar gelirinin olmaması da tartışılan risklerin başında sayılmıştır. Bununla birlikte borç alacak olanların geçmişe yönelik mali istihbarat sorgularının, gelir verilerinin yetersiz olması sebebiyle yapılamaması ve haklarında finansal sistemdeki ödeme kabiliyetine dair malumat bulunmaması, konut sahibi olmaları için fona ulaşmalarını zorlaştırmıştır. Dar gelirli olanlar hakkındaki bu kısıtlar altında ABD finansal sisteminin kullanılacak krediler için farklı oran, teminat ve tarifeler oluşturma zorunluluğu ortaya çıkmıştır.⁶⁶

Konut balonunun oluşumuna, 2003 - 2004 döneminde %1 seviyesine kadar düşen FED politika faizi önemli katkı yapmıştır. Konut fiyatlarının 2004-2005 döneminde yaklaşık %15 ile %17 civarında yükseldiği, dolayısıyla da getirinin bu dönemde tepe noktasına ulaştığı ifade edilebilir. Bununla birlikte konut finansman yöntemlerinin değişmesi de sektördeki balon oluşumuna katkı yapmıştır. Konut fiyatlarının, para politikasına karşılık verebilme kabiliyeti değişim göstermiştir. Örneğin, 2003 ve 2004 yılları boyunca mortgage faiz oranlarını vadeye göre ayarlanabilme imkânı tanınmıştır. Düşük politika faizinin beslediği kanal vasıtasıyla

⁶⁶ Mustafa Durmuş, *Kapitalizmin Krizi*, 4.b, Ankara: Gazi Kitabevi, 2013, s.135,136.

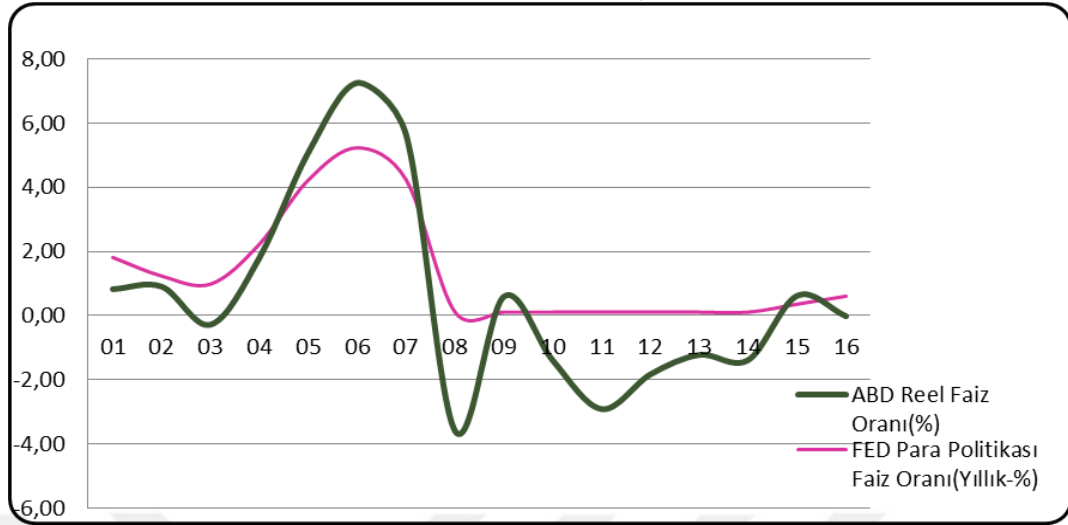
aylık mortgage ödemeleri bu durumdan direkt etkilenmiştir. Mortgage ödemelerindeki vade ve faiz oranlarının esnek bir şekilde ayarlanmasına imkân veren yeni mortgage enstrümanları, dar gelirli borçluların risk almasına imkân tanımıştır.⁶⁷

White'a göre konut sahipliğini genişletmeye yönelik hükümet teşvikinin ve yetkilendirmenin arttığı bir ortamda, kredi, orantısız bir şekilde konut piyasasına akmıştır. Gayrimenkul kredileri birkaç yılda %10 - %15 arasında büyüyerek sürdürülemez bir hal almıştır. Düşük faiz oranları ve geniş vadeler, ev satın alacak olanların daha büyük ipotek ve dolayısıyla daha pahalı konutlar satın alabilmesinin yolunu açmıştır. Dönemin FED başkanı A. Greenspan ve yardımcısı B. Bernanke, 2005 yılında yaptıkları bir açıklamada, konut fiyatlarında yurtiçinde bir balon oluşumunun söz konusu olmadığını ifade etmiştir. ABD' de 2001 yılındaki teknoloji hisselerinin aşırı değerlenmesiyle oluşan balon sonucundaki durgunlukta, A. Greenspan başkanlığındaki FED hırçın bir genişlemeci para politikası başlatmıştır. ABD' de reel faiz oranı (reel federal fon oranı) 2002 ve 2005 yılları arasında, nominal politika faizi oranına benzer bir örüntü göstermiştir. Nominal para politikası faizi ve reel faiz oranının bu benzer örüntüsü grafik 9'da incelenebilir. FED, politika faizini çok düşük tutmak adına, genişletici bir para politikası izlemiş ve nominal harcama düzeyini, var olan yerleşik düzeyinin üzerine çıkarmıştır.⁶⁸ Grafik 10' da 1987 QIV – 2008 QIV arasındaki dönemde ABD ekonomisindeki nominal harcama trendi milyar Amerikan Doları cinsinden incelenebilir. 1987 yılından 1999 yılının başlarına kadar geçen dönemde nominal harcama eğilimi ile yurtiçi üretimin nihai satışlarının dolar cinsinden tutarları birbirine çok yakın bir seyir izlediği görülmektedir. 1999 – 2001 ve 2004 – 2008 yılları arasında ise nominal harcama düzeyi uzun yıllar ortalamalarının üzerinde seyretmiş ve ekonomi fazlaca ısınmıştır.

⁶⁷ Bernanke, a.g.m., s.14.

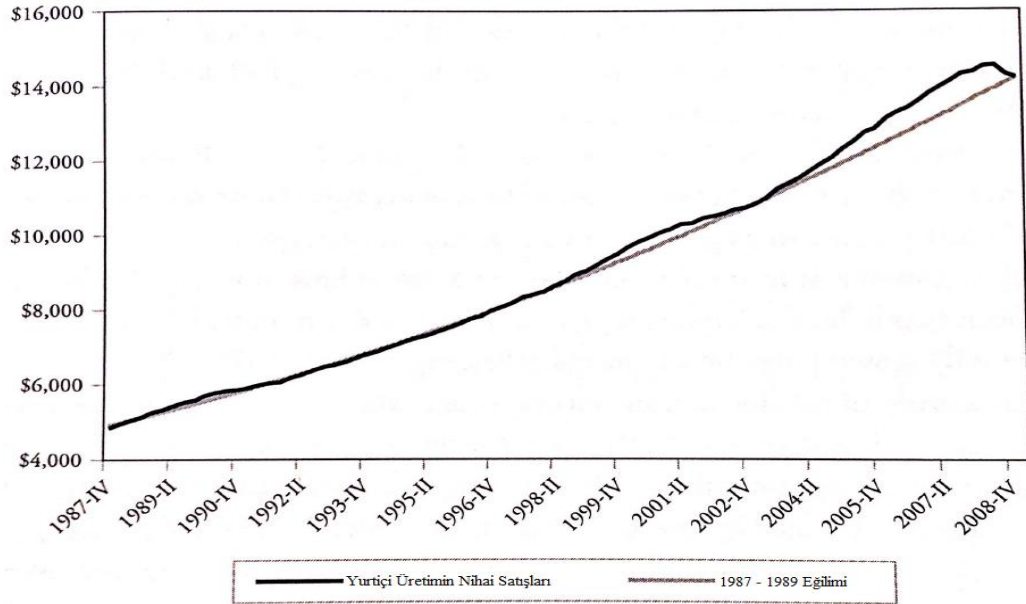
⁶⁸ Lawrence H. White, a.g.m., ss.18.

Grafik 9: FED Para Politikası Faizi ve ABD Ekonomisi Reel Faiz Oranı (2001 - 2016) (Yıllık - Ortalama-%)



Kaynak: IMF, <http://data.imf.org>

Grafik 10: ABD Ekonomisi Nominal Harcama Miktarı(1987 QIV – 2008 QIV / Milyar USD)



Kaynak: Lawrence H. White, "Monetary Policy and the Financial Crisis", *Boom and Bust Banking: The Causes and Cures of the Great Recession*, ed. David M. Beckworth, Oakland, The Independent Institute, 2012, ss.17.

1.5.3. Büyük Durgunluğa Karşı FED Para Politikası

ABD ekonomisinde 2007 yılında başlayan durgunluk, 2008 yılı boyunca ciddi bir hal almıştır. FED'in krize verdiği politika tepkilerinden biri kısa vadeli likidite sıkıntısı yaşayan bankalara reeskont penceresi aracılığıyla verdiği borç miktarını

genişletmesi olmuştur. Buna ek olarak, FED yasaşının belirli bölümlerinde Kongre tarafından kendisine sağlanan yasal otoriteyi kullanarak çeşitli programlar başlatmıştır. Bu programlar finansal kurumların kısa vadeli likidite ihtiyaçı ve piyasalardaki gerginlikleri azaltmak amacıyla tasarlanmıştır. FED' in krize geleneksel para politikası aracı olan gecelik faiz oranı ile tepkisi, bu faiz oranının hedefini 2008 yılı sonunda % 5,25 seviyesinden, % 0,25 seviyesine düşürmesi olmuştur. 2007 yılının ilk ayında başlayan faiz indirimi, 2008 yılının sonunda % 0,25 seviyesinde sonuçlanmıştır.⁶⁹

Bu devasa faiz oranı indirimlerine rağmen bankalararası piyasadaki düzelme genele yayılmamış ve piyasa bir yıla yakın bir süre boyunca donmuştur. Para politikasını bu iflasının arkasında birçok sebep bulunmaktadır. Temel sorun, finansal kurumların yükümlülüklerinin, varlıklarından fazla olması nedeniyle güçlük içinde olmalarından kaynaklanmaktadır. Bu sebeple, kurumlar birbirine borç verme konusunda kısa vadede gvenmemişlerdir. Bankalararası piyasanın bu durumu, birçok bankanın federal fon oranını (gecelik politika faizi) güvenilir bulmayıp, fon ihtiyaçları için farklı araçları tercih etmesine yol açmıştır.⁷⁰

1.5.3.1. Geleneksel Olmayan Para Politikası ve FED Uygulamaları

2007 yılı sonlarında başlayan büyük durgunluk öncesinde FED ve diğer gelişmiş ülke merkez bankaları (ECB, BoE, BoJ), para politikası yönetimlerinde kurala bağlı ve temel amacın beklentiler kanalıyla piyasaları yönlendirmek olan çerçeveyi, kısa vadeli faiz oranları aracılığı ile kullanmışlardır. Merkez bankaları, geleneksel para politikası aracı olan faiz oranlarını belirleyerek, beklentiler, kredi hacmi, döviz kuru gibi aktarım mekanizmalarının işleyişi ile orta ve uzun vadede, enflasyonu ve iktisadi faaliyeti etkilemeyi amaçlamaktadır.⁷¹

Büyük durgunlukta ve sonrasında finansal piyasalarda ve ekonomik aktivitede oluşan derin gerileme çoğu merkez bankasının kısa vadeli faiz oranlarını sıfır sınırına yakın seviyelere indirmesine neden olmuştur. Kimi merkez bankaları, özellikle de FED, standart olmayan ya da geleneksel olmayan para politikası araçları kullanmışlardır.

⁶⁹ FED, "The Federal Reserve System Purposes & Functions", 2016, s.44 - 46.

⁷⁰ Domenica Tropeano, "Quantitative Easing in the United States After the Crisis: Conflicting Views", *Monetary Policy and Central Banking: New Directions in Post-Keynesian Theory*, ed. Louis-Philippe Rochon, Salewa 'Yinka Olawoye, Cheltenham, Edward Elgar Publishing Limited, 2012, ss.228.

⁷¹ Hicabi Ersoy – Gökhan Işıl, "Küresel Kriz Sonrası Merkez Bankası Para Politikaları ve Finansal Sistem zerine Etkileri", *İstanbul Ticaret Üniversitesi Sosyal Bilimler Dergisi*, zel Sayı 29(2016/1), s.350.

Geleneksel olmayan para politikası, faiz oranlarını ve iktisadi faaliyeti, kısa vadeli faiz oranlarını kullanmadan etkilemek olarak tanımlanabilir.⁷²

Ekonomilerde, özellikle planlama ufğunun daraldığı evrelerde merkez bankalarının kısa vadeli faiz oranı politikasını gevşetici yönde kullanması iktisadi aktivitenin artmasını teşvik etmeyebilmektedir. Farklı bir ifade ile merkez bankaları geleneksel para politikası araçlarından biri olan kısa vadeli faiz oranı aracı ile para politikası sahasında hamle şansı bulamamaktadır. Bu sebeple de yatırım ve harcamalar teşvik edilemez. Böyle zamanlarda merkez bankaları, ekonomideki diğer kurumların (sigorta şirketleri, bireysel emeklilik şirketleri, finansal kesime dahil olmayan firmalar vb ...) bilançolarındaki menkul kıymetlerini (finansal varlıklarını) satın alarak bu kurumların bilançolarına likidite desteğinde bulunurlar. Bu şekilde kısa vadeli faiz oranını kullanmadan parasal genişleme sağlayabilirler.⁷³

Büyük durgunluğun etkilerinin keskinleşmesiyle birlikte FED'in 2008 yılı sonunda politika faizini % 0,25 seviyelerine kademeli olarak düşürmesi, finansal piyasaların iyileşmesi ve normalleşmesi adına ABD ekonomisine katkıda bulunsa da, yeterli olmamıştır. Bu yetersizlik sonucunda FOMC, geleneksel olmayan para politikası uygulamalarına yönelmiştir. Bu uygulamalar, Niceliksel Genişleme – Büyük Ölçekli Varlık Alımı (Quantitative Easing – Large Scale Asset Purchase) ve Sözlü Yönlendirme (Forward Guidance) dir.⁷⁴

1.5.3.1.1. Büyük ölçekli varlık alımı

Büyük durgunluğun ardından oluşan güvensizlik ortamının bir sonucu olarak ekonomilerde likit araçlara olan talep artmıştır. Bununla birlikte bankalar olası likidite kayıplarına karşı tedirgin hareket ederek, birbirlerine borç verme konusunda isteksiz davranmışlardır. Benzer süreçler, tüketiciler arasında da yaşanmış ve tüketiciler de ihtiyatlı olmak adına harcamalarını azaltmışlardır. Firmalar azalan toplam talep ile karşı karşıya kalmış ve bu durumda azalan gelir üretim hacminde azalmasına neden olmuştur.

⁷² John C. Williams, "Unconventional Monetary Policy: Lessons From the Past Three Years", *FED San Francisco Economic Letter*, October 2011, s.1.

⁷³ TCMB, *Bülten*, Sayı:28, Aralık 2012, s.2

⁷⁴ FED, a.g.m, s.46.

Ekonomideki makro büyüklükler adına da yatırım iştahı azalmış, büyüme yavaşlamış istihdam da gerilemiştir.⁷⁵

Niceliksel genişleme, ekonominin yerleşik ve geleneksel para politikası araçlarıyla kalkışa geçmesinin imkânı olmayan durumlarda başvurulan ve geleneksel olmayan para politikası olarak tanımlanmış politika aracıdır. Niceliksel genişleme uygulamasının temeli şu şekilde ifade edilebilir: FED, finansal kuruluşların, bilançolarından bulunan vadesi dolmamış, tahvil, bono, varlığa dayalı menkul kıymet gibi varlıklarını satın almış ve karşılığında para vererek piyasadaki likidite miktarını artırma yoluna gitmiştir. Bu durumda ekonomiye, miktarı ve sınırı belli olan para sürülmüş olmaktadır. Niceliksel genişlemenin büyük ölçekli varlık alımı yoluyla, geleneksel para basarak likiditeyi artırma politikasından farkı, finansal kurumların ellerinde bulunan vadesi gelmemiş varlıkların satın alınıp, karşılığında anapara ve faizini nakit olarak tahsil edilecek olmasıdır. Bu tahsilat sonucunda da FED, piyasadan nakit çekmiş olacaktır.⁷⁶

FED'in 2008 yılı sonundan 2013 yılına kadar uyguladığı, uzun vadeli varlık alım programı, vadeleri zamana yayma programı ve açık uçlu varlık alımı programlarının amacı, konut alımlarındaki krediye ulaşılabilirliği arttırmak ve fon maliyetlerini düşürmektir.⁷⁷

2008-2012 döneminde FED'in niceliksel genişleme programına dair varlık satın alımları tablo1'den incelenebilir. Satın alınan varlık türlerinin parasal değerlerinden anlaşılacağı üzere, bu dört yıllık dönem boyunca uygulamaya konulan varlık alımı programları sonucunda FED bilançosu yaklaşık 3 trilyon Dolar büyümüştür.

⁷⁵ Vivien Czezele, "Certain Macroeconomic Effects of the Federal Reserve's Quantitative Easing Program", *Public Finance Quarterly*, S.61 (2016 / 4), s.2,3.

⁷⁶ Mahfi Eğilmez, *Güncellenmiş Para Politikası Uygulamaları*, Eylül 2012, <http://www.mahfiegilmez.com/2012/09/guncel-para-politikas.html>, (12.03.2018)

⁷⁷ FED, a.g.m., s.47.

Tablo 1: FED'in Niceliksel Genişleme Varlık Alımlarının Anahatları

YIL	SATIN ALINAN VARLIK TÜRÜ	PARASAL DEĞERİ(\$)
2008	Uzun vadeli menkul kıymet	300 milyar
2008	Hükümet Garantili Özel Girişim Varlığı	100 milyar
2008	Varlığa Dayalı Kıymet	1,25 trilyon
2010(QE1)	Uzun vadeli menkul kıymet	600 milyar
2012(QE2)	Uzun vadeli menkul kıymet alımı ve aynı tutarda kısa vadeli menkul kıymet satışı (Operation Twist)	667 milyar
2012(QE3)	Uzun vadeli menkul kıymet	45 milyar

Kaynak: Hicabi Ersoy – Gökhan Işıl, “Küresel Kriz Sonrası Merkez Bankası Para Politikaları ve Finansal Sistem Üzerine Etkileri”, *İstanbul Ticaret Üniversitesi Sosyal Bilimler Dergisi*, Özel Sayı 29(2016/1), kullanılarak yazar tarafından hazırlanmıştır

1.5.3.1.2. Sözlü yönlendirme (Forward Guidance)

Büyük durgunluk sonrasında gelişmiş ülkelerde, %0 seviyesine yaklaşan faiz oranlarının oluşturduğu geleceğe yönelik politik karmaşayı açığa kavuşturmak ve niceliksel genişleme politikasının etkinliğini arttırmak maksadıyla, merkez bankaları, para politikası tutumunun seyrine yönelik şeffaf bir iletişim yapısı oluşturmaya başlamışlardır. Büyük durgunluk sonrasında uygulanan bu geleneksel olmayan para politikasına sözlü yönlendirme (forward guidance) adı verilmiştir.⁷⁸

Sözlü yönlendirme politikasının çerçevesini, geleneksel politika faiz oranı aracının gelecekte ne yönde seyir izleyeceğine dair iletişim kanalı oluşturmaktadır. Bu iletişim çerçevesinin dahilinde merkez bankası, kamu kesimi ve özel sektör bulunmaktadır. FED'e göre, FOMC varlık alım programlarına ek olarak sözlü yönlendirmeyi de kullanmıştır. Sözlü yönlendirme, federal fon oranının(politika faizi), para politikasının gelecekteki davranışının ne yönde olacağına dair iletişimi temel alır. Örneğin, FOMC Aralık 2008'de federal fon oranının hedef seviyesinin neredeyse sifıra yaklaşmasıyla, zayıf ekonomik koşulların bir süre için sifıra yakın fon oranına eşlik edeceğini açıklamıştır. Buradaki bir süre için ifadesi zamansal olarak belirsiz olmakla birlikte, FED tarafından sözlü yönlendirme ile birlikte kullanılan üslubu temsil etmektedir.⁷⁹

⁷⁸ Canan Binal Yılmaz, Eyüp Kahveci, “Merkez Bankası İletişiminde Yeni Bir Araç: Sözlü Yönlendirme (Forward Guidance) Ülke Örnekleri ve Türkiye Uygulamaları”, *Bankacılar Dergisi*, Sayı 88 (2014), s.10.

⁷⁹ FED, a.g.m., s.49.

Sözlü yönlendirmenin temel amacı, kısa vadeli politika faizinin cari oranının ekonomik aktiviteye olan etkisinin rolüne ek olarak, uzun vadeli faiz oranları üzerinde azalan yönünde baskı oluşturmaktır.⁸⁰

1.5.3.1.3. Geleneksel Olmayan Para Politikalarına Yönelik Değerlendirmeler

Trichet'e göre, krizde belirleyici bir rol oynamış olan geleneksel olmayan para politikası, kalıcı süreli olmayan ve finansal sektörün işlemeyen yanlarına uygun bir yapıda olmalıdır. Orta ve uzun vadeli perspektifte kamu kesiminin ve özel sektörün kendi zayıflıklarını iyileştirmeleri gerekmektedir. Geleneksel olmayan para politikasının ve sıfır sınırındaki faiz oranlarının istenmeyen sonuçlarından kaçınmak gerekir. Tüm bunlarla birlikte, istikrarlı bir para birimine olan güven, büyüme ve istihdamın da ötesinde toplumun diğer tüm meşru hedeflerine ulaşılması için gerekli bir şarttır. Burada özellikle ekonomik hedefler, cesur ve sağlam yapısal reformlar, sürdürülebilir kamu finansmanı ile birlikte, risk farkındalığı olan aynı zamanda da sağlıklı bir yapıya sahip özel sektörle sıkı sıkıya bağlıdır.⁸¹

1.5.4. Büyük Durgunluk ve Sonrasında ABD Ekonomisindeki Temel Makroekonomik Göstergeler

1.5.4.1. Krizden Çıkışta Yavaş Ekonomik Büyüme ve Histeri Etkisi

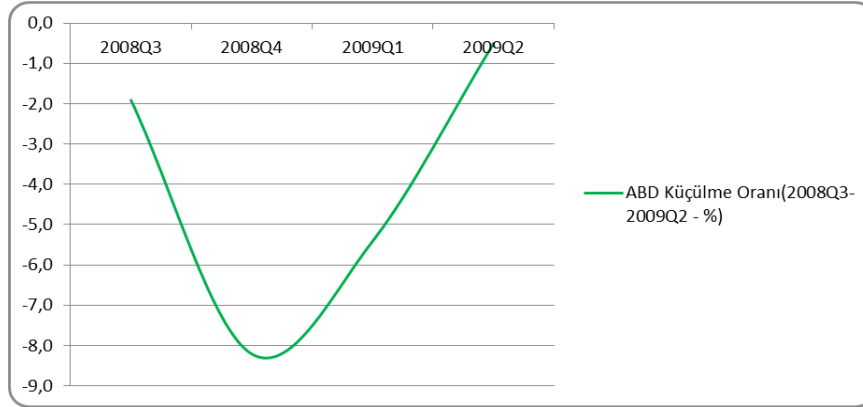
2008 yılında etkisini hissettirmeye başlayan Büyük Durgunlukla birlikte ABD'de ve dünyada finans sistemi, devasa finansal kuruluşların başarısızlıkları nedeniyle derinden sarsılmıştır. 2007 yılından itibaren oluşan önemli likidite sorunları, tam bir likidite krizine dönüşmüş ve ABD ekonomisinin reel GSYH büyümesini derinden etkilemiştir. Grafik 11'den de görüleceği üzere, ABD ekonomisi 2008 yılının üçüncü çeyreği ile 2009 yılının ikinci çeyreği arasındaki dönemde 4 çeyrek art arda küçülmüştür. Bu süreç 1929 Buhranından bu yana yaşanan en derin küçülmelerdir.⁸²

⁸⁰ Canan Binal Yılmaz, Eyüp Kahveci, a.g.m., s.10.

⁸¹ Trichet, *Central Banking in the Crisis – Conceptual Convergence and Open Questions on Unconventional Monetary Policy*, Per Jacobsson Lecture, 2013, s.3.

⁸² Daniel K. Tarullo, *In The Wake Of The Crisis*, Phoenix Metropolitan Area Community Leader's Luncheon, Arizona, 08.01.2009, <https://www.federalreserve.gov/newsevents/speech/tarullo20090608a.htm>, (08.06.2018)

Grafik 11: ABD Ekonomisi Küçülme Oranı(2008Q1 – 2009Q2 Dönemi - %)



Kaynak: <https://fred.stlouisfed.org> adresinden edinilen veriler aracılığıyla, yazar tarafından hazırlanmıştır.

Kindelberger'e göre finansal krizler "uzun ömürlü" krizlerdir.⁸³ Bu nedenle aşırı genişleyen balonun patlaması sonrasında yaşanan çöküşten ve ekonomik daralma döngüsünden çıkış, finansal krizlerde, krizin neden olduğu bozulmaların niteliklerine bağlı olarak değişiklik arz edebilir.

Büyük durgunluk sonrası ABD ekonomisinin büyüme performansı, krizden sonra artan bir ekonomik aktiviteyi ve hızlı bir büyüme sürecini içermektedir. Büyük durgunluktan çıkışın krizin en sarsıcı dönemi atlatıldıktan sonra dahi yavaş ilerlemesinin nedeni (-leri) önemli bir soru işaretidir. Literatürde uzun vadeli büyümenin kaynakları olarak üç temel faktörün altı çizilmektedir. Bunlar - *fiziki sermayedeki artışlar, işgücündeki niteliksel gelişme - niceliksel artış ve üretim verimliliğindeki gelişme* – dir. Bu faktörlerin uzun vadeli büyümeye olan katkılarının derecesi zaman içerisinde önemli farklılıklar göstermekle birlikte, nihai olarak uzun vadeli büyümenin eğiliminde baskın etkiye sahiptir. 2007-2008 döneminde, ABD ekonomisindeki spekülasyon konut balonunun patlamasıyla birlikte, firmalar ve bireyler tarafından tutulan varlıkların değerleri azalmıştır. Paralel olarak reel GSYH büyümesinin temel bileşenlerinden olan tüketim ve yatırım harcamalarının da azalmasına neden olmuştur.⁸⁴

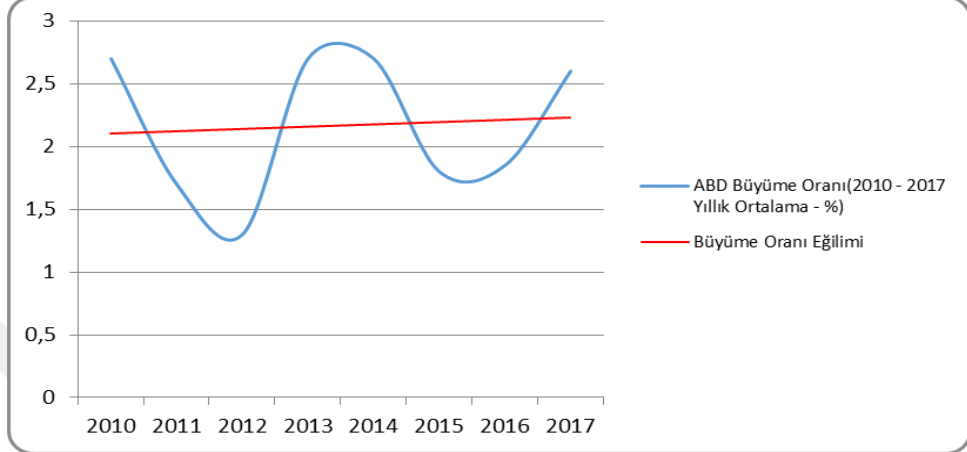
Grafik 12, ABD reel GSYH'sının 2010-2017 yılları arasındaki her yılın dört çeyreklik büyüme ortalamalarını göstermektedir. FED verilerine dayanan bu grafikte ABD ekonomisi 2010 - 2017 yılları arasında ortalama % 2,2 oranında büyümüş ve

⁸³ Charles P. Kindelberger, Robert Z. Aliber, a.g.e., 2005, s.25.

⁸⁴ Mark P. Keightley, Marc Labonte, Jeffery M. Stupak, "Slow Growth In The Current U.S. Economic Expansion", *Congressional Research Service*, No:7-5700, June 24 2016, s.1,6.

geçmişteki krizden çıkış sürecindeki büyüme performanslarından daha yavaş bir süreç yaşamıştır. 2010 – 2017 dönemindeki büyüme trendi incelendiğinde de trendin çok yavaş yükseldiği göze çarpmaktadır. Tabloya bakılarak ABD ekonomisinin Büyük Durgunluktan tam olarak çıkmadığı yorumu yapılabilir.

Grafik 12: ABD Ekonomisi 2010 – 2017 Dönemi Yıllık Ortalama Büyüme Oranı(%)



Kaynak: <https://fred.stlouisfed.org> adresinden edinilen veriler aracılığıyla, yazar tarafından hazırlanmıştır.

Tüm bunlara ek olarak tablo 2, ABD ekonomisinin 1948 – 2015 dönemindeki yıllık reel GSYH, kişi başına düşen reel GSYH ve saat başına çıktı miktarının performansını yansıtmaktadır. Tablo incelendiğinde 67 yıllık süreçte reel GSYH büyümesi ortalama % 3,1, kişi başına düşen reel GSYH büyümesi %1,9 ve saatlik çıktı miktarı da % 2,2 oranında artış göstermiştir. Kriz sonrası geri çekilmeyi yansıtan 2010 – 2017 döneminde ABD ekonomisinin ortalama büyüme oranı % 2,2 olarak gerçekleşmiş ve 67 yıllık ortalamasının altında kalmıştır. Bu durum, ekonomistleri Büyük Durgunlukla birlikte ABD ekonomisinin yapısal faktörlere bağlı olarak, uzun dönemli bir düşük büyüme trendine girip girmediğini sorgulamaya sevk etmiştir. Krizden çıkışın resmi tarihi olarak belirlenen 2009 yılı küçülmelerin ardından yaşanan yavaş büyümenin temelinde yapısal faktörlere atıf yapan bir açıklama bulunmaktadır. Bu noktada, ilk vurgu, kriz sonrası oluşan kredi daralmasına yapılmaktadır. Kriz öncesindeki genişleme sürecinde alınan ölçsüz riskler, beraberinde hanehalkı ve firmaların kaldıraçlı ekonomik işlem yapmalarına, yani yatırımlarını özsermaye miktarları ile orantılı olarak değil de aşırı miktarda borçlanarak yapmalarına yol açmaktadır. Krizi takip eden süreçte bu kaldıraçlı işlemlerden kaçınma, ödünç verenlerin kredi arzında bir azalışa, ödünç talep edenlerin de taleplerinde – daha fazla borç yükü altına girmemek adına – azalışa

neden olur. ABD ekonomisinde, firmaların ve hanehalkının harcamalarını finanse etmek için kredi kullanmaya ihtiyaçları vardır. Krediyeye erişim zorlaşırsa ve borçlanma gönüllü olarak azaltılırsa, ekonomik aktivite hedeflenen oranda artmayabilir ve bu durum da hedeflenen büyüme oranına ulaşmayı güçleştirebilir. Nitekim 2010 ve sonrasındaki süreçte durgunluktan yavaş büyüyerek çıkmaya çalışma süreci bu savı desteklemektedir.⁸⁵

Tablo 2: ABD Ekonomisinde Bazı Makroekonomik Verilerin Yıllık Ortalama Büyüme Oranları(1948 – 2015 – Yıllık - %)

Reel GSYH	3,10%
Kişi Başına Düşen GSYH	1,90%
Saat Başına Düşen Çıktı Miktarı	2,20%

Kaynak: Mark P. Keightley, Marc Labonte & Jeffery M. Stupak, a.g.m., s.4.

Diğer yandan farklı bir karşılaştırma kriz sonrası ABD ve Almanya ekonomileri arasında yapılmıştır. Krizden çıkış sürecinde ABD'deki hane halkı ve firmaların tüketimlerini finanse edebilmeleri için krediye ihtiyaç duymalarının sebebi, 2007-2008 döneminde patlayan emlak balonu sonucunda varlık fiyatlarının sert düşüşü ile birlikte, iktisadi ajanların net servetlerindeki azalmadır. Bu süreçte Almanya ekonomisindeki harcamalar, ABD'deki kadar azalmamıştır. Bunu bir nedeni, Almanya'da emlak balonu oluşmaması ve Alman tüketicilerin harcamaları için krediye ihtiyaç duymamasıdır. Ek olarak, Almanya'daki istihdam, ABD'deki kadar azalmamış ve bu durum da tüketimin çok zayıflamasını engellemiştir.⁸⁶

ABD ekonomisinin durgunluktan yavaş çıkmasının sebeplerinden birinin de “Histeri Etkisi” olduğu tartışılmaktadır. Kriz ve büyüme açısından histeri kavramı, derin ve uzun süren gerilemelerde, ekonomilerin çıktığı ve istihdam performansları üzerinde uzun vadeli ve olumsuz etkiler bırakan, kalıcı yapısal dengesizlikleri ifade etmektedir. Histeri etkisinin ABD ekonomisine yansımaları, üretken yatırımların tercih edilmeyip, yatırımların daha az üretken ve spekülatif olan konut sektöründe yoğunlaşması nedeniyle, işgücünün bu sektörde kabiliyetinin daralmasıdır. Aynı zamanda fiziksel sermaye birikimine katkı yapmayan konut yatırımları uzun vadede ekonomik büyüme potansiyelini azaltmaktadır. Sonuç olarak histeri etkisinin büyümeye dair en net

⁸⁵ A.g.m., s.8, 9.

⁸⁶ Daniel Gros & Cinzia Alcidi, “The Impact Of The Financial Crisis On The Real Economy”, *Intereconomics*, Vol.45, January / February, Number 1, s.6.

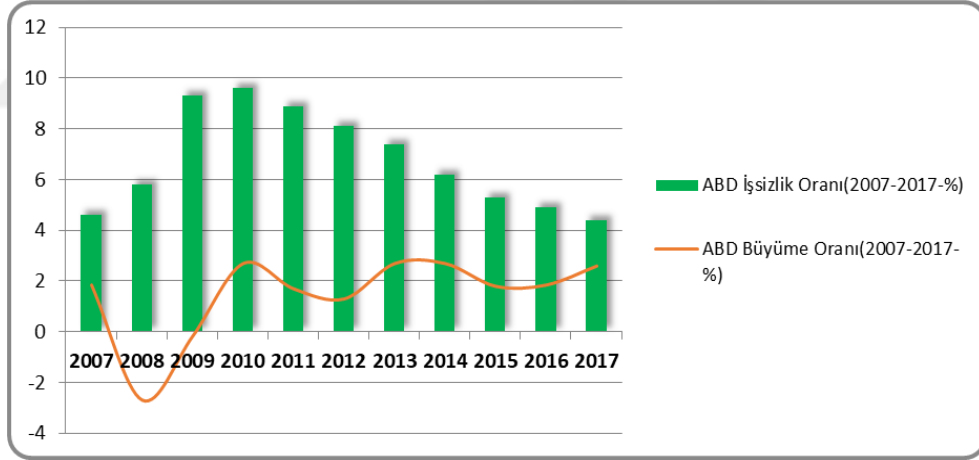
yansımaları, ekonominin üretken kapasitesinde ve potansiyel büyümesindeki kalıcı azalmadır.⁸⁷

1.5.4.2. *Büyük Durgunluk Sürecinde ABD Ekonomisinin İstihdam Tablosu ve Toplam Faktör Verimliliği ile İlişkisi*

Bir önceki başlıkta tartışılan, Büyük Durgunluk sonrası yavaş toparlanma ve büyüme süreci çalışmaların tamamına yakınında ABD ekonomisinin toplam işgücünün niteliği ve işgücü piyasasının arz – talep etkileşimi ile ilişkilendirilmektedir. Buna ek olarak altı çizilen etkenlerden biri de toplam faktör verimliliğindeki dalgalanmalardır.

İlk olarak 2007 – 2017 döneminde ABD ekonomisi işsizlik oranları yıllık ortalamaları incelendiğinde, kriz öncesinde 2007 yılındaki işsizlik oranı % 4,6 oranında gerçekleşmiştir. Bu oran krizin hissedilmeye başlaması ile birlikte sırasıyla, 2008, 2009 ve 2010 yıllarında, % 5,8, % 9,3 ve % 9,6 ile rekor kırdıktan sonra düşüşe geçmeye başlamıştır. Krizden önceki seviyelerine de ancak 2017 yılında gelebilmiştir (% 4,4).

Grafik 13: Büyük Durgunluk ve Sonrasında ABD Ekonomisinde İstihdam ve Büyüme Performansı (2007 – 2017 – Yıllık Ortalama - %)



Kaynak: <https://fred.stlouisfed.org> ve <http://www.imf.org/external/datamapper> adresinden edinilen veriler aracılığıyla, yazar tarafından hazırlanmıştır.

FED guvernörlerinden Tarullo'ya göre, kriz sonrası durgunluk döneminde ABD işgücü piyasası koşulları, ekonominin genelindeki düşük kaynak kullanımını yansıtmaktadır. Bu nedenle işgücü piyasaları zayıf kalmış ve işsizlik hedeflenen hızda azaltılamamıştır.⁸⁸

⁸⁷ Mark P. Keightley, Marc Labonte, Jeffery M. Stupak, a.g.m, s.11,12.

⁸⁸ Daniel K. Tarullo, *In The Wake Of The Crisis*, Phoenix Metropolitan Area Community Leader's Luncheon, Arizona, 08.01.2009, <https://www.federalreserve.gov/newsevents/speech/tarullo20091008a.htm> ,(08.06.2018)

Mises Enstitüsü iktisatçılarından D.W. Mac Kenzie'ye göre de, 2008 krizi öncesinde yaşanan yavaşlama ve durgunluklar sonrasındaki toparlanma, 2008 krizi sonrası görülen toparlanmaya nazaran daha hızlı gerçekleşmiştir. Mac Kenzie'ye göre kriz sonrası FED tarafından yürütülen genişlemeci para politikası sadece para ve borç miktarını arttırmış, reel ekonomi üzerinde bir fayda sağlanamamıştır. Dolayısıyla sermaye – emek piyasalarındaki denge bu noktada ihmal edilmiştir. Keynesyen önlemler ile para yaratmak, hedeflenen büyüme ve refah artışıyla sonuçlanmamış, istihdam artışı zayıf kalmıştır.⁸⁹

FED iktisatçılarından M.Redmond ve W.V. Zandweghe'nin 2008 finansal krizinin ABD ekonomisindeki toplam faktör verimliliğine etkisini tartıştıkları çalışmada, kriz sonrası yaşanan durgunlukta toplam faktör verimliliğinin düştüğü tespit edilmiştir. Bu düşüşe, kriz esnasındaki sıkı kredi koşullarının yol açmış olabileceğini savunmuşlar, bu dönemdeki belirsizlik ve korkunun, ödünç verenlerin kredi arzını kısmasına sebep olduğunun altını çizmişlerdir. Azalan kredi arzı, firmaların inovasyona yatırım yapmasını ve yeni istihdam olanakları yaratmasını engellemiştir. Olumsuz kredi koşulları kriz sırasında, üretkenliği arttıran inovasyona azaltarak, toplam faktör verimliliği artışını azaltmış görünmektedir. Bu durum da işgücü piyasasında arz fazlasına ve işsizliğin kalıcı olmasına yol açmıştır.⁹⁰

F. Hoffman ve T.Lemieux, Büyük Durgunluk sürecindeki işsizliği Almanya, Kanada ve ABD ekonomileri açısından karşılaştırmalı olarak incelemiştir. Çalışma, ABD, Kanada, Almanya ve birçok OECD ülkesinin büyük durgunluk ve sonrasında, işgücü piyasalarındaki farklı performansların nedenlerini araştırmıştır. Çalışmaya göre, durgunluk süresince Almanya'da işsizlik oranları önemli ölçüde değişmemiş, ABD'de artmış ve nispeten yüksek seviyelerde kalmış ve Kanada'da ortalama bir artış görülmüştür. Almanya ve Kanada'nın aksine, ABD'deki işsizlik oranının büyük oranda durgunluk öncesi seviyesinin üzerinde olması iki temel açıklamayı gündeme getirmiştir. Birincisi, ABD konut piyasasındaki patlama ve çöküşe bağlı olarak inşaat sektöründeki büyük istihdam dalgalanmaları, üç ülke açısından işgücü piyasası sonuçlarında ülkelerarası farklılıkları açıklayabilir. İkincisi, ülkelerarası farklılıklar istihdam artışını,

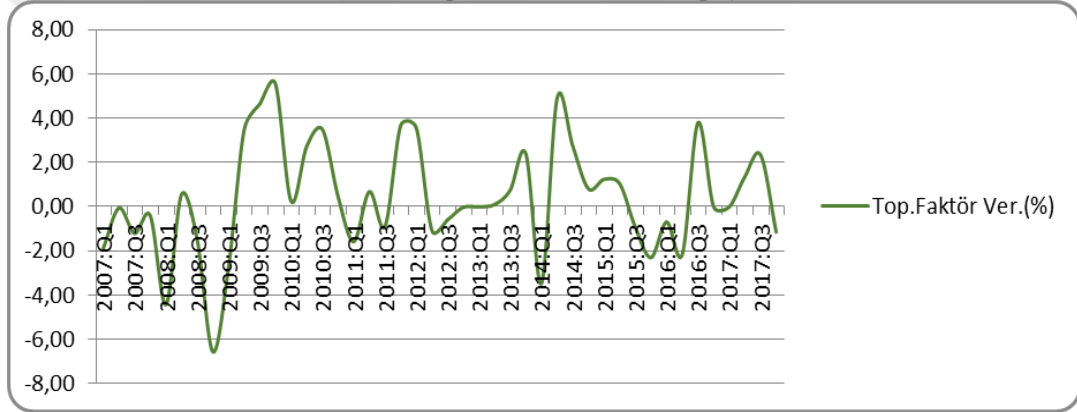
⁸⁹ D.W. MacKenzie, "Unemployment And A Tale Of Two Financial Crises", 06.10.2014, <https://mises.org/library/unemployment-and-tale-two-financial-crises> ,(08.06.2018)

⁹⁰ Michael Redmond & Willem Van Zandweghe, "The Lasting Damage From The Financial Crisis To U.S. Productivity", *Federal Reserve Bank Of Kansas City –Economic Review* , First Quarter 2016, s.39, 40.

GSYH büyümesine bağlayan geleneksel Okun Yasası ile tutarlıdır. Öyle ki, 2010 – 2017 döneminde ABD reel GSYH’sındaki dalgalanmalar ve düşüşler, diğer OECD ülkelerine nazaran daha derin yaşanmıştır. Cansız reel GSYH büyümesi de Okun Yasası çerçevesinde, istihdamdaki artışı hedeflenen oranda değiştirmemiştir.⁹¹

Grafik 14’te ABD ekonomisine ait toplam faktör verimliliğinin performansı incelendiğinde üretim faktörlerinin ortalama verimliliğindeki düşüşün krizin hemen öncesinde 2007 yılından itibaren başladığı görülmektedir. Krizin başlangıç yılı olan 2008’ de iki kez dip noktaya ulaşan toplam faktör verimliliği, 2009 yılının ikinci yarısında pozitifte çıkabilmiş, devamında da 2012 yılı başına kadar azalarak dalgalanmıştır. 2012 – 2017 arası dönemde asimetrik olarak dalgalanmış ve değişkenliği artmıştır.

Grafik 14: ABD Ekonomisi Toplam Faktör Verimliliği (2007Q1 - 2017Q4 - %)



Kaynak: <https://fred.stlouisfed.org> adresinden edinilen veriler yardımıyla, kullanıcı tarafından hazırlanmıştır.

ABD’ nin krizden çıkış performansını inceleyen çalışmalarda vurgu yapılan, kriz öncesinde konut sektörüne yapılan verimsiz yatırımların işgücünün toplam kalitesine ve dolayısıyla ABD büyümesine yaptığı zayıf katkı eleştirisi, emek verimliliğindeki düşüş göz önüne alındığında daha anlamlı olmaktadır.

⁹¹ Florian Hoffmann & Thomas Lemieux, "Unemployment In The Great Recession: A Comparison Of Germany, Canada and The United States", *NBER Working Paper*, No.20694, November 2014, s.29,30.

İKİNCİ BÖLÜM

BÜYÜK DURGUNLUK VE TCMB PARA POLİTİKASI

1. BÜYÜK DURGUNLUK SONRASI TCMB'NİN PARA POLİTİKASI – ARAÇLARI VE HEDEFLERİ

1.1. 2002 - 2008 DÖNEMİNDE TÜRKİYE EKONOMİSİNDEKİ BAZI MAKROEKONOMİK GÖSTERGELERİN DURUMU

Bu kısımda, Türkiye Ekonomisinin Büyük Durgunluktan önceki altı yıllık performansı kabaca ele alınacaktır. Tarihinin en yıkıcı krizinden çıkmaya çalıştığı 2002 yılından, 2008 Amerikan Durgunluğu sürecine kadar geçen sürede, özelde para politikası ve genelde makroekonomik gelişmeler incelenecektir.

Türkiye Ekonomisi, 2000 Kasım ve 2001 Şubat dönemlerinde art arda yaşadığı şoklarla birlikte ilk olarak finansal piyasalarında başlayan bir kriz sürecine girmiştir. Sonrasında reel piyasalara yayılan bu krizde, iç talepte keskin bir daralma görülmüş ve bu daralma ilerleyen süreçte ekonomik daralmaya dönüşmüştür. Kriz esnasında yatırım harcamaları azalmıştır. 2001 Eylül'e kadar özel yatırım harcamaları % 29,7, kamu yatırım harcamaları da % 23 oranında azalmıştır. Özel kesimin makine-teçhizat yatırımları da % 43,5 oranında gerilemiştir. Tüm bu düşüşlere paralel olarak 2001 yılında işsizlik oranı artmış, GSYH % 9,5 oranında küçülmüştür.⁹²

Ayrıca kriz döneminde döviz kurları devasa büyüklüklerde yükselmiş, mevcut sabit döviz kuru terkedilip, TL diğer yabancı paralar karşısında dalgalanmaya bırakılmıştır. Dalgalı döviz kuru rejimine geçişten sonra, TL, özellikle Dolar karşısında % 200' ün üzerinde bir oranda değer kaybına uğramıştır.

2001 yılındaki derin krizden sonra, geçmişte (1990 ve sonrası) birikmeye başlayan ve denetlenemez hale gelen ekonomik dengesizliklerin öncelikle tanımlanması ve sonrasında da rasyonel olarak ele alınıp giderilmesi adına 14 Nisan 2001 tarihinde, güçlü ekonomiye geçiş programı adı altında bir program hazırlanmıştır. Programın temel özelliği, çoğunlukla kamu maliyesine yönelik düzenlemeleri ve yüksek enflasyonla mücadeleyi içeren, IMF destekli olmasıdır.

⁹² T.C. Merkez Bankası, *Yıllık Rapor*, Ankara: 2001, s.17, 20.

1.1.1. Güçlü Ekonomiye Geçiş Programının Çerçevesi

Program, ilk olarak dalgalı döviz kuru rejimine geçişten sonra ortaya çıkan belirsizlik ve güvensizlik ortamını, kalıcı olarak, gidermeyi hedeflemiştir. Kamuda şeffaflık ve hesap verilebilirliğin artırılması, kaynak tahsisinin ekonomik rasyonalite çerçevesinde ele alınmasının altı çizilmiştir. Temel hedefler doğrultusunda dalgalı kur rejimi ile birlikte enflasyonla mücadeleyi birlikte yürütmek, krizin temel yapısal nedenlerinden olan kamu ve özel kesim bankacılık sektörlerinin regüle etmek, kamu finansman dengesini kırılganlık ve keyfi uygulamalardan uzaklaştırıp güçlendirmek ve tüm bunları esneklik, şeffaflık gibi piyasalara güven verici ilkelerle oluşturmak yan hedefler olarak seçilmiştir.⁹³

Ersel ve diğerlerine göre, güçlü ekonomiye geçiş programı, Türkiye'nin uzunca süredir içinde bulunduğu iktisadi dengesizlikler süreci ve bu sürecin denetlenebilir olmaktan çıktığı düşüncesiyle devreye alınmıştır. Bu nedenle finans ve kamu alanlarındaki temel değişkenlerin hacimleri ve çalışma prensiplerini yeniden kurgulamak gerekmektedir. Bu düzenlemeler seçilmiş belli başlı stok ve akım değişkenlerin çalışma kurallarını değiştirmeyi içermektedir. Amaç ekonominin parasal ve mali politika uygulamalarında eşgüdüm ile istikrarı sağlayarak, ekonominin kırılganlığını azaltıp, esnekliğini kuvvetlendirmektir. Devamında da ekonomi, yeni hedefler çerçevesinde dengeye oturacaktır. Güçlü ekonomiye geçiş programı, mimarı Kemal Derviş tarafından, kendisinden sonra devreye alınabilecek bir “gelişme programı”nın uygulanabilmesi için tasarlanmış “orta dönemli bir geçiş programı” olarak tanımlanmıştır.⁹⁴

1.1.2. 2002 – 2008 Döneminde Türkiye Ekonomisinin Genel Görünümü

1.1.2.1. Büyüme Ayağı

Türkiye ekonomisi 2001 krizi sonrasında, 2002 yılından itibaren kayıplarını geri kazanmak adına, 2008 yılına kadar hızlı bir büyüme trendine girmiştir. 2002 yılından itibaren yaklaşık potansiyel büyüme oranı olan % 5'in üzerinde 6 yıl geçirmiştir (Grafik

⁹³ T.C. Merkez Bankası, *Türkiye'nin Güçlü Ekonomiye Geçiş Programı*, 14 Nisan 2001.

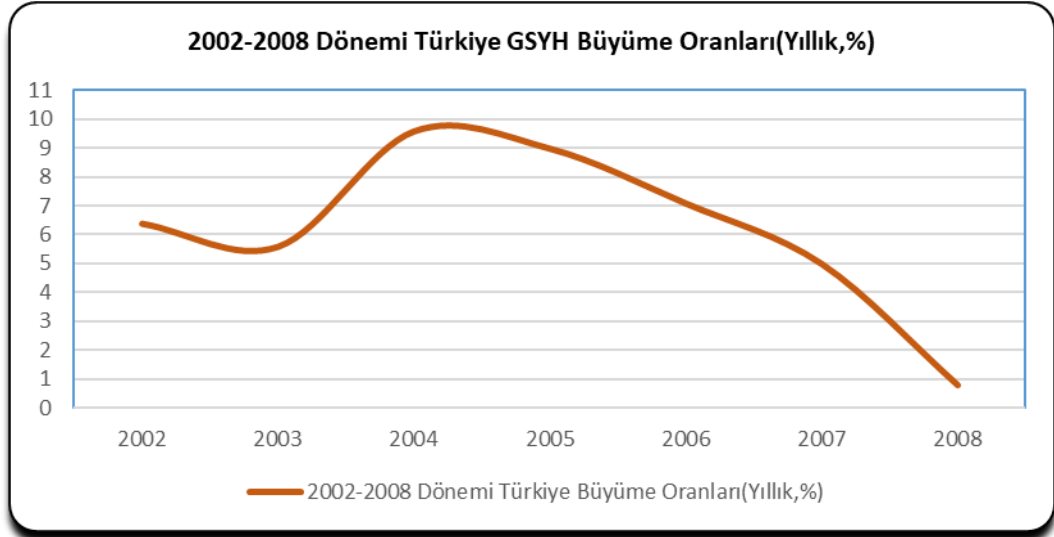
⁹⁴ Korkut Boratav, Şevket Pamuk, Hasan Ersel, “2000’li Yıllarda Türkiye Ekonomisi: Gelişmeler ve Geleceğe Bakış Konulu Konferansın Genel Değerlendirme Paneli”, *İktisat İşletme ve Finans*, C.30, S. 351 (2015), s. 19,20.

14). Krizden sonraki ilk yıl olan 2002 sonunda ekonomi yıllık ortalamada % 6,4 oranında büyümüştür. 2001 yılındaki % - 9,5 oranındaki negatif büyümenin ardından yakalanan % 6,4'lük oranın gerçekleşmesinde negatif büyüme yılının kattığı baz etkisi de gözden kaçırılmamalıdır. 2001 yılı Nisan ayında devreye alınan IMF destekli güçlü ekonomiye geçiş programı ve siyasi otoritenin programa tamamıyla bağlı kalınacağına dair verdiği taahhüt iç piyasalarda ve dışı karşı güven ortamının oluşmasını sağlamıştır.

Oluşan güven ortamıyla birlikte, büyüme hedefli hayata geçirilen iktisat politikalarına dair oluşan güvenin kuvvetlenmesi ve kriz süresince baskılanan iç talebin artmasına dönük olumlu beklentiler, kriz etkilerinin bertaraf edilmesi sürecini ve 2002 yılı büyümesini hızlandırmıştır.⁹⁵

2002-2007 döneminde güçlü ekonomiye geçiş programının ve olumlu küresel koşulların da desteğiyle, Türkiye ekonomisi 2003-2004-2005-2006-2007 yıllarında sırasıyla, % 5,6, % 9,6, % 9, % 7,1 ve % 5 oranında büyümüştür (Grafik 15). Enflasyon ve reel faiz oranlarında düşüşler olmuştur. Kamu borcu ve bütçe açığı (GSYH'ye oranla), 2001 Krizi değerlerine nazaran keskin düşüşler yaşamıştır. Bankacılık sektörünün regüle edilmesi ile birlikte finans sektörü de güçlenmiştir. Kredi kullanımı/GSYH oranı artmış, takipteki kredi oranı azalmıştır.⁹⁶

Grafik 15: 2002 – 2008 Dönemi Türkiye Ekonomisi Büyüme Oranları(Yıllık Ortalama - %)



Kaynak: www.tuik.gov.tr - GSYH-Zincirlenmiş hacim endeksi değişim oranı (%) (Yıllık)

⁹⁵ T.C. Merkez Bankası, *Yıllık Rapor*, Ankara: 2002, s.18.

⁹⁶ Fatih Özatay, “2000’li Yıllarda Türkiye Ekonomisi”, *İktisat İşletme ve Finans*, C.30, S. 350 (2015), s. 11.

1.1.2.2. *Fiyat Gelişmeleri*

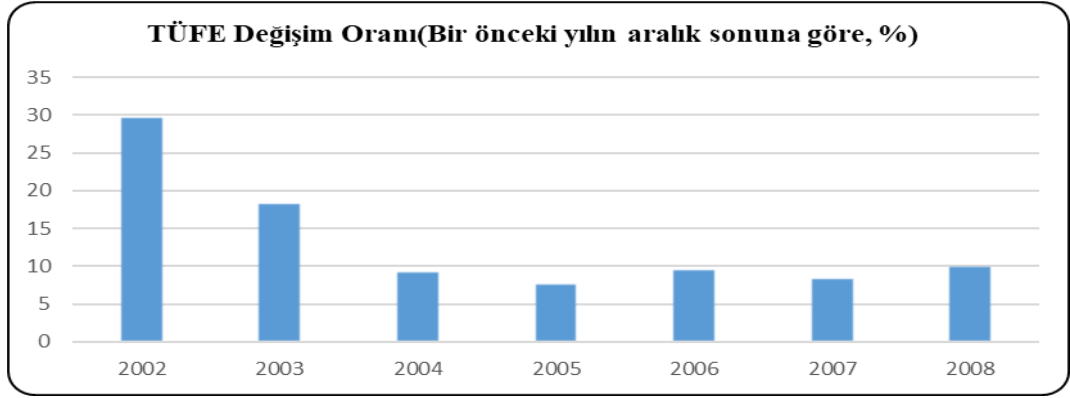
Güçlü ekonomiye geçiş programı ile birlikte kararlılıkla uygulanacağı belirtilen bir diğer iktisat politikası da enflasyon hedeflemesi stratejisidir. Yasal görevi fiyat istikrarını sağlamak olan TCMB, tüm para politikası araçlarını enflasyon hedeflemesi doğrultusunda tasarlayarak, 1990'lardan itibaren yüksek enflasyon oranlarını düşürmeyi hedeflemiştir. TCMB bu doğrultuda, para politikasının birincil aracı olan politika faiz oranlarını hedeflenen ve gerçekleşen enflasyon oranlarına göre belirlemiştir.

TCMB, enflasyon hedeflemesi stratejisini, 1990'lardan itibaren küresel düzeyde uygulanan tipik stratejiden kısmen farklı başlatmıştır. Para politikasındaki araç bağımsızlığını, iktisadi temelleri, bireysel ve kurumsal ekonomik ajanların bu stratejiye dair bilgi dağılımlarını da gözeterik, enflasyon hedeflemesine, 2006 yılına kadar "örtük enflasyon hedeflemesi" yle başlamıştır. Örtük enflasyon hedeflemesi, literatürdeki tanımıyla enflasyon hedeflemesi stratejisine başlangıç için bir geçiş sürecini ifade etmektedir. Geçiş sürecinin amacı, ekonominin yüksek enflasyon sürecinden ani çıkışının daha dengeli olmasını sağlamaktır.⁹⁷

2001 krizinde yaşanan yüksek enflasyon sürecinden sonra, güçlü ekonomiye geçiş programının ve TCMB'nin enflasyon hedeflemesi stratejisinin rasyonel biçimde uygulanmaya başlaması, dezenflasyon sürecine direkt yansımıştır. 2002 yılından itibaren enflasyon oranı anlamlı bir şekilde düşüşe geçerek, bireylerin ve firmaların planlama ufukları genişlemiştir. 2001 yılında % 68,5 seviyesini gören TÜFE, 2002 - 2003 Aralık aylarında sırasıyla % 29,7 ve % 18,4'e gerilemiş devamındaki 5 yıllık süre boyunca da, geçmişe göre düşük oranlı bir seyir izlemiştir(2004-2008 TÜFE ortalaması: % 9)(Grafik 16).

⁹⁷ Yıldız Akkaya & Refet Gürkaynak, "Cari Açık, Bütçe Dengesi, Finansal İstikrar ve Para Politikası: Heyecanlı Bir Dönemin İzi", *İktisat İşletme ve Finans*, C.27, S. 315 (2012), s. 95.

Grafik 16: Türkiye Yıllık TÜFE Değişim Oranı(Bir önceki yılın aralık sonuna göre)



Kaynak: www.tuik.gov.tr

TCMB, enflasyon hedeflemesi stratejisini, toplam ekonomik aktivite için bir çıpa olarak belirlemiştir. Bu çıpanın destekçileri 2002 yılından itibaren enflasyon oranı ile birlikte ve enflasyon oranına bağlı olarak birer performans kriteri olarak belirlenen, net iç varlıklar ve net uluslararası döviz rezervleri olarak bilinen bilanço kalemleridir. TCMB, enflasyon oranının dönemler itibarı ile izleyeceği patikaya göre bu bilanço kalemlerinde ayarlamalara giderek hedeflerini tutturmaya çalışmıştır. Bazı ara dalgalanma dönemleri haricinde bu hedefler 2008 yılına kadar çoğunlukla tutturulmuştur.⁹⁸

Boratav ve diğerlerine göre, TCMB'nin temel politika görevi olan fiyat istikrarının sağlanmasında benimsediği enflasyon kuramında, enflasyonu yükselten temel parametre döviz kuruudur. Bu noktada döviz kuru, sanayinin fiyatlama yöntemlerini temel alan bir maliyet enflasyonu stratejisini TCMB'ye dayatmıştır. Sanayi kesiminin fiyatlama davranışları incelendiğinde, bilhassa 1990'lı yıllarda yüksek seviyedeki kronik enflasyonun nedenini açıklarcasına, ücretlerin, döviz kuru hareketlerinin ve faiz oranlarının firmaların üretim/imalat maliyetlerine yansıtıldığı görülmektedir. Sonrasında da, enflasyon beklentileri yükselir ve yüksek enflasyon hali devam eder. Bu yapıdaki enflasyon oranını kontrol altına alabilmek adına IMF, Latin Amerika krizinde ülkelere önerdiği programa benzer bir programı Türkiye için yazmış ve enflasyonu kontrol altına alabilmek adına ilk olarak döviz kurunun düşürülmesi gerektiğinin altını çizmiştir. Devamında da yüksek seviyeli kronik enflasyonun son bulmasında program olumlu kazanımlar sağlamıştır.⁹⁹

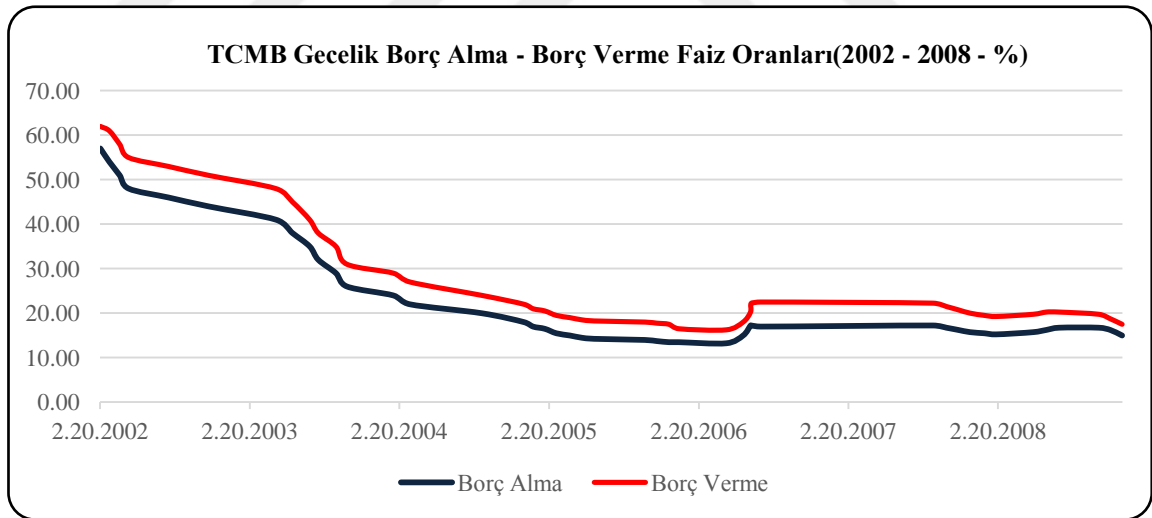
⁹⁸ T.C. Merkez Bankası, *Yıllık Rapor*, Ankara: 2002,2003,2004,2005,2006,2007.

⁹⁹ Korkut Boratav ve diğerleri, a.g.m., s.12.

1.1.2.3. Para Politikası

Enflasyon oranlarındaki iyileşme ile birlikte, TCMB politika faiz oranlarını yıldan yıla düşürmüştür. Düşük faiz oranları aktarım kanalları marifetiyle kredi maliyetlerine yansımış ve maliyetler düşmüştür. Güçlü ekonomiye geçiş programı hedeflerinden olan bankacılık sektörünün, finansal piyasalarda bilgili ve nitelikli aracılık yapma niteliği, sektöre yönelik gerçekleştirilen yapısal reformlar sayesinde karakterize edilmiştir. Geçmişe nazaran daha etkin ve şeffaf çalışan bir bankacılık sektörü sayesinde, ekonomideki bireylerin ve kurumların kullanımıyla toplam tüketim ve yatırım kompozisyonunu etkileyen önemli bir unsur olan krediye ulaşım kolaylaşmıştır. Grafik 17’de görüleceği üzere, TCMB, 2002 yılı başında % 61 olan gecelik borç verme faizini, enflasyon oranındaki iyileşmeyi de gözeterik, 2003 sonunda % 30’a, 2004 sonunda % 22’ye, 2005 sonunda % 17,50’ye kadar düşürmüştür. 2006 yılında % 20’ye yükseltile faiz, 2007-2008 döneminde % 17-18 seviyesinde dalgalanmıştır (Grafik: 17).

Grafik 17: TCMB Gecelik Borç Alma – Borç Verme Faiz Oranları(2002-2008-%)



Kaynak: TCMB, [http://www.tcmb.gov.tr/wps/wcm/connect/TR/TCMB+TR/Main+Menu/Temel+Faaliyetler/Para+Politikasi/Merkez+Bankasi+Faiz+Oranlari/faiz-oranlari\(13.07.2018\)](http://www.tcmb.gov.tr/wps/wcm/connect/TR/TCMB+TR/Main+Menu/Temel+Faaliyetler/Para+Politikasi/Merkez+Bankasi+Faiz+Oranlari/faiz-oranlari(13.07.2018)), kullanılarak yazar tarafından hazırlanmıştır.

1.1.2.4. Cari Denge Gelişmeleri

Rodrik’e göre, 2002 yılından itibaren Türkiye ekonomisi ve diğer benzer ülkeler, daha önce karşılaşılmamış bir şekilde var olan olumlu dış finansman ortamından yararlanmış. Özellikle finansal küreselleşme ve ucuz yabancı sermayenin varlığı

kritik bir rol oynamıştır. Türkiye ekonomisi açısından önemli olan bir diğer durum da toplam yurtiçi tasarruf miktarının yapısal olarak yetersiz olmasıdır. Türkiye ekonomisinde büyümeye kaynak olarak finansal sermayeye dönüşecek olan tasarruf yetersizliği, yurtiçi yatırım ve tüketimi sürdürebilmek adına kısa vadede borçlanarak giderilmeye çalışılmıştır. Rodrik'e göre Türkiye ekonomisi geçmişten bu yana, büyümenin dış finansmana bağlı olduğu bir ekonomidir. Yani, hızlı ekonomik büyüme süreçleri geniş cari açıklar oluşturmaktadır. Rodrik'in istatistiksel çalışmasına göre, ilave % 1 puanlık büyüme, % 0,4 puanlık bir cari işlemler açığı gerektirmektedir. Türkiye ekonomisinin, finansman kısıtı olan bir ekonomi olduğu düşünüldüğünde, reel faiz oranlarının 2008 krizine kadar yüksek olması, hatta zaman zaman çift haneleri yakalaması beklenen bir durum olmuştur. Bu şartlar altında 2001 sonrasında özel yatırımın GSYH içindeki payı, 2007 yılına kadar artış göstermiştir (2004 – 2007 arası ortalama: % 16). Yine 2001 sonrası yatırımların bileşimi incelendiğinde, ticarete konu olan malların ve imalat sanayii yatırımlarının, toplam yatırımların % 50'si civarında olduğu görülmektedir.¹⁰⁰

Nitekim yılsonları itibarı ile cari işlemler bakiyelerinin, GSYH içindeki payı incelendiğinde, 2002'de % 0,13 olan cari açık/GSYH oranı, cari açığın birikimli olarak artması nedeniyle, 2008 sonunda % 4,88'e ulaşmıştır. Bu noktada işaret etmek gerekir ki, 2002-2008 döneminde, bazı ara dönemler hariç, enflasyon çoğunlukla hedeflenen aralıklarda gerçekleşmiştir. Oysa iktisat literatürüne göre, potansiyelinden fazla büyüyen ve beraberinde cari açık veren ekonomiler genellikle enflasyon maliyetiyle karşılaşır (Toplam yurtiçi talebin, toplam yurtiçi arzdan fazla olması durumu). Bu dönemde, cari açığın genişlemesinin, toplam ekonomik aktiviteyi çok olumsuz seviyede etkileyecek kadar enflasyon yaratmamasının sebebi, 2002'den sonra TL'nin yabancı paralara karşı değerlendirilmesidir yorumu yapılabilir.

Cari açığın genişlemesine rağmen, enflasyonun ılımlı oranlarda kalması elbette olumlu bir ekonomik tablodur. Bu tabloda cari açığın sonucu olan döviz açığı, yabancı sermaye ile kapatılmıştır. Ancak madalyonun diğer tarafında belli riskler bulunmaktadır. Özellikle gelişmekte olan ülkelerde yabancı sermayenin finanse ettiği bir ekonomik yapıda, yabancı sermaye yurtiçinde döviz getirici yatırımlara

¹⁰⁰ Dani Rodrik, "Turkish Economic Myths", 14 Nisan 2015, http://rodrik.typepad.com/dani_rodriks_weblog/2015/04/turkish-economic-myths.html, (11.07.2018).

yönlendirilmez ve beraberinde de tüketim özendirilirse, yabancı sermayenin azaldığı ya da ani duruş (sudden stop) olarak tanımlanan süreçler yaşandığında, ekonominin durgunluk ya da kriz yaşama olasılığı artmaktadır. Öyle ki bu durumun örnekleri, Meksika, Asya ve Rusya krizlerinde yaşanmıştır.

1.1.2.5. İstihdam Gelişmeleri

Türkiye ekonomisinde 2002-2008 döneminde istihdam gelişmeleri incelendiğinde göze çarpan net bulguların başında, özellikle 2002-2007 döneminin, Türkiye ekonomisi potansiyelinin üzerinde olan ortalama % 7,1 büyüme oranının istihdam artışına yeterince yansımadağı durumu gelmektedir. Bilindiğı üzere “Okun İlişkisi” büyümeden işsizliğe doğru anlamlı bir dönüştürme sağlayan pratik bir kuraldır. Bu kurala göre, büyüme oranı arttıkça, işsizlik tam istihdam seviyesine ulaşana değin azalmaktadır. Bu çerçevede Türkiye ekonomisinin 2002-2007 dönemindeki ortalama % 7,1 oranındaki büyümesi, işsizlik oranını belirgin bir şekilde düşürmemiş, ancak yatay bir seyir izlemesini desteklemiştir.

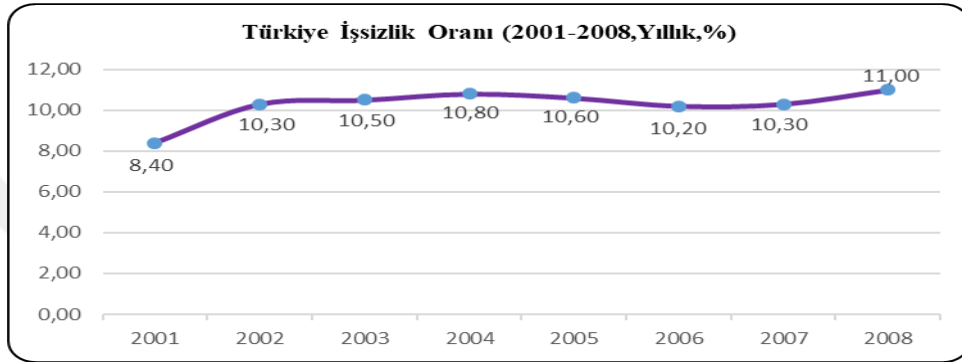
Bakış'ın “Türkiye İşgücü Piyasasında Güncel Eğilimler” adlı çalışmasında işgücüne katılma oranı, işsizlik oranı, istihdamın yapısı, kayıt dışı istihdam gibi konular incelenmektedir. Çalışmada, 2002-2007 döneminde güçlü ekonomiye geçiş programı ile başlayan yapısal reform süreciyle beraber makroekonomik göstergelerde gelen olumlu seviyelerin, işsizlik oranında yakalanamadığının altı çizilmiştir. İşgücüne katılım oranı tarafında ise 2002-2012 yılları arasında olumlu gelişmelerin olduğu ve işgücüne katılım oranının özellikle kadın işgücü tarafında yükseldiğı ifade edilmiştir, ancak bu seviye yine de OECD ortalamasının altındadır. Bir diğ er olumlu gelişme de kayıtlı istihdamın artması olarak belirtilmiştir.¹⁰¹

Kriz yılı olan 2001'in işsizlik oranı % 8,4 olarak gerçekleştiğ inden sonra, 2002 yılında % 10,3'e yükselen işsizlik oranı, hızlı büyüme yılları olan 2003 – 2007 arasında % 10 - % 10,3 aralığında dalgalanmıştır (Grafik:18). Bilindiğı üzere, uzun vadeli büyümenin temellerinde, sabit sermaye birikiminde artış, nitelikli emek gücünün artışı ve teknolojiyle eklenilen üretim/imalat başlıkları kritik önem taşımaktadır. Türkiye ekonomisinin 1990'lardaki dalgalı iktisadi performans yıllarındaki kronik yüksek oranlı işsizliğinin, görece daha programlı ve istikrarlı bir hikâye içeren hızlı büyümenin

¹⁰¹ Ozan Bakış, "Recent Trends in The Turkish Labor Market", *İktisat İşletme ve Finans*, C.30, S. 350 (2015).

yaşandığı 2001 sonrası yıllarda azalmamasının nedeni, yukarıda sayılan uzun vadeli büyümenin gereksinimlerine önem verilmemesi olabilir. Nitekim ilgili dönemde Türkiye ekonomisinin IMF destekli uyguladığı istikrar programı ve olumlu küresel finans ortamı sayesinde, TL değer kazanmış, enflasyon oranı düşüğe geçmiş, yurtdışı finansman maliyetini etkileyen faiz oranları azalmış ve yatırıma uygun bir ekonomik iklim oluşmuştur. Bu ortamda, yatırımların artması ve bu artışın da istihdam kapasitesini arttırarak, büyüme içinde önemli bir çarpan olması beklenmektedir.

Grafik 18: Türkiye İşsizlik Oranı(2001-2008, Yıllık, %)



Kaynak: TÜİK(İşgücü İstatistikleri Veri Tabanı)

İlgili dönemde bilhassa özel sektör yatırımlarında (çoğunlukla makine ve ekipman) artışlar da meydana gelmiştir. 2001’ de % 12 olan “toplam özel sektör yatırımı / GSYH” oranı, 2007 yılında, % 22 oranına yükselerek, yaklaşık iki kata yakın artış göstermiştir.¹⁰² Bu artışlara rağmen işsizlik oranının yatay bir seyir izlemesi, sektörlere dair yapısal sorunların var olup olmadığı sorusunu akla getirmektedir.

Pamuk ve diğerlerine göre, cari açık sorunu hariç tutulduğunda, Türkiye ekonomisi için orta ve uzun vadede en mühim sorun sanayisizleşme sorunudur. Sanayinin toplam ekonomik aktivite içinde kapladığı alanın daralmasını önemli ekonomik sonuçları bulunmaktadır. Sanayi sektörünün özellikle verimlilik artışına olanak veren üretim yapısı, büyümeye katkısı adına önem arz etmektedir. Kırdan kente yönelik göç sürecinin çoğunlukla tamamlanmasından sonra, sanayi sektörünün toplam ekonomik aktivite içindeki alanı daraldığında, verimlilik ve büyümeyi genişletebilmek adına, özellikle şehirlerde hizmetler sektörüne bağımlı olunmaktadır. Hizmetler

¹⁰² Daron Acemoğlu, Murat Üçer, “The Ups And Downs Of Turkish Growth, 2002 – 2015: Political Dynamics, The European Union And The Institutional Slide“, *NBER Working Paper 21608*, s.6.

sektörünün çoğunlukla düşük verimli olması ve döviz kazandırıcı faaliyetinin çok zayıf olması, Türkiye'nin uzun vadeli normal büyüme sorununun çözümüne çare olamamaktadır.¹⁰³

Özetle sanayi sektörünün toplam ekonomik aktivite içindeki payının genişliği, büyüme ve istihdam artışının temel gerekliliklerinden birisidir. Nitekim gelişmiş ülkelerin, gelişme süreçlerindeki büyüme dinamikleri, sanayi sektörü öncülüğündeki nitelikli emek faktörü olmuştur. Emek faktörünün Türkiye'de görece ucuz olduğu da düşünüldüğünde, sanayi sektörünün ekonomi içindeki payı arttırıldığında, işsizlik oranının da daha ılımlı seviyelerde olacağı düşünülebilir.

1.2. BÜYÜK DURGUNLUKTA TÜRKİYE EKONOMİSİ VE TCMB PARA POLİTİKASI HAMLELERİ

Birinci bölümde ayrıntılı olarak incelendiği üzere, 2007 yılında ABD'de başlayan durgunluk sürecinin yakın tarihteki dengesiz para politikası uygulamalarından kaynaklanan nedenleri, 2001 yılındaki teknoloji hisseleri köpüğünün patlamasından sonra atılmıştır. Hisse senedi piyasası merkezli bu durgunluktan çıkabilmek adına FED, likidite politikası yönetiminde, politika faiz oranlarını adım adım düşürmeye başlamış ve dünya piyasalarını bolluğundan dolayı ucuzlamış ABD Doları'na boğmuştur.

Genişleyen küresel likidite arzına paralel olarak getiri eğrisinin eğimim negatife dönmüş ve uzun vadeli faiz oranı beklentileri düşmüştür. 2003 -2007 döneminin temel özelliği olan bol likidite ortamında, kaynak ihtiyacı olan Gelişmekte olan ülke ekonomilerinin çoğunda borçlanma miktarları artmış ve beraberinde de tüketim artmıştır.¹⁰⁴

1.2.1. TCMB Para Politikası

Büyük Durgunluk sürecinin başlarında küresel çapta görülen ilk etki likiditenin azalması ve kredi mekanizmasının donması olmuştur. Ödünç vermekten kaçınma sonucunda, azalan ödünç alma imkânı ve durma noktasına gelen kredi kullanımı, küresel çapta reel piyasalarda kendisini yatırım, tüketim ve ticaret miktarlarının daralmasıyla göstermiştir.

¹⁰³ Korkut Boratav ve diğerleri, s.16,17.

¹⁰⁴ Durmuş Yılmaz, "Küresel Mali Kriz ve Türkiye Ekonomisi'ne Etkileri: Nasıl Başladı, Hangi Aşamadayız ?", *Başkanın Konuşmaları, TCMB, 27-Aralık-2008.*

İç ve dış talepteki daralma ile küresel emtia fiyatlarındaki düşüş sonucunda enflasyon oranları da hızla düşüşe geçmiştir. Bu gelişmeler ışığında fiyatlama davranışlarının yönlendirdiği yüksek enflasyon riskinin azalması, TCMB'ye, krizin Türkiye Ekonomisi üzerindeki etkilerini bertaraf etmeye yönelik görece geniş bir para politikası hamle sahası kazandırmıştır. İlgili dönemde sönük talep koşullarıyla birlikte, artan döviz kurlarının ekonominin geneline yönelik oluşturabileceği maliyet baskısının sınırlı ölçüde gerçekleşmesi TCMB'nin elini rahatlatmıştır. Finansman imkânlarındaki daralma ve ithalat fiyat artışlarının yavaşlaması, enflasyon beklentilerinin düşmesine yol açmış ve enflasyon hedeflemesi stratejisi uygulayan TCMB'yi hızlı bir faiz indirim sürecine sokmuştur.¹⁰⁵

2008 Ekim itibarı ile TCMB politika faizini hızlıca indirmiş, kredi sıkışıklığına engel olmak amacıyla da likidite desteğini artırmıştır. 2008 Kasım – 2009 Kasım döneminde toplam 1025 baz puan faiz indirimi yapılmıştır.¹⁰⁶

Büyük Durgunluğun etkilerinin dünya çapında yayılarak gelişmekte olan ülkelere de sirayet etmesiyle, TCMB' de Ekim 2008'den itibaren, enflasyon baskılarının hafiflemesinin sağlamış olduğu avantaj ile seri bir şekilde politika faizi indirimlerine başlayarak, gelişmekte olan ülkeler arasında krize karşı politika hamlesi gerçekleştiren ilk merkez bankalarından biri olmuştur. TCMB, enflasyon hedeflemesi çerçevesinde faiz oranlarının seviyesini tayin ederken kurumun enflasyon öngörülleri ile piyasaların orta vadeli enflasyon beklentileri bilgisini bunlarla birlikte ülke içi tasarruf ve yatırım seviyeleri bilgisini ilave olarak da fiyatlama davranışlarına yönelik tesiri boyutuyla, ithalat fiyat gelişmeleri bilgisini dikkate almaktadır.¹⁰⁷

TCMB'nin 2008 krizine karşı birincil politika hamlelerini incelemeyen önce Türkiye Ekonomisinde 2006 yılında yaşanan, gelişmiş ülke merkez bankalarının faiz artırımlarından kaynaklanan döviz kuru dalgalanmasına değinmek faydalı olacaktır. Bahse konu döviz kuru dalgalanmasının, fiyatlama davranışını etkileyerek, geleceğe dönük enflasyon beklentilerini arttırmasıyla birlikte, 2006 yılı genelinde gecelik borç alma faiz oranında 400 baz puan, gecelik borç verme faiz oranında da 600 baz puan artış yapmıştır. Kanunda belirtildiği üzere temel görevi fiyat istikrarını sağlamak olan

¹⁰⁵ Durmuş Yılmaz, "Küresel Kriz ve Merkez Bankası", *Başkanın Konuşmaları, TCMB*, 18-Mayıs-2009.

¹⁰⁶ Barış Çınar ve diğerleri, "Küresel Kriz ve Politika Uygulamaları", *TCMB Ekonomi Notları*, Sayı: 2010 / 12, Ağustos, s.8.

¹⁰⁷ Durmuş Yılmaz, "Küresel Kriz, Etkileri ve Para Politikası Uygulamaları", *Başkanın Konuşmaları, TCMB*, 04-Mart-2009.

TCMB, açık enflasyon hedeflemesine ilk kez başladığı 2006 yılında bu parasal sıkılaşmayı kuvvetli talep koşullarını değerlendirerek geleceğe yönelik beklentileri dengelemek adına almıştır denilebilir.

2008 yılı ortalamasında % 0 seviyelerine yaklaşan GSYH büyüme oranı krizin en sert hissedildiği yıl olan 2009 yılında negatif değer olarak yıllık ortalamalarda küçülmüştür. Özellikle 2009 yılındaki GSYH küçülmesi ile birlikte, azalan yurtiçi ve yurtdışı talep kompozisyonu enflasyon üzerinde düşüş yönünde baskılar yapmaya devam etmiştir. Bu durum TCMB' ye, krizin en sert hissedildiği yıl olan 2009'da, yurtdışı faiz ve fiyat gelişmelerinin de etkisiyle, seri faiz indirimleri yapma imkanı sunmuştur. TCMB'nin 2009 yılında, Aralık ayı hariç diğer 11 ay boyunca toplanan para politikası kurullarından faiz indirim kararı çıkmıştır. TCMB, 2009 yılı genelinde gecelik borç alma ve gecelik borç verme faiz oranlarında 650'şer baz puanlık indirim yapmıştır (Gecelik borç alma faiz oranı: % 13'ten, % 6,50'ye / gecelik borç verme faiz oranı: % 15,50'den, % 9'a...). 2009 yılının tamamında görülen faiz indirimleri, yılın ortasında da devam etmiştir. Faiz indirimlerine devam edilmesi, toplam ekonomik aktivitedeki artışa rağmen gerçekleşmiştir. Bunun sebebi, toplam ekonomik aktivitedeki toparlanmaya rağmen, toplam talepteki yükselişin devam edeceğine dair öngörülemezliğin sürdüğü düşüncesidir.¹⁰⁸

Türkiye ekonomi politikaları araştırma vakfı raporuna göre, TCMB ve hükümetin krize müdahale yönündeki politika hamleleri gecikmiştir. Likidite sıkışıklığının giderilip, kredi aracılığıyla, iç talebin artırılması adına, yurtdışı kaynak, yurtiçi kredi kanalı, ihracat kanalı ve ekonomik güveni oluşturacak çerçeve bir programın hazırlanması gerektiği ifade edilmiştir.¹⁰⁹

Gelişmiş ülkelerde krize karşı alınan önlemler çerçevesinde görülen parasal genişleme politika önlemleri, çalışmanın birinci bölümünde ayrıntılı olarak değinilen niceliksel gevşeme (QE) programlarının sonucu olarak gelişmiştir. Programın bir başka sonucu olan sıfıra yakın faiz (zero lower bound) politikası paralelinde, dünya ekonomisindeki likidite birikimi devasa miktarda artmıştır. Parasal gevşeme programlarının devreye alındığı ülkelerde kısa vadeli faiz oranlarının uzun süre sıfıra yakın oranlarda kalacağı beklentisi de artmıştır. Bu çerçevede, küresel risk iştahındaki

¹⁰⁸ TCMB, "2010 Yılında Para ve Kur Politikası", Aralık 2009.

¹⁰⁹ TEPAV, "Türkiye Ekonomisi İçin Kriz Önlemleri", *TEPAV Küresel Kriz Çalışma Raporu*, Mart 2009, s.9 – 11.

artışların ve gelişmekte olan ülkelerdeki toparlanmanın, gelişmiş ekonomilere nazaran daha hızlı ve istikrarlı olması nedeniyle, Türkiye ve gelişmekte olan ülke piyasalarına yönelik sermaye akımları hızlanmıştır. Dolayısıyla, TCMB, yurtiçi makro değişkenlerin bozulmaması adına, para politikası duruşunda bir takım değişiklikler yapacağını 14 Nisan 2010 yılında yayınladığı Para Politikası Çıkış Stratejisi ile kamuoyuna ilan etmiştir.

1.2.2. 2008 Sonrası Ekonomik Büyümedeki Gelişmeler

Türkiye Ekonomisi 2008 yılının ilk çeyreğinde % 7,2'lik bir büyüme performansı göstermiş ve geleceğe yönelik umut vadetmiştir. Dünya ekonomisinin genelinde, etkileri 2008 yılının ortalarından itibaren iyice hissedilmeye başlanan krizin Türkiye Ekonomisine ilk yansımaları reel ekonomik aktivite üzerinde görülmüştür. 2008 yılının ikinci çeyreğinde reel sektörün alt kesimlerinde gerçekleşen küçülme, imalat sanayiinde % 9,1'den, % 4,8'e, ticarete % 9,9'dan % 4,5'e, inşaatta ise % -3,3'ten, % -5,2' ye ulaşmıştır. Toplam ihracat ve istihdam içerisinde önemli bir paya sahip olan bu sektörlerdeki yavaşlama işsizlik oranını arttırmış ve sonucunda GSYH büyümesi yavaşlamıştır. 2008 yılının son çeyreğinde ise reel sektörde çöküş olarak tanımlanabilecek gerilemeler yaşanmıştır. İlgili dönemde imalat sanayii, % -10,8, inşaat, % -14, ticaret, % -15,9, ulaştırma, depolama, haberleşme, % -7,4 oranında küçülmüştür. Yine 2008 son çeyrekte GSYH % -6,5 küçülmüştür. 2008 yılı genelinde ise GSYH'da sıfıra yakın bir oranda, % 0,9 oranında büyüme gerçekleşmiştir.¹¹⁰

Türkiye Ekonomisinin 2008 yılının yarısından itibaren reel sektör özelinde bu denli yavaşlamasının temelinde ihracat pazarlarındaki talep daralması yer almaktadır. Buna ek olarak, küresel boyuttaki risk kaygılarının artışıyla birlikte rezerv para birimleri olan ABD Doları ve Euro değerlenmiş, bu değerlenme de yurtiçindeki üretim maliyetlerini, ÜFE'nin yıllık ölçekte % 50 artışıyla(% 6,4'ten % 12,7'ye.), yukarı itirmiştir. Sonuç olarak ihraç malı fiyatları düşmüş, ancak üretim maliyetleri artmış ve bu da üretimi olumsuz etkilemiştir.¹¹¹

Acemoğlu'na göre, Türkiye Ekonomisinin 2002- 2006 dönemindeki parlak performansı, 2008'deki Büyük Durgunluk süreci öncesi, 2007 yılından başlayarak

¹¹⁰ Gülten Kazgan, "Türkiye Ekonomisinde Krizler(1929-2009) – Ekonomi Politik – Açısından Bir İrdeleme", İstanbul Bilgi Üniversitesi Yayınları, İstanbul, 2013 (Genişletilmiş 4.baskı) , s.282.

¹¹¹ A.g.e., s.283, 285.

sönümlenmeye başlamıştır. Ekonomik aktivitedeki toplam ivme kaybı bu dönemde başlamış ve 2008 durgunluğu ile birlikte daha da artmıştır. Bu anlamda Büyük Durgunluk, Türkiye Ekonomisinin büyüme dinamiklerindeki zayıflıkların birikimini maskeleymiştir denilebilir. 2009 yılındaki keskin daralmadan sonra, büyümenin olumlu anlamda geriye dönmesi, aşırı parasal ve mali genişleme politikaları sonrasında gelmiştir. 2010 - 2011 dönemindeki % 9'luk ve potansiyelin çok üzerindeki ekonomik büyüme bunu ifade etmektedir. Genişlemeci para ve maliye politikaları çerçevesinde TCMB politika faizi 10 puan civarında düşmüş ve reel faiz oranları kriz öncesindeki % 7 – 8 seviyelerinden, sıfır seviyelerine ve hatta altına gerilemiştir. Bu genişlemeci politikalar 2010 -2011 döneminde kısa süreliğine potansiyelinin üzerinde bir büyüme sağlasa da 2007 sonrasındaki dönemde büyüme düşük kalitededir ve 2007 sonrasında toplam faktör verimliliği de durmuştur.¹¹²

1.2.3. Cari Açık Gelişmeleri

Türkiye Ekonomisinde 1980 – 2001 sürecinde, kamu bütçe açıklarından dolayı zorunlu hale gelen dış borçlanma, aynı zamanda cari açığın seviyesini de belirlemiş ve bu iki makro büyüklük arasında karşılıklı bir bağ oluşmuştur. Yani bütçe açığı, cari açığı peşinden sürüklemiştir. 2002 yılından itibaren bütçe açığı ve cari açık arasındaki etkileşim, 2001'de uygulamaya başlanan IMF destekli güçlü ekonomiye geçiş programına bağlılık sayesinde azalmaya başlamıştır. Programda mali harcama disiplininin sağlanması, kamu bütçe açıklarının kontrol altına alınmasını sağlamıştır. Sonrasında, cari açığın belirleyici unsuru, tüketim ve yatırım harcamalarının artmasıyla birlikte sürüklenen özel kesim tasarruf açığı olmuştur. 2002 yılından sonraki bu ayrışma özel kesim tasarruflarının yıldan yıla azalması ve tüketim harcamalarının artışıyla 2006 yılında zirveye ulaşmasına yol açmıştır. Türkiye Ekonomisinde krizi en derin hissedildiği yıl olan 2009'da bile cari açık 2000 yılının öncesinden yüksekte kalmıştır. 2009 kriz yılındaki bu durumun sebebi daralan küresel talep koşulları olarak gösterilebilir. Ancak cari açığın finansmanı açısından değerlendirildiğinde açığın Türkiye Ekonomisi için risk oluşturduğu da altı çizilmesi gereken bir husustur. 2006 yılından sonraki cari açık gelişmeleri incelendiğinde, açığın temelinde yatan özel kesim tasarruf boşluğunun nihai muhatabı konusundaki sorunla karşılaşılmaktadır. Geçmişte,

¹¹² Daron Acemoğlu, Murat Üçer, "The Ups And Downs Of Turkish Growth. 2002-2015: Political Dynamics, The European Union And The Institutional Slide ", *NBER Working Paper*, No.21608, 2015.

bütçe açığının cari açığı tetiklediği ve sürüklediği biliniyorken, Büyük Durgunluğa yakın dönemlerden itibaren Türkiye Ekonomisindeki cari açık riskinin, ekonominin hangi parçasının riski olduğu net olarak bilinmemiştir.¹¹³

1.2.4. İstihdam Gelişmeleri

2002 – 2008 döneminde Türkiye Ekonomisindeki başlıca makroekonomik alanların incelendiği bir önceki bölümde istihdam gelişmelerinin bu dönemde yatay bir seyir izlediği ve işsizlik oranının ortalama % 10 civarında ve 2001 krizinden daha yüksek seviyelerini koruduğunun altı çizilmiştir.

Büyük Durgunluk' un Türkiye Ekonomisinde reel kesim üzerindeki ciddi daraltıcı etkisi, işsizlik oranındaki sıçramaları da ortaya çıkarmıştır. 2008 yılının son ve 2009 yılının ilk çeyreğinde işsizlik oranı sırasıyla % 14 ve % 16 seviyelerini görmüştür. Bu oranların en net sonucu sosyal kümelerde görülen olumsuz gelişmeler olmuştur (İntihar, boşanma v.s....). Yine bu dönemde işini kaybetmeyenler de % 8 düzeyindeki enflasyon varlığına rağmen, sözleşmelerinde ücret artışı kazanamayarak krizden olumsuz etkilenmişlerdir. Devamında da sanayi kesiminde reel ücretler % 3 oranında düşmüştür.¹¹⁴

Türkiye Ekonomisinde geçmişteki krizlere nazaran, 2009 yılındaki işsizlik oranının büyük sıçramalar yapmış olması dikkat çekicidir. Dikkat çeken nokta, 2001 yılında yurtiçinde bankacılık sektöründe onlarca bankanın iflas etmesine ve devamında reel sektöre sıçrayıp, kapasite kullanım oranlarının azalmasıyla önemli istihdam kayıpları yaşanmasına rağmen, 2001 sonrası işsizlik oranının 2009 yılındaki işsizlik oranı kadar düşük olmamasıdır.

Rodrik'e göre, 2002 yılından itibaren ivme kazanan büyüme sürecine rağmen, işsizlik oranının inatla % 10 ve üzerinde kalması Türkiye Ekonomisinde bu dönemdeki büyüme lekelerinden biridir. Öyle ki, sağlıklı ekonomik büyüme için ele alınacak herhangi bir strateji kendi merkezinde iş ve istihdam yaratma özelliğine sahip olmalıdır. Burada temel hedef, hem daha yüksek bir büyüme oranı hem de verimli istihdam potansiyeli yüksek sektörlerin daha fazla genişlemesidir.¹¹⁵

¹¹³ Yıldız Akkaya, Refet S. Gürkaynak, a.g.m., s.98 - 100.

¹¹⁴ Gülten Kazgan, a.g.e. s.289.

¹¹⁵ Dani Rodrik, "The Turkish Economy After Global Financial Crisis", *Ekonomi-Tek*, s.48, Cilt:1, No:1, Ocak 2012.

1.3. BÜYÜK DURGUNLUK SONRASI TCMB’NİN GELENEKSEL OLMAYAN PARA POLİTİKASI HAMLELERİ

ABD’de ve dünyada Büyük Durgunluğa karşı devreye alınan genişlemeci para politikası çerçevesinden çıkış, önemli tartışma konularından biri olmuştur. FED’ in uygulamaya başladığı gevşek para politikasının sürüklediği likidite bolluğu, reel getiri farkından dolayı, getiri marjı görece yüksek olan ülkelere yoğun sermaye girişine dönüşmüştür. Bu dönüşümün niteliği de genellikle kısa vadeli menkul yatırımı özelliğinde oluşmuştur. Bu nedenle gelişmekte olan ülkelere yönelen sermaye yoğunluğu bu ekonomilerde finansal istikrarsızlık endişesi doğurmuş ve ülkeler krizden çıkış stratejilerini genellikle bu kaygı ile tasarlamışlardır.

1.3.1. TCMB’nin Büyük Durgunluktan Çıkış Stratejisi

Yukarıda bahsedildiği üzere Büyük Durgunluğun başlangıcı ile birlikte alınan para politikası kararlarının genişlemeci özelliği gelişmiş ülke merkez bankalarının bilançolarında riskli büyümelere neden olmuştur. Bunun yanında maliye politikası aracılığıyla reel ekonomiye yapılan destekler sonucunda da devasa kamu bütçe açıkları oluşmuştur. Gevşek para politikası sürecinin uzaması sonucu oluşabilecek yüksek enflasyon kaygısı da tartışılmıştır.¹¹⁶

Aşırı genişleyen bilanço hacimleri dışındaki çoğu risk gelişmekte olan ülke merkez bankalarının da kaygısı olmuş ve dikkatlerini özellikle yurtiçine yönelen spekülasyon sermaye akımları üzerinde toplamışlardır.

TCMB, Nisan 2010’ da kamuoyuna duyurduğu krizden çıkış stratejisinde kurumun bilanço yapısının, gelişmiş ülke merkez bankalarının bilançolarına nazaran bozulmadan korunduğunu bu nedenle çıkış projeksiyonunun daha yalın ve basit olacağını ifade etmiştir. Bu doğrultuda TCMB’nin çıkış stratejisi ana hatlarıyla aşağıdaki gibi tasarlanmıştır.¹¹⁷

- Döviz likiditesinde sıkılaştırma amacına yönelik olarak, döviz cinsi zorunlu karşılık oranlarının arttırılması, ödünç verme faiz oranlarının arttırılması ve vadelerinin kısaltılması,

¹¹⁶ T.C.M.B., “Para Politikası Çıkış Stratejisi”,14-Nisan-2010, Ankara, s.1,2.

¹¹⁷ T.C.M.B., “Para Politikası Çıkış Stratejisi”,14-Nisan-2010, Ankara.

- Sistemin fonlama ihtiyacından fazla gerçekleştirilen likidite sunumunun kademeli olarak azaltılması,
- TCMB gecelik borç alma faiz oranının(faiz koridorunun tabanı) politika faiz oranı özelliğini devam ettirmesi.
- Bahsi geçen para politikası planlamasına dahil olarak, TCMB'nin gelecekteki geleneksel olmayan (unconventional) para politikası bileşiminin altyapısına dair, merkez bankası iletişim politikası dahilinde, teknik detaylar açıklanmıştır. TCMB' nin gelecek projeksiyonundan hareketle para piyasası fonlama ihtiyacının artması halinde, teknik faiz uygulamasına başlanacağını ve koridor sisteminin bir hafta vadeli repo miktar ihaleleri yöntemiyle kullanılacağını sinyali vermiştir.

1.3.2. Finansal İstikrar Amacı ve Makroihtiyati Politika

Küresel çapta uygulanan (FED – ECB – BoE) niceliksel genişleme politikalarının net etkisi, gelişmekte olan ülkelere getiri amaçlı yönelen kısa vadeli sermayenin sağladığı ucuz finansman olmuştur. Kısa vadeli sermaye akımı yurtiçindeki döviz miktarını arttırmış, yerel paranın aşırı değerlenmesine neden olmuş, kredi kullanımının maliyetini düşürmüş ve ithalatı arttırarak cari dengenin olumsuz etkilenmesine ortam hazırlamıştır.

Bu doğrultuda Türkiye Ekonomisi ve TCMB özelinde enflasyon hedefi doğrultusunda tasarlanan para politikası çerçevesinde, finansal istikrarın daha belirgin bir yer alması gerektiği düşünülmüştür. Küresel literatürde “Yeni Normal” nitelemesiyle anılan süreçte yeni bir para politikası seti hedeflenmiştir. Hedefe yönelik olarak araç çeşitliliği ile birlikte etkin likidite yönetimi kararı alınmıştır.¹¹⁸

1.3.2.1. Finansal İstikrarın Tanımı

Sürdürülebilir potansiyel büyüme hedefine ulaşılabilmesi adına, finansal istikrarın bir kamu politikası hedefi olması gereği, genel olarak kabul gören bir düşüncedir. Finansal istikrar kavramı kolayca tanımlanamayacak, ancak konjonktür ve ekonomilerin dinamiklerine göre, açıklanabilecek ya da yorumlanabilecek bir kavramdır. Bunun nedeni hesaplanabilmesi ya da ölçülebilmesi adına evrensel net bir mutabakat sağlanamaması ve zamanla değişmez niteliklere sahip hale

¹¹⁸ T.C.M.B., *Enflasyon Raporu 2011 - I*, Ankara, s.1.

getirilememesidir. Finansal yeniliklerin, ne zaman ve nasıl ortaya çıkacaklarının bilinmemesi ve finansal piyasa davranışlarının sadece yerel ekonomik aktiviteye ve yasalara bağlı olmaması bir belirsizliktir. Bununla birlikte, piyasaların yapısal özellikleri ve finansal sözleşmelerin risklilik durumuna bağlı olması, finansal istikrar kavramının sınırlarının çizilmesini zorlaştırır.¹¹⁹

Literatürde finansal istikrar kavramının ortak bir tanımının bulunmaması, kavramın çeşitli içeriklere sahip, farklı tanımlarının yapılmasına neden olmuştur. Özellikle Büyük Durgunluk sürecinde ve sonrasında finansal istikrar kavramı çokça tartışılmıştır.

TCMB'ye göre net bir tanımı olmamakla birlikte finansal istikrar:

“Finansal sistemin parçası olan ekonomik fonksiyonların(ödeme sistemi, risk dağıtımı, kaynakların etkin dağılımı) beklenmedik bir durumda oluşabilecek şoklara karşı dayanıklılığını ve faaliyetini sağlıklı şekilde sürdürmesini ifade etmektedir. Finansal istikrar gerek ülkeler boyutunda gerekse küresel boyutta, finansal sisteme karşı sürdürülebilir bir güven olduğunun göstergesidir.”¹²⁰

FED' e göre finansal istikrar, bir ekonominin iyi ve kötü zamanlarında gerçekleşen tüm olumlu ve olumsuz vakaları bertaraf edebilen bir finansal sistemin yapılandırılması ile ilgilidir. Başarısızlıkları, iflasları engellemek ya da insanları ve firmaları para kazanıp kaybetmekten alıkoymak değildir. Finansal istikrar, hanehalkının, firmaların ya da ödünce ihtiyacı olan herhangi bir birimin, ihtiyacının karşılanması adına çalışan finansal sistemin niteliğini tanımlar.¹²¹

FED'in yukarıdaki finansal istikrar tanımından hareketle, Büyük Durgunlukta izlediği para politikası ve finansal kurumları kurtarma paketleri düşünüldüğünde, tanımladığı durum ile fiili tutumunun çeliştiği akla gelebilir. Öyle ki, bu kurtarma paketleri de eleştiriye maruz kalmış ve hatalı politikalar olarak görülmüştür.¹²² Eleştirilere karşılık öne sürülenler ise FED'in son borç verme mercii olarak batmasına(iflasına) izin verilemeyecek kadar büyük (too big-to fail) olan kurumların,

¹¹⁹ A.Vasudevan, “International Standards and Codes and Financial Stability”, *Economic and Political Weekly*, Vol.36, No:20, May 2001, s.1733.

¹²⁰ T.C.M.B., “Finansal İstikrar ve Türkiye’de Finansal İstikrar Gelişmeleri”, 2015, s.6.

¹²¹ FED, “What Is Fianancial Stability ?”, <https://www.federalreserve.gov/faqs/what-is-financial-stability.htm>, (01.10.2018)

¹²² Alan Meltzer, a.g.m., 261, 263.

toplam ekonomik aktivitenin finans sistemindeki tıkanıklıklar sebebiyle daha da kötüleşmemesi adına kurtarıldığıdır.

2008 sonrasında sıkça tartışılmaya başlanan konulardan biri de makroihtiyati (macroprudential) politika kavramıdır. Sistemik risk birikiminin engellenmesiyle tesis edilebilecek olan finansal istikrar durumuna ulaşabilme adına ilk akla gelen makroihtiyati politika yapıcıları, para otoriteleri ve düzenleyici/denetleyici kurumlardır.

1.3.2.2. Finansal İstikrar, Makroihtiyati Politika ve Sistemik Risk İlişkisi

Makroihtiyati politikalar, sistemik kırılma riskleri içeren hedeflerden oluşmalıdır. Makroihtiyati politika hedefine ulaşmak için finans sistemi, güçlü denetim ve uygulamalarla desteklenmeli, uygun parasal ve mali politikalar ile tamamlanmalıdır. Makroihtiyati politikaların etkili bir şekilde yürütülmesi için güçlü kurumsal ve idari yapı birinci derecede öneme sahiptir. Dolayısıyla merkez bankaları politika inşasında ve yönetiminde kilit role sahiptir.¹²³

Tek başına mikroihiyati önlemlerin, reel ekonomide ağır kayıplar yaratan rahatsızlıkları önleyemediğinin anlaşılmasıyla sistemik risklerin birikimini önlemek adına makroihtiyati politikaların rolü kuvvetlenmiştir. Bilindiği üzere özellikle finansal sistemik risklerin, iş çevrimlerinden ya da ekonominin yapısal unsurlarından kaynaklanması, bu risklerin finansal sisteme bulaşmasında önem arz eder. Finansal aracılık operasyonundaki kuralların gevşemesi, finansal sistem katılımcılarını daha fazla risk almaya teşvik etmektedir. Çoğunlukla dışsal şokların bir sonucu olarak ortaya çıkan olumsuzluklar, bu sistemik risklerin kırılma riski bir bölümünde gerçekleşebilir. Finansal kriz sürecinde ise finansal araçların aşırı risk alma isteği, aşırı riskten kaçınma isteği ile yer değiştirir, sistemdeki aktarım mekanizmasını bozar ve kredi sorunlarına yol açar.¹²⁴

Büyük Durgunluk göstermiştir ki, sistemik risk özel tasarlanmış finansal politikalara dahil olmalıdır. Kriz, sistemik risklerin, ekonomilerin ılımlı süreçlerinde de büyüyebileceğini açığa çıkarmıştır. İşte bu sistemik risklerin finansal sistemde birikerek, kriz ile sonuçlanmaması adına finansal istikrar, mikroihiyati, politikalardan ziyade, makroihtiyati politikaların marifetiyle tesis edilmelidir.¹²⁵

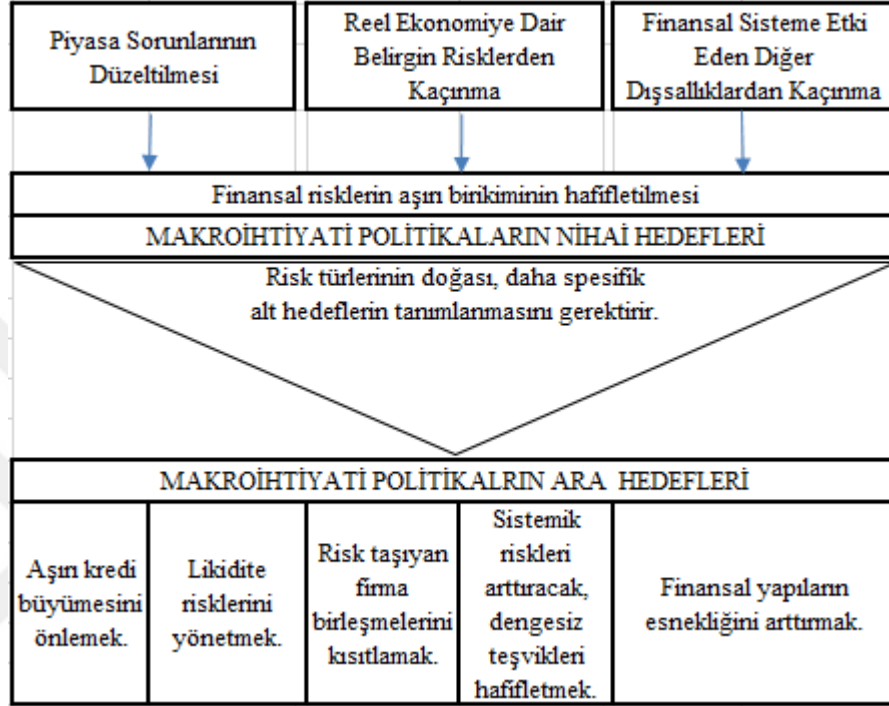
¹²³ Jose Vinals, “Key Aspects Of Macroprudential Policy”, IMF, June 2013, s.1.

¹²⁴ Magyar Nemzeti Bank, “A Brief Review Of Macroprudential Policy?”, <https://www.mnb.hu/en/financial-stability/macroprudential-policy/a-brief-review-of-macroprudential-policy> , (01.10.2018)

¹²⁵ Jose Vinals, a.g.m., s.1,2.

Makroihtiyati politikaların oluşturulmasında, finansal istikrar hedefine ulaşmak adına, iktisadi temellere has ara hedefler belirlenebilmektedir. Şekil 3, bu çerçeveyi bilmek adına faydalı olacaktır.

Şekil 3: Makroihtiyati Politika Hedeflerinin Belirlenmesi



Kaynak: Magyar Nemzeti Bank, <https://www.mnb.hu/en/financial-stability/macprudential-policy/a-brief-review-of-macprudential-policy>, (01.10.2018)

Makroihtiyati politikaların uygulanmasında, kurumsal işgörenler önem taşımaktadır. Bunun sebebi, ilgili merkez bankasının para politikasına dair temel hedef ya da hedeflerinin makroihtiyati politika hedef ve araçları ile azami uyum içerisinde olması gerektiğidir.

1.3.2.3. *Fiyat İstikrarı ve Finansal İstikrar Amaçlarının Birleşmesi*

Para politikası ve makroihtiyati politika arasındaki tamamlayıcılık ve etkileşim, güçlü bir makroihtiyati pencereye olan ihtiyacı pekiştirmektedir. Para politikası fiyat istikrarı hedefine uygun tasarlandığında dahi, ortaya çıkan parasal duruşun, finansal istikrar açısından istenmeyen yan etkileri olabilir. Düşük enflasyon oranının düşük faiz

oranına alan açması durumunda, aşırı kredi büyümesi ve varlık fiyat balonlarının oluşmasına katkıda bulunarak, finansal istikrarsızlık tohumları ekilebilir.¹²⁶

Bu çerçevede Büyük Durgunluk sonrası gelişmiş ülkelerde görülen nicel gevşeme politikaları ile küresel faiz oranları çok düşük seviyelere gelerek, finansman imkânlarını genişletmiştir.

Türkiye Ekonomisi özelinde 2010 yılından itibaren gözlenen yüksek miktardaki kısa vadeli yabancı sermaye girişleri, TCMB tarafından makrofinansal riskleri arttırıcı bir unsur olarak görülmüş ve kurumu para politikasını, finansal istikrarı da gözetecek şekilde tasarlamaya yönlendirmiştir.

Dönemin(2011-2016) TCMB başkanı Başçı'ya göre:

“(...)Kısa vadeli sermaye girişleri bir yandan krediye erişimi kolaylaştırarak tüketimi hızlandırırken, diğer yandan TL'nin değerlenmesine yol açarak; iç ve dış talep arasındaki ayrışmayı daha da belirginleştirmiştir. Cari dengenin hızla bozulması ve finansmanında, kısa vadeli sermaye girişleri ile portföy yatırımlarının giderek artması, küresel risk iştahındaki ani değişimlere karşı ekonominin kırılganlığını arttırarak, makroekonomik ve finansal istikrara dair kaygıları gündeme getirmiş ve alternatif yaklaşımları gerekli kılmıştır.”¹²⁷

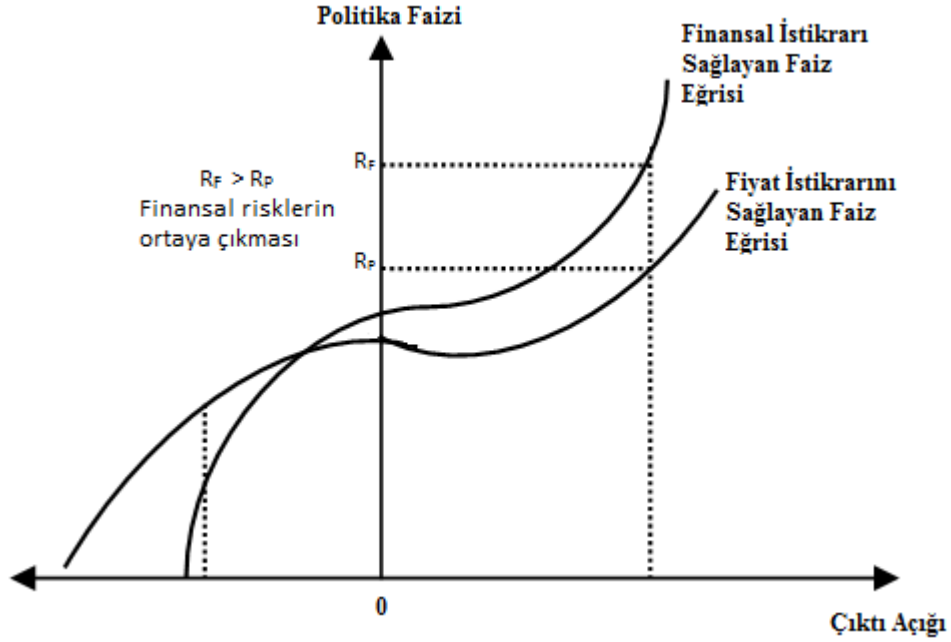
Yılmaz'a göre finansal istikrar ve fiyat istikrarını sağlayacak olan faiz oranlarının seviyesi, çıktı açığının seyrine göre değişmektedir.¹²⁸ Grafik 19'da görüleceği üzere, potansiyel çıktı seviyesinin üzerindeki alanda, çıktı açığı arttıkça, finansal istikrar ve fiyat istikrarını sağlayan faiz oranı seviyeleri arasındaki makas, *finansal istikrarı sağlayan faiz oranı > fiyat istikrarını sağlayan faiz oranı* olacak şekilde artmaktadır. Tersine çıktı açığının potansiyelinin altındaki seviyelerde gerçekleştiği durumlarda da *fiyat istikrarını sağlayan faiz oranı* seviyesi, *finansal istikrarı sağlayan faiz oranı* seviyesinin üzerinde kalacak şekilde tepki vermektedir. Burada, enflasyon hedeflemesi çerçevesinde politika üreten bir merkez bankası olan TCMB, fiyat istikrarını sağlayacak olan faiz oranının belirlenmesinde kullanılan para politikası kuralı olarak, çalışmanın birinci bölümünde değinilen Taylor Para Politikası Kuralına vurgu yapmıştır.

¹²⁶ A.g.m., s.6.

¹²⁷ Erdem Başçı & Hakan Kara, "Finansal İstikrar ve Para Politikası", *İktisat, İşletme ve Finans*, 26 (302), Mayıs 2011, s.10

¹²⁸ Durmuş Yılmaz, "TBMM Plan ve Bütçe Komisyonu Sunumu", *TCMB*, Ekim 2010, Ankara, s.16.

Grafik 19: Fiyat İstikrarı ve Finansal İstikrarı Sağlayan Faizlerin Çıktı Açığı İle İlişkisi



Kaynak: T.C.M.B., “Finansal İstikrar Raporu”, Sayı:11, Aralık 2010, s.50.

TCMB'nin bu politika vizyonu çerçevesinde, çıktı açığının sıfırın üzerinde olduğu bölgede, TCMB'nin politika faizini enflasyon hedefi çerçevesinde $r_p = r_{eh}$ (r_p : Politika faizi, r_{eh} : Fiyat istikrarını sağlayan faiz oranı) olarak belirlediği varsayılın. Grafik 19'daki ilişkiye göre, bu seviye finansal istikrarı sağlamak açısından yetersiz (düşük) kalmaktadır. Bu noktada TCMB'nin iki alternatifi öne çıkmaktadır. İlk olarak politika faizi, r_{eh} 'nin üzerinde belirlenip, $r_p = r_{fi} > r_{eh}$ (r_{fi} : Finansal istikrarı sağlayan faiz oranı) olarak yazılabilir. TCMB'ye göre, bu düzeyde görece yüksek faizden dolayı, kısa vadeli yabancı sermaye girişleri artacak ve TL iktisadi temellerden kopuk bir seviyede değerlendirilerek, cari denge olumsuz etkilenecektir. İkinci olarak, görece yüksek faiz oranı, iç talepte ve kredi talebinde daralmaya neden olarak, cari dengeyi iyileştirici katkı yapacaktır. TCMB, bu iki alternatif sonuçtan, ikincisinin daha zayıf bir etkisinin olacağını ifade etmiştir.¹²⁹

Enflasyon hedefi ve finansal istikrar hedefinin odaklandığı politika faiz oranının seviyesindeki bu ayrışma nedeniyle, TCMB 2010 yılının bitimine yakın, finansal istikrar hedefini de içeren yeni bir para politikası karması kurgulamıştır.

¹²⁹ Fatih Özatay, “Merkez Bankasının Yeni Para Politikası: İki Hedef - Üç Ara Hedef - Üç Araç”, *İktisat İşletme ve Finans*, 26(302), 2011, s.29, 30.

1.3.3. Finansal İstikrar Hedefinin Para Politikasına Yansımaları

TCMB, makrofinansal riskler olarak adlandırdığı alandaki gelişmeleri değerlendirerek, para politikası fonksiyonunun içine, finansal istikrar hedefini de dâhil etmiştir. Yeni anlayış çerçevesinde, bilhassa sermaye akımlarına bağlı olarak, dış dengeye, ucuz finansmana bağlı olarak da kredi genişlemesine odaklanılmıştır. Dolayısıyla politikanın hedefi, ekonominin kırılma noktalarını azaltmak ve şoklara karşı esnek tepki davranışını geliştirmektir.¹³⁰

Gregorio'ya göre, varlık fiyatlarındaki köpüklerin (balonların) patlatılmasında para politikasının kullanılması, gelişmekte olan piyasa ekonomilerinde karmaşık bir hal alabilir. Çünkü bu piyasalarda yurtiçi varlıklardaki balon oluşumu, aşırı sermaye akımlarının neden olduğu bir ulusal para değerlenmesi olarak ortaya çıkabilir. Köpüğün patlatılması adına, para politikasının sıkılaştırılması tam tersi etkilere yol açabilir. Bu etkiler sermaye girişinin daha da artması ve ulusal paranın daha fazla değerlenmesidir. Bu durumda faiz oranı, doğru para politikası olmaktan çıkar ve ulusal paranın daha fazla değerlenmemesi adına, döviz kuruna yönelik müdahale araçları daha iyi sonuç verebilecektir.¹³¹

Fiyat istikrarı ve finansal istikrar hedeflerinin her ikisini birden içeren para politikasının uygulanmasındaki uzlaşmazlıkları en aza indirerek, politika yapıcılara daha fazla manevra alanı sağlayacak olan, güçlü bir makroihtiyati politika çerçevesidir. Bu çerçevenin etkisini de kullanılacak uygun para politikası araçları tayin etmektedir.¹³²

TCMB bu doğrultuda şekil 4'te özetlenen temel araçlar ve iletim kanalları ile birlikte nihai politika amaçlarını gerçekleştirmeye yönelmiştir. Resmi politika faizi olan, haftalık repo faizi ile faiz koridoru, zorunlu karşılık oranları ve likidite yönetimi araçlarını kullanarak, fiyat istikrarı ve finansal istikrar amaçları hedeflenmiştir. Araçlar ve amaçlar arasındaki iletim kanalları ise, makroihtiyati para politikası önlemlerine dahil olan krediler ve döviz kuru kanalıdır.¹³³

¹³⁰ Hakan Kara, "Küresel Kriz Sonrası Para Politikası", *İktisat İşletme ve Finans*, 27(315), 2012, s.11.

¹³¹ Jose De Gregorio, "Price and Financial Stability in Modern Central Banking", *Economia Journal*, Volume 13 Number 1, Issue Fall 2012, s.5.

¹³² Jose Vinals, a.g.m., s.10.

¹³³ Hakan Kara, a.g.m., s.14.

Şekil 4: TCMB'nin Fiyat İstikrarı ve Finansal İstikrarı Hedefleyen Para Politikası Araçları

MAKROİHTİYATİ ARAÇLAR	AKTARIM KANALI	AMAÇLAR
<ul style="list-style-type: none">- Faiz Koridoru- Haftalık Repo Faizi- Likidite Yönetimi- Zorunlu Karşılıklar	<ul style="list-style-type: none">• Krediler• Döviz Kuru	<ul style="list-style-type: none"># Fiyat İstikrarı# Finansal İstikrar

Kaynak: Hakan Kara, “Küresel Kriz Sonrası Para Politikası”, *İktisat İşletme ve Finans*, 27(315), 2012, s.15.

1.3.3.1. Yabancı Sermaye Akımlarının İdaresi ve Politika Faizi Aracı

Türkiye Ekonomisi para politikasının idaresinde Mayıs 2010 tarihine kadar, TCMB politika faizi, faiz koridorunun tabanı olan TCMB gecelik borç alma faizi olarak belirlenmiştir. Bu tarihten sonra TCMB, haftalık repo faizi ile bankalara borç vermiş ve bu faizi resmi politika faizi olarak ilan etmiştir.¹³⁴

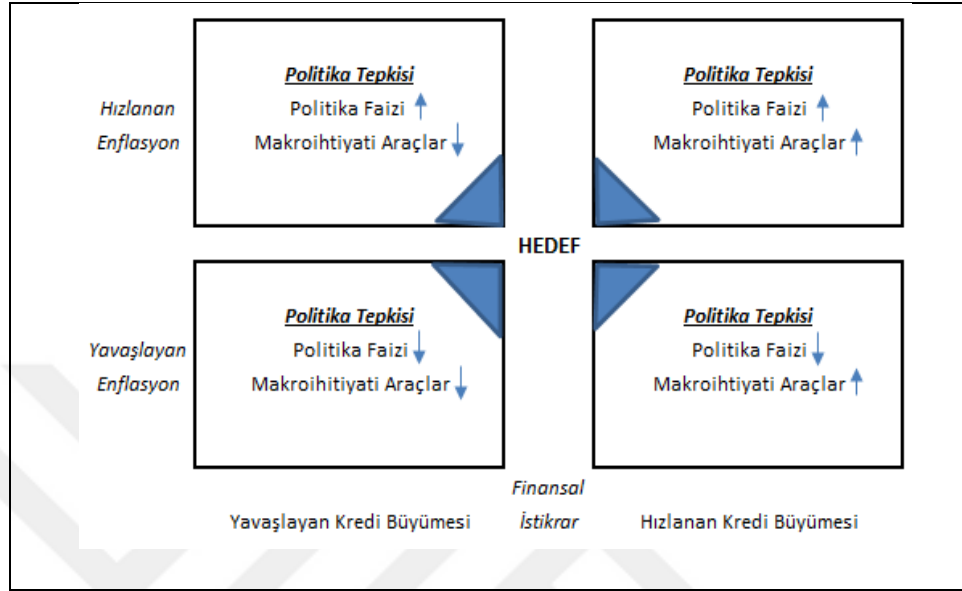
Bilindiği üzere, para politikasını enflasyon hedeflemesi çerçevesinde yürüten bir merkez bankası, tek araç olarak politika faiz oranını kullanıp, para piyasası faizlerini bu araçla yönlendirmektedir. Bu çerçevede talep artışı kaynaklı bir enflasyon artışına karşı verilecek ilk politika tepkisinin kısa vadeli faizlerin arttırılması olacağı beklenir. Tek araçlı sistemde bu faiz artışı, kredi hacminin daralması ve yerli paranın değerlenmesi ile sonuçlanacaktır. Burada merkez bankası tarafından odaklanılan nokta, enflasyonun yavaşlayarak, hedeflenen seviyeye gerilemesidir. Dolayısıyla politika faizi artışı ile birlikte finansal dengenin ve risklerin nasıl etkilendiği öncelikli sırada önemsenmemektedir. Fakat makrofinansal riskleri de gözetilen bir para politikası tasarımında tek araç olarak politika faizinin kullanılması istenen sonucu vermeyebilir.¹³⁵ Bu doğrultuda TCMB, finansal istikrarı da hedefleyen para politikası tepkisi dahilinde, politika faizini, geleneksel para politikası anlayışı dışında yönlendirerek, düşürmüştür. Buradaki amaç, Türkiye Ekonomisini yabancı sermaye akımları açısından cazip olmaktan çıkarmak ve spekülatif getiriye engellemektir. Para politikasına yönelik uygulamalarda, ekonominin genelindeki hızlanan ve yavaşlayan enflasyon senaryoları

¹³⁴ TCMB, *Enflasyon Raporu 2011 - I*, Ankara.

¹³⁵ Hakan Kara, a.g.m., s.16.

temel alınarak, politika faizi ile makroihtiyati araçların nasıl kullanılacağı yurtiçinde ve uluslararası kamuoyunda şekil 5’deki gibi sunulmuştur.

Şekil 5: Enflasyon Senaryolarını Temel Alan TCMB Politika Tepkileri (İki Hedef – İki Araç)



Kaynak: Erdem Başçı, “The Turkish Experience”, *Bank Of Indonesia IMF Joint Conference On Coping With Asia’s Large Capital Inflows In A Multi-Speed Global Economy*, March 2011, Bali, Indonesia, s.12.

1.3.3.2. Kredi Genişlemesinin Kontrolü

Bir ekonomide kredi hacmindeki ve döviz kurlarındaki oynaklıklar finansal istikrarı tehlikeye atan durumlar oluşmasına neden olabilir. Dolayısıyla bu oynaklık fiyatlar aracılığıyla, faktör gelirlerini etkileyerek kaynak dağılımını da bozabilmektedir. Finansal sistemdeki likidite ihtiyacında fazlalar ya da açıkların aşırı seviyelere ulaşması, parasal aktarım sisteminin çalışmasını aksatarak, para politikasını etkinliğini azaltabilmektedir.¹³⁶

Para politikasının en az hata ile hedefine yaklaşabilmesi adına, TCMB, finansal istikrar amacı çerçevesinde, aşırı yabancı sermaye girişinin yurtiçi finansman koşullarını gevşetmesiyle sonuçlanan kredi genişlemesinin hızını azaltabilmek için zorunlu karşılık oranı aracının kullanımını öne çıkarmıştır.

¹³⁶ TCMB, “Finansal İstikrar ve Türkiye’de Finansal İstikrar Gelişmeleri”, TCMB, 2015, s.7.

1.3.3.2.1. Zorunlu Karşılık Oranının Kullanılması

Zorunlu karşılık, bankacılık kurumlarının bilançolarındaki mevduatların ya da yükümlülüklerin bir kısmını likit karşılık olarak tutmasını gerektiren düzenleyici bir araçtır. Bunlar, merkez bankası bünyesinde nakit ya da nakde dönüşebilme hızı / kabiliyeti yüksek, bağımsız senetler şeklinde tutulur. Zorunlu karşılık mevduata uygulandığında, düzenleme genellikle mevduatın türüne (vadeli-vadesiz) ya da para birimine (ulusal para – döviz) göre özelleşebilir. Banka bilançolarının yurtiçi ve yurtdışı (mevduat harici) yükümlülüklerini de kapsayabilir. Genellikle bankaların yükümlülükleri üzerine uygulanırlar ancak varlıklarına da uygulanabilirler.¹³⁷

Para politikası aracı olarak işlevsellikleri incelendiğinde, zorunlu karşılıklar ekonomilerdeki kredi döngüsünü yönetmek adına önemli rol üstlenebilirler. Yüksek oranlı zorunlu karşılıklar, parasal genişleme dönemlerinde borçlanma oranlarını azaltarak, kredi büyümesindeki hızlanmayı frenleyebilirler. Devamında da borçluların kaldıraç oranlarını sınırlarlar. Düşük oranlı zorunlu karşılıklar ise ekonomik darboğaz süreçlerinde, finansal sistemdeki likidite sıkışıklıklarını azaltarak, koruma mekanizması biçiminde çalışırlar. Bu bağlamda, kredi kullanımına etki eden dinamiklerin yönetilmesini amaçlayan, kredi tavanları gibi daha sert makroihtiyati araçların bir ikamesi olmaktadır.¹³⁸

TCMB. 2010 yılının Ekim ayında TL zorunlu karşılıklara faiz ödemesi uygulamasını sonlandırmış ve yurtiçi TL kredilerin maliyetini arttırarak, tehlikeli gördüğü kredi büyümesini yavaşlatmaya yönelik bir adım atmıştır. Devamında da bankacılık sisteminin TL likiditesini ve kredi hacmini yönetebilmek için zorunlu karşılık oranlarında, mevduat vadelerine göre ayırışan bir artırım sürecine başlamıştır. Burada amaç, bankacılık sistemindeki bilançoların yükümlülük tarafındaki kıymetlerin vadelerinin uzatılması ve finansal istikrarın güvenilir bir hal almasını sağlamaktır.¹³⁹

Zorunlu karşılıklar, bankaların üzerinde bir vergi etkisi oluşturur. Bu nedenle bankalar, kredi kullandırım faizleri ile mudilerine ödedikleri mevduat faizleri arasındaki

¹³⁷ Camilo E. Tovar ve diğerleri, "Credit Growth and Effectiveness of Reserve Requirements and Other Macprudential Instruments in Latin America", *IMF Working Paper*, No: 12/142, 2012, s.5.

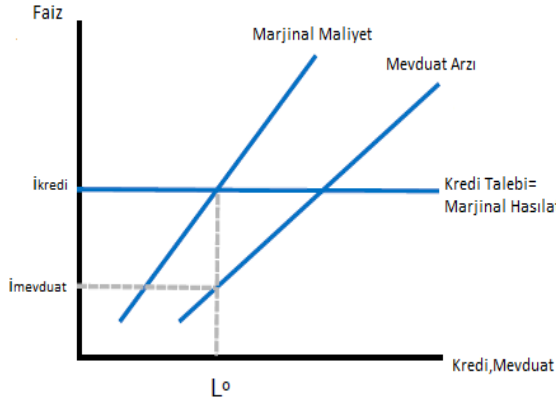
¹³⁸ A.g.m. , s.6.

¹³⁹ Erdem Başçı, Hakan Kara, a.g.m., s.6,7.

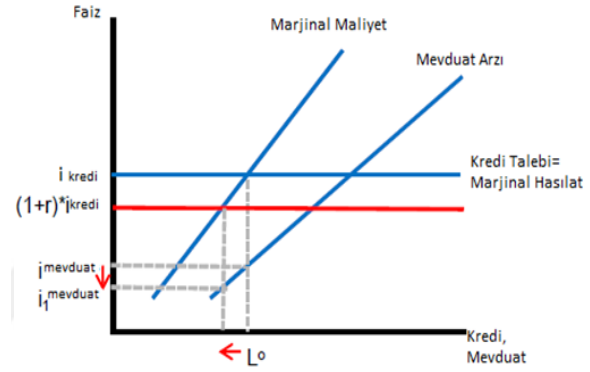
farkı arttırarak, maliyetlerini diğer araçlara aktarabilirler. Zorunlu karşılıkların bankalar üzerindeki vergi etkisinin işleyiş sonuçları grafik 20 ve 21’de incelenebilir.¹⁴⁰

Grafik 20 ve 21: Rekabetçi Kredi ve Mevduat Piyasalarında Zorunlu Karşılıkların Finansal Aracılık Üzerindeki Etkileri

Kredi Piyasasında Zorunlu Karşılığın Uygulanmadığı Durum



Kredi Piyasasında Zorunlu Karşılığın Uygulandığı Durum



Kaynak: Camilo E. Tovar ve diğerleri, “Credit Growth and Effectiveness of Reserve Requirements and Other Macropprudential Instruments in Latin America”, *IMF Working Paper*, No: 12/142, 2012, s.9

Soldaki grafikte banka, kredi fiyatını kabullenen – fiyat alıcı durumundadır. Finansal aracı, fiyat ve miktar arttıkça artan, pozitif eğimli bir marjinal maliyet eğrisine ve mevduat arzı eğrisine sahiptir. Tam rekabet piyasasındaki firma dengesinde talep, fiyat ve marjinal hasılat eğrileri aynı olduğundan, kredi fiyatı, kredi talebi ve marjinal hasılat eğrileri sonsuz esnek özellikte olup, yatay eksene paraleldir. Bu çerçevede, banka, piyasa gücünü mevduat piyasasında kullanarak, mevduatlara uyguladığı faiz oranını (fiyat) kredi kullandırırken uyguladığı faiz oranından daha düşük tutar.

Sağdaki grafikte ise zorunlu karşılıkların banka kredileri üzerindeki vergi etkisi görülmektedir. Mevduata uygulanan bir zorunlu karşılık oranı, krediden elde edilen marjinal hasılatı düşürerek, eğriyi aşağıya kaydırır. Devamında bankalar, zorunlu karşılıkların maliyetinden kaynaklanan farkı mudilerinin hesaplarına uyguladıkları faiz oranlarını düşürerek telafi ederler. Burada, zorunlu karşılık oranlarındaki artışın – daha düşük mevduat faizi – şeklinde mudilere yüklenmesi söz konusudur.¹⁴¹

¹⁴⁰ Camilo E. Tovar ve diğerleri, a.g.m., s.7.

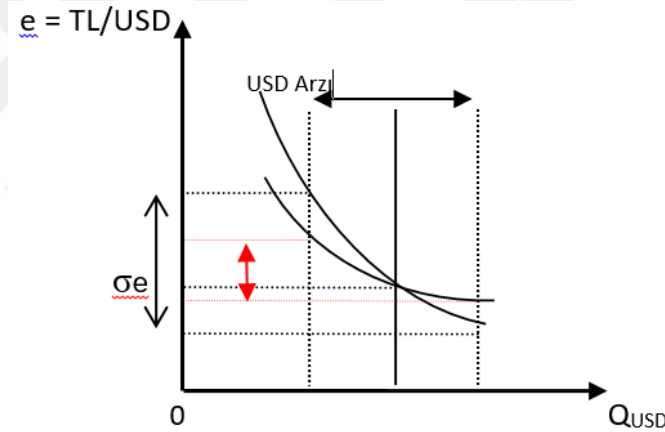
¹⁴¹ A.g.m., s.9.

Mutlutürk'ün “Makroihtiyati Politika Aracı Olarak Zorunlu Karşılıkların Kullanılması: Türkiye Örneği ve Bankacılık Sektörü Üzerine Etkisi” adlı çalışmasında, TCMB'nin zorunlu karşılık oranlarını arttırdığı süreçte, zorunlu karşılık maliyetinin, bankalara, mudilere ve banka hissedarlarına yüklendiği, kar hacminin daraldığı ve karlılığın gerilediği sonucuna ulaşılmıştır.¹⁴²

1.3.3.2.2. Rezerv Opsiyon Mekanizması ve Çalışma Tekniği

Bankalara yönelik rezerv opsiyonu uygulamasının devreye alındığı dönemde, Türkiye Ekonomisinde, yabancı sermaye akımlarının yoğunluğu nedeniyle değerli TL, ucuz döviz ikliminin oluştuğu görülmektedir. Böyle bir ortamda, döviz cinsi borçlanma, TL cinsi borçlanmaya göre daha cazip olmaktadır. TCMB, rezerv opsiyon mekanizması uygulaması ile finansal araçların daha az maliyetle zorunlu karşılık ayırabilmelerine imkan sağladığını ifade etmiştir.¹⁴³

Grafik 22: Rezerv Opsiyon Mekanizması ve Döviz Fiyatına İlimli Etkisi



Kaynak: Aysan ve diğerleri, “Managing Short Term – Capital Flows in New Central Banking: Unconventional Monetary Policy Framework in Turkey”, *CBRT Working Paper*, No: 14/03, 2014, s.14.

Rezerv opsiyon mekanizması, kısa vadeli güçlü sermaye akımlarının, döviz kuru dalgalanmalarını eşzamanlı dengeleyen bir araçtır. Döviz piyasasına müdahale çerçevesinde, merkez bankalarının açık piyasa işlemleri vasıtasıyla, döviz arzının istenmeyen ölçüde arttığı durumlarda piyasadan döviz satın alarak, dövizin miktar ve fiyatını dengeleme çabası geleneksel bir para politikası hamlesidir. Merkez bankası,

¹⁴² Şirin Mutlutürk, “Makroihtiyati Politika Aracı Olarak Zorunlu Karşılıkların Kullanılması: Türkiye Örneği ve Bankacılık Sektörü Üzerine Etkisi”, *Bankacılar Dergisi*, Sayı:81, 2012.

¹⁴³ Doruk Küçükşaraç, Özgür Özel, “Rezerv Opsiyonu Mekanizması ve Optimal Rezerv Opsiyonu Katsayılarının Hesaplanması”, *TCMB Çalışma Tebliği*, No:12/32, 2012, s.3.

fazla döviz arzının, piyasadan satın alınması (sterilizasyon) yoluyla döviz talep eğrisini, topyekün sağa kaydırır ve dengeye ulaşmaya çalışır. Ancak bu yöntemde, arz değişimleri nedeniyle oluşan döviz kuru dalgalanmalarının sürekli takibini gerektirir ve piyasa katılımcılarının dönemler arası kararlarını bozabilir.¹⁴⁴

TCMB, yukarıdaki politikaya alternatif olarak herhangi bir döviz fiyat seviyesine karşılık gelen piyasa talebini değiştirerek, dalgalanmaları daha ılımlı hale getiren bir araç olarak rezerv opsiyon mekanizmasını dizayn etmiştir. Rezerv opsiyon mekanizmasının döviz arzı artışlarına karşı etkisi, bankaların döviz rezervlerini - rezerv opsiyonu katsayısının tayin ettiği miktar çerçevesinde – gönüllü olarak hesaplarında tutmasıyla başlamaktadır. rezerv opsiyon mekanizmasının etkilerinin daha net anlaşılması adına, grafik 22 incelenebilir. Grafikte, geleneksel döviz satın alma yoluyla kura müdahale ile rezerv opsiyon mekanizmasının geleneksel olmayan daha ılımlı etkileri görülmektedir. Grafik 22’de rezerv opsiyon mekanizması, döviz arzındaki değişimlere karşı, talep eğrisinin konumunun değişmesine değil, esnekliğinin değişmesine neden olmaktadır. Fakat döviz arz fazlasının piyasadan doğrudan satın alınması (sterilizasyon) sonucunda ise talep eğrisinin konumu değişmektedir.¹⁴⁵

Özetle rezerv opsiyon mekanizması marifetiyle piyasadaki döviz miktarının azaltılması, merkez bankasının sterilizasyon hamlesiyle değil, bankacılık sektörünün menfi kar maksimizasyonu tercihi cazip hale getirilerek sağlanmaktadır. Ayrıca sterilizasyon ile direkt müdahale sonucunda, dalgalı kur sisteminin nitelikleri piyasa tarafından sorgulanarak, direkt müdahale süreçleri risk algısı oluşturabilecektir.¹⁴⁶

1.3.4. Faiz Koridoru Tekniği

Para politikası, merkez bankasının para arzına veya bazı parasal toplamların seviyesine yönelik politikasını ortaya koymaktadır. Ancak, özellikle enflasyon hedeflemesi rejiminin yaygınlaşmasıyla merkez bankaları, doğrudan para arzı

¹⁴⁴ Aysan ve diğerleri, “Managing Short Term – Capital Flows in New Central Banking: Unconventional Monetary Policy Framework in Turkey”, *CBRT Working Paper*, No: 14/03, 2014, s.13.

¹⁴⁵ A.g.m., s.13.

¹⁴⁶ Koray Alper ve diğerleri, “Sermaye Akımlarının Etkilerini Yumuşatmaya Yönelik Yeni Bir Para Politikası Aracı: Rezerv Opsiyonu Mekanizması”, *İktisat ve Toplum*, Sayı:25, 2012, s.16.

tedbirlerine odaklanmaktan uzaklaşmışlardır. Para politikasının odak noktası ve temel aracı kısa vadeli faiz oranları olmuştur.¹⁴⁷

Kısa vadeli faiz oranlarındaki değişimler, bir süre sonra ekonomideki diğer faiz oranlarını değiştirir. Devamında da reel ekonomideki tüm fiyat seviyelerine tesir etmektedir. Para otoritesinin ilan ettiği hedef faiz oranına yönelik en önemli soru işareti merkez bankasının para piyasası faiz oranlarını (fiili faiz oranı) nasıl hedefte veya hedefe yakın tutabileceğidir.¹⁴⁸

Yukarıda da belirtildiği üzere, enflasyon hedeflemesi doğrultusunda merkez bankaları, para politikasında öne çıkan kısa vadeli faiz aracının kullanılmasında özellikle ikincil para piyasası faizinin/faizlerinin, hedeflenen politika faizine yakın oluşmasını sağlamak adına likidite operasyonları gerçekleştirirler.

1.3.4.1. Bankacılık Sisteminin Likidite Talebi ve Simetrik Faiz Koridoru

Bankalar gün içindeki ödemelerinin zamanlamasını ve miktarını tam olarak tahmin edemedikleri için, mevduat hesaplarından çıkış miktarlarında belirsizlikle karşılaşır. Dolayısıyla gün sonunda likidite açığı riskine maruz kalarak ödemelerini yapma konusunda tehlikeye yaşayabilirler. Bir banka, likidite açığının olması nedeniyle, gün sonunda yüksek bir faiz oranından ödünç almamak adına, fazladan likidite tutmanın fırsat maliyetini de gözeterek, likidite talep dengesini yönetmelidir.¹⁴⁹

Simetrik koridor sistemini anahtar özelliği, merkez bankasının ticari bankaların fazla mevduatlarını borç alarak, bankacılık sektörüne faiz kazancı sağlama imkânı tanınmasıdır.¹⁵⁰ Bu imkânın varlığı ile birlikte simetrik faiz koridoru sisteminde, bankalararası para piyasasındaki likidite talep ve arzı grafik 23'ten incelenebilir.

Grafik 23'te likidite talep eğrisi, merkez bankasının gecelik borç verme faiz oranı (i_{BV}) seviyesinde sonsuz esnekliğe sahiptir. Çünkü hiçbir banka, bankalararası piyasada merkez bankası gecelik borç verme faizinin üzerindeki bir seviyeden, yüksek maliyet nedeniyle, borç almaya gönüllü olmayacaktır. Yine talep eğrisi, merkez bankasının gecelik borç alma faiz oranı (i_{BA}) seviyesinde sonsuz esnekliğe sahiptir.

¹⁴⁷ Todd Keister ve diğerleri, "Divorcing Money from Monetary Policy", *Economic Policy Review Federal Reserv Bank of New York*, September 2008, s.41.

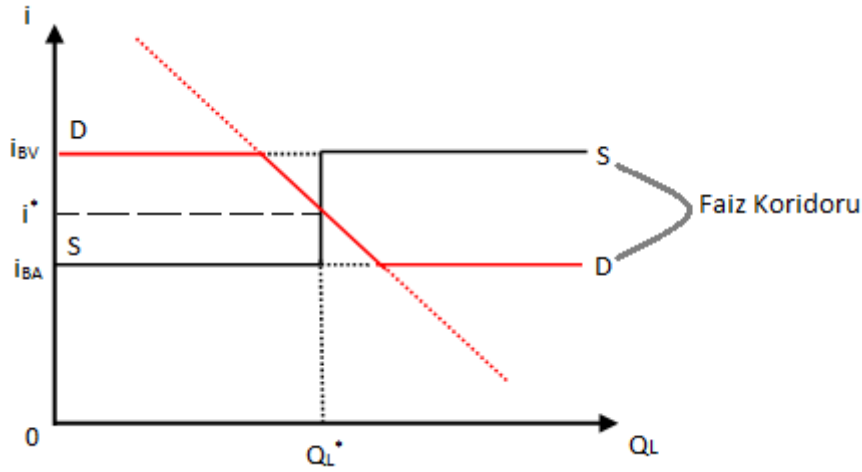
¹⁴⁸ Huberto M. Ennis, Todd Keister, "Understanding Monetary Policy Implementation", *Economic Quarterly*, Vol.94, Number 3, Summer 2008, s.235.

¹⁴⁹ A.g.m.

¹⁵⁰ Todd Keister, "Corridors and Floors in Monetary Policy", <http://libertystreeteconomics.newyorkfed.org/2012/04/corridors-and-floors-in-monetary-policy.html> ,(03.10.2018)

Bunun nedeni, yine bankalararası para piyasasında hiçbir bankanın fazla rezervlerini, merkez bankasının kabul ettiği i_{BA} oranından daha düşü seviyelerde ödünç vermek istememesidir. Dolayısıyla bu bölgelerde likidite talebi oluşmaz. Gecelik borç alma ve verme faiz oranları arasındaki bölgede talep eğrisi (D), azalan eğimli bir şekil alır. Bunun anlamı, bu bölgedeki faiz oranı değişimlerinin bankaların likidite talebini etkilediğidir. Bu bölgede bankalararası piyasada likidite fazlası bulunan kurumlar ile likidite açığı bulunan kurumlar borç alma – verme işlemlerinde bulunurlar. Aşağı doğru eğimli talep eğrisi boyunca, gecelik fonların faiz oranının azalması, günsonu likidite açığına karşı fazladan rezerv tutmanın fırsat maliyetini de düşürmektedir.¹⁵¹

Grafik 23: Simetrik Faiz Koridorunun Operasyonel Çerçevesi



Kaynak: George A. Kahn, “Monetary Policy Under a Corridor Operating Framework”, *Economic Review, Federal Reserve Bank of Kansas City*, issue Q IV, 2010, s.15, kullanılarak yazar tarafından hazırlanmıştır.

Arz eğrisi incelendiğinde, eğrinin Q_L^* seviyesindeki dikey kısmı, merkez bankası tarafından belirlenene likidite miktarıdır ve açık piyasa işlemlerinden etkilenir.

Dolayısıyla açık piyasa işlemleri ile merkez bankasının tahvil karşılığında ulusal para satması, dikey kısmı sağa kaydırarak likidite miktarını arttırır. Ters işlemde ise likidite azalacaktır. Arz eğrisinin Q_L^* seviyesinin solunda kalan kısmı bankaların mevduat fazlalarına ödenen faiz oranından etkilenmektedir. Merkez bankasının gecelik borç alma faiz oranı (i_{BA}), fazla mevduat faizinin(fiyatının) ne kadar düşeceğini bir “faiz tabanı” ile sınırlamaktadır. Q_L^* sağında kalan arz eğrisinin konumunu merkez

¹⁵¹ George A. Kahn, “Monetary Policy Under a Corridor Operating Framework”, *Economic Review, Federal Reserve Bank of Kansas City*, issue Q IV, 2010, s.14,15.

bankasının gecelik borç verme faiz oranı (i_{BV}) belirler. (i_{BV}), bankalararası para piyasasındaki likidite talebinin artışıyla yükselecek olan faizin artış oranını i_{BV} seviyesinde sınırlayacak bir tavan oluşturur. Dolayısıyla bankalararası para piyasası faiz oranı, tavanı (i_{BV}) aşamaz ve tabanı (i_{BA})'ın altına da düşemez. Gecelik piyasa faizin fiyat ve miktar dengesi, i^* denge faizi ve Q_L * denge miktarında oluşur.¹⁵²

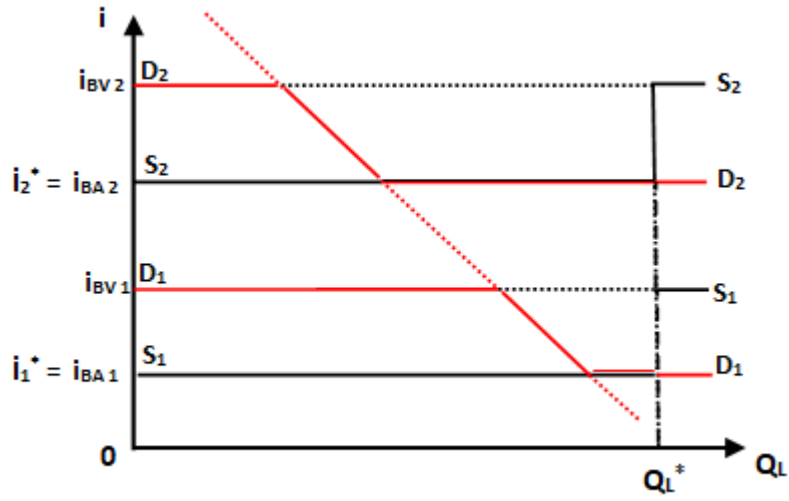
1.3.4.2. Simetrik Faiz Koridoru Genişliğinin Para Politikası Aracı Olarak Kullanılması

Merkez bankalarının faiz koridorunu geleneksel olmayan bir para politikası aracı olarak kullanmaları, Büyük Durgunlukla birlikte görülmeye başlanmıştır. Geleneksel kısa vadeli politika faiz oranının içinde bulunduğu koridor sisteminde, ikincil piyasa faizlerinin (fiili faizler) hedef politika faizlerine yakın oluşması amaçlanır. Bu doğrultuda merkez bankaları geleneksel olmayan faiz koridoru çerçevesini para politikalarında bir araç kullanmaya başlamışlardır. Grafik 24'te görüleceği gibi merkez bankası koridorun taban ve tavan faiz oranlarını değiştirerek, koridorun genişliği aracılığıyla, piyasa faiz oranına yön verebilmektedir. Grafikte, merkez bankası gecelik borç alma faiz oranı ile politika faiz oranı birbirine eşit belirlenmiştir ($i_{BA} = i^*$). Merkez bankası politika faiz oranında bir değişikliğe gittiğinde - likidite arzını değiştirmeden - politika faizini, dolayısıyla da bankalararası para piyasası faizini değiştirmiş olur.¹⁵³

¹⁵² A.g.m., s.15.

¹⁵³ A.g.m. ,s.16.

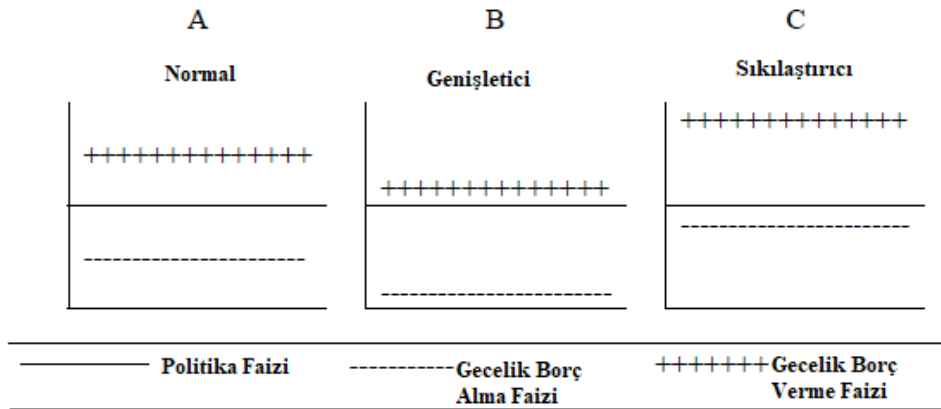
Grafik 24: Para Politikası Aracı Olarak Gecelik Borç Alma Faizi



Kaynak: George A. Kahn, "Monetary Policy Under a Corridor Operating Framework", *Economic Review, Federal Reserve Bank of Kansas City*, issue Q IV, 2010, s.16, kullanılarak çalışmacı tarafından hazırlanmıştır.

Daha önce belirtildiği üzere, koridor sisteminde, koridorun genişliği ve politika faizinin tavan ya da taban yakınlığı merkez bankasının para politikası duruşunu ifade eder. Goodhart'a göre TCMB'nin geleneksel olmayan politika çerçevesindeki faiz koridoru çalıştırması şekil 6'daki A, B ve C panellerindeki gibi olmuştur.¹⁵⁴

Şekil 6: Faiz Koridoru ve Politika Faizi



Kaynak: Charles A.E. Goodhart, "The Potential Instruments of Monetary Policy", *Central Bank Review*, Vol.13, May 2013, s.9.

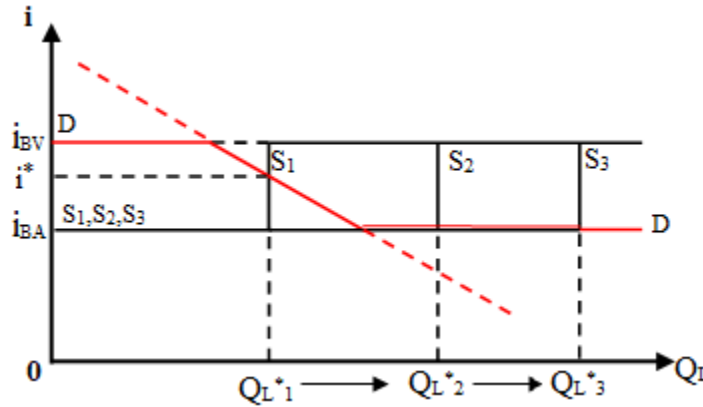
¹⁵⁴ Charles A.E. Goodhart, "The Potential Instruments of Monetary Policy", *Central Bank Review*, Vol.13, May 2013, s.9.

Şekil 6'daki, A, B ve C panellerinde faiz koridorunun tavan ve tabanının seviyelerine göre, para politikasının duruşu ifade edilmektedir. A panelinde normal (ılımlı) para politikası duruşu, simetrik bir koridorla ifade edilmiştir. B panelinde, asimetrik koridor sisteminde oldukça düşük bir gecelik borç alma faizi ile genişletici bir politika duruşu görülmektedir. B panelinde likiditenin sistemde kalmasına çaba gösterilmekte ve bankalara yönelik gecelik borç verme faizinden sınırsız likidite imkanı sunulmaktadır. C panelinde gecelik borç verme faiz oranı artmış ve daraltıcı bir para politikası duruşu tasarlanmıştır.

1.3.4.3. Koridor Sisteminde Likidite Arzını Değiştirerek Politika Faizinin Yönlendirilmesi

Koridor sistemi, özellikle de koridorun tabanı, merkez bankasına faiz oranı politikası ile likidite politikasını birbirinden ayırabilme imkanını tanır. Bu ayırım, bir likidite krizinde, merkez bankasının bankacılık sistemini alışılmadık büyüklükteki miktarlarda fonlayabilmesinde önem taşımaktadır. Koridor tarafından belirlenen bir taban faiz oranı yokluğunda, sisteme eklenen bu miktardaki likidite, politika faizini, hedefin oldukça altına indirebilir.

Grafik 25: Politika Faizinin Değişmediği Bir Durumda Likidite Arzındaki Değişim



Kaynak: George A. Kahn, "Monetary Policy Under a Corridor Operating Framework", *Economic Review*, Federal Reserve Bank of Kansas City, issue Q IV, 2010, s.17, kullanılarak yazar tarafından hazırlanmıştır.

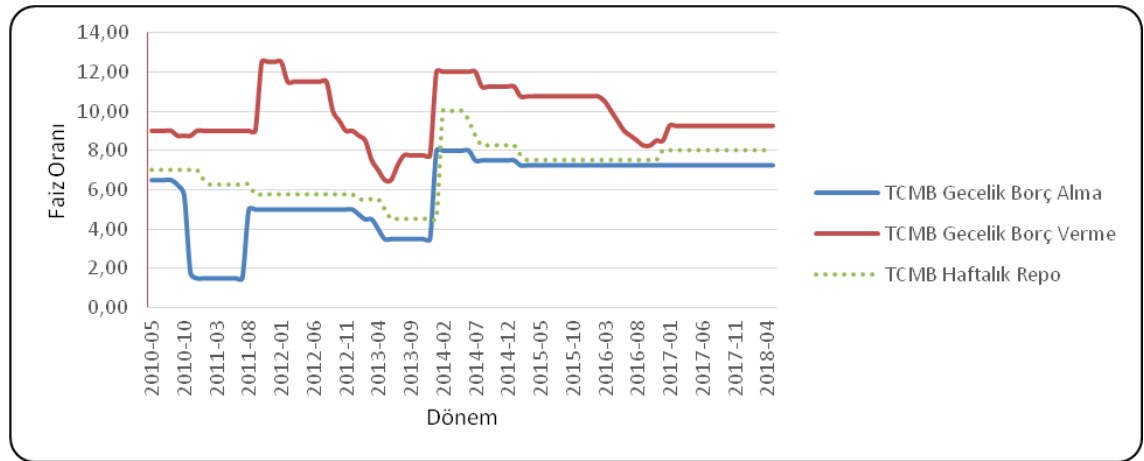
Koridor sistemi merkez bankasına politika faizini etkilemeden likidite arzını değiştirme imkanı verir. Merkez bankası likidite arzını arttırdığında, arz eğrisi grafik 25'teki gibi sağa kayarak S₁'den S₂ konumuna geçer. Geleneksel çerçevede bu artış politika faizinin aşağı eğimli talep eğrisi boyunca sıfır sınırına kadar düşmesine neden

olacaktır. Dolayısıyla koridor sisteminde, merkez bankası gecelik borç alma faizi olan taban, bu düşüşü sınırlar. Likidite arzının S_1 'den S_2 'ye artışı, politika faiz oranı düşüşünü i^* 'dan başlatıp, i_{BA} seviyesinde sınırlar. Faiz tabanı sayesinde, muhtemel likidite arzı artışlarında (S_2 'den S_3 'e) politika faiz oranı yine i_{BA} 'da sabit kalacaktır.¹⁵⁵

1.3.5. TCMB Para Politikası Çerçevesinde Faiz Koridoru Aracı

TCMB'nin 2010 yılının son çeyreğinden itibaren para politikası amacı olan enflasyon hedefinin yanına finansal istikrar hedefini de eklemesi, politika araçlarının da değişmesine neden olmuştur. Bu bağlamda geleneksel kısa vadeli politika faizi aracı, asimetrik bir faiz koridoru biçimiyle yeniden yorumlanmıştır. Koridorun bu yönüyle kullanımı geleneksel tarzdan ayrılmaktadır. Faiz koridoru çoğunlukla hedeflenen faiz oranı (resmi faiz oranı) seviyesinin altında ve üstünde yapılandırılan dar bir koridor olarak tasarlanırken, TCMB'nin asimetrik sisteminde koridorun taban ve tavanı hedeflenen orandan eşit olmayan mesafelerde (baz puan) uzaklaşmakta ya da yaklaşmaktadır. TCMB bu yapılandırmayla spekülasyon sermaye girişlerindeki dalgalanmalara karşı daha çabuk ve proaktif hamle yapmak istediğini ifade etmiştir.¹⁵⁶

Grafik 26: TCMB Resmi Faiz Oranları ve Faiz Koridoru(2010 / 2018)



Kaynak: www.tcmb.gov.tr sitesindeki faiz oranları kullanılarak yazar tarafından hazırlanmıştır.

Geleneksel koridor sisteminde, para piyasası gecelik faiz oranı genellikle hedef orana yakın tutulur. Ancak Büyük Durgunluk sonrasında TCMB dahil olmak üzere

¹⁵⁵ George A. Kahn, a.g.m., s.16, 17.

¹⁵⁶ Mahir Binici ve diğerleri, "Faiz koridoru Bir Makroihtiyati Araç Olabilir Mi ?", *TCMB Ekonomi Notları*, No: 2013/20, 2013, s.2.

birçok merkez bankası geleneksel olmayan para politikalarını devreye almış ve en azından bir süreliğine geleneksel anlayış terk edilmiştir.¹⁵⁷

1.3.5.1. TCMB Faiz Koridoru Aracının Tasarımı

TCMB faiz koridoru uygulamasını 2002 yılından itibaren işletmeye başlamıştır. Ancak 2010 yılında koridor sisteminin tasarımı önemli ölçüde değişmiştir. 2010 yılının ikinci yarısına kadar, sistemde net likidite fazlasına yol açan aşırı fonlama politikası izlenmiştir. Dolayısıyla 2002'nin ilk yarısı ile 2010 ortaları arasında, hedef politika faizi ile gecelik borç alma faiz oranı birbirine eşit olarak belirlenmiştir(faiz tabanı – koridorun alt bandı). Bununla birlikte Borsa İstanbul(BIST) para piyasası gecelik faiz oranı da bu seviyelerde oluşmuştur. TCMB Mayıs 2010'da tamamlayıcı bir araç olarak – sistemin likidite ihtiyacını karşılamak üzere – 1 hafta vadeli repo faiz oranını kullanmaya başlamıştır. Kurum bu dönemde fonlamayı maliyetini, likidite miktar yönetimi operasyonları ile şekillendirmiştir. Bu bağlamda, faiz koridorunun genişliği haftalık repo faizinden bağımsız olarak değiştirilerek, taban ve tavan arasındaki simetri TCMB açısından bir kaygı oluşturmamıştır.¹⁵⁸¹⁵⁹

Asimetrik koridor sistemi TCMB tarafından kamuoyuna ilan edilen politika faizlerini, para piyasasında oluşan cari (fiili) faizlerden ayırtmak üzere kullanılmıştır. Bu ayırıştırma, ilgili faiz oranlarının geniş koridor içinde yüksek dalga boylarında hareket göstererek, bir nevi belirsizlik yaratması olarak açıklanabilir. Bu noktadaki politika anlayışı, kamuoyuna ilan edilen politika faizleri ile para piyasasının fonlanmasında uygun görülen likidite miktarı ve vadesi arasındaki ilişkiyle belirlenmektedir.¹⁶⁰

Grafik 27'de, TCMB faiz koridoru uygulamasının, normal ve sıkı fonlama tercihlerindeki oranlar görülmektedir. Dikey eksenlerde, koridorun kamuoyuna ilan edilen resmi faiz oranları(gecelik borç alma – gecelik borç verme – haftalık repo faizleri) ile gecelik para piyasasında oluşan ve TCMB tarafından ilan edilmeyen BIST bankalararası para piyasası faizi bulunmaktadır. Yatay eksenlerde, likidite miktarı

¹⁵⁷ Hande Küçük ve diğerleri, "Interest Rate Corridor, Liquidity Management and The Overnight Spread", *Contemporary Economy Policy*, Vol.34, No.4, October 2016, s.747.

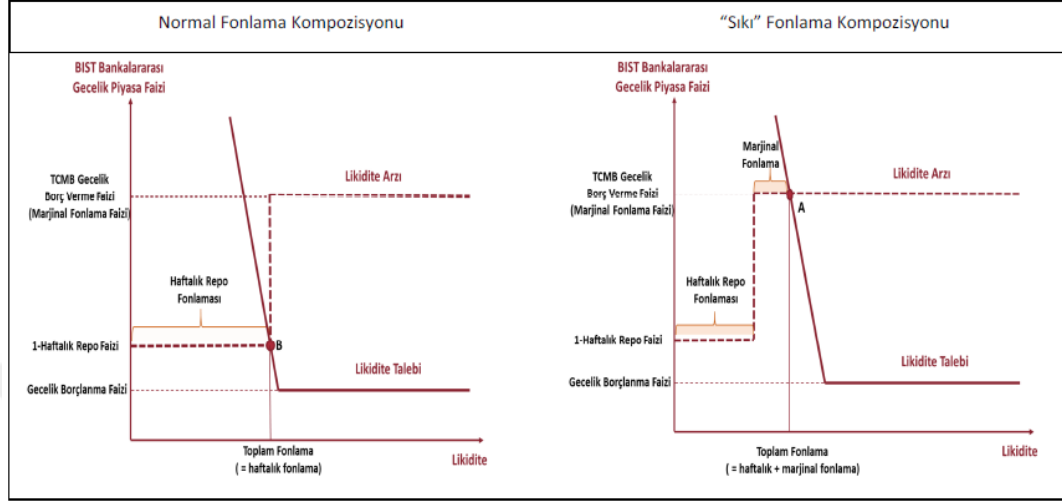
¹⁵⁸ A.g.m., s.747.

¹⁵⁹ Hakan Kara, "Faiz Koridoru ve Para Politikası Duruşu", *TCMB Ekonomi Notları*, No: 2015/13, 19-Ağustos-2015, s.3.

¹⁶⁰ Mahir Binici ve diğerleri, "Faiz Koridoru ve Banka Faizleri: Parasal Aktarım Mekanizmasına Dair Bazı Bulgular", *TCMB Çalışma Tebliği*, No: 16/08, Mart 2016, s.7.

bulunmaktadır. Dolayısıyla grafikler bankalararası para piyasası faizi ile likidite miktarı arasındaki etkileşimi göstermektedir.¹⁶¹

Grafik 27: TCMB Fonlama Kompozisyonu ve Para Politikası Duruşu



Kaynak: Mahir Binici ve diğerleri, “Faiz Koridoru ve Banka Faizleri: Parasal Aktarım Mekanizmasına Dair Bazı Bulgular”, *TCMB Çalışma Tebliği*, No: 16/08, Mart 2016, s.10.

Faiz koridoru sisteminde likidite arz ve talep eğrilerinin biçimi *Bankacılık Sisteminin Likidite Talebi ve Simetrik Faiz Koridoru* başlığında teorik olarak incelendiğinden burada ayrıntıya girilmeyecektir.

Grafik 27’deki fonlama tercihleri sonucunda, piyasa faizinin oluşum seviyesi belirlenmektedir. Fonlamanın haftalık ve gecelik vadedeki miktarı, piyasa faiz oranının hangi seviyede oluşacağını tayin etmektedir. Bununla birlikte TCMB, bankaların kredi maliyetleri ile mevduat kabul faizlerini etkileyen ağırlıklı ortalama fonlama maliyetine ayrı bir önem atfetmiştir.

1.3.5.2. TCMB Faiz Koridoru ve Para Piyasası Faizinin İlişkisi

Bilindiği üzere, finansman imkânlarını para politikası marifetiyle daha maliyetli hale getirip, krediyi daha pahalı kılabilmek için sıkı para ve likidite politikası uygulamak gerekmektedir.

TCMB’nin geleneksel olmayan faiz koridoru kullanımında kamuoyuna ilan edilen resmi politika faiz oranları değiştirilmeden, likidite arzı yönetimi ile para

¹⁶¹ A.g.m., s.8.

politikasının sıklık derecesi değişebilmektedir.¹⁶² TCMB'nin haftalık fonlama stratejisinde kurum, haftalık likiditenin miktarını ve fiyatını kendisi tayin etmektedir. Devamında ilave fonlama ihtiyacı doğarsa, bankalar ihtiyaçlarını kendi aralarındaki alış – verişten ya da daha pahalı olan TCMB gecelik borç verme oranından(koridorun tavanı) sağlamaktadır. Toplam fonlamanın haftalık vadede gerçekleşmesi halinde, BIST gecelik faiz oranı (piyasa faizi – fiili faiz). Grafik 27'deki normal fonlama kompozisyonundaki gibi haftalık repo faizi seviyesinde oluşmaktadır. Toplam fonlamanın, haftalık ve gecelik fonlamaya karşılık gelen faiz oranlarından, paçal olarak yapılması sonucunda ise BIST gecelik faiz oranı, gecelik borç verme faiz oranına yakın bir seviyede oluşmaktadır.¹⁶³

Binici ve diğerlerinin, TCMB resmi faizleri (gecelik borç alma – borç verme – haftalık repo faizleri) ile koridorda gün sonunda oluşan fiili faizlerin (BIST gecelik faizi – ağırlıklı ortalama fonlama maliyeti) hangilerinin bankacılık sektöründeki kredi maliyetlerinde dikkate alındığını araştıran çalışmalarında, bankaların ödünç verme ve mevduat kabul etme maliyetlerinde fiili faizleri dikkate aldıkları sonucuna ulaşılmıştır. BIST gecelik faiz ve TCMB ağırlıklı ortalama fonlama maliyeti arasında da bankaların kredi maliyetleri adına BIST gecelik faizinin, TCMB ağırlıklı ortalama fonlama maliyetinden daha etkili olduğu sonucuna varılmıştır. Özetle bankaların kendi aralarındaki fon alış – verişi sonucunda oluşan BIST gecelik faizi, kredi fiyatlamasında baskın bir belirleyicidir.¹⁶⁴

Böylelikle faiz koridorunun bilinçli bir şekilde genişletilip, belirsizliğin arttırıldığı bu dönemde, piyasa faizi göstergeleri olan BIST gecelik faizi ve AOFM, bankalar üzerinden kredi büyüme hızının frenlenmesi adına önem atfedilen oranlardır. Kredi büyümesinin ılımlı bir seviyeye getirilmesi ile yoğun dış sermaye girişlerinin yönetimine karşı, politika faiz oranı (haftalık vadeli repo faizi), zorunlu karşılık oranı, rezerv opsiyon mekanizması ve asimetrik faiz koridoru bileşkesi birbirini tamamlayıcı araçlar olarak benimsenmiştir.

¹⁶² A.g.m., s.11.

¹⁶³ Deren Ünalınış, “Faiz Koridoru, Likidite Yönetimi ve Para Piyasalarında Efektif Fonlama Faizi”, *TCMB Ekonomi Notları*, No: 2015/20, 04–Kasım-2015, s.5.

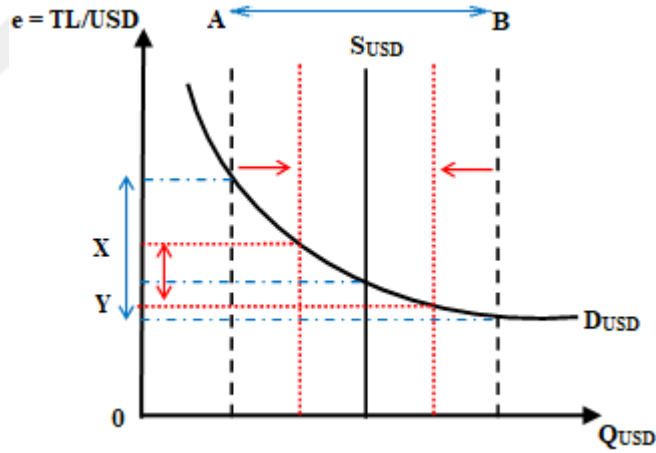
¹⁶⁴ Mahir Binici ve diğerleri, “Faiz Koridoru ve Banka Faizleri: Parasal Aktarım Mekanizmasına Dair Bazı Bulgular”, *TCMB Çalışma Tebliği*, No: 16/08, Mart 2016, s.28.

1.3.5.3. TCMB Faiz Koridoru ve Yabancı Sermaye Akımının Yönetimi

Asimetrik koridor politikası, kısa vadeli getirilerin belirsizliğinin artırılması yoluyla, kısa vadeli sermaye akımlarını caydırmakta kullanılabilir. Para otoritesi, politika tercihi olarak - portföy yatırımcılarının ortalama faiz oranı varyansı tahminlerini - belirsizleştirecek şekilde, koridorun genişliğini arttırabilir. Alternatif olarak ise kısa vadeli sermayenin getirisini azaltma maksadıyla – mevduat sahiplerinin faiz oranı olan - koridorun taban seviyesini düşürerek kısa vadeli mevduatı çekici olmaktan çıkarabilir.

Buna göre, uluslararası sermaye girişi dönemlerinde de – bankaların kısa vadeli likidite maliyetleri dolayısıyla kredi kullandırma maliyetleri olan – tavan seviyesi yükseltilerek, yabancı fonların arzındaki dalgalanmalar hafifletilerek, yurtiçi krediler daha maliyetli kılınabilecektir (Grafik: 28). Özetle, koridor politikası döviz arzı dalgalanmasına direkt etki yaparken (A – B arası), dolaylı olarak da döviz kuru oynaklıklarını etkilemektedir (X – Y arası).¹⁶⁵

Grafik 28: Faiz Koridoru Aracının Düzeltici Etkisi



Kaynak: Aysan ve diğerleri, “Managing Short – Term Capital Flows in New Central Banking: Unconventional Monetary Policy Framework in Turkey”, *TCMB Working Paper*”, No: 14/03, February 2014, kullanılarak yazar tarafından hazırlanmıştır.

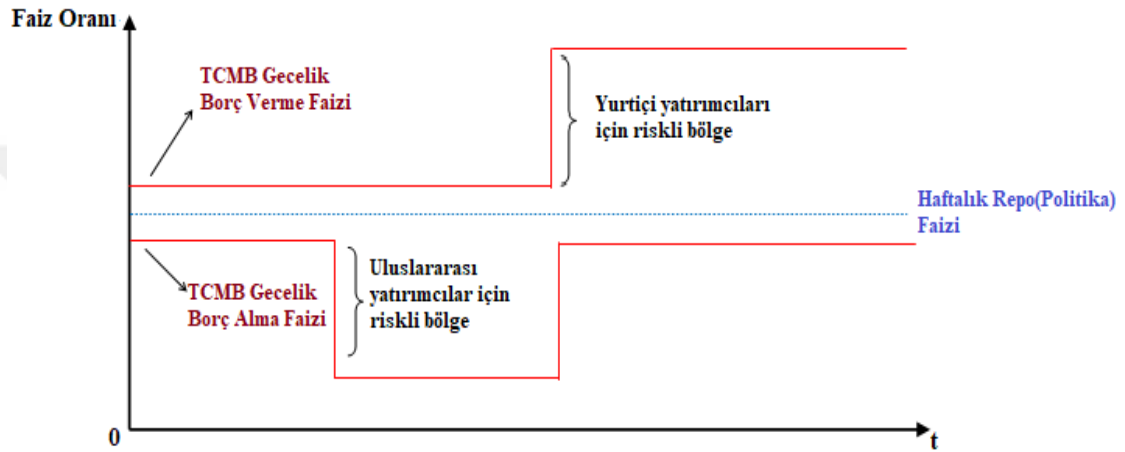
1.3.5.4. TCMB Faiz Koridoru ve Yurtiçi Kredi Genişlemesinin Kontrolü

Koridor politikası yurtiçi kredi genişlemesini kapsayacak şekilde makroihtiyati politika olarak da kullanılabilir. Özellikle koridorun tavanı, yurtiçi bankaların, çoğunlukla merkez bankası fonlamasına dayanmaları durumundaki riski

¹⁶⁵ Aysan ve diğerleri, “Managing Short – Term Capital Flows in New Central Banking: Unconventional Monetary Policy Framework in Turkey”, *TCMB Working Paper*”, No: 14/03, February 2014, s.10,11.

anlatılabilir(tavan faizi ile politika faizi arasındaki baz puan farkı – grafik 29). Yukarı doğru genişletilmiş bölgenin varlığı merkez bankasından borçlanmanın maliyetini daha da arttıracaktır. Dolayısıyla ekonomideki kredi faizi oranı (kredi hacmi) muhtemelen artacaktır (azalacaktır). Bu bağlamda koridor politikası sermaye akımlarının ve döviz kurlarının daha ılımlı dalgalanması adına yurtiçi finansal istikrarı sağlamak için para piyasası faizlerinin üzerine bindirilen bir belirsizlik şoku olarak düşünülebilir.¹⁶⁶

Grafik 29: Faiz Koridorunun Küresel ve Yurtiçi Alacaklılara Yönelik Asimetrik Etkisi



Kaynak: Aysan ve diğerleri, “Managing Short – Term Capital Flows in New Central Banking: Unconventional Monetary Policy Framework in Turkey”, *TCMB Working Paper*”, No: 14/03, February 2014,s.12., kullanılarak yazar tarafından hazırlanmıştır.

Koridor politikasının diğer kullanım imkanı, likidite operasyonları vasıtasıyla para piyasası faiz oranını günlük frekansta yönetebilmektir. Bu durumda koridor, para politikasının kısa vadeli sermaye akımlarına karşı tepki zamanlamasında esneklik sunar. Koridordaki kısa vadeli faiz oranlarının yönlendirilebilmesi için, bankacılık sisteminin TCMB’den net likidite alıcısı (borçlusu) olması şarttır. Türkiye Ekonomisi’nde bu durum makroihtiyati önlemler kapsamında, 2010 yılında zorunlu karşılık oranlarının artırılması ile gerçekleştirilmiştir.¹⁶⁷

1.4. FİNANSAL İSTİKRAR HEDEFİNİ İÇEREN TCMB PARA POLİTİKASINA ELEŞTİRİLER

TCMB’nin 2010 yılı son çeyreğinden itibaren makrofinansal risk kaygılarının birikimiyle devreye aldığı makroihtiyati politika çerçevesi çoğunlukla, iletişim

¹⁶⁶ A.g.m., s.11,12.

¹⁶⁷ A.g.m., s.12.

eksikliği, politikaların deneysel nitelikte olması ve enflasyon hedeflemesi stratejisine aykırı araçların kullanılması gibi alanlarda eleştirilmiştir.

Özatay'a göre, fiyat istikrarı ile birlikte finansal istikrarı da gözetilen politika hedefi cesur adımdır. Fakat politikaların uygulama aşamasında eksiklikler de bulunmaktadır. Burada dikkat çekilen nokta, TCMB ilgili para politikası stratejisinde birincil politika aracını resmi politika faizi (haftalık repo faizi) olarak ilan ederken, raporlarında ve iletişiminde ağırlıklı ortalama fonlama maliyetini kullanmıştır. Kamuoyu ile iletişimde ağırlıklı ortalama fonlama maliyetine daha yoğun atıflar yapılması, resmi politika faizini temsili bir faiz oranı konumuna düşürerek para politikası ile politika faizi arasındaki ilişkiyi zayıflatmıştır. Devamında, aşırı miktarda kısa vadeli sermaye girişi sonucunda, denge – dışı değerlendirilen TL'ye karşı, reel döviz kurunun aşırı oynaklığı engellenmelidir. Ancak, buna yönelik politikalar açısından, iç ve dış ekonomik koşulların uyumlu olması gerekmektedir. TCMB, bu dönemde, Avrupa Birliği merkezli borç krizinin yarattığı kargaşayı ve yurtdışında hedefinden sapan enflasyonu dikkate almamıştır. Dolayısıyla, Avrupa Birliği borç krizi kaynaklı artan döviz kuru, enflasyon beklentilerini yükseltmiş ve TCMB politika seyrini değiştirmek zorunda kalmıştır.¹⁶⁸

Gürses'e göre, TCMB'nin deneysel nitelikli politika çabaları sonucu oluşan politika faizi ile piyasa faizinin yer değiştirmesi, enflasyon hedeflemesinde aksaklıklar oluşturmuştur. Finansal istikrar hedefine yönelik deneysel politika çerçevesi yurtdışında övgüler alırken, uluslararası alanda belirsizlik algısı yaratmıştır. Ek olarak, ilgili dönemdeki IMF raporlarında, 2010'da zorunlu karşılık oranlarının arttırılmasıyla başlayan süreç, 2011 yılında Avrupa Birliği merkezli borç krizinin belirsizlikleri nedeniyle yavaşlayan sermaye akımlarının olumsuz etkilerine yer vermiştir. Akımların yavaşlamasıyla oluşan konjonktürde, politika faizi 500 baz puan arttırılmış ve TL'nin değeri döviz satılarak korunmaya çalışılmıştır. Bu durum aynı dönemde gevşek yürütülen maliye politikası ile uyumsuzluk göstermiştir.¹⁶⁹¹⁷⁰

¹⁶⁸ Fatih Özatay, "TCMB'ye Eleştiriler", 25 – Nisan – 2012, [https://www.dunya.com/kose-yazisi/tcmb039ye-
elestiriler/12952](https://www.dunya.com/kose-yazisi/tcmb039ye-
elestiriler/12952) (26.09.2018).

¹⁶⁹ Uğur Gürses, "IMF Para Politikasını Hatalı Buluyor", 24 – 12 – 2012, [http://www.radikal.com.tr/yazarlar/ugur-
gurses/imf-para-politikasini-hatali-buluyor-1113578/](http://www.radikal.com.tr/yazarlar/ugur-
gurses/imf-para-politikasini-hatali-buluyor-1113578/), (26.09.2018).

¹⁷⁰ Uğur Gürses, "Merkez Bankası'nın Yeni Jonglör Manevrası", 20 – 11 – 2013, <http://www.radikal.com.tr/yazarlar/ugur-gurses/merkez-bankasinin-yeni-jonglor-manevrasi-1161831/>, (26.09.2018).

Akkaya ve Gürkaynak'a göre, TCMB'nin kredi arzının daraltılmasına yönelik kullanılan, maliyet bazlı ve dolaylı bir araç olan zorunlu karşılık oranlarının yerine, kredi arzını miktar olarak sınırlandıracak bir vergi hamlesinin uygulanması gerekmektedir. Ancak bu durumda TCMB bu sorunu gündemine alan tek kurum olduğundan, elindeki en uygun araç / araçları kullanmaya çalıştı. Bankalar, zorunlu karşılık oranlarının artışı sonucu daha maliyetli hale gelen kredi için gereken mevduat ihtiyacı için, ilgili dönemde daha az maliyetli olan yurtdışı kaynaklara yönelmişlerdir. Bu ikame sonucunda da, yurtiçi kredi büyümesinde istenen hedefe ulaşamamıştır. Aynı şekilde yabancı sermaye girişlerine yönelik risk algılaması da sermayeye yönelik bir vergilendirme ile çözülmüştür. Bu konuda Güney Kore'de başarılı sonuçlar alındığı bilinmektedir.¹⁷¹

Akat ve Yazgan'a göre, TCMB'nin yeni para politikası karması, kendisinden beklenen vazifeyi yerine getirmiş ve kompozisyonunu değiştirmiştir. Özellikle para politikasındaki mühendislik, yumuşak bir inişe ve büyümenin daha dengeli bir politikaya oturması adına gerçekleşmiştir. Yeni para politikasını odak noktası, TCMB'nin birçok noktada vurguladığı gibi finansal istikrar üzerine yoğunlaşmıştır. Yeni politika, büyümeye iç talepten daha az, dış talepten ise daha fazla katkıyı içererek, toplam talep kompozisyonunda aşamalı bir değişimi hedeflemiştir. Politika yönetiminde kullanılan iki araç, değeri düşük ulusal para ve kredi kanalının doğrudan kontrolü olmuştur. Yeni politika çalışması, yenilikçi bir nitelikte, Ortodoks yöntemlerin dışına çıkmıştır.¹⁷²

1.5. ULUSLARARASI VE ULUSAL PARA POLİTİKASINDA SADELEŞME

TCMB, 2015 – II enflasyon raporunda, Büyük Durgunluk sonrası küresel ekonomik aktivitedeki oynaklıklar nedeniyle fazlaca öngörülemeyen para politikalarının normalleşmeye başlayabileceğini ifade etmiştir. Bu beklentiye paralel olarak, belirsizliklerin zayıflayabileceği bir ortamda, olağanüstü ekonomik koşullar için tasarlanan, geniş faiz koridorunun uygulamasında sadeleşmeye gidilebileceğinin sinyalini vermiştir. Yurtiçi para politikasında sadeleşmeye izin verecek olan vakanın da - geleceğe dönük faiz oranlarının - gelişmiş ülke merkez bankalarının sözlü

¹⁷¹ Yıldız Akkaya, Refet Gürkaynak, a.g.m., s. 107 – 109.

¹⁷² A.Savaş Akat, Ege Yazgan, "Observations on Turkey's Recent Economic Performance", *Atlantic Economic Journal*", March 2012 ,s. 24,25.

yönlendirme uygulamaları ile daha stabil kılınacağı beklentisidir. Bu öngörü perspektifinde, TCMB para politikasının aşamalı olarak sadeleşebileceğini belirtmiştir.¹⁷³

Devamında, Ağustos 2015'te “Küresel Para Politikalarının Normalleşmesi Sürecinde Yol Haritasına İlişkin Duyuru” başlığında bir bilgilendirme yayınlanmıştır. Bilgilendirmede, faiz koridorunun haftalık vadedeki faiz oranı seviyesinde daha simetrik bir biçimde yönetileceği ifade edilmiştir. Ek olarak, fonlama miktarı ile TL ve döviz likiditesine yönelik önlemler açıklanmıştır.¹⁷⁴

TCMB, para politikasında sadeleşme niyetinin zamanlama ve seyrini, uluslararası alanda gelişmiş ülke merkez bankalarının faiz kararlarının tayin edeceğini, ulusal alanda da enflasyon gelişmelerinin tayin edeceğini ima etmiştir.

1.5.1. FED'in Para Politikasında Normalleşme Planı

FED bünyesinde para politikası kararlarının alındığı FOMC (Federal Open Market Committee)'nin 16 – 17 Eylül 2014 tarihli toplantısı küresel ekonominin para politikası geleceği açısından bir beklenti oluşturmuştur. Dünya'daki para politikası niteliğinin yönlendiricisi konumunda sayılabilecek FED ve FOMC bu toplantıda, gelecekte küresel faiz oranlarını, küresel likidite miktarını ve merkez bankası bilançolarını yeniden şekillendirecek para politikası normalleşme sürecinin çerçevesini ve zamanlamasını planlamıştır.

Para politikasında normalleşmeye yönelik prensiplerin ve planın sunulduğu toplantıda, federal fon oranı ile FED bilançosunun hangi koşullarda normalleşeceği açıklanmıştır. Buna göre enflasyon oranı ile birlikte tam istihdamı da hedefleyen kurum, bu makro göstergelerin cari ve gelecekteki seviyelerine yönelik öngörülerini sonucunda bir dizi faiz artışına gidileceğini ilan etmiştir. Eğer ekonomi FOMC'nin öngördüğünden daha güçlü olduğunu kanıtlayıp, istihdam ve enflasyon göstergeleri hedefine hızlı bir şekilde yaklaşır, federal fon oranındaki artışların, öngörülenden daha hızlı olacağı ifade edilmiştir. Aksine, ekonomik performansın hayal kırıklığı yaratması durumunda, fon oranı daha yavaş ve kademeli olarak arttırılacaktır.¹⁷⁵

¹⁷³ TCMB, *Enflasyon Raporu 2015 -II*, Ankara.

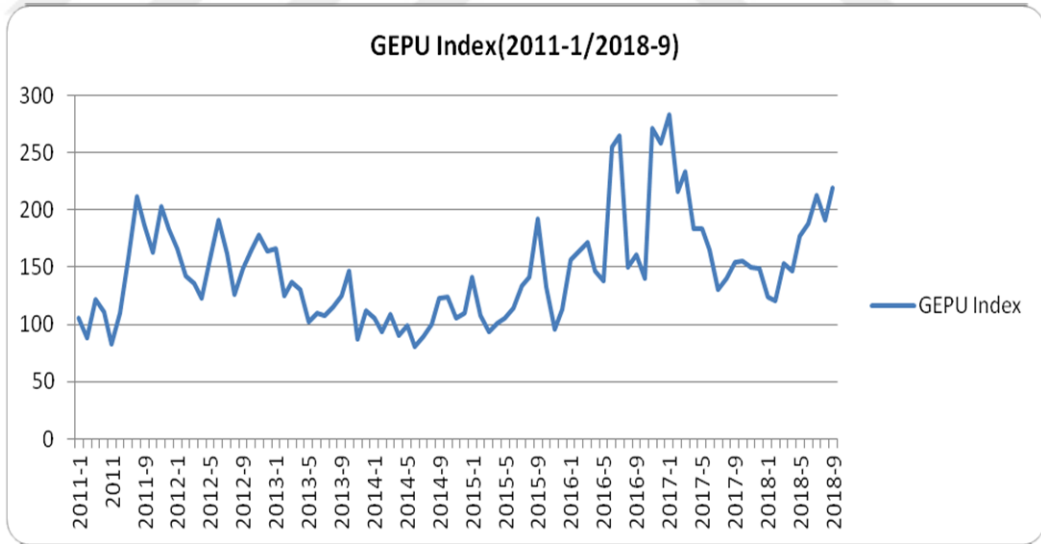
¹⁷⁴ TCMB, “Küresel Para Politikalarının Normalleşmesi Sürecinde Yol Haritasına İlişkin Duyuru”, www.tcmb.gov.tr, 18 – Ağustos – 2015, Ankara.

¹⁷⁵ Janet Yellen, “Transcript of Chair Yellen's Press Conference”, September – 17 – 2014, <https://www.federalreserve.gov/mediacenter/files/FOMCpresconf20150917.pdf>, s.5, (30.11.2018)

FED'in normalleşmeye dair iletişim politikasını başlatmasıyla birlikte, özellikle gelişmekte olan ülke para otoriteleri de normalleşme adımlarını hızlandırmaya başlamışlardır. Bilindiği üzere yabancı sermaye, gelişmekte olan ülke ekonomilerinin büyüme performansları açısından önem arz etmektedir. Gelişmiş ekonomilerde, normalleşme çerçevesinde yapılacak kısa vadeli faiz artırımları, uzun vadeli faizleri de bir süreliğine arttıracığından gelişmekte olan ülkelere sermaye çıkışlarına neden olabilmektedir. Bu çıkışlar da, gelişmekte olan ülke ekonomilerinde döviz kuru oynaklıkları ve borçluluk durumuna göre risk primi artışlarıyla sonuçlanabilmektedir.

Dünyada 2011 yılından itibaren artmaya başlayan küresel ekonomi politika belirsizlik endeksi, Haziran 2016'da İngiltere'nin Brexit Referandumunda Avrupa Birliği'nden ayrılmasına karar verilmesi ve Ekim 2016'da ABD'deki başkanlık seçimlerinde içe dönük ve korumacı bir politika izleyeceğini ifade eden Trump'ın seçilmesiyle, artışını sürdürmüştür (Grafik 30). Küresel ekonomi politikası belirsizlik endeksindeki bu artış, tüm ülkelerin para politikalarının oluşturulmasında sorunlara yol açmıştır.¹⁷⁶

Grafik 30: Küresel Ekonomi Politikası Belirsizlik Endeksi



Kaynak: [http://www.policyuncertainty.com/index.html\(08.10.2018\)](http://www.policyuncertainty.com/index.html(08.10.2018))

¹⁷⁶ TCMB, *Enflasyon Raporu 2017 -I*, Ankara, s.25.

1.5.2. TCMB'nin Para Politikasında Sadeleşme Planı

TCMB 2016 – III enflasyon raporunda, para politikasında sadeleşme niyetinin, daraltılmış ve simetrik faiz koridoru ile tek bir fonlama faizini hayata geçirmek olduğunu ifade etmiştir.¹⁷⁷

Faiz koridorunun tavanı Ocak – 2015 / Ekim – 2016 döneminde 300 baz puanlık faiz indirimi sonucunda % 11,25'ten % 8,25 seviyesine gelmiş, tabanı ise % 7,50 seviyesinden, % 7,25 seviyesine indirilmiştir. 2016 yılı sonunda yapılan ABD başkanlık seçimleri sonucunda oluşan siyasi belirsizlik kaygısı, gelişmekte olan ülke ekonomilerini döviz kuru üzerinden etkilemiş ve ulusal para birimleri çoğunlukla değer kaybetmiştir.

Bu belirsizlik sürecinde, yurtiçinde TCMB para politikasının yönetimindeki bağımsızlığı sıkça tartışılmış, sadeleşme taahhüdünün, siyasi baskılardan dolayı gerçekleştirilemediği iddia edilmiştir. Buna göre, TCMB, normal (geleneksel – konvansiyonel) para politikasının tek aracı olan politika faizini kullanmayıp, net bir sıkılaştırma hamlesi yapmamıştır.¹⁷⁸¹⁷⁹

Döviz kurlarında 2016 sonunda başlayan artışa, TCMB direkt faiz politikası ile müdahale etmeyip döviz zorunlu karşılıklarını azaltıp, piyasadaki döviz miktarını arttırarak müdahale etmeye çalışmıştır. Bu doğrultuda haftalık vadede fonlamayı da iptal edilmiştir. Devamından TL likiditesini daraltmak adına bankaları koridorun tavanından finanse etmiş, sonuç alamayınca da bir süre geç likidite penceresinden daha pahalı fonlamaya yönlendirmiştir. Bu tercihlere yönelik eleştirilerde, politika faizinin tek hamlede arttırılmadan, siyasi baskılar nedeniyle, ihtiyati araçlar ile faiz arttırmış gibi görünmeye çalıştığı iddia edilmiştir. Eğilmez'e göre benzer bir durum, 2013 yılı sonunda yaşanmış ve bankalar yine pahalı fonlamaya yönlendirilerek fon maliyetinin arttırılması amaçlanmıştır. Bu uygulamalar, politika faizinde birikimli ve şok artışları tetiklemektedir. Bu artışların geçmişte yapılması gerekirken yapılmaması, sonradan aniden ve yüksek oranlarda yapılması, TCMB bağımsızlığına dair kaygıları

¹⁷⁷ TCMB, *Enflasyon Raporu 2016 -III*, Ankara, s.11.

¹⁷⁸ Uğur Gürses, "Denemesi Pahalı Bir Eşik", 23.03.2016, <http://www.radikal.com.tr/yazarlar/ugur-gurses/denemesi-pahali-bir-esik-1534495/>, (08.10.2018).

¹⁷⁹ Refet Gürkaynak, "Merkez Bankası Artık Bu İşe Kadir Değil", 12.11.2015, http://www.cumhuriyet.com.tr/haber/ekonomi/416205/Merkez_Bankasi_artik_bu_ise_kadir_degil.html, (08.10.2018)

arttırmaktadır. Sonuç olarak da, para politikasının istikrarı ve basireti sarsılmaktadır.¹⁸⁰¹⁸¹

Döviz kurlarında 2016'nın son çeyreğinden itibaren görülen artışlar, 2017 yılı boyunca devam etmiştir. Döviz kuru dalgalanmalarındaki artış, yurtiçindeki siyasi belirsizlikler ile birleşince 2018 yılı Nisan ayında ani bir erken seçim kararı alınmıştır.

Erken seçim kararından sonra, TL, gelişmiş ülke para birimlerine karşı, diğer gelişmekte olan ülke para birimlerine nazaran negatif ayrılmış ve ciddi değer kaybı yaşamıştır. Ocak 2018 sonu ortalama Dolar / TL kuru: 3,77 TL iken, Ağustos 2018 sonundaki ortalama Dolar / TL kuru: 5,73 TL olmuştur.¹⁸²

TCMB, 2015 yılında başlayan para politikasının sadeleşmesi çalışmalarını, 28 – Mayıs – 2018'deki duyurusunda tamamladığını ilan etmiş ve teknik ayrıntıları açıklamıştır. Yeni operasyonel çerçeveye göre 1 hafta vadeli repo faizi politika faizi ilan edilmiş ve para piyasasının sadece bu faiz aracılığıyla fonlanacağı ifade edilmiştir. Faiz koridorunun taban ve tavanının, haftalık repo faizine +/- 150 baz puanlık uzaklıklarda simetrik bir şekilde çalıştırılacağı belirtilmiştir. Ek olarak BIST bankalararası gecelik para piyasası faiz oranının da, politika faizi olan, haftalık repo faizi seviyelerinde oluşması hedeflenmiştir.¹⁸³¹⁸⁴ Bu durumda, 2017 yılının başından bu yana, bankaların fon taleplerini, geç likidite penceresi faiz oranından karşılayan TCMB, bu uygulamayı terk ederek, tek politika faizi ve simetrik bir faiz koridoruna yönelmiş ve sadeleşme sürecini tamamladığını ilan etmiştir.

¹⁸⁰ Mahfi Eğilmez, “Merkez Bankası Faizleri ve Faiz Politikası: Güncellenmiş Not”, 16.01.2017, <http://www.mahfiegilmez.com/2017/01/merkez-bankas-faizleri-ve-faiz.html>, (08.10.2018).

¹⁸¹ Fatih Özatay, “Merkez Bankası Ne Yapabilir”, 23.11.2016, <https://www.dunya.com/kose-yazisi/merkez-bankasi-ne-yapabilir/338987>, (08.10.2018).

¹⁸² <http://www.bumko.gov.tr/TR,150/doviz-kurlari.html>

¹⁸³ T.C.M.B., *Enflasyon Raporu 2018 -III*, Ankara, s.2.

¹⁸⁴ T.C.M.B., “Para Politikasının Yeni Operasyonel Çerçevesine ve Geçiş Sürecine İlişkin Teknik Ayrıntılar”, [http://www.tcmb.gov.tr/wps/wcm/connect/a2f6b0fb-f494-4307-b583-cb8692437ab8/Talimat+De%C4%9Fi%C5%9Fikili%C4%9Fi.pdf?MOD=AJPERES&CVID=](http://www.tcmb.gov.tr/wps/wcm/connect/a2f6b0fb-f494-4307-b583-cb8692437ab8/Talimat+De%C4%9Fi%C5%9Fikili%C4%9Fi.pdf?MOD=AJPERES&CVID=,), (29.09.2018)

ÜÇÜNCÜ BÖLÜM

PARA POLİTİKASI – FİNANSAL SİSTEM – EKONOMİK BÜYÜME İLİŞKİSİ

1. EKONOMİK BÜYÜMENİN TANIMI VE MODELLERİ

Ekonomik büyüme literatürde her zaman canlı ve tartışılan bir konu olmuştur. Mikroekonomi temelli bireysel tercih, seçim, arz, talep aşamalarından başlayan süreç, makroekonomi temelli gelir, harcama, para, faiz, toplam talep, toplam arz ve daha birçok ekonomik kavram ile birlikte birbirini etkiler. Bu karşılıklı etkiler, ekonomik faaliyetin biriktiği bir dönemin sonunda ölçülerek GSYH ve büyüme oranı verilerinde kendini gösterir. Dinamik bir ekonomik aktivite sürecinin sonucu olması anlamında ekonomik büyüme kavramı ve büyümenin dinamikleri bu açıdan oldukça önemlidir.

Ekonomik büyüme, kişi başına ve çalışan başına düşen reel çıktının genişlemesini kapsamaktadır. Burada asıl ilgilenilen, kişi başına ve çalışan başına düşen reel çıktının sürdürülebilir ve istikrarlı olmasıdır. Farklı bir ifadeyle, büyüme araştırmaları ekonominin, kısa vadeden ziyade uzun vadeli davranışına (bir iş çevrimi süresinden daha uzun dönemler) odaklanır.¹⁸⁵ Biraz daha geniş anlamıyla ekonomik büyüme, ekonominin temel mal – hizmet tedarik etme ve tüketme potansiyelinin uzun dönemli gelişmesi yanında, sosyal refahı artırmak, hem bireylerin mal – hizmet alımlarını desteklemek hem de kamu hizmetlerinin sağlanması için temel gerekliliktir.¹⁸⁶ Dolayısıyla büyümenin niteliğine dair temel vurgu, uzun vadede sürdürülebilir üretim ve kapasite artışlarının şart olması noktasında toplanmaktadır.

1.1. EKONOMİK BÜYÜME MODELLERİ

Ekonomik büyüme gözde bir kavram olmakla birlikte, büyümenin hangi yollarla başarıya ulaşacağı konusunda güçlü fikir ayrılıkları da bulunmaktadır. Bazı iktisatçı ve politika yapıcılar, sermaye yatırımının artması gerektiğinin altını çizerken, diğerleri de araştırma – geliştirme ve teknolojik değişimi uyaran araçları savunmaktadır. Farklı bir grup da işgücünün daha iyi eğitilmesinin altını çizmektedir. Ekonomistler büyümeyi belirleyen farklı faktörlerin göreceli önemine dair sorulan sorular hakkında çokça

¹⁸⁵ Mark Roberts, Mark Setterfield, "What is Endogenous Growth Theory ? Endogenous Growth Theory: Two Definitions", *Economic Growth New Directions in Theory and Policy* ed. P.Arestis, M.Baddeley, J.S.L.McCombie, Cheltenham, Edward Elgar Publishing, 2008, s.14,15.

¹⁸⁶ Bank for International Settlements, "Economic Growth", *B.I.S. Economic Paper*, No:9, November 2010 ,s.1.

çalışma yapmışlardır. Bu noktada, büyümenin temel güçlerini açıklayan belli başlı büyüme teorileri bulunmaktadır.

Adam Smith'ten itibaren ekonomik büyüme konusunda çokça görüş ifade edilmiş ve modeli kurulmuştur. Erken süreçte Smith ile birlikte en çok anılan iktisatçılardan biri de Malthus'tur. Malthus, azalan verimler kanununu temel alan ve bunu nüfus artışı ve sonucunda azalan gelir ile bağdaştıran görüşü ile bilinmektedir. Çalışmanın bu bölümünde Keynesyen, Neoklasik ve İçsel Büyüme modellerinin en yaygın olanları açıklanacaktır. Şüphesiz büyüme modelleri açıklanacak bu modellerden ibaret olmamakla birlikte çok daha sofistike matematiksel analizler içerir. Ancak çalışmanın ana ekseninden sapmamak adına iktisadi ekollerin ana büyüme modellerinin temel vurgularının altının çizilmesi ile yetinilecektir.

1.1.1. Keynesyen Harrod – Domar Büyüme Modeli

Keynesyen makro modelin genişletilmesiyle ortaya çıkan Harrod – Domar modelinin temelinde yatırımların, talebe ve arza yönelik iki kanaldan çalışan etkisi yatmaktadır. Örneğin üretken bir yapı inşa edilirken, bu yapının birimlerini oluşturacak mallara yönelik bir talep oluşacaktır. Yapı tamamlandığında ise ekonomiye üretken kapasiteyi artıracak unsur eklenmiş olur. Yatırımların artması, ekonominin üretken kapasitesini ve gelecek dönemdeki potansiyel büyüme kabiliyetini arttıracaktır.¹⁸⁷

Harrod – Domar modelindeki “gerekli büyüme hızı” kavramı çerçevesinde, büyüme döneminde bu hızın gerisinde kalınır ya da önüne geçilirse, ekonominin istikrarlı büyümesi aksayacaktır. Dolayısıyla denge büyüme hızının altında ve üstünde görülecek dalgalanmalar, deflasyonist ve enflasyonist sonuçlar ortaya çıkarabilir. Harrod – Domar, analizlerinde mal – hizmet ve işgücü piyasası bulunmakta ancak para piyasası bulunmamaktadır.¹⁸⁸ Harrod – Domar modeli, Solow'un büyüme teorisi ortaya çıkmadan önce, ekonomik büyümeye yönelik en yaygın kabul görmüş teorik yaklaşımdır.¹⁸⁹

Keynesyen görüş dışında, Neo – Klasik görüş çerçevesinde de birçok büyüme çalışması yapılmıştır. Ancak literatürde, en yaygın model Solow ve Swan' ın ayrı

¹⁸⁷ İlker Parasız, a.g.e., s.89.

¹⁸⁸ Orhan Morgil, “Harrod - Domar Modeli'nde Tam Kapasite Kullanımının ve Tam İstihdamın Sağlanması”, *Hacettepe Üni. İ.İ.B.F. Dergisi*, C.6, S. 1-2 (1998), s. 121.

¹⁸⁹ Daron Acemoğlu, *Introduction to Modern Economic Growth*, New Jersey, Princeton University Press, 2009, s.26.

çalışmaları sonucunda benzer sonuçlar elde etmesi ile oluşan, çoğunlukla Solow Büyüme Teorisi (Modeli) olarak anılan çalışmadır.

1.1.2. Neoklasik Solow Büyüme Modeli

Robert M. Solow 1956'da yayınladığı "A Contribution to The Theory of Economic Growth" (Ekonomik Büyüme Teorisine Bir Katkı) ve 1957'de yayınladığı "Technical Change and The Aggregate Demand Production Function" (Teknik Değişim ve Toplam Üretim Fonksiyonu) adlı makaleleriyle büyüme kuramında kuvvetli bir etki yaratmıştır.

Solow'un büyüme modeli, ekonominin belli bir zaman aralığındaki büyüme sürecini, çıktı (Y), sermaye (K), işgücü (L) ve teknik değişim – teknoloji (A) değişkenleriyle analiz etmektedir. Modelde sermaye birikimi, işgücü büyümesi ve teknik değişimin arasındaki etkileşim ile bunun çıktıya ne şekilde yansıdığı izah edilmiştir.¹⁹⁰ Solow modelini, Harrod – Domar modelinden ayıran temel unsur, merkezinde bulunan ve aşağıda görülen Neo – Klasik toplam üretim fonksiyonudur.¹⁹¹

$$Y(t) = F[K(t), L(t), A(t)] \quad (5)$$

Model tüm piyasa temelli ekonomilerin, aynı oranda teknolojik ilerleme ve nüfus artışına sahip olmaları durumunda aynı sabit büyüme oranına ulaşacaklarını tahmin etmektedir. Devamında model, uzun vadeli büyüme oranının politika yapıcıların kontrolünün dışında olduğunu varsaymaktadır. Teknolojik (teknik) gelişmenin dışsal olduğu Solow büyüme modelinde gelir, fiziksel ya da beşeri sermaye düzeyiyle (birikmiş beşeri bilgi) yükselecektir ancak yükselme sürekli artan büyüme oranlarına yol açmayacaktır. Çalışanlar, diğer üretken faktörler gibi gelir düzeyini artırır ancak uzun vadede büyümeyi artırmazlar. Çünkü teknolojik ilerleme, yetenekli bir işgücünün mevcudiyetine bağlı değildir. Modelin temel sonucu, uzun vadede ekonominin büyüme hızının, işgücündeki büyüme oranına ve dışsal olarak belirlenen teknolojik ilerlemenin hızına eşit olduğu yönündedir.¹⁹² Solow'un modelinden sonra ortaya çıkan büyüme

¹⁹⁰ İlker Parasız, a.g.e., s.144.

¹⁹¹ Daron Acemoğlu, a.g.e., s.38.

¹⁹² David M. Gould, Roy J. Ruffin, "What Determines Economic Growth?", *FED Dallas Economic Review*, Second Quarter, 1993, s. 28,29.

çalışmalarının büyük bir kısmı bu modeli temel almış ancak teknolojik gelişme faktörünü içsel kabul ederek içsel büyüme modelleri çatısı altında toplanmıştır.

1.1.3. İçsel Büyüme Modelleri

1980'lerden itibaren Solow (1956) modelinin ampirik olarak test edilme imkanının oluşmasıyla, bu sonuçların reel dünya koşulları ile uyuşmadığı gözlenmiştir. Modelin, ekonomiler arasındaki büyüme farklarının zamanla kapanarak yakınsayacağı hipotezi – gelişmiş ve gelişmekte olan ekonomilerin büyüme farkları da göz önüne alındığında – geçerli olmamıştır. Dolayısıyla Solow büyüme modeli özellikle teknolojik gelişme faktörünü modelin dışında gelişen bir dinamik olarak kabul etmesi nedeniyle sorgulanmaya başlamıştır.¹⁹³

Neoklasik büyüme modelleri, gelişmiş ve gelişmekte olan ekonomilerdeki uzun vadeli büyüme oranlarının birbirine yakınsayacağını ifade etmektedir. Bu ifade, ekonomideki teknolojik gelişimin dışsal olduğu ve zamanla ülkeler arasındaki farkının sönmüneceği varsayımına dayanarak, “yakınsama hipotezi” adını almıştır. 1980'li yıllarda gelişmeye başlayan “İçsel Büyüme” düşüncesi, büyümenin, ekonominin içinde bulunan ve uygun politikalar ile etkilenebilecek dinamiklerin bir sonucu olduğunun altını çizerek, Neoklasik büyüme modellerinden ayrılmıştır.¹⁹⁴

İçsel büyüme modelleri, büyümenin dinamiklerini yorumlama biçimlerine göre çeşitli başlıklar altında gruplandırılıp incelenebilmektedir. Romer (1986)'den itibaren başlayan çalışmalar genel hatlarıyla incelendiğinde, temel ayırım, teknolojik gelişmenin büyümeyi, dolaylı olarak mı ya da doğrudan (Ar – Ge tabanlı) mı etkilediği sorusuyla ortaya çıkmaktadır.

1.1.3.1. Dolaylı Teknolojik Gelişmeye Dayalı İçsel Büyüme Modelleri

Bu modellerdeki teknolojik gelişme faktörü kendi haricindeki etkenlerle oluşan bir ekonomik aktivite süreci sonucunda meydana gelmektedir. Bu faktörler arasında, tasarruf, yatırım, yaparak öğrenme, kamu hizmetleri gibi faaliyetler sıralanabilir. Modellerde rekabetçi piyasa koşulları mevcuttur. Bu çerçevede incelenecek modeller, Romer (1986), Lucas (1988), Rebelo (1986) ve Barro (1990)'ya aittir.

¹⁹³Mustafa Özer, Necati Çiftçi, “Ar – Ge Tabanlı İçsel Büyüme Modelleri ve Ar – Ge Harcamalarının Ekonomik Büyüme Üzerindeki Etkisi: OECD Ülkeleri Panel Veri Analizi”, *Sosyal Ekonomik Araştırmalar Dergisi*, Sayı: 8(16), 2009, s. 220.

¹⁹⁴ M. Tuba Türker, “İçsel Büyüme Teorilerinde İçsel Büyümenin Kaynağı ve Uluslararası Ticaret Olgusuyla İlişkisi”, *Dumlupınar Üniversitesi Sosyal Bilimler Dergisi*, Sayı: 25, Aralık 2009, s. 87,88.

1.1.3.1.1. Romer' in İçsel Büyüme Modeli

Romer'in modelinde, Neoklasik modeldeki azalan verimler koşulları geçerli değildir. Romer'e göre bilgi kamusal bir maldır ve insanlar bu maldan mahrum bırakılamazlar. Bu özelliği ile bilgi olumlu dışsallıklar yaratarak, azalan verimlerin sonuçlarının telafi edilmesini mümkün kılar. Dolayısıyla teknolojik gelişme de, bilgi üretimine yapılan yatırımlar (beşeri sermaye yatırımları, eğitim gibi ...) sonucunda var olmaktadır. Bu yatırımlar, kar etmeyi amaçlayan işletmelerin kararları ile teknolojik değişimin başlangıcını oluştururlar.¹⁹⁵ Firmalar rutin üretim faaliyetlerini işlettikleri sürece bilgi bu sürecin doğal bir sonucu olarak ortaya çıkacaktır. Dolayısıyla modelde, teknoloji üretimini direkt üstlenen bir yapı bulunmamaktadır.¹⁹⁶

1.1.3.1.2. Lucas' in İçsel Büyüme Modeli

Lucas (1988) tarafından geliştirilen büyüme modelinde, beşeri sermayenin önemine vurgu yapılmıştır. Lucas, beşeri sermayeyi işgücünün eğitimi ile ilişkilendirerek, beşeri sermaye yatırımlarını, eğitimin niteliğine ve işgücünün işletmelerdeki öğrenme alanlarına yönelik yatırımlar olarak tanımlamıştır. Uzun vadeli büyümeyi mümkün kılan, beşeri sermayedeki kesintisiz artışlardır. Modele göre, beşeri sermaye faktörünün kazancı olan ücretin, ekonomiler arasındaki farklı seviyeleri, gelişmiş ekonomilerdeki beşeri sermaye birikiminin ve olumlu dışsallıkların daha fazla olmasından kaynaklanır. Gelişmekte olan ülkelerde ücret seviyeleri daha düşüktür çünkü beşeri sermayenin miktar olarak azlığı, daha düşük büyüme oranı, dolayısıyla da daha düşük kişi başına düşen GSYH anlamına gelir. Lucas bu doğrultuda, ülkeler arası gelir – büyüme farklılıklarını açıklamaktadır.¹⁹⁷

1.1.3.1.3. Rebelo' nun İçsel Büyüme (AK) Modeli

Rebelo (1990)' ya ait olan model, Romer (1986) ve Lucas (1988) tarafından da kabul görmüştür. Modele göre, olumlu teknolojik dışsallıkların mevcut olmadığı

¹⁹⁵ Paul M. Romer, "Increasing Returns and Long – Run Growth ", *The Journal of Political Economy*, Vol. 94 No: 5, 1986, pp. 1002 – 1037.

¹⁹⁶ Pınar Yardımcı, "İçsel Büyüme Modelleri ve Türkiye Ekonomisinde İçsel Büyümenin Dinamikleri", *Selçuk Üniversitesi Karaman İ.İ.B.F. Dergisi*, Sayı: 10, Yıl: 9, Haziran, 2006, s.101.

¹⁹⁷ Robert E. Lucas Jr., "On The Mechanics of Economic Development", *Journal of Monetary Economics*, 22 (1998), s. 3 – 42.

koşullarda dahi uzun vadeli kişi başına büyüme devam edebilir. AK modeli olarak adlandırılan bu dinamikler,

$$Y_t = AK_t \quad (6)$$

(6) numaralı eşitlikte görülebilir. Modelde, sermaye ile çıktı arasında doğrusal bir ilişki vardır. Buradaki sermaye, beşeri sermayeyi de kapsayan geniş bir kümeyi ifade eder. A , mevcut teknoloji ölçeğine göre sabit getiri koşulları altında, sermayenin sabit ortalama ve marjinal verimliliğini ifade eder. K_t , toplam sermaye birikimidir. Modelde çalışan başına teknoloji (7) numaralı eşitlikteki gibi yazılabilir,

$$\frac{Y_t}{L_t} = \frac{AK_t}{L_t} \rightarrow \tilde{y}_t = A\tilde{k}_t. \quad (7)$$

Burada \tilde{k}_t , t zamanında ekonomide çalışan başına düşen makine sayısını ifade eder ve kişi başına düşen fiziksel sermaye stoğuna eşittir. Teknolojik gelişimi içeren AK modelinde, birim işgücü verimindeki değişimler, ekonominin durağan durumunda, sıfırdan farklı büyüme seviyesine işaret etmektedir.¹⁹⁸ Rebelo' ya göre, ülkeler arasındaki kalıcı büyüme farkları, bir dereceye kadar, hükümetlerin politika tercihlerindeki farklılaşmadan kaynaklanmaktadır.¹⁹⁹

1.1.3.1.4. Barro' nun İçsel Büyüme Modeli

Barro, 1990'da yayınladığı “Government Spending In A Simple Model of Endogenous Growth” (Basit İçsel Büyüme Modelinde Hükümet Harcamaları) adlı çalışmasında, hükümet harcamaları, tasarruf oranları ve büyüme ilişkisini incelemiştir. Ölçeğe göre sabit getiri ve rekabet koşullarını da içeren modelde üretkenlik ile teknoloji de yer almıştır. Barro' ya göre sabit oranlı vergilerle finanse edilen kamu hizmetleri önemli bir büyüme dinamiğidir. Ekonomik büyüme ve tasarruf oranı öncelikli olarak GSYH içindeki üretken kamu harcamalarının miktarına bağlı olarak artar. AK modelini

¹⁹⁸ Alfonso Novales, Esther Fernandes, Jesus Ruiz, “Economic Growth Theory and Numerical Solution Methods”, Springer – Verlag Berlin Heidelberg, 2009, s. 257.

¹⁹⁹ Sergio Rebelo, “Long Run Policy Analysis and Long Run Growth”, National Bureau of Economic Research ,Working Paper No: 3325, 1990, pp. 1 -41.

içeren ve kamu hizmetlerinin α ile ifade edildiği (8) numaralı eşitlikte verilen Cobb – Douglas²⁰⁰ tipi bir üretim fonksiyonunda;

$$\tilde{y}_t = A\tilde{k}_t^\alpha \tilde{g}_t^{1-\alpha}, \quad 0 < \alpha < 1. \quad (8)$$

$$g/y \left(\frac{\text{üretken kamu harcaması}}{GSYİH} \right) = \alpha \quad (9)$$

α değeri, büyüme oranını maksimum kılan değerdir. Modelde kamu harcamaları bir üretim faktörü gibi ele alınmaktadır. Bu nedenle gelirlerin vergilendirilmesindeki çarpıklıkların, harcanabilir geliri ve tasarruf oranını etkileyerek, büyüme oranını düşürücü etki yaptığı ifade edilmiştir. Özetle Barro' nun modelinde, kamu harcama politikası, büyümeyi etkileyen önemli bir faktördür.²⁰¹

1.1.3.2. Ar – Ge Tabanlı İçsel Büyüme Modelleri

Daha önce de ifade edildiği üzere, yukarıda açıklanmaya çalışılan içsel büyüme modellerinde, teknolojik dinamikleri ya da nitelikli üretim bilgisini üreten bir kurum / yapı bulunmamaktaydı. Bu kısımda incelenecek Ar – Ge tabanlı içsel büyüme modellerinde, teknolojik dinamikler ve nitelikli üretim bilgisini, Ar – Ge yatırımları ile üreten ve kar amacı güden kurumlar / işletmeler bulunmaktadır. Sırasıyla, Young (1991), Grossman - Helpman (1989), Aghion – Howitt (1990) ve Romer (1990)'ın çalışmalarından oluşan modellerde, teknolojik ilerlemenin sürebilmesi adına, ekonomilerde aksak rekabet koşullarının varlığı kabul edilmiştir.

1.1.3.2.1. Young' ın Yapararak Öğrenme Modeli

Young (1991), “Learning By Doing and The Dynamic Effects on International Trade” (Yapararak Öğrenme ve Uluslararası Ticaret Üzerindeki Dinamik Etkileri) adlı çalışmasında, yaparak öğrenmenin öneminden ve bu sürecin dış ticaret ile ilişkisi sonucunda ekonomik büyümeye olan katkısını incelemiştir. Modelde, teknik gelişme bakımından denk olmayan iki ekonomi ele alınmıştır. Teknik gelişme faktöründe üstün olan ekonomiye bu niteliğini kazandıran, nitelikli işgücü birikiminin daha fazla

²⁰⁰ Alfonso Novales ve diğerleri, a.g.e., s.286.

²⁰¹ Robert J. Barro, “Government Spending In A Simple Model Of Endogenous Growth”, *National Bureau of Economic Research, Working Paper, No: 2588, s. 1 – 29.*

olmasıdır. Bu durum, yaparak öğrenemin yüksek düzeyde oluşmasını ve teknik bilgi birikiminin artışı sağlar.²⁰²

Özetle modele göre, gelişmiş ekonomiler, gelişmekte olan ekonomilere nazaran daha karmaşık mallar üretmektedirler. Gelişmiş ülkelerdeki işletmeler, diğerlerinden daha fazla gelir elde ederler ve dolayısıyla toplam tüketim miktarları da daha fazladır. Serbest ticaret koşullarında, gelişmiş ekonomiler, üretim faktörlerini, yaparak öğrenmeye yatkın üretim süreçleri içeren malların üretimine aktarırsa, bu ekonomilerin büyüme performansı, otarşi dengesindeki büyüme oranı kadar ya da daha yüksek olacaktır. Aynı koşullarda gelişmekte olan ekonomilerde tersi bir sonuçla karşılaşılır ve büyüme oranı otarşi dengesinde ya da altında gerçekleşir.²⁰³ Sonuç olarak Young, bir ekonominin içsel beşeri sermaye dinamiklerini kullanarak, uzun vadede büyüme oranını artırabileceğini ifade etmiştir.

1.1.3.2.2. Grossman – Helpman İçsel Büyüme Modeli

Grossman ve Helpman, dinamik karşılaştırmalı üstünlük modelinde, ülkelerin Ar – Ge yatırım süreçlerine vurgu yapmaktadır. Buna göre, nitelikli Ar – Ge yatırımları sonucunda ortaya çıkan icatların birikimi, ekonomilerin büyüme potansiyellerini direkt etkiler. Ar – Ge'nin dinamikleri, beşeri sermaye ve bilgidir. Bu faktörler aracılığıyla çalışan Ar – Ge süreci, üretimi oluşturacak ve üretimde kullanılacak yeni üretim bilgileri biriktirecektir. Yeni üretim bilgileri, nitelikli yeni ara malı üretimine imkân sağlayarak sermaye birikimini artırır. Yeni ara malları da nihai mal üretiminin temel aracıdır. Yeni bilgi ve teknolojinin içsel kabul edildiği modelde, yenilik sürecini ortaya çıkaran temel motivasyon, ekonomik birimlerin kar elde etme düşüncesidir.²⁰⁴

1.1.3.2.3. Aghion ve Howitt' in İçsel Büyüme Modeli

Aghion – Howitt (1990) modeli, Schumpeterci “yaratıcı yıkım” sürecini temel alan bir modeldir. Teknolojik yeniliklerin içsel kabul edildiği modelde büyümenin kaynakları, rekabetçi koşullar altında nitelikli malların oluşum süreci için teknoloji üreten Ar – Ge firmaları ve yeni üretim yöntemleri ile yeni piyasalardır. Her yenilik,

²⁰² Alwyn Young, “Learning By Doing and The Dynamic Effects on International Trade”, *National Bureau of Economic Research*, Working Paper, No: 3577, 1991, s. 1 -41.

²⁰³ Alwyn Young, a.g.m., s. 1 – 41.

²⁰⁴ M. Tuba Türker, a.g.m. s. 89, 90.

daha önce elde edilen sonuçlardan daha etkin üretimi sağlayacak olan ara mallar hattından oluşmaktadır. Burada Ar – Ge firmalarının motivasyon kaynağı, bir yeniliğin başarıyla patent kazanması sonucunda, ulaşılabilecek olan tekel rantı beklentisidir. Ancak bu rantlar - mevcut ara mallar hattını - bir sonraki yenilik marifetiyle tedavülden kaldırıp yok edecektir. Bu süreç modelde, “dikey teknolojik yenilik” olarak adlandırılır ve büyümenin kaynağını oluşturur. Yeninin eskiyi bertaraf edip yerine geçerek, daha nitelikli ürün yerleştirmesi durumunda yaratıcı yıkım süreci işlemektedir. Modelde beklenen büyüme oranı, Ar – Ge faaliyetlerinin hacmiyle ilişkilidir.²⁰⁵

Schumpeterci düşünce temelinde modelin kabul ettiği bazı varsayımlar bulunur. Bireysel çaba sonucu ortaya çıkan yenilikler ekonomik büyümeyi olumlu etkiler. Modelde incelenen dönem iki başarılı yenilik süreci aralığını kapsar. Başarılı yenilik süreçlerinin arasındaki zaman ölçüsü, yenilik sürecinin olasılıklar aracılığıyla oluşmasından dolayı, tesadüfi olarak belirlenmektedir. Yukarıda bahsedilen Ar – Ge firmalarının tekelci rant beklentisinin değeri, gelecekteki teknolojik yenilik miktarı ile ters orantılıdır. Yani gelecekteki nitelikli mal üretiminin çekirdeği olan yeni üretim bilgisi arttıkça, tekelci rant beklentisi de – rantın diğer yenilikçi firmalarla paylaşılmasından dolayı – azalacaktır.²⁰⁶

1.1.3.2.4. Romer’ in İçsel Teknolojik Gelişme Modeli

Modeldeki büyümenin kaynağı, karlılık meydana getiren bilinçli yatırım kararlarından doğan teknolojik gelişmedir. Bir girdi olarak teknolojinin üstlendiği özellik, geleneksel mal ya da kamu malı olmamasıdır. Teknoloji burada rakip mal özelliği de taşımadığı için fiyat kabul etmez ve fiyat dengesi tekelci rekabet koşullarında oluşur. Modelde Ar – Ge yatırımları teknolojik gelişmenin sebebidir. Dolayısıyla, Ar – Ge sektöründe istihdam edilen nitelikli beşeri sermayenin miktarı, uzun vadeli büyüme oranını direkt etkiler. Romer’ e göre devlet tarafından yapılan destekler, fiziki sermaye yerine, beşeri sermayeye yönelik olursa, büyüme oranları çok daha olumlu etkilenecektir. Nitelikli yeni bilginin üretim (Ar – Ge) maliyeti bir kez ortaya çıkar.

²⁰⁵ Philippe Aghion & Peter Howitt, “A Model of Growth Creative Destruction”, *National Bureau of Economic Research*, Working Paper, No: 3223, 1990, s. 1 – 48.

²⁰⁶ Mustafa Özer & Necati Çiftçi, a.g.m., s.219 – 240.

Dolayısıyla bu çekirdek bilginin tekrar tekrar kullanılması ek bir bilgi üretim maliyetine yol açmaz.²⁰⁷

Modelin faktörleri, fiziksel sermaye, işgücü, beşeri sermaye ve teknolojik gelişim seviyesidir. Teknolojik gelişim seviyesi, yeni üretim bilgileri ile sonsuza kadar yükselebilmektedir. Ar – Ge, aramalı ve nihai mal sektörleri bu modelde de geçerlidir. Nüfus ve işgücü büyümesi sabit olarak kabul edilmektedir. Ar – Ge sektöründeki istihdam miktarı çerçevesinde toplam nitelikli tasarım birikimi (10) numaralı eşitlikteki gibi yazılacaktır;²⁰⁸

$$A = \delta H_A A \quad (10)$$

Yeni ürün geliştirme sürecinde kullanılan işgücü, yukarıdaki eşitlikte H_A olarak ifade edilen, fiziksel sermaye ve beşeri sermayeden oluşur. H_A , Ar – Ge sektöründe istihdam edilen nitelikli beşeri sermayeyi de temsil eder. Yukarıdaki eşitlikte kendini besleyen iki dinamik mevcuttur. İlk olarak Ar – Ge sektöründe istihdam edilen beşeri sermayenin artışı, yeni ürün geliştirme hacmini artırır. İkinci durumda, Ar – Ge sektöründe biriken yeni üretim bilgisinin miktarı arttıkça Ar – Ge çalışanlarının verimliliğini artıracaktır.²⁰⁹

İçsel büyüme modellerinde, büyümenin motoru ölçeğe artan getiri ya da içsel olduğu varsayılan teknolojik gelişmeler olarak görülmüştür. Modellerin çoğunda ekonominin dışa açık olmasının önemine vurgu yapılmıştır. Modellere göre dışa açık ekonomiler, gelişmiş ekonomilerdeki teknolojik bilgi birikiminden, beşeri sermayeden ve nitelikli emekten kendi politik tercihleri doğrultusunda yararlanabilirler. Bu noktada devlet önemli bir role sahiptir. Çünkü yüksek Ar – Ge maliyetleri, kar güdüsüyle davranan firmaları yeni teknik bilgi üretecek yatırımlardan caydırabilir. Bu safhada devlet, yenilikçi firmalara, özellikle fikri mülkiyet haklarının koruyan ve düzenleyici yasal faaliyet reformları ile destek verebilir.²¹⁰

²⁰⁷ Paul M. Romer, “ Endogenous Technological Change ”, *The Journal of Political Economy*, Vol. 98 No: 5, Part 2: The Problem of Development: A Conference of the Institute for the Study of Free Enterprise Systems, 1990, s. S71, S99.

²⁰⁸ Paul M. Romer, a.g.m., s. S97.

²⁰⁹ Mustafa Özer & Necati Çiftçi, a.g.m., s. 222.

²¹⁰ M. Tuba Türker, a.g.m., s. 93.

Ekonomik büyüme ve modellerinin genel olarak incelendiği bu bölümden sonra – para politikasının, finans sisteminin aktarım kanallarını kullanarak ekonomik büyüme sürecini nasıl etkilediği açıklanacaktır.

2. FİNANSAL SİSTEM VE BÜYÜME İLİŞKİSİ

Literatürde para politikası uygulamalarından başlayarak büyümeye varan ekonomik etkileşim kısmı çokça tartışma barındırmaktadır. Para politikasının büyümeyi etkileme kabiliyeti, temelde finansal sistemi ve finansal aracılığı da içeren parasal kanallar aracılığıyla ortaya çıkmaktadır. Finansal sistem ve büyüme bağlantısı para otoritelerinin politika amaç ve araçları çerçevesinde tasarlanan politika setleri ile makro büyüklüklere, sonrasında da büyümeye tesir etmektedir.

2.1. FİNANSAL ARACILIĞIN İŞLEVİ

1911’de Schumpeter, finansal aracılıkla sağlanan hizmetlerin, tasarrufların harekete geçirilmesi, projelerin ekonomik olma niteliklerinin değerlendirilmesi, risk yönetimi ve fon aktarımının kolaylaştırılması gibi hizmetlerin teknolojik inovasyon ve ekonomik gelişme açısından önemli olduğunu ifade etmiştir. Goldsmith (1969) ve McKinnon (1973)’in ampirik çalışmalarında, ülkelerin finansal ve ekonomik gelişmeleri arasında bağlantı olduğu ifade edilmiştir. Buna karşın birçok hatırı sayılır iktisatçı da finansal gelişmenin ekonomik gelişmede mühim bir etkisinin olmadığını düşünmektedir. Robinson (1952) finansal gelişmişliğe dair talep yanlı hipotezinde, finansal gelişmenin büyümeyi karmaşık olmayan bir yoldan, basitçe takip ettiğini ifade etmiştir. Sonrasında Lucas (1988), finansal ve ekonomik gelişme arasındaki ilişkiye abartılı bir önem verildiğini ifade etmiştir.²¹¹

Hugh Patrick (1966)’in finansal gelişmeye dair arz yanlı hipotezine göre, finansal kurumların oluşturulması, bu kurumların finansal varlıklar, borçlar ve ilgili finansal hizmetler sunması, finansal arzdan kaynaklı bir talep oluşturmaktadır. Bu talep, girişimcilerin talebi olup, modern sektörlerdeki büyümeyi tetiklemektedir. Arz yanlı hipotezin iki işlevi vardır. İlk olarak, kaynakları, büyümeyen geleneksel sektörlerden, modern sektörlerle aktarır ve modern sektörlerdeki girişimleri destekleyip canlandırır. İkincisi, finansal aracılık, ister servet biriktirerek ve diğer finansal yükümlülüklerden

²¹¹ Robert G. King, Ross Levine, “Finance and Growth: Schumpeter Might Be Right”, *The Quarterly Journal of Economics*, Vol. 108, No:3, August 1993, s.717.

dolayı ya da kredi yaratma ve zoraki tasarruf yoluyla geleneksel sektörlerden tasarruf toplayabilir. Finansal aracılığın bu kaynak aktarımı işlevi Schumpeterci yenilikçi finansman kavramına benzer.²¹²

Özetle Robinson'a göre finansal sistem, ekonomik büyüme kompozisyonunda önemli bir öge değilken, Patrick'e göre büyüme sürecini özellikle sermaye birikiminin oluşum aşamasında pozitif ve arz yanlı olarak etkilemektedir.

Özünde ekonomik büyüme, üretim sürecinde girdi faktörlerinin birikimine ve teknik (teknolojik) ilerlemeye bağlıdır. Finansal sistemin teknik ilerlemenin gerçekleşmesine katkısı, üretimi etkilemek adına, sermaye stokuna teknik üstünlüklerin yerleştirilmesine katkıda bulunmasıyla ortaya çıkmaktadır. Özellikle hızlı teknik ilerleme dönemlerinde, sermaye oluşumunda teknik üstünlüklerin yerleştirilmesini kolaylaştırmak ve ülkelerin daha yüksek ekonomik büyüme oranları açısından bu gelişmeden faydalanabilmesi için etkin biçimde yapılandırılmış finansal sektöre ihtiyaç vardır. Uzunca bir süre, finansal sektörün tasarımının ekonomik karar oluşturmada öneminin olmadığı düşünülüyordu. Çünkü piyasaların kusursuz işlediği ve kendiliğinden dengeye geldiği bir ortamda para politikası ve finans sektörü ekonomi üzerindeki bir peçeden ibaretti. Piyasaların kusursuz olmadığının anlaşılması, bu görüşü bir kenara iterek finansal sistemden, ekonomik aktiviteye doğru var olan aktarım kanallarının olası etkilerinin tartışılmaya başlanmasına yol açmıştır.²¹³

1980'lerden sonra ekonomi politikasının kompozisyonundaki değişim, finansal liberalizasyonun da etkisiyle, makroekonomik modellerin şekillenmesinde önemli bir dönüm noktasıdır. Ekonomi politikası içinde para politikası, maliye politikasının kapladığı geniş alanı hâkimiyetine alarak, temelde merkez bankacılığı ve faiz aracı ile birlikte hızlıca gelişmeye başlayan finansal sistem üzerinden ekonomik aktiviteyi ve büyümeyi etkilemiştir. Burada belirtmek gerekir ki, finans kanalından ekonomik büyümeye etki eden para politikası, her ekonominin kendine has özelliklerinin olması nedeniyle ülkelere göre farklı sonuçlar doğurmuştur. Finansal liberalizasyon ile birlikte finans kanalının büyüme sürecindeki etkinliğini geliştirmekte olan ülkeler üzerinden

²¹² Hugh T. Patrick, *Financial Development and Economic Growth in Underdeveloped Countries*, "Economic Development and Cultural Change", Vol.14, No:2, January 1966, s.175,176.

²¹³ Michael Thiel, "Finance and Economic Growth – A Review of Theory and The Available Evidence", *Economic and Financial Affairs*, Number 158, July 2001, s. 14.

inceleyen McKinnon – Shaw (1973) hipotezi “finansal baskı” kavramı ile finansal sistem ve büyüme ilişkisini tartışan bir hipotezdir.

2.2. MCKINNON – SHAW HİPOTEZİ

McKinnon – Shaw hipotezi öncelikle finansal baskı olarak adlandırılan durumların, gelişmekte olan ülkelerdeki yatırım seviyelerine ve tasarruflara yansımaya odaklanmıştır. İlerleyen zamanlarda araştırmacılar, finansal baskıların diğer etkilerini içeren ekonomik büyüme, yoksulluk ve finansal krizler gibi tartışmaları artırmışlardır. McKinnon – Shaw’ın finansal baskıyı merkezine alan çalışması gelişmekte olan ekonomilerde reel faiz oranlarının piyasa güçleri tarafından belirlenmesi gerektiğine odaklanmıştır. Finansal baskı yaklaşımı başlangıçta faiz oranını kapsamamasına rağmen, düşük tasarruf oranlarına, düşük yatırıma yol açan kredi tayinlemesine ve hükümetler tarafından yönlendirilen kredi teşviklerinin olumsuz yönlerini de içermektedir.²¹⁴ Neo – Klasik büyüme teorisi de ekonomideki tasarruf - yatırım dengesinin oluşumunda temel rolü faiz oranına yüklemektedir. Neo – Klasik “Altın Kura” a göre en uygun büyüme politikası reel faiz oranına temelden bağlıdır.²¹⁵

Hipotezde, reel para talebi (M/P); (11) numaralı kapalı fonksiyon ilişkisi doğrultusunda,

$$M/P = L(Y, I/Y, d - \mu^e) \quad (11)$$

reel gelire (Y), toplam yatırımların GSYH’ya oranına (I/Y) ve reel mevduat faiz oranına ($d - \pi^e$) bağlıdır.²¹⁶

McKinnon – Shaw hipotezine göre gelişmekte olan ülkelerdeki finansal baskının etkisinin azalması tasarruf ve yatırım stokunu artırarak büyüme oranını artıracaktır. Finansal piyasaların liberalizasyonu ile oluşacak konjonktürde kaynaklar da etkin dağılıp, israf en aza inecektir. Hipoteze göre yatırım ve reel faiz oranı arasında olumlu korelasyon bulunmaktadır. Öyle ki, finansal varlıkların reel getirisinin yüksek reel faiz

²¹⁴ Firdu Gemech, John Struthers, “The McKinnon – Shaw Hypothesis: Thirty Years on: A Review of Recent Developments in Financial Liberalization Theory”, *Development Studies Association Annual Conference on Globalisation and Development*, September 2003, s. 1 - 3.

²¹⁵ Michael Thiel, a.g.m., s.14.

²¹⁶ Firdu Gemech, John Struthers, a.g.m., s.17.

nedeniyle artması, finansal sistemdeki tasarruf arzını artırarak, kullanılabilir fonları artıracaktır.²¹⁷

2.3. FİNANSAL SİSTEM VE BÜYÜME BAĞLANTISI

Finansal sistem ve ekonomik büyüme arasındaki bağlantı çeşitli aktarım kanallarından geçebilir, çok basit bir büyüme modeli, finansal değişkenler ve ekonomik aktivite arasında üç önemli bağlantı olduğunu göstermektedir. Finansal gelişme, sermayeyi tahsis etmek için harcanan kaynak miktarını azaltabilir, tasarruf oranını artırır, sermayenin verimliliğini artırır. Aşağıda (12) numaralı eşitlikteki AK modeli, tek girdi faktörü olan sermaye ile üretilen tek tür bir malı barındırır.²¹⁸

$$Y_t = AK_t \quad (12)$$

Burada Y_t , t döneminde, K_t sermayesince üretilen çıktıyı ifade eder. A sembolü sermayenin verimliliğini ifade eder. Bu durumda $t + 1$ dönemindeki sermaye birikimi;

$$K_t = I_t + (1 - d)K_{t+1} \quad (13)$$

olacaktır. d aşınma oranını, I yatırımı ifade eder ve yatırım her dönemde tüketilmeyen kaynaklara eşittir. Tasarruf oranı s olarak dikkate alınır, gelecekte tasarrufların yatırımlara yönlendirilmesi, tasarrufa düşen payın azaldığı anlamına gelecektir.

$$(1 - \gamma), 1 > \gamma > 0$$

durumunda yatırımlar için erişilebilir fonlar,

$$\gamma * s * Y_t = I_t \quad (14)$$

olacaktır, büyüme oranı,

$$g, \left(\frac{Y_t}{Y_{t+1}} \right) - 1 = \left(\frac{K_t}{K_{t+1}} \right) - 1 \quad (15)$$

eşitliğini ifade eder ve durağan durum dengesi de (16) numaralı eşitlikteki gibi oluşur.

²¹⁷ Asante (2000)'den aktaran, Sayim Işık ve diğerleri, "Ekonomik Büyümede Para ve Fiziki Sermaye: McKinnon Tamamlayıcılık Hipotezi'nin Türkiye İçin Testi", *İktisat İşletme ve Finans*, Cilt:20, Sayı:233, 2005, s. 39.

²¹⁸ Pagano(1993)'dan aktaran, Michael Thiel, a.g.m., s.16,17.

$$g = \frac{[(A * \gamma * s) - d]}{(1 - A * \gamma * s) \approx [(A * \gamma * s) - d]} \quad (16)$$

Bu basit model finanstan büyümeye doğru üç olası aktarım kanalını içerir. Bunlar erişilebilir fon miktarı (γ), sermaye verimliliği (A) ve tasarruflardır (s). Bu aktarım kanalları para politikasının belirlediği faiz oranları tarafından etkilenmektedir.

2.4. PARA POLİTİKASININ EKONOMİK BÜYÜMEYE AKTARIMI

Finansal liberalizasyon sürecinin başlamasıyla birlikte para politikasının temel ve etkin aracı olan faiz oranı, serbestleşen sermaye akımları da göz önüne alındığında bireyler, firmalar ve finansal kurumların ekonomik karar alma sürecinde birincil referans olmuştur.

Merkez bankaları, bu temel aracı kullanarak, hedefledikleri makroekonomik değişkenlerin düzeyini ve sistemdeki likidite miktarını yönetirler. Merkez bankalarının uzunca bir süre parasal hedeflere odaklanmasına paralel çalışan aktarım mekanizmaları, 1980'lerden itibaren özellikle bankalar üzerinden çalışmaya başlamıştır.²¹⁹

Bankalar finansal sistemdeki fonları toplarken bir nevi fon ticareti yaparlar ve bu ticaretteki maliyet, kar, fon kullandırım hacmi (likidite) gibi unsurlarını, merkez bankalarının para politikası stratejilerine göre belirlemek zorundadırlar. Daha önce de belirtildiği üzere, merkez bankaları, bankacılık sektörünün fon ticareti koşullarını, temel politika aracı olan faiz oranını (fiyat) ve likidite seviyesini (miktar) ayarlayarak etkiler. Bu kademeli süreç para politikası etkilerinin finans sisteminin aktarım kanallarını kullanarak yatırıma, tasarrufa, tüketime aktarılıp nihayetinde de ekonomik büyüme / küçülme ile sonuçlanmasını içerir.

Bu kanallar temelde, faiz kanalı, varlık fiyatları kanalı, döviz kuru kanalı, beklentiler kanalı olarak incelenebilir. Anılan kanallar birbirlerine bağlı davranış gösterirler.²²⁰ Bu çalışmanın konusuna uygun olarak sadece faiz kanalının altında incelenen kredi kanalının ayrıntısına girilecektir.

²¹⁹ Emre Alpan İnan, "Parasal Aktarım Mekanizmasının Kredi Kanalı ve Türkiye", *Bankacılar Dergisi*, , Sayı: 39, 2001, s.3.

²²⁰ A.g.m., s.4.

2.4.1. Kredi Kanalı

Merkez bankalarının kısa vadeli faiz oranları ve para arzı üzerindeki ayarlamaları sonucunda ekonomideki varlık fiyatları etkilenir. Sermayenin maliyetini değiştiren bu ayarlamalar, kredi ve hisse senedi fiyatlarından takip edilebilmektedir. Örneğin gevşek para politikası koşullarında bankaların kredi koşulları rahatlar ve kullandırabilecekleri kredi miktarı artar. Kredilerdeki büyüme firma yatırımlarını teşvik ederek, toplam talebi ve büyümeyi arttıracaktır. Diğer taraftan sıkılaştırıcı para politikası koşullarında firmaların cari borçlarının, bilançolarındaki maliyet yükü artmakta ve uzun vadeli varlıklarını değeri azalmaktadır. Dolayısıyla bilanço değeri vasıtasıyla firmanın sermaye maliyeti de yükselmektedir.²²¹

Kredi kanalı, uluslararası finans piyasaları ile bağlantısı olan ve yurtdışından fon edinme imkânına sahip büyük firmalardan ziyade yurtiçindeki küçük ve orta ölçekli firmalar için daha bağlayıcıdır. Çünkü küçük firmalar fon kullanmak konusunda banka kredilerine bağımlıdırlar.

Makroekonomi teorisinde ekonomideki mal piyasası ve para piyasası dengesini fonksiyonel olarak inceleyen temel analiz IS – LM analizidir. Analizde, IS eğrisinin konumunu kamu harcamaları ve vergiler belirlerken, para piyasası koşullarını temsil eden LM eğrisinin konumunu, içsel olarak belirlenen para arzı (para stoku) belirler. Bu fonksiyonel ilişkiler küçük, kapalı ve sabit döviz kuruna sahip bir ekonomi kümesinde geçerlidir. İktisatçılar ilerleyen yıllarda IS – LM modelini genişleterek çeşitli katkılar (kısa – uzun dönem ayrımı, esnek döviz kuru şartları, dışa açık ekonomi şartları gibi...) yapmışlardır.²²² Modele yapılan önemli katkılardan biri de Bernanke ile Blinder (1988)'in yaptığı ve modele kredi kanalını ilave eden katkıdır.

2.4.1.1. Bernanke – Blinder Modeli

Bernanke ve Blinder'a göre standart toplam talep modellerinin çoğu IS – LM analizini ders kitabı gibi ele alarak, bankaların varlık ve yükümlülüklerinin varlık piyasası içindeki ağırlığını homojen olarak değerlendirmemiştir. Banka yükümlülüğü olan para, toplam talebin belirlenmesinde kritik bir rol oynamaktadır. Banka kredileri ise tersine - Walras Yasasının genel denge kuralının baskılamasıyla – tahvil piyasasında

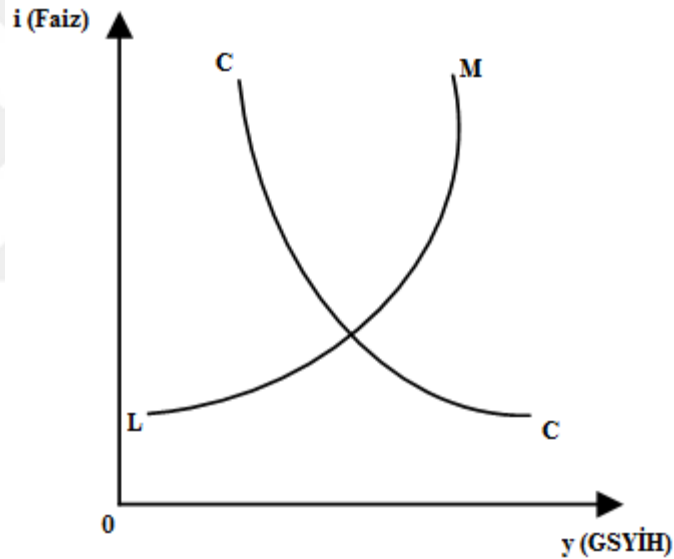
²²¹ TCMB, "Parasal Aktarım Mekanizması", 2013, s.6.

²²² Jacob A. Frenkel, Assaf Razin, "The Mundell – Fleming Model: A Quarter Century Later", *National Bureau of Economic Research Working Paper*, No: 2321, July 1987, s.1, 9a, 10.

diğer borçlanma araçları ile bir araya toplanmıştır. Birçok araştırma bu dengesizliğin sebebini soruşturmuştur. Eksik bilgi dağılımını temel alan teorik literatür, banka kredilerinin kendine has doğasında ve koşullarında araçların önemini vurgulamıştır.²²³

Temel IS – LM modelindeki LM eğrisi iki varlığın bulunduğu bir ekonomideki portföy dengesini ifade eder. Burada varlık sahipleri seçimlerini para ve tahvil arasında yaparlar. Bernanke – Blinder modelinde, para ve tahvile ek olarak kredi varlığı bulunmaktadır. Varsayımına göre, hem borç alanlar hem de borç verenler tahvil ve kredi arasında bu varlıkların faiz oranlarını referans alarak seçim yapmaktadır. Kredinin analize dahil olmasıyla, IS eğrisi yerini CC (commodity – credit / mal – kredi) eğrisine bırakmıştır.

Grafik 31: Bernanke – Blinder Modelinde Para Piyasası ve Kredi Piyasası İlişkisi



Kaynak: Ben S. Bernanke, Alan S. Blinder, “Credit, Money and Aggregate Demand”, *The American Economic Review*, Vol. 78, No: 2, May 1998, s. 436.

Faiz oranı – kredi miktarı ve reel gelir ilişkisini ifade eden, CC eğrisinin negatif eğimli olma sebebi, faiz oranı ile negatif korelasyonlu olmasından kaynaklanır. Yani faiz oranı arttıkça, kredi arzı azaldığından, mal – kredi piyasasındaki hareketler sonucunda reel gelir (y) azalmakta, faiz oranı azaldığında da artmaktadır. Standart LM eğrisi faiz oranı ile pozitif korelasyonlu olduğundan, yüksek faizde yüksek reel gelir, tersinde ise düşük reel gelir söz konusu olmaktadır. Burada vurgulanması gereken

²²³ Ben S. Bernanke, Alan S. Blinder, “Credit, Money and Aggregate Demand”, *The American Economic Review*, Vol. 78, No: 2, May 1998, s. 435.

nokta, para tabanı büyüklüğü, zorunlu karşılık oranı ve fazla rezerv oranı gibi, bankaların kullanılabilir fon miktarını etkileyen büyüklükler, CC eğrisinin konumunu değiştirmektedir. Örneğin, para tabanının büyüklüğü arttığında, zorunlu karşılık oranı azaldığında ve fazla rezerv oranı azaldığında – kredi arzı artacağından – CC eğrisi sağa kayarak, daha yüksek bir reel gelire (GSYH) karşılık gelecektir.²²⁴

Bernanke – Blinder modeli, para politikasının faiz oranı, zorunlu karşılıklar, para tabanı, fazla rezervler gibi para otoritesi tarafından yönetilebilen araçlarla, finans sistemi ve krediler üzerinden, GSYH’yi nasıl etkilediğini standart IS – LM analizini temel alarak yeniden açıklamaktadır. Modelden yapılabilecek önemli bir çıkarım da, kredi kanalının yatırım ve tüketim artışı ile toplam talebi uyarıp, büyümeye katkı yapabileceğidir.

2.5. FİNANSAL SİSTEM – BÜYÜME İLİŞKİSİNE DAİR AMPİRİK ÇALIŞMALAR

King ve Levine’e göre, geleneksel bakış açısında finansal aracılığın ekonomik aktiviteyi yönlendirmedeki rolünün kısıtlı olduğu kabul edilmektedir. Bu bakış açısından finansal aracılık, tasarruf – yatırım oranlarını çok küçük oranlarda değiştirerek, fiziksel sermaye birikiminin gelişimine az miktarda katkı sunmaktadır. Tersine, finansal aracılığın doğasını üretkenliği açısından ele alan yeni görüşe göre, finansal aracılık, büyümeye ve kalkınmaya büyük katkı yapmak adına çaba sarf etmektedir. Bu çaba ile finansal aracılık, tasarruf – yatırım etkinliğini artırıp ülke ekonomilerin hızlı büyümelerine katkı sunmaktadır.²²⁵

Levine ve Zervos (1998)’un, iyi işleyen hisse senedi piyasaları ve bankalar uzun vadeli ekonomik büyümeyi destekler mi sorusunu sordukları çalışmanın sonuçlarına göre, hisse senedi piyasaları ve bankacılığın gelişimi, büyümeye, sermaye birikimine ve verimlilik artışlarına olumlu katkılar yapmaktadır. Finansal piyasaların büyümeye yönelik önemli hizmetleri bulunmaktadır. Araştırmacılar çalışmalarında, hisse senedi

²²⁴ Ben S. Bernanke, Alan S. Blinder, a.g.m., s. 436, 437.

²²⁵ Robert G. King, Ross Levine, “Financial Intermediation and Economic Development”, *Capital Markets and Financial Intermediation*, ed. Colin Mayer and Xavier Vives, New York, Cambridge University Press, 1993, s.187.

piyasası değişkenleri, bankacılık sektörü borçları ve bireysel krediler gibi değişkenleri kullanmışlardır.²²⁶

Demirgüç – Kunt ve Levine (1999), 150 ülkede, finansal sektörün büyüklüğü ve etkinliği ile varlıklar, yükümlülükler, ciro ve genel maliyetler gibi değişkenlerin korelasyonlarını ölçtüğü çalışmalarında, geliri yüksek ülkelerde finansal sistemin daha gelişmiş olduğunu ve hisse senedi piyasalarının, bankalardan daha aktif ve etkin olduğu sonucuna varmışlardır. Dolayısıyla, ekonomilerin finansal sistemler ile gelir düzeyleri arasında bir ilişki kurulmaktadır.²²⁷

Son olarak Rousseau ve Sylla (2001), “Finansal Sistemler, Ekonomik Büyüme ve Küreselleşme” başlığını taşıyan çalışmalarında, 1850 – 1997 döneminde Atlantığın her iki yakasından 17 ülkedeki, geniş para arzı / GSYH oranı değişkeninin, kişi başına GSYH, ticaret oranı ve kamu harcamalarını nasıl etkilediğini araştırmışlardır. Çalışmanın bulgularına göre, finansal sistem – büyüme bağlantısıyla sermaye piyasasının entegrasyonu çerçevesinde, 17 ekonominin çoğu sektöründe, finansal faktörler ile ekonomik büyüme arasında kuvvetli bir korelasyon tespit edilmiştir. 1890’lı yıllardan itibaren bahsi geçen ekonomiler arasındaki nominal faiz oranı farklarının azalması ve birbirleri ile daha iyi bütünleşmeleri, bu ekonomilerin çok yönlü finansal sistemler geliştirmelerine bağlanmıştır. Sonuçlar, Hollanda, İngiltere, Amerika Birleşik Devletleri, Fransa, Almanya ve Japonya’nın tarihsel gelişimleri de incelendiğinde, ekonomik büyümenin, yaygınlaşan küreselleşme ile birlikte gerçekleşebileceğini göstermektedir.²²⁸

Çalışmanın bu kısmına kadar, 2008 Büyük Durgunluğu ve sonrasında FED ve TCMB tarafından izlenen ve çoğunlukla geleneksel olmayan para politikalarının hedef ve amaçları incelenmiş olup, bu politikaların temel makro dengelerdeki sonuçları gösterilmeye çalışılmıştır. Devamında, merkez bankalarının izlediği para politikalarının, finansal sistemin içerdiği muhtelif kanallarla ve temel politika aracı olan kısa vadeli politika faizi oranlarının etkilediği – kredi kanalı – aracılığıyla, ekonomik büyümeyi nasıl etkilediği açıklanmaya çalışılmıştır. Bu süreçte, finans sistemine etki eden

²²⁶ Ross Levine, Sara Zervos, “Stock Markets, Banks and Economic Growth”, *The American Economic Review*, Vol.88, No:3, June 1998, s. 553, 554.

²²⁷ Aslı Demirgüç – Kunt, Ross Levine, “Bank – Based and Market - Based Financial Systems”, *World Bank Policy Research Working Paper*, No:2143, July 1999, s.34 – 36.

²²⁸ Peter L. Rousseau, Richard Sylla, “Financial Systems, Economic Growth and Globalization”, *National Bureau of Economic Research Working Paper*, No: 8323, June 2001.

bileşenler, büyüme teorilerinin bileşenleri ile birlikte açıklanıp, finans – büyüme ilişkisine dair ampirik çalışmalardan sonuçlar göz önüne serilmiştir.

3. 2008 BÜYÜK AMERİKAN DURGUNLUĞU SONRASI TCMB PARA POLİTİKASININ EKONOMİK BÜYÜMEYE ETKİSİ: TÜRKİYE ÜZERİNE BİR UYGULAMA

Çalışmanın bu kısmında, ikinci bölümde teori ve politika temelinde incelenen, 2008 Büyük Durgunluğu sonrasındaki TCMB para politikasının ampirik analizi yapılmaya çalışılacaktır.

3.1. PARA POLİTİKASI VE EKONOMİK BÜYÜME İLİŞKİSİNE DAİR LİTERATÜR

Literatürde para politikası ile ekonomik büyüme arasındaki ilişkiyi en yoğun tartışan iki görüş bulunmaktadır. Keynesyen görüş ve Monetarist görüş. Keynesyenler, “paranın önemli olmadığını” ileri sürmüşler ve ekonomik büyüme hedeflerine ulaşmadaki etkisinin zayıf olduğunu savunmuşlardır. Ekonomide, para piyasası ile reel sektör arasındaki bağlantının zayıf olduğunu ileri sürmüşler ve ikisi arasındaki bağlantının da dolaylı olduğunu ifade etmişlerdir. Monetaristler ise paranın önemine vurgu yaparak, ekonomik büyümeyi etkilemede önemli bir işlev gördüğünü savunmaktadırlar. Onlara göre, para piyasası ile reel sektör arasında doğrudan bir bağlantı bulunmaktadır. Bu doğrudan bağlantı para politikasından, reel sektöre uzanan parasal aktarım mekanizması sonucunda ortaya çıkmıştır.²²⁹

Para politikasının aktarım mekanizmasına dair açıklamalar çalışmanın bir önceki kısmında yapılmıştı. Bilindiği üzere 2008 Büyük Durgunluğu sonrasındaki para politikası tasarımlarının merkezinde geleneksel olmayan para politikaları bulunmaktadır. Dolayısıyla bu süreçten sonra para politikası üzerine yapılan çalışmaların büyük bir kısmı, geleneksel olmayan para politikalarının, bu politikaların araçlarını açıklayan makroihtiyati politika setlerinin, makroekonomik büyüklüklere ve büyümeye olan etkilerini incelemektedir. Bu bağlamda, çalışmamızın amacına paralel olarak literatür taramasındaki rehberimiz, 2008 sonrası para politikasındaki değişim

²²⁹ Chipote Precious & Makheta – Kosi Palesa, “Impact of Monetary Policy on Economic Growth: A Case Study of South Africa”, *Mediterranean Journal of Social Science*, Vol.5, No: 15, July 2014, s. 77, 78.

eğilimleri olacaktır. Ancak 2008 öncesinde yapılmış çalışmalardan da örnekler verilecektir.

Bernanke ve Gertler' in 1995' te yaptıkları öncü referans çalışmaya göre, kredi kanalı, faiz oranı kanalına ilave olarak çalışmaktadır. Buna göre, para politikası yatırım seviyesini ve tüketici harcamalarını, tasarrufların getirisindeki ve sermaye maliyetindeki değişiklikler üzerinden etkilemektedir. Her ne kadar kredi kanalı ve faiz oranı, finansal hususların uygunluğunun değerlendirilmesinde birbirinden ayrılsa da, para politikasının bu iletim kanalları aracılığıyla eş zamanlı olarak etkili olabileceğini ima edecek şekilde, tamamlayıcı olarak kabul edilmektedir.²³⁰

Morsink ve Bayoumi (1999), Japonya'daki parasal aktarım mekanizmasını incelemek üzere bir VAR analizi yapmıştır. Genel aktarım işleyişinde, özel kesim talebinin, özel sektör fonlarının ve banka kredilerinin incelendiği çalışmanın bulgularına göre, banka kredileri hem önemli bir bağımsız şok kaynağı, hem de faiz oranı ve geniş para tabanı üzerinde oluşacak şokların ekonomik büyümeye aktarılmasında kritik bir rol oynamaktadır.²³¹

Disyatat ve Vongsinsirikul (2003)' un çalışmasında, 1993 – 2001 dönemindeki çeyreklik Tayland ekonomisi verileri analiz edilmiştir. Çalışmanın bulgularına göre, Tayland' da bankacılık sektörü ve banka kredileri, para politikası şoklarının reel ekonomiye aktarılmasında etkin bir rol oynamaktadır. Bankaların sağladıkları kredilerin fiyat ve miktarlarına etki eden para politikası şoklarına karşı kısmen tepki verdikleri görülmüştür. Dolayısıyla bu kısmi etki, faiz oranlarının tek başına, finansal piyasalar ve ekonominin geri kalan reel kısmı arasındaki bağları yeterince yansıtmadığını ifade etmektedir. Son olarak çalışmanın en kritik bulgusu, parasal bir sıkılaşma sonucunda çıktı miktarının yaklaşık 4 – 5 çeyrek sonrasında dibe vurarak devamında 11. çeyrekte itibaren U şeklinde bir eğilim izlemesi olmuştur.²³²

Chow (2004), Singapur ekonomisindeki parasal aktarım mekanizmasının çıktı ve büyümeyi nasıl etkilediğine dair yaptığı çalışmasında VAR analizini kullanmıştır.

²³⁰ Ben S. Bernanke & Mark Getler, "Inside The Black Box: The Credit Channel of Monetary Policy Transmission", *The Journal of Economic Perspectives*, Vol. 9, No: 4, Autumn 1995, s. 27 – 48.

²³¹ James Morsink & Tamim Bayoumi, "A Peek Inside The Black Box: The Monetary Transmission Mechanism in Japan", *IMF Working Paper of The International Monetary Fund*, WP/ 99/ 137, 1999, s. 1 – 31.

²³² Piti Disyatat & Pinnarat Vongsinsirikul, "Monetary Policy and the Transmission Mechanism in Thailand", *Journal of Asian Economics*, Vol. 14, 2003, s. 415.

Singapur para otoriteleri döviz kurunu hedefleyip bir çıpa olarak kabul ettiklerinden temel değişken olarak seçilmiştir. Bulgulara göre, döviz kuru, maruz kaldığı ve para politikasını daraltıcı bir şoka karşı hızlıca ve kalıcı bir tepki vermiştir. Beraberinde döviz kurundaki bir değişikliğin faiz şokuyla kıyaslandığında – çıktı dalgalanmasına neden olan – daha önemli bir dalgalanma kaynağı olduğu görülmüştür.²³³

Starr (2005), Rusya, Ukrayna, Belarus ve Kazakistan ekonomilerini kapsayan çalışmasında, bu ülkelerdeki para politikasının çıktıyı ve fiyatları etkileyip etkilemediğini araştırmıştır. Bulgulara göre, para politikasındaki değişikliklerin, Rusya’ da diğer ülkelere kıyasla daha belirleyici olduğu sonucuna varılmıştır. Rusya’ da artan kredi maliyetleri, faize duyarlı marjinal harcama unsurlarını etkileyerek azaltmakta ve ekonomik büyümede kademeli bir yavaşlamaya yol açmaktadır. Çalışmanın genel bir sonucu olarak, para politikasını reel ekonomik aktiviteye olan etkisinin hafif boyutlarda olacağı beklentisi desteklenmiştir.²³⁴

Uhlig (2005), VAR analizini temel alan çalışmasında, para politikasının çıktı üzerindeki etkilerini Amerika Birleşik Devletleri ekonomisi açısından incelemiştir. VAR analizi çerçevesinde yeni bir agnostik yöntem olarak ifade ettiği ve FED fon oranı ile reel GSYH’ nin değişken olarak seçtiği çalışmanın sonuçlarına göre daraltıcı para politikası şoklarının reel GSYH üzerinde belirsiz bir etkisi bulunmaktadır. Daraltıcı para politikası şokları reel GSYH’yı yaklaşık % 66 olasılıkla \pm % 0,2 oranında dalgalandırmaktadır. Ayrıca fiyat seviyesi yaklaşık bir yıllık süre boyunca çok yavaş bir şekilde hareket etmektedir. Uhlig’ e göre bu gözlemler ampirik VAR çalışmalarında bulunan sonuçları – çıktı üzerindeki belirsizlik haricinde – büyük ölçüde doğrulamaktadır.²³⁵

Hülsewig ve diğerleri (2006)’ nin Almanya ekonomisinde kredi kanalının işlerliğini, VAR analizinin sonuç raporlarından biri olan etki – tepki fonksiyonları ile analiz ettikleri çalışmalarında, 1991Q1 – 2003Q2 dönemindeki altı ekonomik zaman serisi kullanılmıştır. Bulgulara göre, Alman ekonomisinde bir para politikası şoku

²³³ Hwee Kwan Chow, “A VAR Analysis of Singapore’ s Monetary Transmission Mechanism”, *Research Collection School of Economics*, 19 – 2004, s. 23.

²³⁴ Martha A. Starr, “Does Money Matter in The CIS ? Effects of Monetary Policy on Output and Prices”, *Journal of Comparative Economics*, Vol. 33, 2005, s. 441 – 461.

²³⁵ Harald Uhlig, “What are the Effects of Monetary Policy on Output ? Results from an Agnostic Identification Procedure”, *Journal of Monetary Economics*, Vol. 52, 2005, s. 404 – 406.

sonucunda, banka kredilerinin - kredi marjında beklenen bir düşüş ile – azaldığı sonucuna varılmıştır. Kredi arzındaki bu düşüş hızlıca ve kademeli bir şekilde gerçekleşmiştir. Diğer yandan kredi talebindeki düşüş, kredi arzındaki düşüşe nazara daha kalıcı olmaktadır. Sonuç olarak daraltıcı bir para politikası şoku, kredi kanalı aracılığıyla, toplam çıktıyı azaltarak büyümeyi etkilemektedir.²³⁶

Ali ve diğerleri (2008)' nin Pakistan, Hindistan, Sri Lanka ve Bangladeş' ten oluşan Güney Asya ekonomileri üzerinde yaptığı araştırma, maliye ve para politikasının ekonomik büyüme üzerindeki görece etkinliğini sorgulamaktadır. Çalışmanın bir diğer amacı Keynesyen ve Monetarist iddiaları ilgili ekonomiler için tespit etmektir. Bulgulara göre, mali açık, geniş para tabanı ve GSYH büyüme oranı arasında uzun vadeli ve önemli bir ilişki bulunmaktadır. Anılan dört ülkede – büyümeye olan etkisi açısından para politikasının – maliye politikasına nazaran daha etkin olduğu vurgulanmıştır. Ali ve diğerlerine göre, para politikası her ne kadar büyümenin seyrini belirgin şekilde etkilese de, politikaların etkinliği anılan gelişmekte olan ülkelerde iç ve dış ekonomik koşullara sıkı sıkıya bağlıdır.²³⁷

Amarasekara, 2008' deki çalışmasında, faiz oranı, para arzı ve nominal döviz kurundaki hareketlerin; GSYH ve enflasyona olan etkilerini Sri Lanka ekonomisi için, 1978 – 2005 dönemindeki aylık zaman serilerini kullanarak araştırmıştır. Çalışma sonucuna göre, Sri Lanka ekonomisindeki bir faiz artışının, GSYH'yı ve enflasyon oranını düşürdüğü ortaya çıkmıştır. Ayrıca yerel para değerlenmiş ve nominal döviz kuru değer kaybetmiştir.²³⁸

Le ve Pfau (2008), Vietnam ekonomisindeki parasal aktarım mekanizmasının işleyişini 1996 – 2005 dönemindeki çeyreklik verileri ve VAR analizini kullanarak araştırmıştır. Çalışmada, para arzı, reel çıktı, fiyat seviyesi, reel faiz oranı, reel döviz kuru ve krediler arasındaki ilişki incelenmiştir. Hung ve Pfau' nun ulaştığı sonuçlara göre, Vietnam ekonomisinde, para arzı ile reel çıktı miktarı arasında kuvvetli bir bağlantı bulunmaktadır. Ayrıca faiz oranı kanalı, para politikası kararlarının büyümeye

²³⁶ Oliver Hülsewig ve diğerleri, "Bank Loan Supply and Monetary Policy Transmission in Germany: An Assessment Based on Matching Impulse Responses", *Journal of Banking and Finance*, Vol. 30, 2006, s. 2893 – 2910.

²³⁷ Shahid Ali ve diğerleri, "Whether Fiscal Stance or Monetary Policy is Effective for Economic Growth in Case of South Asian Countries ?", *The Pakistan Development Review*", Vol. 47 : 4, Part II, Winter 2008, s. 797.

²³⁸ Chandranath Amarasekara, "The Impact of Monetary Policy on Economic Growth and Inflation in Sri Lanka", *Munich Personal RePEc Archive Paper*, No: 64866, June 2015, s. 1 – 46.

iletilmesinde çok az role sahiptir. Bunun yerine döviz kuru kanalı ve kredi kanalı daha etkin bir role sahiptir.²³⁹

Precious ve Palesa (2014), Güney Afrika ekonomisi için para politikasının ekonomik büyümeye olan etkisini döviz kuru, tüketici fiyat endeksi, repo faizi, M3 para arzı ve GSYH verilerini kullanarak araştırmıştır. Çalışmanın bulgularına göre, anılan ekonomide para politikası, repo faizi ve para arzı üzerinden ekonomik büyüme üzerinde önemli bir etkiye sahip değildir. GSYH üzerinde enflasyonun etkisi daha belirgindir.²⁴⁰

2008 büyük durgunluğu sonrasında dünya genelinde değişen para politikası tasarımları nedeniyle ampirik çalışmalarında odak noktası değişmiştir. Çalışmalar çoğunlukla geleneksel olmayan para politikası, makroihtiyati politika ve finansal istikrar – fiyat istikrarı ilişkisi gibi konuları ele almıştır.

Blot ve diğerleri (2015)' nin, fiyat istikrarının finansal istikrarı da beraberinde getireceğini ifade eden “geleneksel bilgelik (traditional wisdom)” anlayışını sınıadığı çalışması, Amerika Birleşik Devletleri ve Euro Bölgesi ekonomilerini kapsamaktadır. Amerika Birleşik Devletleri için 1993M12 – 2010M12 dönemini, Euro Bölgesi için 1999M1 – 2012M12 veri aralığının kullanıldığı çalışmadaki temel amaç, fiyat istikrarı ile finansal istikrar arasındaki ilişkinin sorgulanarak, genel ekonomik aktiviteye olan etkilerinin belirlenmesidir. Çalışmadaki değişkenler konut fiyatları, sanayi üretim endeksi, TÜFE, özel sektöre verilen toplam kredi miktarı, FED ve ECB' nin politika faiz oranları, para arzı, borsa endeksleri ve finansal istikrar endeksleridir. Basit korelasyon, VAR analizi ve dinamik koşullu korelasyon yöntemlerinin kullanıldığı çalışmanın sonuçlarına göre, 1990'lerden bu yana Amerika Birleşik Devletleri ve Euro Bölgesi ekonomilerinde geleneksel bilgelik görüşünün ampirik olarak desteklenmediği görülmüştür. Üç ampirik yöntemin hiçbiri fiyat istikrarı ve finansal istikrar arasında güçlü bir pozitif bağ olduğunu göstermemektedir. Kanıtlar, 2001 sonrasındaki büyük ılımlılık döneminde olduğu gibi, finansal istikrarsızlığın – fiyat istikrarının sağlandığı bir ortamda bile gelişebileceğini göstermiştir. Sonuç olarak finansal istikrar amacına

²³⁹ Hung V. Le & Wade D. Pfau, “VAR Analysis of The Monetary Transmission Mechanism in Vietnam”, *Applied Econometrics and International Development*, Vol. 9 – 1, 2009, s. 172 – 176.

²⁴⁰ Chipote Precious & Makhetha – Kosi Palesa, a.g.m., s.84.

yönelen politikalar, fiyat istikrarını hedefleyen politikalardan bağımsız olarak ele alınmalıdır.²⁴¹

Kim ve Mehrotra (2017), para politikası ve makroihtiyati politika şoklarını tanımlayıp, reel ekonomi üzerindeki etkilerini analiz etmek ve iki politika arasındaki etkileşimleri incelemek için bir panel VAR modeli kullanmışlardır. Çalışmanın bağımlı değişkenleri politika faizi, makroihtiyati politika endeksi, TÜFE, özel sektöre verilen toplam kredi stoku; bağımsız değişkenleri Amerika Birleşik Devletleri reel GSYH'sı ve FED politika faiz oranıdır. Analize dahil edilen ülkeler – tek tip enflasyon hedeflemesi rejimleri birbirine benzediği için – Avusturya, Kore, Tayland ve Endonezya' dır. Çalışmanın temel bulgusu, parasal ve makroihtiyati politika şoklarının kilit makro değişkenler üzerindeki etkilerinin, GSYH, fiyat seviyesi ve kredi stokunun azalmasına yol açan daraltıcı politika şokları ile benzer olduğu yönündedir. Bu dinamikler makroihtiyati politikanın ve para politikasının – toplam talebi etkileyen kanallar aracılığıyla – kısmen çalıştığını göstermektedir.²⁴²

Cerutti ve diğerlerinin 2017'de yaptığı çalışmada, 2010 – 2013 döneminde, 119 ülkeden oluşan örneklemin, 12 hassas makroihtiyati politika uygulamasının etkileri araştırılmıştır. Bu politikaların kullanımı ile kredi ve konut piyasaları arasındaki gelişmeler incelenmiştir. Ayrıca politikaların kredi döngülerini ve finansal döngüleri yönetmedeki etkinliği ile reel sektöre dair etkileri analiz edilmiştir. Çalışmanın bulgularına göre, makroihtiyati politikalar özellikle gelişmekte olan ülkelerde, döviz kuru politikası çerçevesinde sıklıkla kullanılmıştır. Bulgular, politikaların genellikle kredi büyüme hızını yavaşlatmaya yönelik olduğunu göstermektedir. Cerutti ve diğerlerine göre, makroihtiyati politikalar normal ekonomik koşullar altında – bir finansal döngünün çöküş aşamasına kıyasla – daha iyi sonuç vermektedir. Son olarak makroihtiyati politikalar, kredi gelişmeleri ve ekonomik büyüme üzerinde belirgin bir etkiye sahiptir.²⁴³

²⁴¹ Christophe Blot ve diğerleri, “Assessing the Link Between Price and Financial Stability”, *Journal of Financial Stability*, Vol.16, 2015, s. 71 – 88.

²⁴² Soyoung Kim & Aaron Mehrotra, “Effects of Monetary Policy and Macro – Prudential Policies – Evidence from Inflation Targeting Economies in the Asia – Pasific Region and Potential Implications for China”, ed. Chief Zuzana Fungacova, *Bank of Finland Institute of Economics in Transition Discussion Papers*, No: 4 / 2017, 2017, s. 4 – 27.

²⁴³ Eugenio Cerutti ve diğerleri, “The Use and Effectiveness of Macroprudential Policies: New Evidence”, *Journal of Financial Stability*, Vol. 28, 2017, s. 203 – 224.

Menna ve Tobal (2018)'in faiz oranını merkeze alarak, gelişmekte olan ekonomilerdeki finansal istikrar ve fiyat istikrarı etkileşimini incelediği çalışmalarında, Yeni Keynesyen bir model kullanılmıştır. Bununla beraber özellikle finansal çevrimlerin genişleme aşamalarındaki ve gelişmekte olan ülkelerdeki kredi kullanımlarına vurgu yapılmıştır. Çalışmanın genel değerlendirmesine göre, merkez bankaları finansal dengesizlikleri ve risk birikimini önlemek için finansal çevrimlerin genişleme aşamalarından faiz oranlarını arttırmalıdırlar. Ancak gelişmekte olan ülkelerde, yüksek faiz oranları yabancı sermayeyi yurtiçine daha fazla çekebilir ve bu araç vasıtasıyla, krediye ulaşım imkânı ve kaldıraç oranları artarak sistemik risk tehlikesi yükselebilir. Nitekim çalışmanın sonucunda altı çizildiği üzere, Meksika ekonomisi için alıştırılan Yeni Keynesyen model bu tür ekonomilerde merkez bankalarının faiz oranlarını artırmaktan ziyade, düşürmek zorunda kaldıklarını ortaya koymuştur.²⁴⁴

Benzer soruları araştıran ve analize Türkiye ekonomisinin de dahil edildiği, para politikası ve büyüme ilişkisine dair seçilmiş çalışmalar da aşağıda incelenmiştir.

Peker (2007), Türkiye ekonomisi için para politikasının reel etkilerini 1988 – 2003 döneminde, VAR temelli Cochrane yöntemini kullanarak sorgulamıştır. Kullanılan veriler, para arzı, sanayi üretim endeksi, nominal kamu harcaması, bankalararası gecelik faiz oranı, TÜFE ve nominal döviz kurudur. Bulgularını rasyonel beklentiler teorisi çerçevesinde yorumlayan Peker' e göre, para politikası hem öngörülen hem de öngörülmeyen durumlarda reel büyüklükleri ve dolayısıyla büyümeyi etkilemektedir.²⁴⁵

Cengiz ve Duman (2008), TÜFE, sanayi üretim endeksi, reel efektif döviz kuru, bankacılık sektörünün toplam menkul kıymet stoku, kredileri, mevduatları ve bankalararası gecelik faiz oranı verilerinin 1990 – 2006 dönemindeki zaman serilerini kullanarak kredi kanalının reel etkilerini araştırmıştır. VAR yönteminin kullanıldığı çalışmanın sonuçlarına göre para politikası, banka kredi arzını etkilemektedir. Bununla beraber kredi arzı ile çıktının para politikasına yönelik tepkisi, bu iki değişkenin birlikte

²⁴⁴ Lorenzo Menna & Martin Tobal, "Financial and Price Stability in Emerging Markets: The Role of The Interest Rate", *Bank for International Settlements Working Paper*, No: 717, 2018, s. 1 – 76.

²⁴⁵ Osman Peker, "Para Politikası Etkilerinin lm: Türkiye rneği", *Yönetim ve Ekonomi*", Cilt: 14, Sayı: 1, 2007, s. 181 – 194.

hareket ettiğini göstermektedir. Dolayısıyla para politikası, kredi arzı vasıtasıyla ekonomik büyümeyi etkilemektedir.²⁴⁶

Çiçek, 2011'deki araştırmasında, literatürün en temel denkliklerinden biri olan “miktar teorisi” ni ele almıştır. Teorinin açıkladığı, para arzı, fiyatlar ve reel gelir arasındaki ilişkiyi VAR analizi temelinde Granger nedenselliği ile test etmiştir. Çiçek, 1987Q1 – 2007Q3 döneminde Türkiye ekonomisinde para arzı ile fiyatlar arasında çok yüksek ve çift yönlü bir ilişkinin olduğu sonucuna varmıştır. Ayrıca GSYH, faiz kanalı üzerinden para arzında anlamlı bir etkiye neden olmaktadır. Dolayısıyla, uzun vadede para arzı büyüme üzerinde kuvvetli bir etkiye sahiptir.²⁴⁷

Oktar ve Dalyancı 2012 yılında yaptıkları çalışmalarında Türkiye ekonomisi için para politikasının ekonomik büyüme üzerindeki etkisini incelemişlerdir. Çalışmada TCMB para politikası faizleri ile GSYH arasındaki Granger nedenselliği araştırılmış ve iki değişkenin 2003:01 – 2011:09 dönemindeki aylık zaman serileri kullanılmıştır. Bulgular, politika faizi ve büyüme arasında kısa dönemde nedenselliğin olmadığını, uzun dönemde ise ters yönlü kointegrasyon ilişkisinin varlığını ifade etmektedir. Özetle, uzun dönemde ekonomik büyümenin, para politikası vasıtasıyla etkilenebileceği sonucuna varılmıştır.²⁴⁸

Mercan (2013), 1999 – 2011 dönemindeki çeyreklik, GSYH ve bankacılık sektörü yurtiçi kredi hacmi değişkenlerini kullanarak, toplam yurtiçi kredi hacminin ekonomik büyüme üzerindeki etkisini, sınır testi yaklaşımı ile araştırmıştır. Çalışmanın bulgularına göre, yurtiçi kredi hacmindeki % 10'luk bir artış, ekonomik büyümeyi uzun vadede % 5,2 oranında artırmaktadır.²⁴⁹

Bozoklu ve Yılcı (2013), finansal gelişme ile ekonomik büyüme arasındaki ilişkiyi panel Granger nedenselliği kullanarak test etmiştir. Çalışmada 1988 – 2011 dönemindeki ve aralarında Türkiye'nin de bulunduğu 14 gelişmekte olan ülkenin

²⁴⁶ Vedat Cengiz & Mehmet Duman, “Türkiye’de Banka Kredi Kanalının Önemi Üzerine Etki Tepki Fonksiyonlarına Dayalı Bir Değerlendirme (1990 – 2006)”, *Hacettepe Üniversitesi İ.İ.B.F. Dergisi*, Cilt: 26, Sayı: 2, 2008, s. 81 – 104.

²⁴⁷ Macide Çiçek, “Paranın Miktar Teorisi ve Türkiye’de Geçerliliği”, *Süleyman Demirel Üniversitesi İ.İ.B.F. Dergisi*, Cilt: 16, Sayı: 3, s. 87 – 115.

²⁴⁸ Suat Oktar & Levent Dalyancı, “Türkiye Ekonomisinde Para Politikasının Ekonomik Büyüme Üzerine Etkisi”, *Marmara Üniversitesi İ.İ.B.F. Dergisi*, Cilt: 32, Sayı: 1, 2012, s. 1 – 18.

²⁴⁹ Mehmet Mercan, “Kredi Hacmindeki Değişimlerin Ekonomik Büyüme Etkisi: Türkiye Ekonomisi İçin Sınır Testi Yaklaşımı”, *Bankacılar Dergisi*, Sayı: 84, 2013, s. 54 – 71.

verileri kullanılmıştır. İncelene veriler; yurtiçi kredilerin GSYH' ya oranı ile kişi başına GSYH' nin büyüme oranıdır. Çalışmanın bulgularına göre, Türkiye ekonomisinde finansal gelişmeden, ekonomik büyümeye doğru bir nedensellik ilişkisi mevcuttur. Dolayısıyla Patrick (1966)' in arz yanlı hipotezine uygun bir sonuç elde edilmiştir. Çalışmanın verileri göz önüne alındığında Türkiye ekonomisinde kredi kullanımının artışı, ekonomik büyümeyi olumlu etkilemektedir.²⁵⁰

Tiryaki, 2014' te yaptığı çalışmasında, 1999 – 2014 dönemindeki çeyreklik verileri kullanarak, bireysel kredilerin büyüme ve cari açık ile ilişkisini araştırmıştır. Bununla beraber VAR analizi paralelinde Granger nedenselliği yöntemi kullanılmıştır. Bulgulara göre, bireysel krediler ile GSYH büyümesi pozitif nedenselliğe sahiptir. Ayrıca bireysel krediler ile cari hesap dengesi arasında negatif bir nedenselliği ilişkisi söz konusudur. Dolayısıyla Türkiye ekonomisi para politikası yönetiminde en kritik meselelerden biri, kredi hacminin ve kredi şartlarının belirlenmesidir yorumu yapılabilir.²⁵¹

Çalışmaların odaklandıkları sorulardan ve incelenen değişkenler ile ilişkilerden anlaşılacağı üzere, 2008 büyük durgunluğu öncesi ve sonrasında keskin bir fark bulunmaktadır. Bu durum göstermektedir ki, 2008 yılı sonrasında gelişmiş ülkeler başta olmak üzere para politikası yönetimi ve tasarımı belirgin bir eğilim değişimi olmuştur. Bu değişimin küresel ekonomik aktiviteye olan etkisi halen tartışılmaktadır.

3.2. YÖNTEM

Çalışmanın bu parçasında, yapılacak ampirik analiz hakkında teorik bilgiler sunulacaktır. İlk olarak durağanlık kavramı açıklanacak, devamında birim kök test teknikleri ve vektör otoregresif (VAR) modeli açıklanacaktır.

3.2.1. Durağanlık

Uygulamada stokastik (olasılıklı) bir sürecin ortak dağılımını saptamak genellikle zordur. Bu durumda herhangi bir X_t değişkeninin, ortalaması, varyansı ve kovaryansı kullanılır ($t = 1, 2, \dots$). Olasılıklı bir süreç ve paralelinde zaman serisi,

²⁵⁰ Şerif Bozoklu & Veli Yıllancı, "Finansal Gelişme ve İktisadi Büyüme Arasındaki Nedensellik İlişkisi: Gelişmekte Olan Ekonomiler İçin Analiz", *Dokuz Eylül Üniversitesi İ.İ.B.F. Dergisi*, Cilt:28, Sayı: 2, 2013, s. 161 – 187.

²⁵¹ Göksel Tiryaki, "Türkiye' de Bireysel Kredilerin Ekonomik Büyüme ve Cari Açık ile İlişkisi", *Bankacılar Dergisi*, Sayı: 91, 2014, s. 55 -74.

aşağıdaki koşulları sağladığında zayıf durağandır denir.²⁵² Zaman serisi literatüründe bu süreç zayıf durağanlık olarak tanımlanır ancak, çalışmaların büyük bir çoğunluğunda bu süreç durağanlık şartı olarak yeterli sayılır.²⁵³

- Ortalama, $E(X_t) = \mu$, tüm t 'ler için sabit. (17)

- Varyans, $var(X_t) = E(X_t - \mu)^2 = \sigma^2$, tüm t 'ler için sabit. (18)

- Kovaryans, $cov(X_t, X_{t+k}) = E[(X_t - \mu)(X_{t+k} - \mu)] = \gamma_k$, (19)

tüm t 'ler için sabit ve $k \neq 0$

(17) ve (18). eşitliklerde olasılıklı sürecin ortalaması ve varyansı sabittir. (19). eşitlikte zaman serisinin rastgele iki değeri arasındaki kovaryans belli bir zaman noktasına değil, iki değer arasındaki zaman aralığına bağlıdır. Herhangi bir regresyonda kritik nokta tahminin anlamlı olması ise bu anlamlılık yalnızca olasılıklı sürecin zaman boyunca sabit (durağan) olması ile sağlanır.²⁵⁴

Durağanlık kavramı açıklanırken, zayıf durağanlığa atıf yapılmaktadır. Genel anlamda, bir olasılıklı süreç ve dolayısıyla zaman serisi durağan ise ortalaması ve varyansı, seriyi sınırlandıran zaman sürecinin tümünde sabittir. Ayrıca t ve $t + k$ gibi bir zaman aralığındaki kovaryansı da yalnızca k gecikmesine bağlıdır. Yani t ve $t + k$ dönemindeki ortak varyansı, bu ortak varyansın hesaplandığı döneme değil, sadece iki dönem arasındaki k gecikmesine bağlıdır.²⁵⁵

3.2.2. Durağanlığın Tespiti

Durağanlığın tespitinde en yaygın yöntem birim kök testidir. Genel olarak birim kök testi (20) nolu model ile ele alınabilir;

$$Y_t = Y_{t-1} + u_t \quad (20)$$

Burada u_t , ortalaması(μ) 0, σ^2 varyansı sabit hata terimidir. Y_t eşitliği, t dönemindeki Y ' nin ($t - 1$) dönemindeki kendi değerine göre hesaplanan regresyonunu

²⁵² H. R. Seddighi, K. A. Lawler & A.V. Katos, "Econometrics A Pratical Approach" Routledge, London, 2000, s. 252, 253.

²⁵³ Damodar N. Gujarati, "Temel Ekonometri", çev. Ümit Şenesen, Gülay Günlük Şenesen, 7 Baskı, Literatür Yayınları, 2010, s.713.

²⁵⁴ Nilgün Çil Yavuz, "Durağanlığın Belirlenmesinde KPSS ve ADF Testleri: İMKB Ulusal 100 Endeksi ile Bir Uygulama, İstanbul Üniversitesi İktisat Fakültesi Mecmuası, 54 (2011), s 241.

²⁵⁵ H. R. Seddighi ve diğerleri, a.g.e., s.253.

ifade eder. Eşitlikte, Y_{t-1} 'in katsayısı 1'e eşit olduğunda, zaman serisi durağan dışı kabul edilir. Bu durumda,

$$Y_t = \rho Y_{t-1} + u_t \quad (21)$$

regresyonu hesaplanır ve $\rho = 1$ durumunda Y_t olasılıklı değişkeni birim kök içerir denir.²⁵⁶

Birim kök içeren bir zaman serisinin durağan olmadığı kabulü ile ampirik çalışmalarda durağanlığın tespiti için en sık kullanılan birim kök testleri; Dickey – Fuller (1979)' in çalışmalarıyla gelişen, ADF (Augmented Dickey Fuller), Phillips – Perron (1988)'un çalışmalarıyla oluşan PP (Phillips – Perron), Kwiatkowski, Phillips, Schmidt ve Shin tarafından geliştirilen KPSS, Ng ve Perron (2001) tarafından geliştirilen Ng – Perron testleridir.

3.2.2.1. *Augmented Dickey – Fuller (ADF) Birim Kök Testi*

Durağanlığın tespiti kısmındaki tarife paralel olarak (22) nolu gibi bir otoregresif model göz önüne alındığında;

$$Y_t = \rho Y_{t-1} + e_t, \quad t = 1, 2, \dots, \quad (22)$$

bu modelde $Y_0 = 0$, ρ gerçek bir sayı ve $\{e_t\}$ ortalaması 0, σ^2 varyansı sabit, ardışık bağımlı olmayan olasılıklı bir değişkendir. Bir zaman serisi olan Y_t , eğer $|\rho| < 1$ ise durağan bir zaman serisine yakınsar ($t \rightarrow \infty$ durumundaki gibi). Eğer $|\rho| = 1$ ise zaman serisi durağan değildir ve Y_t 'nin varyansı, $t\sigma^2$ olur. ρ ' nin 1'e eşit olduğu durumlarda zaman serileri rassal yürüyüş olarak adlandırılır. Eğer $|\rho| > 1$ ise zaman serileri durağan dışıdır ve varyansları t gibi üstel olarak artar.²⁵⁷

Dickey ve Fuller (1979), Monte – Carlo simülasyonlarını temel alan ve zaman serilerin yaratan süreçlerdeki birim kök varlığını boş hipotez (H_0) olarak kabul eden bir istatistik testi geliştirmişlerdir. İstatistiğin kritik değerleri t_δ olarak tablo haline getirilmiş ve $\tau(tau)$ istatistiği olarak adlandırılmıştır. Dickey – Fuller birim kök testi iki adımda inşa edilebilir:

²⁵⁶ Damodar N. Gujarati, a.g.e., s. 718.

²⁵⁷ David A. Dickey & Wayne A. Fuller, "Distribution of the Estimators for Autoregressive Time Series With a Unit Root". *Journal Of The American Statistical Association*, Vol. 74, No: 366 (Jun. 1979), p.427.

Adım 1

Olağan en küçük kareler yönteminde regresyon,

$$\Delta X_t = \delta X_{t-1} + \varepsilon_t \quad (23)$$

olarak yazılır ve t_δ kritik değerleri veridir.

Adım 2

X_t zaman serisini yaratan süreçlerin birim kök içerip içermediğini belirlemek için aşağıdaki hipotezlere göre;

$H_0: \delta = 0$, zaman serisi durağan değildir, $t_\delta > \tau$ durumunda,

$H_a: \delta < 0$, zaman serisi durağandır, $t_\delta < \tau$ durumunda,

Dolayısıyla bir zaman serisinin durağan olması için t_δ değerinin *çokça* negatif olması gerekir. Aksi halde zaman serileri durağan – dışı olacaktır.

Dickey – Fuller testinin aşağıdaki denklemleri;

$$\Delta X_t = \delta X_{t-1} + \varepsilon_t \text{ (yalın hali) (24)}$$

$$\Delta X_t = \alpha + \delta X_{t-1} + \varepsilon_t \text{ (sabit terimli) (25)}$$

$$\Delta X_t = \alpha + \beta_t + \delta X_{t-1} + \varepsilon_t \text{ (sabit terimli ve trendli) (26)}$$

gecikmeli fark terimleriyle artırılarak yeniden türetilmiş ve yukarıdaki denklemlere uygulanan klasik Dickey – Fuller testi, Artırılmış Dickey – Fuller (Augmented Dickey – Fuller / ADF) testi adını almıştır. Burada yine klasik Dickey – Fuller testinin τ (tau) istatistik kritik değerleri geçerli olup, hipotez testi koşulları da değişmemiştir.²⁵⁸

3.2.2.2. Phillips – Perron (PP) Birim Kök Testi

ADF testinde, regresyon modelindeki hata terimlerinin ardışık bağımlı olması durumunda, bu durumun ortadan kaldırılması, denklemlere bağımlı değişkenin gecikmelerinin eklenmesiyle sağlanmaktadır. Phillips (1987) ardışık bağımlılığın istenmeyen sonuçlarını, sıradan testlere eklenecek parametrik olmayan düzeltmelerle

²⁵⁸ H. R. Seddighi ve diğerleri, a.g.e., s.264, 267, 268.

giderilebileceğini ifade etmiştir. Bu doğrultuda, birim kök testleri üretmiş ve Z testi olarak adlandırmıştır.²⁵⁹

Phillips – Perron birim kök testi için basit bir model (27) nolu eşitlikte verilmiştir²⁶⁰,

$$y_t = \mu + \alpha y_{t-1} + u_t, (t = 1, 2, \dots), \quad (27)$$

$$\alpha = 1.$$

Aynı test için diğer bir model (28) nolu eşitlikteki gibi yazılırsa;

$$Y_t = \mu + \Phi_1 Y_{t-1} + \varepsilon_t, (t = 1, 2, \dots) \quad (28)$$

$$(1 - \Phi L)Y_t = \mu + \varepsilon_t \quad (29)$$

burada birim kök $1/\Phi_1$ ile hesaplanır. $\Phi_1 = 1$ durumunda PP testine göre seri birim kök içerir. Dickey- Fuller testlerinin, Phillips – Perron karşılığı Z istatistiği ile ifade edilir. Dickey – Fuller’ de $\tau(\tau)$ istatistikleri kullanılırken, Phillips – Perron’ da Z_t ve Z_α istatistikleri kullanılır.²⁶¹

3.2.2.3. Kwiatkowski – Phillips – Schmidt – Shin (KPSS) Birim Kök Testi

KPSS testinde amaç zaman serisindeki trendin ortadan kaldırılarak durağan hale gelmesini sağlamaktır.²⁶² KPSS testinin birim kök analizi, hipotez sınaması açısından ADF testinin tersi bir yapıdadır. H_0 hipotezinde serinin durağan olduğu ($H_0: \mathcal{L}^2 u = 0$), alternatif hipotezde ($H_a: \mathcal{L}^2 u \neq 0$) ise durağan – dışı olduğu ifade edilir.^{263,264}

KPSS testinde bir zaman serisi, deterministik trend, rassal terim ve sabit bozucu terim içerir. Bu durumda;

²⁵⁹ Galip Altınay, “Durağan Dışı İktisadi Zaman Serilerinin Ekonometrik Analizi: Koentegrasyon ve Hata Düzeltme Yöntemleri, (Doktora Tezi), Bursa: Bursa Uludağ Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, 1995, s. 62.

²⁶⁰ Peter C. B. Phillips & Pierre Perron, “Testing for a Unit Root in Time Series Regression”, *Biometrika*, Vol.75, No:2, (Jun.1998), s. 338.

²⁶¹ Mustafa Sevüktekin & Mehmet Nargeleçekenler, “Ekonometrik Zaman Serileri Analizi – Eviews Uygulamalı”, Geliştirilmiş 3. Baskı, Nobel Yayınları, Ankara, 2010, s.365, 366.

²⁶² Denis Kwiatkowski ve diğerleri, “Testing The Null Hypotesis of Stationary Against The Alternative of a Unit Root?”, *Journal of Econometrics*, Vol. 54, Issues 1 – 3, (1992), s.159 – 178.

²⁶³ Mustafa Sevüktekin & Mehmet Nargeleçekenler, a.g.e., s. 362.

²⁶⁴ Ali Petek & Ali Çelik, “Türkiye’ de Enflasyon, Döviz Kuru, İhracat ve İthalat Arasındaki İlişkinin Ekonometrik Analizi (1990 – 2015)”, *Finans, Politik ve Ekonomik Yorumlar*, Cilt: 54, Sayı: 626, 2017, s. 73.

$$Y_t = \beta_t + \varphi + \varepsilon_t \quad (30)$$

(30) nolu eşitlikte, t : deterministik trend, φ : rassl süreç, ε_t : hata terimidir. Bu zaman serisi aynı zamanda (31) nolu eşitlikteki gibi ifade edilebilir.

$$\varphi_t = \varphi_{t-1} + u_t \quad (31)$$

Burada u_t 'nin sabit varyanslı ve normal dağıldığı varsayılır $(0, \sigma^2)$. Yani yukarıda $(H_0: \mathcal{L}^2 u = 0)$ hipotezinde sınanan durağanlık, burada $(H_0: \sigma^2 u = 0)$ hipotezinde sınanır.²⁶⁵

3.2.2.4. Ng – Perron Birim Kök Testi

Ng – Perron birim kök testinde, Phillips – Perron testindeki Z_ϕ ve Z_T istatistikleri geliştirilerek, yeni test istatistikleri hesaplanmıştır. Ng – Perron testi aynı zamanda, ADF testinden elde edilen trendden arındırılmış y_t^* verilerinin üzerine kurulmuştur. Aşağıdaki (32), (33) ve (34) nolu eşitliklerde Z istatistikleri Phillips – Perron testinde elde edilmiş olan istatistiklerdir.²⁶⁶

$$\overline{MZ}_\phi = (T^{-1}y_t^* - S_{AR}^2) \left(2T^{-2} \sum_{t=1}^T y_{t-1}^* \right)^{-1}, \quad (32)$$

$$\overline{MSB} = \left(T^{-2} \sum_{t=1}^T \frac{y_{t-1}^*}{S_{AR}^2} \right)^{1/2}, \quad (33)$$

$$\overline{MZ}_T = \overline{MZ}_\phi \cdot \overline{MSB}, \quad (34)$$

Bu durumda,

$$S_{AR}^2 = \left(\sum_{t=\rho+1}^T \varepsilon_t^2 \right) \left((T-k) \left(1 - \sum_{i=1}^{\rho} \hat{\beta}_i \right) \right)^2 \quad (35)$$

²⁶⁵ Tankut Taner Çelik & Aykut Taş, “Etkin Piyasa Hipotezi ve Gelişmekte Olan Hisse Senedi Piyasaları”, *İTÜ Sosyal Bilimler Dergisi*, Cilt: 4, Sayı: 2, s. 16, 17.

²⁶⁶ Marketa Arltova & Darina Fedorova, “Selection of Unit Root Test On The Basis of Length of The Time Series and Value of AR (1) Parameter”, *Statistika*, 96 (3), 2016, s. 51.

olur ve M testleri olarak ifade edilir.

Ng – Perron tarafından geliştirilen dördüncü test ERS Point Optimal istatistiğinin ilerletilmiş hali olan MPT testidir.²⁶⁷

Ng – Perron testinde, birim kök varlığını araştıran hipotez testleri, MZ_ϕ ve MZ_T istatistiklerinde, ADF ve PP testleri ile aynı kabul / red şartlarını taşıırken, MPT ve MSB istatistiklerinde tam tersi kabul / red şartlarına sahiptir. MZ_ϕ ve MZ_T ’ de boş hipotez, H_0 , seride birim kök varlığını savunurken, MPT ve MSB istatistiklerinin boş hipotezi, H_0 , seride birim kök olmadığını savunur.

3.2.3. Vektör Otoregresyon (VAR) Modeli

Vektör otoregresyon ya da kısaca VAR, iki ya da daha fazla ekonomik değişkenin tahmininde kullanılan bir zaman serisi modelidir. Ayrıca bu değişkenlerin - eşanlı denklem modelleri ile ilişkili olarak – içsel ve ortak olarak belirlendiği kabul edilmektedir. VAR modeli tahmin yaparken, yalnızca geçmişteki düzenli durumların ve örüntülerin, geçmişteki verilerini temel alır. Yapısal olmayan bir model inşa eder. Eşanlı denklem modellerine ihtiyaç duyulmadığı için ekonomilerin çeşitli alanlarında tahmin yapmak için uygun bir temel sağlar. Tahmin edilmek istenen ekonomik değişkenlerin x_t ve y_t olduğu iki değişkenli VAR modeli (36) ve (37) nolu eşitliklerdeki gibi yazılabilir;

$$y_t = \theta_0 + \theta_1 y_{t-1} + \dots + \theta_p y_{t-p} + \theta_1 x_{t-1} + \theta_1 x_{t-2} + \dots + \theta_p x_{t-p} + e_t \quad (36)$$

$$x_t = \delta_0 + \delta_1 y_{t-1} + \dots + \delta_p y_{t-p} + \alpha_1 x_{t-1} + \alpha_1 x_{t-2} + \dots + \alpha_p x_{t-p} + u_t \quad (37)$$

Bu modelde ((36), (37)) y_t değişkeninin şimdiki değeri, x değişkeninin ve kendisinin gecikmeli değerleri ile tesadüfi hata değeri olan e_t tarafından açıklanmaktadır. p , x değişkeninin gecikme sayısını ifade eder. Belirtmek gerekir ki; y_t değişkeninin şimdiki değeri, x_t değişkeninin şimdiki değerine direkt bağlı değildir. Dolayısıyla iki eşitlikten oluşan model, bir eşanlı denklem modeli değildir. Tesadüfi hata terimi olan e_t ’nin, sıfır ortalamaya, sabit varyansa σ^2 sahip olduğu ve diğer hata terimleriyle korelasyona sahip olmadığı varsayılmaktadır. Bu varsayımların tümü x_t

²⁶⁷ Elçin Aykaç Alp, “Türkiye’ de Reel Ücretlerin TAR Modeli ile Analizi ve Birim Kök Sınaması”, *Türkiye Ekonomi Kurumu Tartışma Metni*, No: 2008 / 10, Türkiye Ekonomi Kurumu, Ankara, s. 12.

değişkeni için de geçerlidir. Dolayısıyla VAR modeli her değişkenin geçmişteki örüntülerini ve diğerleri ile olan ilişkisini kapsar.²⁶⁸

Buradaki tesadüfi hatalar, iki değişkenli sistem dışındaki faktörlerden x_t ve y_t değişkenlerine yönelik ekonomik şokları içermektedir. Bu şoklar modelin içinde bulunmayıp, hükümet politikalarındaki değişikliklerden, ulusal ya da uluslararası olaylardan ve tesadüfi faktörlerden ileri gelebilir. Aynı şokların çoğu, hem e_t hem de u_t 'nin bünyesinde bulunabilir. Bu durum, tesadüfi hataların aralarında korelasyonlu olmasını mümkün kılar. VAR modelinin parametreleri, en küçük kareler yöntemi kullanılarak, bir denklemde ve bir defada tahmin edilebilir. Yukarıda belirtilen VAR modeli, *p* mertebesinde iki boyutlu bir vektör otoregresif model olarak adlandırılır ve VAR (*p*) olarak yazılır. İki boyutlu olarak ifade edilmesinin sebebi, iki değişken ve iki denklem içermesindedir. Modele dahil edilecek daha fazla değişken boyutu artıracaktır. Modelin *p* mertebesinde olmasının sebebi de içerdiği gecikme sayısının en fazla *p*. mertebede olmasıdır.²⁶⁹

VAR analizinin ardındaki motivasyon, makroekonomideki gerçekleştirmelerin istatistiki meselelerden daha derin olmasıdır. 1950 ve 1960'lardaki büyük yapısal eşitlik modelleri, tatmin edici bir ispatı olmayan teorik temeller üzerine inşa edildi. VAR analizinin tahmin performansı, yapısal modelleri aşmıştır ve araştırmacılara, yöntemin altında yatan daha temel bir sorunu işaret etmiştir.²⁷⁰

VAR modelinin türleri incelendiğinde; *İndirgenmiş Biçim Modeli*, *Tekrarlı Model* ve *Yapısal Model* olmak üzere üç tür ile karşılaşılır.

İndirgenmiş biçimli bir VAR modeli, her değişkeni kendi geçmiş değerlerinin doğrusal bir fonksiyonu olarak ifade eder. VAR, elde hazır bulunan veya geçmişe ait tüm verileri kullanır. Uygulamada sıklıkla Akaike (AIC) veya Bayes (BIC) bilgi kriterleri kullanılmaktadır. Hata terimlerine “sürprizler” gözüyle bakılır ve değişkenlerdeki hareketlerin geçmişleri de hesaba katılır. Eğer farklı değişkenler birbiriyle korelasyonlu ise hata terimleri de ayrıca denklemler arasında korelasyonlu olacaktır. *Tekrarlı bir VAR modeli*, her bir regresyondaki hata terimlerini, önceki denklemdeki hata terimi ile ilintisiz kılar. Bu, regresörler olarak dikkatlice seçilmiş eş

²⁶⁸ R. Carter Hill ve diğerleri, “*Undergraduate Econometrics*”, USA, John Wiley & Sons, 1997, s.337, 338.

²⁶⁹ A.g.e., s. 338.

²⁷⁰ William H. Greene, “*Econometric Analysis*”, Pearson Education, New Jersey, 2003, s. 587.

zamanlı değerlerin eklenmesiyle yapılır. Her bir denklemin olağan en küçük kareler yöntemi ile tahmin edilmesi, denklemler arasında korelasyona sahip olmayan artıklar (tesadüfi hata terimleri) üretir. *Yapısal bir VAR modelinde* değişkenler arasındaki eş zamanlı bağlantıları ayıklamak için iktisat teorisi kullanılır. Yapısal VAR modellerinde değişkenler arasında nedensel bağlantılar kuran varsayımların belirlenmesi gerekir. Bunlar araçsal değişkenler üretir. VAR analizinde standart uygulama, Granger nedensellik testleri, etki – tepki fonksiyonları ve varyans ayrıştırmaları ile rapor edilmektedir. Bu raporlar, ilişkilerin anlaşılması adına, VAR regresyon katsayılarından ve R^2 katsayılarından daha aydınlatıcıdır.²⁷¹

3.3. 2008 BÜYÜK DURGUNLUĞU SONRASI TCMB PARA POLİTİKASININ BÜYÜME ÜZERİNDEKİ ETKİSİNİN ANALİZİ

Çalışmada, Türkiye ekonomisine ait 2011(M1) – 2017(M12) dönemini içeren sanayi üretim endeksi, Borsa İstanbul bankalararası gecelik para piyasası faiz oranı, ticari ve bireysel kredi hacminin değişim oranı ve tüketici fiyat endeksi verileri kullanılmıştır. Sanayi üretim endeksi ve tüketici fiyat endeksi Türkiye İstatistik Kurumu veri tabanından, diğer veriler ise TCMB elektronik veri dağıtım sisteminden temin edilmiştir. Analize ilk olarak durağanlığı test eden, birim kök sınamaları ile başlanacaktır. Devamında VAR analizinin önkoşulları sınanacak ve sonrasında VAR analizinin sonuç raporlarından biri olan etki – tepki grafikleri oluşturulacaktır.

3.3.1. Birim Kök Sınaması

Bilindiği üzere zaman serileri ile yapılan çalışmalarda verilerin VAR analizine tabi tutulmadan önce durağanlığının test edilmesi gerekmektedir. Bu sebeple ilgili zaman serilerinin durağanlığı ADF, KPSS, PP ve Ng – Perron birim kök test edilecektir. Tablo 3, tablo 4, tablo 5 ve tablo 6, sırasıyla *night*, *kredi*, *tufe* ve *sue* değişkenlerinin birim kök sınaması sonucunda oluşan parametreleri içermektedir. ADF ve PP testlerinde birim kökün varlığını savunan H_0 hipotezi, kritik değer ile t istatistiğinin karşılaştırılması ile test edilmektedir. t istatistiğinin mutlak değerinin, kritik değerin mutlak değerinden küçük olması durumunda, H_0 hipotezi kabul edilir ve seride birim kökün mevcut olduğu belirlenir. KPSS testinde ise tam tersi bir karşılaştırma söz

²⁷¹ James H. Stock & Mark W. Watson, “Vector Autoregressions”, *Journal of Economic Perspectives*, Vol. 15, No: 4, Fall 2001, s. 102, 103.

konudur, dolayısıyla t istatistiğinin mutlak değeri, kritik değerin mutlak değerinden büyükse, seride birim kökün varlığı kabul edilir. Ng – Perron testinde, birim kök varlığını araştıran hipotez testleri, MZ_a ve MZ_T istatistiklerinde, ADF ve PP testleri ile aynı kabul / red şartlarını taşıırken, MPT ve MSB istatistiklerinde tam tersi kabul / red şartlarına sahiptir. MZ_a ve MZ_T ' de boş hipotez, H_0 , seride birim kök varlığını savunurken, MPT ve MSB istatistiklerinin boş hipotezi, H_0 , seride birim kök olmadığını savunur.

Tablo 3, tablo 4, tablo 5 ve tablo 6'daki sonuçlar genel olarak serilerde birim kökün mevcut olduğunu ifade etmektedir. Bununla beraber tablo 7'de serilerin birim kök içermediği (+ / -) şeklinde ifade edilmiştir. Dolayısıyla ilgili zaman serilerinin birinci farkları alınacak ve birim kök testleri yeniden uygulanacaktır.

Tablo 3: Borsa İstanbul Bankalararası Para Piyasası Gecelik Faiz Oranı (night) Zaman Serilerinin Düzey Değerlerinin Birim Kök Testi Sonuçları

SERİLERİN DÜZEY DEĞERLERİ İTİBARI İLE								
BİRİM KÖK TESTLERİ		ADF	KPSS	PP	Ng - Perron			
					Mza	Mzt	MSB	MPT
night (Intercept)	Kritik Değer	-2.89	0.46	-2.89	-8.10	-1.98	0.233	3.17
	t İstatistiği	-2.38	-	-1.61	-7.06	-1.68	-	4.13
night (Trend & Intercept)	Kritik Değer	-3.46	0.14	-3.46	-17.30	-2.91	0.168	5.48
	t İstatistiği	-2.93	0.06	-2.34	-17.48	-2.94	0.168	5.26
night (None)	Kritik Değer	-1.94	-	-1.94	-	-	-	-
	t İstatistiği	0.08	-	-0.26	-	-	-	-

Tablo 4: Ticari ve Bireysel Kredi Hacminin Değişim Oranı (kredi) Zaman Serilerinin Düzey Değerlerinin Birim Kök Testi Sonuçları

SERİLERİN DÜZEY DEĞERLERİ İTİBARI İLE								
BİRİM KÖK TESTLERİ		ADF	KPSS	PP	Ng - Perron			
					Mza	Mzt	MSB	MPT
kredi (Intercept)	Kritik Değer	-2.89	0.46	-2.89	-8.10	-1.98	0.23	3.17
	t İstatistiği	-2.52	0.63	-1.83	-1.17	-0.74	0.63	20.14
kredi (Trend & Intercept)	Kritik Değer	-3.46	0.14	-3.46	-17.30	-2.91	0.160	5.48
	t İstatistiği	-2.36	0.10	-1.39	-24.24	-3.37	0.130	4.42
kredi (None)	Kritik Değer	-1.94	-	-1.94	-	-	-	-
	t İstatistiği	-0.95	-	-0.90	-	-	-	-

Tablo 5: Tüketici Fiyat Endeksi (tufe) Zaman Serilerinin Düzey Değerlerinin Birim Kök Testi Sonuçları

SERİLERİN DÜZEY DEĞERLERİ İTİBARI İLE								
BİRİM KÖK TESTLERİ		ADF	KPSS	PP	Ng - Perron			
					Mza	Mzt	MSB	MPT
tufe (Intercept)	Kritik Değer	-2.89	0.46	-2.89	-8.10	-1.98	0.23	3.17
	t İstatistiği	-3.02	0.41	-2.33	-2.62	-0.83	0.31	8.19
tufe (Trend & Intercept)	Kritik Değer	-3.46	0.14	-3.46	-17.30	-2.91	0.16	5.48
	t İstatistiği	-2.54	0.09	-2.96	-9.75	-2.18	0.22	9.46
tufe (None)	Kritik Değer	-1.94	-	-1.94	-	-	-	-
	t İstatistiği	0.40	-	0.56	-	-	-	-

Tablo 6: Sanayi Üretim Endeksi (sue) Zaman Serilerinin Düzey Değerlerinin Birim Kök Testi Sonuçları

SERİLERİN DÜZEY DEĞERLERİ İTİBARI İLE								
BİRİM KÖK TESTLERİ		ADF	KPSS	PP	Ng - Perron			
					Mza	Mzt	MSB	MPT
sue (Intercept)	Kritik Değer	-2.89	0.46	-2.89	-8.10	-1.98	0.23	3.17
	t İstatistiği	0.93	1.13	0.01	2.79	3.22	1.15	123.84
sue (Trend & Intercept)	Kritik Değer	-3.46	0.14	-3.46	-17.30	-2.91	0.16	5.48
	t İstatistiği	-1.67	0.10	-7.28	-5.08	-1.33	0.26	16.86
sue (None)	Kritik Değer	-1.94	-	-1.94	-	-	-	-
	t İstatistiği	3.59	-	2.74	-	-	-	-

Tablo 7: Tüm Zaman Serilerinin Düzey Değerlerinin Toplulaştırılmış Birim Kök Testi Sonuçları

SERİLERİN DÜZEY DEĞERLERİ İTİBARI İLE								
BİRİM KÖK TESTLERİ		ADF	KPSS	PP	Ng - Perron			
		BİRİM KÖK	BİRİM KÖK	BİRİM KÖK	Mza	Mzt	MSB	MPT
		BİRİM KÖK	BİRİM KÖK	BİRİM KÖK	BİRİM KÖK	BİRİM KÖK	BİRİM KÖK	BİRİM KÖK
Intercept	night	+	+	+	+	+	-	+
	kredi	+	+	+	+	+	+	+
	tufe	-	-	+	+	+	+	+
	sue	+	+	+	+	-	+	+
Intercept & Trend	night	+	-	+	-	-	+	-
	kredi	+	-	+	-	-	-	-
	tufe	+	-	+	+	+	+	+
	sue	+	+	+	-	-	-	-
None	night	-		-				
	kredi	-		-				
	tufe	+		+				
	sue	-		-				

Tablo 8, tablo 9, tablo 10 ve tablo 11’de zaman serilerinin I. derece farkları alındıktan sonra yapılmış birim kök testlerinin sonuçları görülmektedir. Sonuçlar incelendiğinde sanayi üretim endeksi (dsue) değişkeninin Ng – Perron testinin, kesmeli (intercept) değerleri ve ticari - bireysel kredi değişim oranı (dkredi) değişkeninin yine Ng – Perron testinin, kesmeli trend değeri (trend & intercept) dışında, tüm değişkenler I.farklarında birim kökten temizlenmiş ve durağan hale gelmiştir. Dört geleneksel birim kök testinin belirgin bir çoğunluğuna göre, tüm değişkenler I.farkları itibarı ile birim kök içermeyip durağan olduğundan, tüm değişkenler I(I) seviyesinde durağan olarak kabul edilmiş ve Vektör Otoregresif (VAR) modeli analizine geçilmiştir.

Tablo 8: Borsa İstanbul Bankalararası Para Piyasası Gecelik Faiz Oranı (*night*) Zaman Serilerinin I. Düzey Farkları ile Gerçekleştirilen Birim Kök Testi Sonuçları

SERİLERİN I. DERECE FARKLARI İTİBARI İLE								
BİRİM KÖK TESTLERİ		ADF	KPSS	PP	Ng - Perron			
					Mza	Mzt	MSB	MPT
dnight (Intercept)	Kritik Değer	-2.89	0.46	-2.89	-8.10	-1.98	0.23	3.17
	t İstatistiği	-6.54	0.05	-6.35	-36.83	-4.28	0.11	0.67
dnight (Trend & Intercept)	Kritik Değer	-3.46	0.14	-3.46	-17.30	-2.91	0.16	5.48
	t İstatistiği	-6.50	0.04	-6.30	-37.11	-4.30	0.11	2.45
dnight (None)	Kritik Değer	-1.94	-	-1.94	-	-	-	-
	t İstatistiği	-6.54	-	-6.35	-	-	-	-

Tablo 9: Ticari ve Bireysel Kredi Hacminin Değişim Oranı (kredi) Zaman Serilerinin I. Düzey Farkları ile Gerçekleştirilen Birim Kök Testi Sonuçları

SERİLERİN I. DERECE FARKLARI İTİBARI İLE								
BİRİM KÖK TESTLERİ		ADF	KPSS	PP	Ng - Perron			
					Mza	Mzt	MSB	MPT
dkredi (Intercept)	Kritik Değer	-2.89	-0.46	-2.89	-8.10	-1.98	0.23	3.17
	t İstatistiği	-3.29	-0.18	-7.68	-14.22	-2.66	0.18	1.72
dkredi (Trend & Intercept)	Kritik Değer	-3.46	0.14	-3.46	-17.30	-2.94	0.16	5.48
	t İstatistiği	-3.51	0.07	-7.76	-15.31	-2.76	0.18	5.90
dkredi (None)	Kritik Değer	-1.94	-	-1.94	-	-	-	-
	t İstatistiği	-3.29	-	-7.71	-	-	-	-

Tablo 10: Tüketici Fiyat Endeksi (tufe) Zaman Serilerinin I. Düzey Farkları ile Gerçekleştirilen Birim Kök Testi Sonuçları

SERİLERİN I. DERECE FARKLARI İTİBARI İLE								
BİRİM KÖK TESTLERİ		ADF	KPSS	PP	Ng - Perron			
					Mza	Mzt	MSB	MPT
dtufe (Intercept)	Kritik Değer	-2.89	0.46	-2.89	-8.10	-1.98	0.23	3.17
	t İstatistiği	-7.86	0.08	-7.78	-35.27	-4.18	0.11	0.72
dtufe (Trend & Intercept)	Kritik Değer	-3.46	0.14	-3.46	-17.30	-2.91	0.16	5.48
	t İstatistiği	-7.80	0.08	-7.71	-39.32	-4.38	0.11	2.55
dtufe (None)	Kritik Değer	-1.94	-	-1.94	-	-	-	-
	t İstatistiği	-7.38	-	-7.74	-	-	-	-

Tablo 11: Sanayi Üretim Endeksi (*sue*) Zaman Serilerinin I. Düzey Farkları ile Gerçekleştirilen Birim Kök Testi Sonuçları

SERİLERİN I. DERECE FARKLARI İTİBARI İLE								
BİRİM KÖK TESTLERİ		ADF	KPSS	PP	Ng - Perron			
					Mza	Mzt	MSB	MPT
dsue (Intercept)	Kritik Değer	-2.89	0.46	-2.89	-8.10	-1.98	0.23	3.17
	t İstatistiği	-11.30	0.16	-19.04	0.01	0.01	1.47	114.19
dsue (Trend & Intercept)	Kritik Değer	-3.46	0.14	-3.46	-17.30	-2.91	0.16	5.48
	t İstatistiği	-11.42	0.05	-20.75	-38.23	-4.37	0.11	2.38
dsue (None)	Kritik Değer	-1.94	-	-1.94	-	-	-	-
	t İstatistiği	3.59	-	2.74	-	-	-	-

Tablo 12: Tüm Zaman Serilerinin I. Düzey Farklarının Topluştırılmış Birim Kök Testi Sonuçları

SERİLERİN I. DERECE FARKLARI İTİBARI İLE								
BİRİM KÖK TESTLERİ		ADF	KPSS	PP	Ng - Perron			
		BİRİM KÖK	BİRİM KÖK	BİRİM KÖK	BİRİM KÖK	BİRİM KÖK	BİRİM KÖK	BİRİM KÖK
Intercept	dnight	-	-	-	-	-	-	-
	dkredi	-	-	-	-	-	-	-
	dtufe	-	-	-	-	-	-	-
	dsue	-	-	-	+	+	+	+
Intercept & Trend	dnight	-	-	-	-	-	-	-
	dkredi	-	-	-	+	+	+	+
	dtufe	-	-	-	-	-	-	-
	dsue	-	-	-	-	-	-	-
None	dnight	-		-				
	dkredi	-		-				
	dtufe	-		-				
	dsue	-		-				

3.3.2. Vektör Otoregresif (VAR) Analizinin Uygulanması

1990’lardan sonra ampirik analiz yöntemlerinin gelişmesi ile geçmişte yapılamayan ya da yapıldığında tatmin edici çıktılar üretmeyen analizler daha tatminkar çıktılar elde edilerek yapılmaya başlanmıştır. Para politikasından, büyüme sürecine yönelik aktarım mekanizmasındaki makroekonomik dinamiklerin birbirini nasıl etkiledikleri sorusu literatürde ilgi çekmiştir. Bernanke ve Gertler (1995)’ in VAR analizini kullandıkları öncü çalışmaları ile birlikte para politikasının aktarım kanallarının büyüme etkisi diğer araştırmacılar tarafından da yoğun bir şekilde çalışılmaya başlanmıştır. Çalışmamızın önceki kısımlarında da belirtildiği gibi VAR modeli tahmin sonuçlarının, eşanlı denklem analizlerinden daha iyi olması, yöntemi en sık kullanılan yöntem haline getirmiştir.

VAR analizinde genel çerçevesi ile yapmak istediğimiz, tablo 13’te ayrıntılarını verdiğimiz değişkenleri kullanarak, 2008 Büyük Durgunluğu sonrasında, 2010 ortalarından itibaren tasarımı değişen TCMB para politikasının, aktarım kanalları – özellikle kredi kanalı - vasıtasıyla ekonomik büyümeyi nasıl etkilediği sorusuna cevap verebilmektir. Bununla birlikte 2008 sonrası fiyat istikrarı temel amacının yanına finansal istikrar amacının da eklenmesi ile tasarımı değişen ve makroihtiyati politikalar ile bir karma oluşturan TCMB para politikasının, finansal istikrar ve fiyat istikrarı hedeflerinde ne denli etkinlik sağladığı da araştırılacaktır.

Tablo 13: VAR Modelinde Kullanılan Değişkenler ve Ayrıntıları

NIGHT	Borsa İstanbul (BIST) Bankalararası Gecelik Faiz Oranı, Aylık, %.	https://evds2.tcmb.gov.tr
KREDI	Bireysel ve Ticari Kredi Hacmi Aylık yüzde değişim.	https://evds2.tcmb.gov.tr
TUFE	Tüketici Fiyat Endeksi, Zincirlenmiş Hacim, Yıllık yüzde değişim.	http://www.tuik.gov.tr
SUE	Sanayi Üretim Endeksi, Mevsim ve Takvim Etkisinden Arındırılmış, Aylık, Düzey, 2010 = 100	http://www.tuik.gov.tr

Değişkenleri temsil eden zaman serilerinin I(I) düzeyinde durağan oldukları tespit edildikten sonra veriler ,literatürde değişkenlerin yaygın olarak, içselden – dışsala

doğru sıralanması nedeniyle *dnight* – *dkredi* – *dtufe* – *dsue* biçiminde sıralanarak, toplamda 84 gözlem sayısı ile VAR analizine geçilmiştir. Analiz için gerek şart olan koşulların tümünün sağlandığı tespit edilmiştir. Gecikme uzunluğu testi sonucunda uygun gecikmenin 2 olduğu belirlenmiş sonrasında etki – tepki analizine geçilmiştir.

3.3.3. Etki – Tepki Fonksiyonlarının Sonuçları

VAR modelinin teorik olarak açıklandığı kısımda açıklandığı üzere, VAR analizinde standart uygulama, Granger nedensellik testleri, etki – tepki fonksiyonları ve varyans ayrıştırmaları ile rapor edilmektedir. Bu raporlar, ilişkilerin anlaşılması adına, VAR regresyon katsayılarından ve R^2 katsayılarından daha aydınlatıcıdır. Yani tahmin sonucunda oluşan regresyon katsayıları aracılığıyla ilişkileri yorumlamak bir hayli zordur. Çalışmamızda, değişkenlerin içsellik – dışsallık derecelerine atfen yaptığımız varsayımlar çerçevesinde, etki – tepki fonksiyonları, grafik çıktıları yardımıyla yorumlanacaktır.

Etki – tepki fonksiyon grafiklerinde dikey eksen, değişkene verilen pozitif şoka karşı, diğer değişkenlerin yüzde olarak tepkisini göstermektedir. Yatay eksen ise şok uygulandıktan sonraki 12 aylık zaman sürecini göstermektedir. Üstteki ve alttaki çizgiler, değişkenlerin tepkisi çerçevesinde, ± 2 standart hata ölçeğindeki güven aralığını ifade etmektedir.²⁷²

Grafik 32, grafik 33 ve grafik 34’te, analizimizde, en içsel değişken olarak kabul ettiğimiz Borsa İstanbul bankalararası gecelik faiz oranına (*night*) verilen bir şoka karşı diğer değişkenlerin tepkileri görülmektedir. Akkaya ve Gürkaynak²⁷³ (2012)’a göre TCMB, 2010 yılı sonlarından itibaren BIST gecelik faizinin varyansını bir para politikası aracı olarak kullanmaya başlamıştır.

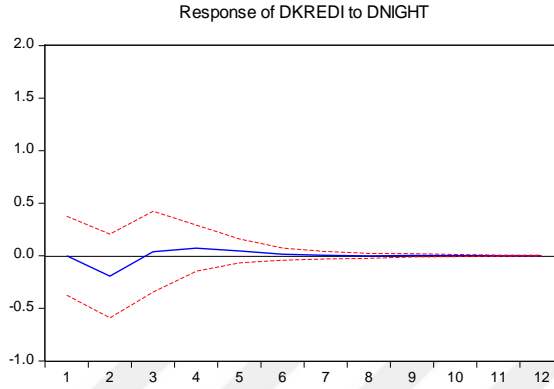
Grafik 32 incelendiğinde, gecelik faize (*DNIGHT*) verilen pozitif bir şok karşısında kredi hacmi (*DKREDI*)’nin tepkisi 2. ayın sonunda % 0,19 azalış yönünde olmuştur. 3. ay boyunca artışa geçen kredi hacminin tepkisi, 3. ay sonundan itibaren istatistiksel olarak anlamsızlaşmıştır. Dikkatli incelendiğinde kredi büyümesinin gecelik faiz artışına yönelik tepkisi kısa süreli olmuş ve sonrasındaki tepki artış yönlü

²⁷² Özgür Kasapoğlu, “Parasal Aktarım Mekanizmaları: Türkiye İçin Uygulama, (Uzmanlık Yeterlilik Tezi), Ankara: Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası Piyasalar Genel Müdürlüğü, 2007, s. 58.

²⁷³ Yıldız Akkaya & Refet Gürkaynak, a.g.m., s. 107.

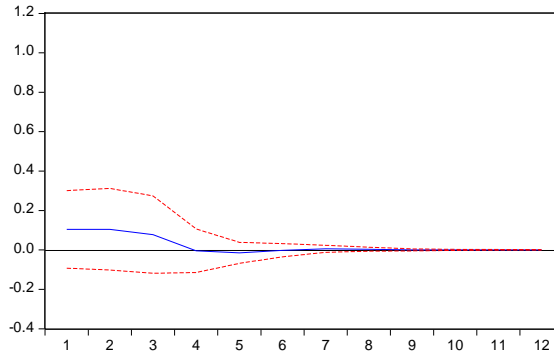
gerçekleşmiştir. Dolayısıyla ilgili dönemde para politikasının faiz kanalı ile finansal istikrarı önemli ölçüde etkilediğini kabul etmek, bulgular doğrultusunda mümkün olmayacaktır.

Grafik 32: DKREDI'nin DNIGHT'a Tepkisi



Grafik 33'te ikincil para piyasası faiz oranına verilen (DNIGHT) pozitif şoka karşı, tüketici fiyat endeksi (DTUFE) nin tepkisi görülmektedir. Tüfe, gecelik faiz artışına karşılık, artarak tepki vermiştir. Tepki, yaklaşık üç ay boyunca devam etmiş ve artış oranı % 0,10 olarak gerçekleşmiştir. Sonrasında istatistiksel olarak anlamlılığını yitirmiştir. Literatürde, faiz oranı arttığında, para piyasası ve finansal piyasalar üzerinden ve temel IS – LM analiz çerçevesinden, toplam talebi düşürücü etki yaratacağından, enflasyon oranının düşmesi beklenir. Ancak analizimiz çerçevesinde bu beklentinin tersi bir sonuç çıkmıştır. Teoriye ters olan bu sonucun ortaya çıkmasında, TCMB'nin, enflasyon hedeflemesinde tek politika aracı olan haftalık repo faizi (politika faizi) ile ikincil para piyasası faizi arasındaki makasın açılması etkili olabilir. Öyle ki, fiyat istikrarıyla eşanlı olarak finansal istikrarı da hedefleyen ve para politikası tepki fonksiyonuna dahil eden TCMB, finansal istikrar hedefine yaklaşmakta makul bir ilerleme sağlamışken, fiyat istikrarından ödün vermiştir yorumunu yapmak hatalı olmayacaktır.

Grafik 33: DTUFE'nin DNIGHT'a Tepkisi
Response of DTUFE to DNIGHT



Gecelik faiz artışına karşı enflasyonun artış yönünde tepki vermesinin arka planında, TCMB'nin ilgili dönemde birden fazla araç ile birçok makro büyüklüğü etkilemek isterken, dengeli bir politika karması kuramaması olabilir. Öyle ki, tam da yeni politika anlayışının uygulanmaya başladığı 2010 yılının ilk çeyreğinden itibaren Avrupa Birliği ekonomilerinden kaynaklanan bir borç krizi, Türkiye ekonomisinin ihracatını olumsuz etkilemeye başlamıştır. İhracatının yaklaşık % 70'ini Birlik ekonomilerine yapan Türkiye, bu keskin dış talep azalması sonucunda önemli bir döviz geliri kaybı yaşamış ve yurtiçindeki döviz miktarı azalmıştır. Bahsi geçen döviz arzı düşüşü, diğer yandan TCMB'nin kısa vadeli yabancı sermaye girişlerini – dolayısıyla döviz girişini - caydırma maksatlı faiz koridorunun tabanını (borç alma faizi) aşağıya çekmesi ile birleştiğinde, döviz kuru değerlenmiştir.²⁷⁴ Türkiye ekonomisinde döviz kur artışları % 60 – 65 oranında enflasyona yansımaktadır. Bu önemli değer 1'e çok yakındır ve enflasyonu artırmaktadır. Boratav ve diğerleri²⁷⁵ (2015)'ne göre de döviz kuru artışları özellikle imalat sanayiindeki maliyet artışları vasıtasıyla fiyatların içine yerleşmekte ve enflasyonu yükseltmektedir.

Ayrıca Türkiye ekonomisinin enflasyon sorunu çoğunlukla yapısal bir sorun olarak da görülmektedir. Yani para politikası ile enflasyon bir noktaya kadar etkilenebilmektedir. Dolayısıyla bu noktada enflasyonun para politikası şoklarına yönelik aykırı tepkisinin, para politikasını etki alanı dışında kalan yapılarla açıklanmaya ihtiyacı vardır.*

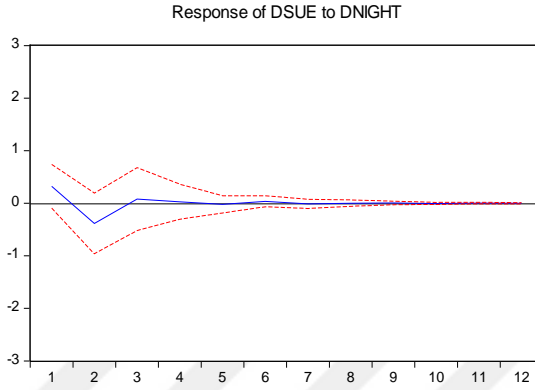
²⁷⁴ Akkaya & Gürkaynak, a.g.m., s. 109.

²⁷⁵ Korkut Boratav ve diğerleri, a.g.m., s.12.

*Türkiye'de enflasyonun kolayca azalmamasının en önemli nedenlerinden birisi de hedeflenen enflasyonun Türkiye'nin iktisadi temellerine uygun ve makul bir aralıkta belirlenmemesidir. Bununla birlikte ekonomideki birey ve kurumlar, fiyatlama davranışlarını tasarlarken çoğunlukla geçmiş ya da cari enflasyonu referans alırlar. Enflasyon oranının yüksekliği de, gelecekteki enflasyon beklentilerinin düşmesini engellemektedir.

Garfik 34'te gecelik faizdeki (DNIGHT) bir şoka karşı sanayi üretim endeksi (DSUE) nin tepkisi 1,5 aylık çok kısa bir sürede % 0,3'lük bir artış yönünde olmuş, 2. ay sonunda % 0,4' lük azalışa dönüşmüştür. Sanayi üretim endeksi tepkisi 3. ay boyunca yine pozitif olmuş ve sonrasında anlamsızlaşmıştır.

Grafik 34: DSUE'nin DNIGHT'a Tepkisi



Sanayi üretiminin, gecelik faiz oranındaki artışa tepkisinin çok kısa süreli ve sınırlı olduğu görülmektedir. Bilindiği üzere enflasyon hedeflemesi doğrultusunda tayin edilen politika faizinin etkin olabilmesi için, ikincil piyasada belirlenen faizin (Borsa İstanbul bankalararası gecelik piyasa faizi), politika faizine yakın bir seviyede oluşması gerekmektedir. Özatay²⁷⁶ (2012)'a göre, TCMB, finansal istikrarı sağlamak için ve makroihtiyati politika etkisini artırmak adına politika faizinin etkisinin azalmasına razı olmuştur. Geniş faiz koridorunda ikincil piyasa faizinin bilerek dalgalanmasına izin verilmesi, faiz oranının günlük frekansta belirlenmesini ortaya çıkarmış ve şeffaflığı azaltmıştır. Dolayısıyla, faizin her gün farklılaşabildiği ve politika faizinin de rehberliğinin olmadığı koşullarda, faiz kanalı ve paralelinde kredi kanalı ile ekonomik büyümede yönü belli olan bir etki sağlamak mümkün olmayabilecektir.

Özellikle 2008'den sonra para politikası ve makroihtiyati politika uygulamalarının birbirinin tamamlayıcısı mı yoksa ikamesi mi olduğu tartışmaları ışığında, para politikaları ve makro ihtiyati politikalar ayarlanırken ikisinin arasında bir gerilim yaratılmaması gerektiği vurgulanmıştır.²⁷⁷ Ancak araştırılan dönemde, TCMB'nin tercihleri ve çalışmamızın bulguları, Türkiye'de para politikası ile

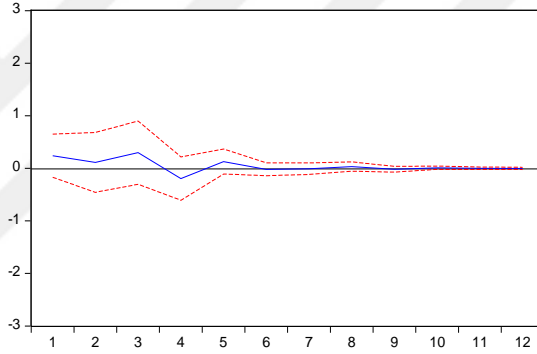
²⁷⁶ Fatih Özatay, "Para Politikasında Yeni Arayışlar", *İktisat İşletme ve Finans*, 27 (315), 2012, s. 51 – 75.

²⁷⁷ Hyun Song Shin, "Macroprudential Tools, Their Limits and Their Connection With Monetary Policy", *Panel Remarks at IMF Spring Meeting Event: Rethinking Macro Policy III: Progress or Confusion ?*, 15 April 2015, Washington, DC, s. 1 – 4.

makroihtiyati politika arasında bir ödünleşme (trade – off) ilişkisi olduğunun izlerini taşımaktadır.

Garfik 35’de kredi büyümesi (DKREDI) ne verilen pozitif bir şoka karşı, sanayi üretim endeksi (DSUE) nin verdiği tepki görülmektedir. Sanayi üretiminin kredilerdeki artışa tepkisi, olumlu olmuştur ve 3. aya kadar yaklaşık % 0,25 artış göstermiştir. Yani, kredi miktarındaki artış ekonomik büyümeyi artırıcı etki yaratmıştır. Bu sonuç kredi kanalının işleyiş mekanizmasına uygun bir sonuçtur. Beraberinde, kredi kanalının reel aktiviteyi olumlu etkilemesi, bu süreçte finansal aracılığın da işlediğini göstermektedir. Çünkü fonlar reel kesime finansal sistem ve özellikle Türkiye’de bankalar aracılığıyla aktarılmaktadır.

Grafik 35: DSUE’nin DKREDI’ye Tepkisi
Response of DSUE to DKREDI



Çalışmamızın etki – tepki fonksiyonları genel olarak değerlendirildiğinde, 2010 yılının son çeyreğinden itibaren değişen ve fiyat istikrarı ile finansal istikrarı eşzamanlı hedefleyen TCMB para politikasının, aktarım kanalları üzerinden ekonomik büyümeye olan etkisinin kısa süreli ve sınırlı olduğu sonucuna varılmıştır. Makroihtiyati ve para politikaları arasındaki ilişkiyi araştıran az sayıdaki çalışmaya göre de, 2008 Büyük Durgunluğu sonrasında devreye alınan bu politika karmalarının birbirlerini tamamlayıcı ya da ikame olmaları konusunda riskler barındırdıkları ifade edilmektedir.

4. SONUÇ

2008 yılında Amerika Birleşik Devletleri'nde başlayan Büyük Durgunluk süreci, 1929 Buhranı'ndan sonra yaşanmış en yıkıcı finansal kriz olarak tanımlanmaktadır. Emlak piyasasında patlayan spekülasyonun patlamasının ardından, uluslararası finans piyasaları kanalıyla krizin etkileri dünya geneline yayılmıştır. Yayılma etkisi temelde finansal türev araçlar yoluyla gerçekleşmiştir. İpotekli konut piyasasındaki kredi borçları üzerinden ihraç edilen ve zehirli (toxic) oldukları krizden sonra anlaşılan menkul kıymetler, uluslararası finans kurumları aracılığıyla dünya geneline yayılmıştır. Bu yayılma sonucunda da krizin etkisi küresel bir nitelik kazanmıştır.

Litertürdeki çalışmaların çoğunda, Amerika Birleşik Devletleri'nde başlayan kriz öncesindeki yıllarda (2002 – 2006), FED'in politika faizini çok düşük seviyelerde tuttuğu ve bunun konut piyasası merkezli ciddi bir sistemik risk birikimine neden olduğu ifade edilmiştir. Ayrıca istikrarlı bir ekonomi için fiyat istikrarının tek başına yeterli olmadığı, beraberinde finansal istikrarın da gözetilmesi gerektiği vurgulanmıştır. Bununla birlikte krizden çıkış stratejisi kapsamında uygulanan para politikaları da krizin sebepleri kadar tartışılmıştır. Krizden çıkış çabalarıyla geleneksel para politikaları, amaçları, araçları ve tasarımları açısından tartışılmaya başlanmış ve belirgin bir değişime uğramıştır.

Özellikle FED'in niceliksel genişleme (QE) adı altında uyguladığı parasal genişleme sonucunda, gelişmiş ve gelişmekte olan ekonomiler arasındaki faiz farkından dolayı, gelişmekte olan ekonomilere yönelik yoğun kısa vadeli sermaye girişleri yaşanmıştır. Bu girişler iç piyasalarda yerli paranın değerlenip, dövizin ucuzlaşmasına neden olarak, ithalatı ucuz hale getirmiştir. Bu noktada kredi genişlemesi de hesaba katıldığında, gelişmekte olan ekonomilerde finansal istikrar tehdit altına girmiştir.

2008 sonrası para politikasının değişimi, geleneksel olmayan ve makroihtiyati para politikaları çerçevesinde gelişim göstererek, merkez bankalarının ekonomilerdeki rolleri bir kez daha öne çıkmıştır. Merkez bankaları para politikalarını, ulusal ve uluslararası ekonomik dengeleri gözeterek tasarlamaya çalışmışlardır. Bu doğrultuda geleneksel olmayan - makroihtiyati nitelikli para politikalarının tasarımları ülkeden

ülkeye farklılıklar göstermiş ve ekonomilerin makroekonomik büyüklüklerine doğal olarak yansımıştır.

Çalışmamızda, TCMB' nin kriz ve sonrasındaki para politikası doğrultusunda, 2011 (M1) – 2017 (M12) dönemindeki para politikasının, finansal aktarım kanalları aracılığıyla ekonomik büyümeye olan etkisi test edilmiştir. Bulgularımıza göre, fiyat istikrarı hedefinin yanına, finansal istikrar hedefini de ekleyen TCMB para politikasının, aktarım kanalları üzerinden ekonomik büyümeye etkisinin, kısa süreli ve sınırlı bir etki olduğu ortaya çıkmıştır.

Etki- tepki fonksiyonu sonuçlarına göre, TCMB para politikası ilgili dönemde finansal istikrara kısa dönemli ve çok kısa süreli olumlu bir etki yapmışken, fiyat istikrarına etkisi olumsuz yönde gerçekleşmiştir. Burada iki hedef arasında, tamamlayıcılık yerine bir ikame ve ödünleşme (trade off) mevcut olduğu söylenebilir. Dolayısıyla bu durumda para politikası ve makroihtiyati politikanın eşzamanlı yürütülmesinde hedef ve araç seçiminin önemi vurgulanmalıdır.

İlgili dönemde, faiz oranlarındaki dalgalanma ve belirsizlik bir para politikası aracı olarak kullanılmış ve bu durum da ekonomik aktiviteyi finansal piyasalar üzerinden etkilemiştir. Kredi büyüme hızının frenlenmesi adına devreye alınan makroihtiyati önlemler, “deneysel para politikası” argümanı ile eleştirilmiş ve etkin bulunmamıştır.

Özetle çalışmamızın ele aldığı dönemdeki TCMB para politikasının etkinliğinin belirli makroekonomik büyüklükler üzerinde ve çok kısa süreli gerçekleştiği, genel olarak değerlendirildiğinde de TCMB para politikasını yeterince etkin olmadığı ifade edilebilir.

KAYNAKLAR

- ACEMOĞLU Daron, *Introduction to Modern Economic Growth*, Princeton University Press, New Jersey 2009.
- ACEMOĞLU Daron Acemoğlu & Murat Üçer, ”The Ups And Downs Of Turkish Growth. 2002-2015: Political Dynamics, The European Union And The Institutional Slide ”, *NBER Working Paper*, No.21608, 2015, pp. 1 – 32.
- AGHION Philippe & Peter Howitt, “A Model of Growth Creative Destruction”, *National Bureau of Economic Research*, Working Paper, No: 3223, 1990, pp. 1 – 48.
- AKAT A. Savaş & Ege Yazgan, “Observations on Turkey’s Recent Economic Performance”, *Atlantic Economic Journal*”, March 2012 , pp. 1 - 25.
- AKKAYA Yıldız & Refet Gürkaynak, “Cari Açık, Bütçe Dengesi, Finansal İstikrar ve Para Politikası: Heyecanlı Bir Dönemin İzi”, *İktisat İşletme ve Finans*, C.27, S. 315 (2012), ss. 93 – 119.
- ALI Shahid, Somia Irum, Asghar Ali, “Whether Fiscal Stance or Monetary Policy is Effective for Economic Growth in Case of South Asian Countries ?”, *The Pakistan Development Review*”, Vol. 47 : 4, Part II, Winter 2008, pp. 791 – 799.
- ALP Elçin Aykaç, “Türkiye’ de Reel Ücretlerin TAR Modeli ile Analizi ve Birim Kök Sınaması”, *Türkiye Ekonomi Kurumu Tartışma Metni*, No: 2008 / 10, Türkiye Ekonomi Kurumu, Ankara, ss. 1 -24.
- ALPER Koray, Hakan Kara & Mehmet Yörükoğlu, “Sermaye Akımlarının Etkilerini Yumuşatmaya Yönelik Yeni Bir Para Politikası Aracı: Rezerv Opsiyonu Mekanizması”, *İktisat ve Toplum*, Sayı:25, 2012, ss. 9 – 16.
- ALTINAY Galip, “*Durağan Dışı İktisadi Zaman Serilerinin Ekonometrik Analizi: Koentegrasyon ve Hata Düzeltme Yöntemleri*, (Doktora Tezi), Bursa: Bursa Uludağ Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, 1995.
- AMARASEKARA Chandranath, “The Impact of Monetary Policy on Economic Growth and Inflation in Sri Lanka”, *Munich Personal RePEc Archive Paper*, No: 64866, June 2015, pp. 1 – 46.

ANTCZAK Malgorzata, Rafal Antczak, Monika Blaskiewicz, Georgy Ganev, Malgorzata Markiewicz, Wojciech Paczynski, Arthur Radziwill, Lukasz Rawdanowicz, Marcin Sasin, Joanna Siwinska, Mateusz Szczurek, Magdalena Tomczynska, "Currency Crises in Emerging - Market Economies: Causes, Consequences and Policy Lessons", ed. Marek Dabrowski, Center For Social and Economic Research, Case Report, Warsaw, No:51, 2002, pp. 7 – 59.

ASLAN Hanifi, *Para Teorisi ve Politikası*, 1.b, Bursa: Alfa Akademi Yayınevi, 2009.

ARLTOVA Marketa & Darina Fedorova, "Selection of Unit Root Test On The Basis of Length of The Time Series and Value of AR (1) Parameter", *Statistika*, 96 (3), 2016, pp. 47 – 64.

AYSAN A. Faruk, Salih Fendoğlu & Mustafa Kılınç, "Managing Short Term – Capital Flows in New Central Banking: Unconventional Monetary Policy Framework in Turkey", *CBRT Working Paper*, No: 14/03, 2014, pp. 1 – 25.

AZIZ Jahangir, Francesco Caramazza & Ranil Salgado, "Currency Crises: In Search of Common Elements", *IMF Working Paper*, No.00/67, 2000, ss. 1 – 55.

BAKIŞ, Ozan "Recent Trends in The Turkish Labor Market", *İktisat İşletme ve Finans*, C.30, S. 351 (2015), pp.73 – 110.

BANK of Magyar Nemzeti, "A Brief Review of Macroprudential Policy ?", <https://www.mnb.hu/en/financial-stability/macroprudential-policy/a-brief-review-of-macroprudential-policy>, (01.10.2018)

BARRO Robert J., "Government Spending In A Simple Model Of Endogenous Growth", *National Bureau of Economic Research*, Working Paper, No: 2588, pp. 1 – 29.

BAŞÇI, Erdem & Hakan Kara, "Finansal İstikrar ve Para Politikası", *İktisat, İşletme ve Finans*, 26 (302), Mayıs 2011, ss. 9 – 25.

BERNANKE Ben S. & Mark Getler, "Inside The Black Box: The Credit Channel of Monetary Policy Transmission", *The Journal of Economic Perspectives*, Vol. 9, No: 4, Autumn 1995, pp. 27 – 48.

- BERNANKE Ben & Alan S. Blinder, “Credit, Money and Aggregate Demand”, *The American Economic Review*, Vol. 78, No: 2, May 1998, pp. 435 – 439.
- BERNANKE Ben, “Monetary Policy and The Housing Bubble”, *Board of Governors of The Federal Reserve System at the Annual Meeting of the American Economic Association*, January 2010, pp. 1 – 36.
- B.I.S. (Bank for International Settlements), “Economic Growth”, *B.I.S. Economic Paper*, No:9, November, 2010, pp. 1 – 134.
- BİNİCİ Mahir, Hasan Erol, Hakan Kara & Pınar Özlü, Deren Ünalnı, “Faiz Koridoru Bir Makroihtiyati Araç Olabilir Mi?”, *TCMB Ekonomi Notları*, No: 2013/20, 2013, ss. 1-16
- BİNİCİ Mahir, Hakan Kara & Pınar Özlü, “Faiz Koridoru ve Banka Faizleri: Parasal Aktarım Mekanizmasına Dair Bazı Bulgular”, *TCMB Çalışma Tebliği*, No: 16/08, Mart 2016, ss. 1- 36.
- BLOT Christophe, Jerome Creel, Paul Hulbert, Fabien Labondance & Francesco Saraceno, “Assessing the Link Between Price and Financial Stability”, *Journal of Financial Stability*, Vol.16, 2015, pp. 71 – 88.
- BORATAV Korkut, Şevket Pamuk & Hasan Ersel, “2000’li Yıllarda Türkiye Ekonomisi: Gelişmeler ve Geleceğe Bakış Konulu Konferansın Genel Değerlendirme Paneli”, *İktisat İşletme ve Finans*, C.30, S. 351 (2015), ss. 09 – 34.
- BOZOKLU Şerif & Veli Yılcı, “Finansal Gelişme ve İktisadi Büyüme Arasındaki Nedensellik İlişkisi: Gelişmekte Olan Ekonomiler İçin Analiz”, *Dokuz Eylül Üniversitesi İ.İ.B.F. Dergisi*, Cilt:28, Sayı: 2, 2013, ss. 161 – 187.
- BULLARD James, Christopher J. Neely & David C. Wheelock, “Systemic Risk And The Financial Crisis: A Primer”, *Federal Reserve Bank Of St. Louis Review*, September/October 2009, 91(5,Part 1), pp. 403 – 417.
- CALVO Guillermo, “Easy To Explain, Hard To Prognosticate – Discussion Notes On Systemic Sudden Stops”, *Centro de Estudios Espinosa Yglesias – Mexico*, Haziran 2009, pp.1 – 13.
- CENGİZ Vedat & Mehmet Duman, “Türkiye’de Banka Kredi Kanalıının Önemi Üzerine Etki Tepki Fonksiyonlarına Dayalı Bir Değerlendirme (1990 –

- 2006)”, *Hacettepe Üniversitesi İ.İ.B.F. Dergisi*, Cilt: 26, Sayı: 2, 2008, ss. 81 – 104.
- CERUTTI Eugenio, Stijn Claessens & Luc Laeven, “The Use and Effectiveness of Macroprudential Policies: New Evidence”, *Journal of Financial Stability*, Vol. 28, 2017, pp. 203 – 224.
- CHIODO Abigail J. & Michael T. Owyang “A Case Study of A Currency Crisis: The Russian Default of 1998”, *Federal Reserve Bank Of St. Louis*, November / December 2002, pp.7 – 18.
- CHAPMAN Sheila A. & Marcella Mulino, “Explaining Russia’s Currency and Financial Crisis”, *M-MOCT-MOST: Economic Policy in Transitional Economies*, 2001, 11:1, pp. 1 -25.
- CHOW Hwee Kwan, “A VAR Analysis of Singapore’ s Monetary Transmission Mechanism”, *Research Collection School of Economics*, 19 – 2004, pp. 1 – 26.
- CLAESSENS Stijin & M. Ayhan Köse, ”Financial Crises: Explanations, Types and Implications”, *IMF Working Paper*, No.13/28, January, 2013, pp.1 – 65.
- COAKLEY Jerry, “The ERM Crises and Maastricht”, *Review Of International Political Economy*, Vol.2, No.3, Summer 1995, pp.548 – 560.
- CZECZELI Vivien, “Certain Macroeconomic Effects of the Federal Reserve’s Qunatitative Easing Program”, *Public Finance Quartetly*, S.61 (2016 / 4), pp. 458 – 479.
- ÇELİK Tankut Taner & Aykut Taş, “Etkin Piyasa Hipotezi ve Gelişmekte Olan Hisse Senedi Piyasaları”, *İTÜ Sosyal Bilimler Dergisi*, Cilt: 4, Sayı: 2, ss. 11 -22.
- ÇINAR Barış, Ömer Erdoğan, Tuğrul Güngör & Tandoğan Polat, “Küresel Kriz ve Politika Uygulamaları”, *TCMB Ekonomi Notları*, Sayı: 2010 / 12, Ağustos, ss. 1 – 11.
- ÇİÇEK Macide, “Paranın Miktar Teorisi ve Türkiye’de Geçerliliği”, *Süleyman Demirel Üniversitesi İ.İ.B.F. Dergisi*, Cilt: 16, Sayı: 3, ss. 87 – 115.

DICKEY David A. & Wayne A. Fuller, “Distribution of the Estimators for Autoregressive Time Series With a Unit Root”. *Journal Of The American Statistical Association*, Vol. 74, No: 366 (Jun. 1979), pp. 427 – 431.

DISYATAT Piti & Pinnarat Vongsinsirikul, “Monetary Policy and the Transmission Mechanism in Thailand”, *Journal of Asian Economics*, Vol. 14, 2003, pp. 389 – 418.

DURMUŞ Mustafa, *Kapitalizmin Krizi*, 4.b, Ankara: Gazi Kitabevi, 2013.

EĞİLMEZ Mahfi, “Güncellenmiş Para Politikası Uygulamaları”, Eylül 2012, <http://www.mahfiegilmez.com/2012/09/guncel-para-politikas.html>, (12.03.2018)

EĞİLMEZ Mahfi, “Merkez Bankası Faizleri ve Faiz Politikası: Güncellenmiş Not”, 16.01.2017, <http://www.mahfiegilmez.com/2017/01/merkez-bankas-faizleri-ve-faiz.html>, (08.10.2018).

EICHENGREEN Barry & Poonam Gupta, ”Managing Sudden Stops”, *World Bank Policy Research Working Paper*, No.WPS 7639, 2016, pp. 1 -35.

ENNIS Huberto M & Todd Keister, “Understanding Monetary Policy Implementation”, *Economic Quarterly*, Vol.94, Number 3, Summer 2008, pp. 235 – 263.

ERSOY Hicabi & Gökhan Işıl, “Küresel Kriz Sonrası Merkez Bankası Para Politikaları ve Finansal Sistem Üzerine Etkileri”, *İstanbul Ticaret Üniversitesi Sosyal Bilimler Dergisi*, Özel Sayı 29 (2016/1), ss. 349 – 374.

F.E.D., “What Is Financial Stability?”, <https://www.federalreserve.gov/faqs/what-is-financial-stability.htm>, (01.10.2018)

F.E.D., “Please Explain How Financial Markets May Affect Economic Performance”, January 2005, <https://www.frbsf.org/education/publications/doctor-econ/2005/january/financial-markets-economic-performance/>, (08.06.2018).

F.E.D., “*The Federal Reserve System Purposes & Functions*” Tenth edition, Washington: The Federal Reserve System Publication, 2016

- FRATZSCHER Marcel, "On Currency Crises and Contagion", *European Central Bank Working Paper Series No.139*, April 2002, pp. 1 – 33 .
- FRENKEL Jacob A. & Assaf Razin, "The Mundell – Fleming Model: A Quarter Century Later", *National Bureau of Economic Research Working Paper*, No: 2321, July 1987, pp. 1 – 71.
- GEMECH Firdu & John Struthers, "The McKinnon – Shaw Hypotesis: Thirty Years on: A Review of Recent Developments in Financial Liberalization Theory", *Development Studies Association Annual Conference on Globalisation and Development*, September 2003, pp. 1 – 24.
- GOODHART Charles A.E., "The Potential Instruments of Monetary Policy", *Central Bank Review*, Vol.13, May 2013, pp. 1 – 15.
- GOULD David M. & Roy J. Ruffin, "What Determines Economic Growth ?", *FED Dallas Economic Review*, Second Quarter, 1993, pp. 25 – 40.
- GREENE William H., "*Econometric Analysis*", Pearson Education, New Jersey, 2003.
- GREGORIO Jose De, "Price and Financial Stability in Modern Central Banking", *Economia Journal*, Volume 13 Number 1, Issue Fall 2012, pp. 1 – 11.
- GROS Daniel & Cinzia Alcidi, "The Impact Of The Financial Crisis On The Real Economy", *Intereconomics*, Vol.45, January / February, 2010, Number 1, pp. 4 – 10.
- GROS Daniel, "The EMS Crisis of The 1990's Parallels With The Present Crisis ?", *CEPS Working Document*, No.39, March 2014, pp. 5 – 128.
- GÜRKAYNAK Refet, "Merkez Bankası Artık Bu İşe Kadir Değil", 12 – 11 - 2015,
http://www.cumhuriyet.com.tr/haber/ekonomi/416205/_Merkez_Bankasi_artik_bu_ise_kadir_degil_.html, (08.10.2018)
- GÜRSES Uğur, "IMF Para Politikasını Hatalı Buluyor", 24 – 12 – 2012,
<http://www.radikal.com.tr/yazarlar/ugur-gurses/imf-para-politikasini-hatali-buluyor-1113578/>, (26.09.2018).

GÜRSES Uğur, “Merkez Bankası’nın Yeni Jonglör Manevrası”, 20 – 11 – 2013, <http://www.radikal.com.tr/yazarlar/ugur-gurses/merkez-bankasinin-yeni-jonglor-manevrasi-1161831/>, (26.09.2018).

GÜRSES Uğur, “Denemesi Pahalı Bir Eşik”, 23 – 03 - 2016, <http://www.radikal.com.tr/yazarlar/ugur-gurses/denemesi-pahali-bir-esik-1534495/>, (08.10.2018).

HILL R. Carter, William E. Griffiths & George G. Judge, “*Undergraduate Econometrics*”, USA, John Wiley & Sons, 1997.

HOFFMANN Florian & Thomas Lemieux, “Unemployment In The Great Recession: A Comparison Of Germany, Canada and The United States”, *NBER Working Paper*, No.20694, November 2014, pp. 1 – 31.

HÜLSEWIG Oliver, Eric Mayer & Timo Wollmershäuser “Bank Loan Supply and Monetary Policy Transmission in Germany: An Assessment Based on Matching Impulse Responses”, *Journal of Banking and Finance*, Vol. 30, 2006, pp. 2893 – 2910.

IMF, “Financial Crises: Characteristics and Indicators of Vulnerability”, *IMF World Economic Outlook*, May 1998, pp.74 – 97.

IMF Staff, “The Asian Crisis Causes and Cures”, *Finance & Development*, June 1998, pp. 18 – 21.

IPPOLITO Filippo, ”The Banking Sector Rescue in Russia”, *Institute for Economies In Transition - Bank Of Finland(BOFIT)*, No.12, 2002, pp. 1 – 40.

İNAN Emre Alpan, “Parasal Aktarım Mekanizmasının Kredi Kanalı ve Türkiye ”, *Bankacılar Dergisi*, , Sayı: 39, 2001, ss. 3 – 19.

KADILAR Cem, Harun Doğan & Sayım Işık , “Ekonomik Büyümede Para ve Fiziki Sermaye: McKinnon Tamamlayıcılık Hipotezi’nin Türkiye İçin Testi ”, *İktisat İşletme ve Finans*, Cilt:20, Sayı:233, 2005, ss. 37 – 51.

KAHN George A., “Monetary Policy Under a Corridor Operating Framework”, *Economic Review, Federal Reserve Bank of Kansas City*, Issue Q IV, 2010, pp 5 – 34.

- KAMINSKY Graciela L, "Varieties of Currency Crises", *NBER Working Paper*, No.10193, 2003, pp. 1 – 20.
- KARA Hakan, "Küresel Kriz Sonrası Para Politikası", *İktisat İşletme ve Finans*, 27(315), 2012, ss. 09 – 36.
- KARA Hakan, "Faiz Koridoru ve Para Politikası Duruşu", *TCMB Ekonomi Notları*, No: 2015/13, 19–Ağustos-2015, ss. 1 – 12.
- KARLUK Rıdvan, Özgür Tonus & Nazım Çatalbaş, "Güneydoğu Asya ve Rusya Krizi Karşısında Türkiye - Prof. Dr. Orhan Oğuz Hatırasına Armağan", Marmara Üniversitesi Yayınları, Yayın No: 640, 1999, https://www.academia.edu/3320014/G%C3%BCneydo%C4%9Fu_Asya_v_e_Rusya_Krizi_Kar%C5%9F%C4%B1s%C4%B1nda_T%C3%BCrkiye, (30.11.2018)
- KASAPOĞLU Özgür, "Parasal Aktarım Mekanizmaları: Türkiye İçin Uygulama, (Uzmanlık Yeterlilik Tezi), Ankara: Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası Piyasalar Genel Müdürlüğü, 2007.
- KAZGAN Gülten, "Türkiye Ekonomisinde Krizler(1929-2009) – Ekonomi Politik – Açısından Bir İrdeleme", İstanbul Bilgi Üniversitesi Yayınları, (Genişletilmiş 4.baskı), İstanbul, 2013.
- KEIGHTLEY Mark P., Marc Labonte & Jeffery M. Stupak, "Slow Growth In The Current U.S. Economic Expansion", *Congressional Research Service*, No:7-5700, June 2016, pp. 1 – 25.
- KEISTER Todd, Antonie Martin & James McAndrews "Divorcing Money from Monetary Policy", *Economic Policy Review Federal Reserv Bank of New York*, September 2008, pp. 41 – 56.
- KEISTER Todd, "Corridors and Floors in Monetary Policy", April, 2012 <http://libertystreeteconomics.newyorkfed.org/2012/04/corridors-and-floors-in-monetary-policy.html>, (03.10.2018)
- KIM Soyoung & Aaron Mehrotra, "Effects of Monetary Policy and Macro – Prudential Policies – Evidence from Inflation Targeting Economies in the Asia – Pasific Region and Potential Implications for China", ed. Chief Zuzana Fungacova, *Bank of Finland Institute of Economies in Transition Discussion Papers*, No: 4 / 2017, 2017, pp. 4 – 27.

- KINDELBERGER Charles P. & Robert Z. Aliber, *Manias, Panics and Crashes*, Fifth Edition, New Jersey, John Wiley and Sons Inc., 2005.
- KING Robert G. & Ross Levine, “Finance and Growth: Schumpeter Might Be Right”, *The Quarterly Journal of Economics*”, Vol. 108, No:3, August 1993, pp. 717 – 737.
- KING Robert G. & Ross Levine, “Financial Intermediation and Economic Development”, *Capital Markets and Financial Intermediation*”, ed. Colin Mayer and Xavier Vives, New York, Cambridge University Press, 1993, pp. 156 – 187.
- KRUGMAN Paul ”Introduction to Currency Crises”, *NBER Working Paper*, No.8687, 2000, pp. 1 – 6.
- KRUGMAN Paul, “Currency Crises”, <http://web.mit.edu/krugman/www/crises.html>, (08.06.2018)
- KUNT DEMIRGUC Aslı & Ross Levine, “Bank – Based and Market - Based Financial Systems”, *World Bank Policy Research Working Paper*, No:2143, July 1999, pp. 1 – 68.
- KÜÇÜK Hande, Pınar Özlü, İsmail Anıl Talaslı, Deren Ünalnış & Canan Yüksel, “Interest Rate Corridor, Liquidity Management and The Overnight Spread”, *Contemporary Economy Policy*, Vol.34, No.4, October 2016, pp.746 – 761.
- KÜÇÜKSARAÇ Doruk & Özgür Özel, “Rezerv Opsiyonu Mekanizması ve Optimal Rezerv Opsiyonu Katsayılarının Hesaplanması”, *TCMB Çalışma Tebliği*”, No:12/32, 2012, s. 1 – 31.
- KWIATKOWSKI Denis, Peter C. B. Phillips, Peter Schmidt & Yongcheol Shin, “Testing The Null Hypotesis of Stationary Against The Alternative of a Unit Root ?”, *Journal of Econometrics*, Vol. 54, Issues 1 – 3, (1992), pp. 159 – 178.
- LE Hung V. & Wade D. Pfau, “VAR Analysis of The Monetary Transmission Mechanism in Vietnam”, *Applied Econometrics and International Development*, Vol. 9 – 1, 2009, pp. 165 – 179.
- LEVINE Ross & Sara Zervos, “Stock Markets, Banks and Economic Growth”, *The American Economic Review*, Vol.88, No:3, June 1998, pp. 537 – 558.

- LUCAS Robert E. Jr., "On The Mechanics of Economic Development", *Journal of Monetary Economics*, 22 (1998), pp. 3 – 42.
- MACKENZIE D.W., "Unemployment and A Tale of Two Financial Crises", 06.10.2014, <https://mises.org/library/unemployment-and-tale-two-financial-crises> , (08.06.2018).
- MASSON Paul R. & Pierre - Richard Agenor, "The Mexican Peso Crisis: Overview and Analysis of Credibility Factors", *IMF Working Paper*, No.96/6, 1996, pp. 1 – 19.
- MELTZER Alan H., "*Federal Reserve Policy in The Great Recession*", *Cato Journal*, Vol.32, No:2(Spring/Summer 2012), pp. 255 – 263.
- MENNA Lorenzo & Martin Tobal, "Financial and Price Stability in Emerging Markets: The Role of The Interest Rate", *Bank for International Settlements Working Paper*, No: 717, 2018, pp. 1 – 76.
- MERCAN Mehmet, "Kredi Hacmindeki Değişimlerin Ekonomik Büyümeye Etkisi: Türkiye Ekonomisi İçin Sınır Testi Yaklaşımı", *Bankacılar Dergisi*, Sayı: 84, 2013, ss. 54 – 71.
- MISHKIN Frederic S., "Anatomy of a Financial Crisis", *Journal Of Evolutionary Economics*, 1992 – 2, pp.115 – 130.
- MISHKIN Frederic S., "Understanding Financial Crises: A Developing Country Perspective", *NBER Working Paper*, No.5600, May 1996, pp. 1 – 49.
- MISHKIN Frederic S., "International Capital Movements, Financial Volatility and Financial Instability", *NBER Working Paper*, No.6390, 1998, pp. 1 – 33.
- MISHKIN Frederic S., "Financial Policies and the Prevention of Financial Crises in Emerging Market Countries", *NBER Working Paper*, No.8087, 2001, pp. 1 – 40.
- MISHKIN Frederic S., "Lessons from the Asian Crisis", *NBER Working Paper*, No.7102, 2001, pp. 1 – 49.
- MISHKIN Frederic S, *Para Politikası Stratejisi*, çev. Doğan Uysal, 1.b, Ankara: Efil Yayınevi, 2014.

- MORGİL Orhan, “Harrod - Domar Modelinde Tam Kapasite Kullanımının ve Tam İstihdamın Sağlanması”, *Hacettepe Üni. İ.İ.B.F. Dergisi*, C.6, S. 1-2 (1998), ss. 121 – 126.
- MORSINK James & Tamim Bayoumi, “A Peek Inside The Black Box: The Monetary Transmission Mechanism in Japan”, *IMF Working Paper of The International Monetary Fund*, WP/ 99/ 137, 1999, pp. 1 – 31.
- MUTLUTÜRK Şirin, “Makroihtiyati Politika Aracı Olarak Zorunlu Karşılıkların Kullanılması: Türkiye Örneği ve Bankacılık Sektörü Üzerine Etkisi”, *Bankacılar Dergisi*, Sayı: 81, 2012, ss. 102 – 120.
- NOVALES Alfonso, E. Fernandes & J.Ruiz, “*Economic Growth Theory and Numerical Solution Methods*”, Springer – Verlag Berlin Heidelberg, 2009.
- NEYER Ulrike, “Asymmetric Information in Credit Markets and Monetary Policy”, *Royal Economic Society Annual Conference 148*, 2002, pp. 1 – 20.
- OKTAR Suat & Levent Dalyancı, “Türkiye Ekonomisinde Para Politikasının Ekonomik Büyüme Üzerine Etkisi”, *Marmara Üniversitesi İ.İ.B.F. Dergisi*, Cilt: 32, Sayı: 1, 2012, ss. 1 – 18.
- ÖZATAY Fatih, “Merkez Bankasının Yeni Para Politikası: İki Hedef - Üç Ara Hedef – Üç Araç”, *İktisat İşletme ve Finans*, 26 (302), 2011, ss. 27 – 43.
- ÖZATAY Fatih, “Para Politikasında Yeni Arayışlar”, *İktisat İşletme ve Finans*, 27 (315), 2012, ss. 51 – 75.
- ÖZATAY Fatih, “2000’li Yıllarda Türkiye Ekonomisi”, *İktisat İşletme ve Finans*, C.30, S. 350 (2015), ss. 09 – 24
- ÖZATAY Fatih, “TCMB’ye Eleştiriler”, 25 – Nisan – 2012, <https://www.dunya.com/kose-yazisi/tcmb039ye-elestiriler/12952>, (26.09.2018).
- ÖZATAY Fatih, “Merkez Bankası Ne Yapabilir”, 23 – 11 - 2016, <https://www.dunya.com/kose-yazisi/merkez-bankasi-ne-yapabilir/338987>, (08.10.2018).

- ÖZER H.Gül, *Finansal Liberalizasyon Politikaları ve Kriz İlişkisi (1990 Sonrası Asya ve Türkiye Örneği)*, (Yayınlanmış doktora tezi) , Sermaye Piyasası Kurulu Yayınları, 2006.
- ÖZER Mustafa & N.Çiftçi, “Ar – Ge Tabanlı İçsel Büyüme Modelleri ve Ar – Ge Harcamalarının Ekonomik Büyüme Üzerindeki Etkisi: OECD Ülkeleri Panel Veri Analizi”, *Sosyal Ekonomik Araştırmalar Dergisi*, Sayı: 8 (16), 2009, pp.219 – 240.
- PARASIZ İlker, *Büyüme Teorileri: Dinamik Makroekonomiye Geçiş*, 2. Baskı, Bursa ,Ezgi Kitabevi, 2003.
- PARTICK Hugh T., Financial Development and Economic Growth in Underdeveloped Countries, “*Economic Development and Cultural Change*”, Vol.14, No:2, January 1966, pp. 174 – 189.
- PEKER Osman, “Para Politikası Etkilerinin Ölçümü: Türkiye Örneği”, *Yönetim ve Ekonomi*”, Cilt: 14, Sayı: 1, 2007, pp. 181 – 194.
- PESCATORI Andrea & Amadou N.R. Sy, ”Debt Crises And The Development Of International Capital Markets”, *IMF Working Paper*, No.04/44, 2004, pp. 1 – 32.
- PESENTI Paolo & Cedric Tille, ”The Economics of Currency Crises and Contagion: An Introduction”, *Federal Reserve Bank of New York Review*, September 2000, pp. 3 – 16.
- PETEK Ali & Ali Çelik, “Türkiye’ de Enflasyon, Döviz Kuru, İhracat ve İthalat Arasındaki İlişkinin Ekonometrik Analizi (1990 – 2015)”, *Finans, Politik ve Ekonomik Yorumlar*, Cilt: 54, Sayı: 626, 2017, ss. 69 -87.
- PHILLIPS Peter C. B. & Pierre Perron, “Testing for a Unit Root in Time Series Regression”, *Biometrika*, Vol.75, No:2, (Jun.1998), pp. 335 – 346.
- PRECIOUS Chipote & Makheta – Kosi Palesa, “Impact of Monetary Policy on Economic Growth: A Case Study of South Africa”, *Mediterranean Journal of Social Science*, Vol.5, No: 15, July 2014, pp. 76 – 84.
- REDMOND Michael & Willem Van Zandweghe, “The Lasting Damage From The Financial Crisis to U.S. Productivity”, *Federal Reserve Bank Of Kansas City – Economic Review* , First Quarter 2016, pp. 39 – 64.

- ROBERTS Mark & Mark Setterfield, "What is Endogenous Growth Theory ? Endogenous Growth Theory: Two Definitions", *Economic Growth New Directions in Theory and Policy*, ed. P.Arestis, M.Baddeley, J.S.L.McCombie, Cheltenham, Edward Elgar Publishing, 2008, pp. 14 – 31.
- RODRIK Dani, "The Turkish Economy After Global Financial Crisis", *Ekonomi - Tek*, S.48, Cilt:1, No:1,Ocak 2012, pp. 41 – 61.
- RODRIK Dani, "Turkish Economic Myths", 14 – 04 - 2015, http://rodrik.typepad.com/dani_rodriks_weblog/2015/04/turkish-economic-myths.html, (11.07.2018).
- ROMER Paul M., " Increasing Returns and Long – Run Growth ", *The Journal of Political Economy*, Vol. 94 No: 5, 1986, pp. 1002 – 1037.
- ROMER Paul M., , " Endogenous Technological Change ", *The Journal of Political Economy*, Vol. 98 No: 5, Part 2: The Problem of Development: A Conference of the Institute for the Study of Free Enterprise Systems, 1990, pp. S71 – S102.
- SAPIR Andre,"Financial Crises Under Two European Monetary Regimes: EMU vs. EMS", *Progress Through Crisis?*, ed. Ivo Maes, Frank Moss, Frankfurt, European Central Bank, 2014, pp. 53 – 67.
- SETSER Brad, Ioannis Halikias, Alexander Pitt, Christoph B. Rosenberg, Brett E. House, Jens Nystedt, Christian Keller, "Debt-Related Vulnerabilities and Financial Crises", *IMF Occasional Papers 240*, 2005, pp. 1 – 62.
- SEDDIGHI H. R., K. A. Lawler & A.V. Katos, "*Econometrics A Pratical Approach*" Routledge, London, 2000..
- SEVÜKTEKİN Mustafa & Mehmet Nargeleçekenler, "*Ekonometik Zaman Serileri Analizi – Eviews Uygulamalı*", Geliştirilmiş 3. Baskı, Nobel Yayınları, Ankara, 2010.
- SHIN Hyun Song, "Macprudential Tools, Their Limits and Their Connection With Monetary Policy", *Panel Remarks at IMF Spring Meeting Event:Rethinking Macro Policy III: Progress orConfusion ?*", 15 April 2015, Washington, DC, pp. 1 – 4.

STARR Martha A., “Does Money Matter in The CIS ? Effects of Monetary Policy on Output and Prices”, *Journal of Comparative Economics*, Vol. 33, 2005, pp. 441 – 461.

STOCK James H.& Mark W. Watson, “Vector Autoregressions”, *Journal of Economic Perspectives*, Vol. 15, No: 4, Fall 2001, pp. 101 – 115.

TARULLO Daniel K., *In The Wake Of The Crisis*, Phoenix Metropolitan Area Community Leader’s Luncheon, Arizona, 08.01.2009, <https://www.federalreserve.gov/newsevents/speech/tarullo20091008a.htm>, (08.06.2018)

T.C.M.B., *Yıllık Rapor*, 2001.

T.C.M.B., *Yıllık Rapor*, 2002.

T.C.M.B., *Yıllık Rapor*, 2003.

T.C.M.B., *Yıllık Rapor*, 2004.

T.C.M.B., *Yıllık Rapor*, 2005.

T.C.M.B., *Yıllık Rapor*, 2006.

T.C.M.B., *Yıllık Rapor*, 2007.

T.C.M.B., *Enflasyon Raporu 2011 – I.*

T.C.M.B., *Enflasyon Raporu 2015 –II.*

T.C.M.B., “Türkiye’nin Güçlü Ekonomiye Geçiş Programı”, www.tcmb.gov.tr, 14 Nisan 2001, (30.11.2018)

T.C.M.B., *Enflasyon Raporu 2016 –III.*

T.C.M.B., *Enflasyon Raporu 2017 –I.*

T.C.M.B., *Enflasyon Raporu 2018 –III.*

T.C.M.B., “2010 Yılında Para ve Kur Politikası”, Aralık 2009, www.tcmb.gov.tr, (30.11.2018)

- T.C.M.B., “Finansal İstikrar ve Türkiye’de Finansal İstikrar Gelişmeleri”, *Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası İdare Merkezi*, Ankara, 2015.
- T.C.M.B., “Para Politikası Çıkış Stratejisi” (14 – 04 – 2010), *www.tcmb.gov.tr*, (30.11.2018)
- T.C.M.B., *Bülten*, Sayı: 28, (Aralık 2012), *www.tcmb.gov.tr*, (30.11.2018)
- T.C.M.B., “Küresel Para Politikalarının Normalleşmesi Sürecinde Yol Haritasına İlişkin Duyuru”, (18 – 08 – 2015), *www.tcmb.gov.tr*, (30.11.2018)
- T.C.M.B., “Para Politikasının Yeni Operasyonel Çerçevesine ve Geçiş Sürecine İlişkin Teknik Ayrıntılar”, 28 – 05 – 2018, <http://www.tcmb.gov.tr/wps/wcm/connect/a2f6b0fb-f494-4307-b583-cb8692437ab8/Talimat+De%C4%9Fi%C5%9Fikili%C4%9Fi.pdf?MOD=AJPERES&CVID=>, (29.09.2018)
- T.E.P.A.V. Türkiye Ekonomi Politikaları Araştırma Vakfı, “Türkiye Ekonomisi İçin Kriz Önlemleri”, *Türkiye Ekonomi Politikaları Araştırma Vakfı Küresel Kriz Çalışma Raporu*, Mart 2009, ss. 1 – 41.
- THIEL Michael, “Finance and Economic Growth – A Review of Theory and The Available Evidence”, *Economic and Financial Affairs*, Number 158, July 2001, pp. 1 – 50.
- TİRYAKİ Göksel, “Türkiye’ de Bireysel Kredilerin Ekonomik Büyüme ve Cari Açık ile İlişkisi”, *Bankacılar Dergisi*, Sayı: 91, 2014, ss. 55 -74.
- TOVAR Camilo E., Mercedes Garcia – Escribano, Mercedes Vera Martin “Credit Growth and Effectiveness of Reserve Requirements and Other Macropprudential Instruments in Latin America”, *IMF Working Paper*, ,No: 12/142, 2012, pp. 2 – 28.
- TROPENAO Domenica,”Quantitative Easing in the United States After the Crisis:Conflicting Views”, *Monetary Policy and Central Banking: New Directions in Post-Keynesian Theory*, ed. Louis-Philippe Rochon, Salewa ‘Yinka Olawoye, Cheltenham, Edward Elgar Publishing Limited, 2012, pp.228.
- TRICHET Jean – Claude , *Central Banking in the Crisis – Conceptual Convergence and Open Questions on Unconventional Monetary Policy*,

Per Jacobsson Lecture, 2013,
<http://www.perjacobsson.org/lectures/101213.pdf>, (30.11.2018)

TÜRKER M.Tuba, “İçsel Büyüme Teorilerinde İçsel Büyümenin Kaynağı ve Uluslararası Ticaret Olgusuyla İlişkisi”, *Dumlupınar Üniversitesi Sosyal Bilimler Dergisi*, Sayı: 25, Aralık 2009, ss. 87 – 94.

UHLIG Harald, “What are the Effects of Monetary Policy on Output ? Results from an Agnostic Identification Procedure”, *Journal of Monetary Economics*, Vol. 52, 2005, pp. 381 – 419.

ÜNALMIŞ Deren, “Faiz Koridoru, Likidite Yönetimi ve Para Piyasalarında Efektif Fonlama Faizi”, *TCMB Ekonomi Notları*, No: 2015/20, 04–Kasım-2015, ss. 1 – 13.

VASUDEVAN A., “International Standards and Codes and Financial Stability”, *Economic and Political Weekly*, s.1733, Vol.36, No:20, May 2001, pp. 1733 – 1737.

VINALS Jose, “Key Aspects of Macroprudential Policy”, *International Monetary Fund*, June 2013, pp. 1 – 61,
<https://www.imf.org/external/np/pp/eng/2013/061013b.pdf>, (30.11.2018).

WILLIAMS John C., “Unconventional Monetary Policy: Lessons From the Past Three Years”, *FED San Francisco Economic Letter*, October 2011, pp. 1 – 8.

WHITE Lawrence H.,”Monetary Policy and the Financial Crisis”, *Boom and Bust Banking: The Causes and Cures of the Great Recession*, ed. David M. Beckworth, Oakland, The Independent Institute, 2012, pp. 13 – 26.

WHITT Joseph A. Jr, “The Mexican Peso Crisis”, *Federal Reserve Bank Of Atlanta Economic Review*, January/February 1996, pp. 1 – 20.

YARDIMCI Pınar, “İçsel Büyüme Modelleri ve Türkiye Ekonomisinde İçsel Büyümenin Dinamikleri”, *Selçuk Üniversitesi Karaman İ.İ.B.F. Dergisi*, Sayı: 10, Yıl: 9, Haziran, 2006, ss. 96 – 115.

YAVUZ Nilgün Çil, “Durağanlığın Belirlenmesinde KPSS ve ADF Testleri: İMKB Ulusal 100 Endeksi ile Bir Uygulama”, *İstanbul Üniversitesi İktisat Fakültesi Mecmuası*, 54 (2011), ss. 240 – 247.

YAY Turan & G. Gürkan Yay, “1990’lı Yıllarda Finansal Krizler ve Türkiye Krizi”, *İktisat Yazıları*, Nobel Akademik Yayıncılık, Ankara: 1. Basım, 2007.

YELLEN Janet, “Transcript of Chair Yellen’s Press Conference”, September–17–2014, <https://www.federalreserve.gov/mediacenter/files/FOMCpresconf20150917.pdf>, (30.11.2018).

YILMAZ Ömer, Alaattin Kızıltan, Vedat Kaya, “İktisadi Kriz Kuramları, Finansal Küreselleşme ve Para Krizleri”, *Erciyes Üniversitesi İ.İ.B.F. Dergisi*, S.24 (Ocak-Haziran 2005), ss. 77 – 96.

YILMAZ Canan Binal & Eyüp Kahveci, “Merkez Bankası İletişiminde Yeni Bir Araç: Sözle Yönlendirme (Forward Guidance) Ülke Örnekleri ve Türkiye Uygulamaları”, *Bankacılar Dergisi*, Sayı 88 (2014), ss. 5 – 26.

YILMAZ Durmuş, ”Küresel Mali Kriz ve Türkiye Ekonomisine Etkileri: Nasıl Başladı, Hangi Aşamadayız ?”, *Başkanın Konuşmaları*, www.tcmb.gov.tr, 27-Aralık-2008.

YILMAZ Durmuş, ”Küresel Kriz, Etkileri ve Para Politikası Uygulamaları”, *Başkanın Konuşmaları*, www.tcmb.gov.tr, 04-Mart-2009

YILMAZ Durmuş, ”Küresel Kriz ve Merkez Bankası”, *Başkanın Konuşmaları*, www.tcmb.gov.tr, 18-Mayıs-2009.

YILMAZ Durmuş, “TBMM Plan ve Bütçe Komisyonu Sunumu”, www.tcmb.gov.tr, Ekim 2010.

YOUNG Alwyn, “Learning By Doing and The Dynamic Effects on International Trade”, *National Bureau of Economic Research*, Working Paper, No: 3577, 1991, pp. 1 -41.

BURSA ULUDAĞ ÜNİVERSİTESİ

TEZ ÇOĞALTMA VE ELEKTRONİK YAYIMLAMA İZİN FORMU

Yazar Adı Soyadı	Zafer BEYİZ
Tez Adı	Büyük Durgunluk Sonrası TCMB Para Politikası ve Büyümeye Etkisi
Enstitü	Sosyal Bilimler Enstitüsü
Anabilim Dalı	İktisat
Tez Türü	Yüksek Lisans
Tez Danışman(lar)ı	<i>Prof. Dr. Ferudun YILMAZ</i>
Çoğaltma (Fotokopi Çekim) İzni Kısıtlama	<input type="checkbox"/> Patent Kısıt (2 yıl) <input checked="" type="checkbox"/> Genel Kısıt (6 ay) <input checked="" type="checkbox"/> Tezimin elektronik ortamda yayımlanmasına izin veriyorum.

Hazırlamış olduğum tezimin belirttiğim hususlar dikkate alınarak, fikri mülkiyet haklarım saklı kalmak üzere Bursa Uludağ Üniversitesi Kütüphane ve Dokümantasyon Daire Başkanlığı tarafından hizmete sunulmasına izin verdiğimi beyan ederim.

24 / 12 / 2018

