



**T. C.
BURSA ULUDAĞ ÜNİVERSİTESİ
SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ
İKTİSAT ANABİLİM DALI**

2008 FİNANSAL KRİZİNİN ARDINDAN TÜRKİYE'DE UYGULANAN PARA POLİTİKALARI

YÜKSEK LİSANS TEZİ

Faig GULUZADE

BURSA – 2019



**T. C.
BURSA ULUDAĞ ÜNİVERSİTESİ
SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ
İKTİSAT ANABİLİM DALI**

2008 FİNANSAL KRİZİNİN ARDINDAN TÜRKİYE`DE UYGULANAN PARA POLİTİKALARI

YÜKSEK LİSANS TEZİ

Faig GULUZADE

Danışman: Meryem FİLİZ BAŞTÜRK

BURSA – 2019

TEZ ONAY SAYFASI

T. C.
BURSA ULUDAĞ ÜNİVERSİTESİ
SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ MÜDÜRLÜĞÜNE

İktisat Anabilim Dalı, İktisat Politikası Bilim Dalı'nda 701611026 numaralı Faig GULUZADE'nin hazırladığı "2008 Finansal Krizinin Ardından Türkiye'de Uygulanan Para Politikaları" konulu Yüksek Lisans Çalışması ile ilgili tez savunma sınavı, 29/07/ 2019 günü 10:30 - 11:45 saatleri arasında yapılmış, sorulan sorulara alınan cevaplar sonunda adayın tezinin/çalışmasının başarılı (başarılı / başarısız) olduğuna oybirliği (oybirliği / oy çokluğu) ile karar verilmiştir.



Üye(Tez Danışmanı Ve Sınav Komisyon Başkanı)

Dr. Öğr. Üyesi, Meryem FİLİZ BAŞTÜRK

Bursa Uludağ Üniversitesi



Üye

Prof.Dr. Hülya AKAY

Bursa Uludağ Üniversitesi



Üye

Doç.Dr. Hilal YILDIRIR KESER

Bursa Teknik Üniversitesi

YEMİN METNİ

Yüksek Lisans tezi olarak sunduğum “2008 Finansal Krizin Ardından Türkiye’de Uygulanan Para Politikaları” 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.

16/07/2019



Adı Soyadı: Faig GULUZADE
Öğrenci No: 701611026
Anabilim Dalı: İktisat
Programı: Tezli
Statüsü: Y.Lisans Doktora



SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ
YÜKSEK LİSANS/DOKTORA İNTEHAL YAZILIM RAPORU

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

Tarih: 16/07/2019

Tez Başlığı / Konusu: 2008 Finansal Krizinin Ardından Türkiye`de Uygulanan Para Politikaları
Yukarıda başlığı gösterilen tez çalışmamın a) Kapak sayfası, b) Giriş, c) Ana bölümler ve d) Sonuç kısımlarından oluşan toplam 115 sayfalık kısmına ilişkin, 15/07/2019 tarihinde şahsım tarafından Turnitin* adlı intihal tespit programından aşağıda belirtilen filtrelemeler uygulanarak alınmış olan özgünlük raporuna göre, tezimin benzerlik oranı % 7`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.

Tarih ve İmza

Adı Soyadı: Faig GULUZADE
Öğrenci No: 701611026
Anabilim Dalı: İktisat Politikası
Programı: Tezli
Statüsü: Y.Lisans Doktora

Danışman:
Dr. Öğretim Üyesi Meryem FİLİZ BAŞTÜRK

Faig Guluzade
31.07.2019

* Turnitin programına Bursa Uludağ Üniversitesi Kütüphane web sayfasından ulaşılabilir.

ÖZET

Yazar Adı ve Soyadı : Faig GULUZADE
Üniversitesi : Bursa Uludağ Üniversitesi
Enstitüsü : Sosyal Bilimler Enstitüsü
Ana Bilim Dalı : İktisat
Bilim Dalı : İktisat Politikası
Tezin Niteliği : Yüksek Lisans Tezi
Sayfası : XII + 145
Mezuniyet Tarihi :/....../2019
Tez Danışmanı : Dr. Öğretim Üyesi Meryem FİLİZ BAŞTÜRK

2008 FİNANSAL KRİZİNİN ARDINDAN TÜRKİYE'DE UYGULANAN PARA POLİTİKALARI

ABD konut sektöründe biriken sorunlar 2008 yılında küresel çapta krize dönüşmüştür. Finansal kriz çeşitli etki kanallarıyla gelişmiş ve gelişmekte olan ülkelerin ekonomilerine sirayet etmiştir. Krizin etkilerini önlemek ve ekonomik aktiviteleri canlandırmak için gelişmiş ülke merkez bankaları genişletici politika tedbirlerine yönelmişlerdir. Daha temkinli tutum sergileyen gelişmekte olan ülke ekonomileri ise, enflasyon riskinin ortadan kalkmasıyla beraber büyümeyi destekleyici politikalar uygulamaya başlamışlardır. Kriz sonrasında çok sayıda merkez bankası fiyat istikrarıyla beraber finansal istikrarı da politika amacı olarak kabul etmiştir. Geleneksel para politikası araçları hem fiyat hem de finansal istikrarı sağlamakta yetersiz kalmıştır. Bu nedenle, bir çok ülke merkez bankası politika çerçevelerinde önemli değişiklikler yaparak geleneksel olmayan makro ihtiyati tedbirleri yeni politika çerçeveleri dahilinde kullanmışlardır. Bu bağlamda, Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası da 2010 yılı sonlarından itibaren politika çerçevesinde radikal değişiklikler gerçekleştirmiştir. TCMB, yeni politika çerçevesinde faiz koridoru, rezerv opsiyon mekanizması, zorunlu karşılıklar gibi geleneksel olmayan politika araçlarını etkin bir şekilde kullanmıştır. Bu çalışmada, Türkiye'nin küresel kriz öncesinde ve sonrasında uygulanan politika tedbirleri karşılaştırılmış ve krizin para politikasında ne tür değişikliklere yol açtığı incelenmiştir.

Anahtar Kelimeler: Para Politikaları, Finansal Kriz, TCMB, Geleneksel Olmayan Politika Tedbirleri, Finansal İstikrar

ABSTRACT

Name and Surname : Faig GULUZADE
University : Bursa Uludag University
Institution : Social Sciences Institution
Field : Economy
Branch : Economic Policy
Degree Awarded : Master
Page Number : XII + 145
Degree Date : .../.../2019
Supervisor : Assist. Prof. Dr Meryem FİLİZ BAŞTÜRK

MONETARY POLICIES IMPLEMENTED AFTER THE 2008 FINANCIAL CRISIS

The accumulated problems in the US residential sector turned into a global crisis in 2008. The financial crisis has spread to the economies of industrial and developing countries through various channels of influence. In order to prevent the effects of the crisis and revive economic activities, central banks of industrial countries have turned to expansionary policy measures. On the other hand, the economies of developing countries, which exhibited a more cautious attitude, started to implement growth-supporting policies with the elimination of inflation risk. A great number of central banks have considered price stability as well as financial stability as a policy objective during post-crisis period. Conventional monetary policy instruments have failed to provide both price and financial stability. Therefore, many countries' central banks have made significant changes in policy frameworks and have used unconventional macro provisional injunctions within new policy frameworks. The Central Bank of the Republic of Turkey has also made radical changes to the policy framework since the end of 2010. Within the framework of the new policy, the CBRT has effectively used non-traditional policy instruments such as interest rate corridor, reserve option mechanism and required reserves. This study compared the policy measures implemented in Turkey before and after the global financial crisis and examined the types of changes that led to the crisis in the monetary policy.

Keywords: Monetary policies, Financial crisis, CBRT, Non-traditional policy measures, Financial stability

İÇİNDEKİLER

TEZ ONAY SAYFASI	i
YEMİN METNİ.....	ii
ÖZET.....	iv
ABSTRACT.....	v
İÇİNDEKİLER	vi
TABLolar	ix
ŞEKİLLER.....	x
GİRİŞ	1

BİRİNCİ BÖLÜM

TÜRKİYE'YE ÖZGÜ KASIM 2000 – ŞUBAT 2001 KRİZLERİ VE KRİZDEN ÇIKIŞ İÇİN UYGULANAN POLİTİKA TEDBİRLERİ

1.1 Kasım 2000 – Şubat 2001 Krizlerinin Ortaya Çıkış Nedenleri.....	3
1.1.1 Kasım 2000 Krizinin Gelişim Süreci ve Krizi Tetikleyen Unsurlar.....	4
1.1.2 Şubat 2001 Krizinin Gelişim Süreci.....	13
1.2 Kasım 2000-Şubat 2001 Krizinin Türkiye Ekonomisine Etkileri.....	15
1.2.1 Krizin Finans ve Bankacılık sektörüne etkileri	15
1.2.2 Reel Ekonomiye Etkileri.....	18
1.2.2.1 Krizin Enflasyona ve Gelir Dağılımına Etkileri.....	18
1.2.2.2 Krizin İstihdama ve Toplumun Sosyo-ekonomik Yapısına Etkileri.....	20
1.3 2001 Krizi Sonrası Uygulanan Para Politikası Uygulamaları.....	20
1.3.1 Krizden Ders Alan Ekonomi: Güçlü ekonomiye Geçiş Proqramı.....	21
1.3.2 Yeni Para Politikası Stratejisi: Enflasyon Hedeflemesi Rejimine Geçiş.....	23
1.3.3 Enflasyon Hedeflemesi Rejiminin Avantaj ve Dezavantajları.....	24
1.3.4 Türkiye`de Örtük Enflasyon Hedeflemesi Rejimi ve Uygulanma Nedenleri.....	28
1.3.5 Türkiye`de Yeni Para Politikası Stratejisinin Genel Kapsamı.....	30
1.3.6 Türk Bankacılık Sektörünün Yeniden Yapılandırılması Süreci.....	32
1.3.7 2001 Krizi Sonrası Uygulanan Para Politikaları ve Uygulamaların Ekonomiye Nihai Etkileri.....	36
1.3.8 Enflasyonla Mücadelede Para Politikaları ile Birlikte Uygulanan Maliye Politikaları.....	36

İKİNCİ BÖLÜM
2008 FİNANSAL KRİZİ VE UYGULANAN GELENEKSEL VE GELENEKSEL
OLMAYAN PARA POLİTİKALARI

2.1 Küresel Krizin Belirtileri, Meydana Çıkış Nedenleri ve Dünyada Etkileri.....	41
2.1.1 Krizin Ortaya Çıkışı ve Global Ekonomideki Çöküş.....	41
2.1.2 Küresel Krizin Ortaya Çıkış Nedenleri.....	46
2.2 Gelişmiş Ülke Merkez Bankalarının Krizden Çıkış Politikaları.....	50
2.2.1 Küresel Kriz Sonrası Para Politikası Tedbirleri.....	51
2.2.2 Geleneksel Olmayan Para Politikaları: Ortaya Çıkış Nedenleri ve Etki Kanalları.....	55
2.2.2.1 Miktarsal Genişleme ve Kredi Genişlemesi.....	57
2.2.2.2 Vade Uzatımı.....	69
2.2.2.3 Sözle Yönlendirme.....	70
2.2.2.4 Zorunlu Karşılıklar.....	71
2.2.2.5 Faiz Koridoru.....	72
2.2.2.6 Negatif Faiz Uygulaması.....	73

ÜÇÜNCÜ BÖLÜM
2008 KÜRESEL KRİZİ SONRASI UYGULANAN PARA POLİTİKALARI VE
EKONOMİYE ETKİLERİ

3.1 2008 Finansal Krizinin Türkiye Ekonomisine Etki Kanalları.....	75
3.1.1 Kredi Kanalı.....	76
3.1.2 Dış Ticaret Kanalı.....	76
3.1.3 Portföy Yatırım Kanalı.....	77
3.1.4 Ekonomiye Duyulan Güven Kanalı.....	78
3.2 Küresel Krizin Türkiye Ekonomisine Etkisi.....	79
3.2.1 Küresel Krizin Türk Finans Sektörüne Etkisi.....	80
3.2.2 Küresel Krizi Reel Ekonomiye Etkileri.....	83
3.2.2.1 Krizin İstihdam Üzerindeki Etkileri.....	83
3.2.2.2 Krizin Ücretlere ve Gelir Dağılımına Etkisi.....	85
3.3 Küresel Kriz Sonrası Uygulanan Mali Politikalara Genel Bakış.....	86
3.4 Finansal Kriz Sonrası Alınan Para Politikası Önlemleri.....	87
3.4.1 Yeni Para Politikası Amacı Olarak Finansal İstikrar.....	90
3.4.2 Türkiye`de Uygulanan Geleneksel Olmayan Para Politikası Araçları.....	93

3.4.2.1 Faiz Koridoru.....	94
3.4.2.2 Zorunlu Karşılıklar.....	99
3.4.2.3 Rezerv Opsiyon Mekanizması.....	104
3.4.2.4 İstisnasi Gün Uygulaması.....	108
3.5 Krizden Çıkış Stratejisi Çerçevesinde Uygulanan Politikaların Ekonomiye Nihai Etkisi.....	109
SONUÇ.....	113
KAYNAKÇA.....	117

TABLULAR

Tablo 1: 2000 Yılı Makroekonomik Hedefleri ve Gerçekleşmeler.....	8
Tablo 2: Bankacılık Sektörü Yoğunlaşma Oranları.....	17
Tablo 3: Bankacılık Sektörü Sektör Payları.....	18
Tablo 4: Yüzde 20'lik Dilimlere Göre Yıllık Kullanılabilir Hanehalkı Gelirlerinin Dağılımı.	19
Tablo 5: Bankacılık Sektörü Yeniden Yapılandırma Maliyeti.....	35
Tablo 6: Temel Ekonomik Büyüklükler.....	38
Tablo 7: Küresel Kriz Döneminde Türkiye'nin Makroekonomik Göstergeleri.....	79
Tablo 8: Küresel Krizde Bankacılık Kesiminin Aktif Büyüklüğü (Milyar TL).....	82
Tablo 9: Küresel Krizin Reel Sektör Üzerindeki Etkisi.....	83
Tablo 10: Küresel Kriz Sonrasında Yıllık Kullanılabilir Hanehalkı Gelirlerinin Dağılımı.....	85
Tablo 11: Türk Lirası Zorunlu Karşılıkların Gelişimi.....	101
Tablo 12: Yabancı Para Zorunlu Karşılıkların Gelişimi.....	102
Tablo 13: Yabancı Para Mevduat/Katılım Fonu Dışı Yükümlülüklerine Uygulanan Zorunlu Karşılıklar Oranları.....	103
Tablo 14: Döviz Tesis İmkanına İlişkin Rezerv Opsiyon Mekanizması.....	106
Tablo 15: Altın Tesis İmkanına İlişkin Rezerv Opsiyon Mekanizması.....	106
Tablo 16: 2009-2014 Döneminde Temel Ekonomik Büyüklüklerin Gelişimi.....	109

ŞEKİLLER

Şekil 1: FED`in Gösterge Faiz Oranının Gelişimi.....	42
Şekil 2: ECB`nin Kilit Faiz Oranının Gelişimi.....	54
Şekil 3: FED`in Bilanço Büyüklüğü.....	61
Şekil 4: ECB`nin Bilanço Büyüklüğü.....	65
Şekil 5: BOJ`un Bilanço Büyüklüğündeki Değişim.....	68
Şekil 6: Küresel Kriz Sonrası Tüketici ve Reel Kesim Güven Endekslerinin Seyri.	78
Şekil 7: 2005-2010 Döneminde Türkiye`de Finansal Sektörün Aktif Büyüklüğü....	81
Şekil 8: TCMB`nin Para Politikası Çerçevesinin Değişimi.....	92
Şekil 9: TCMB`nin Faiz Koridoru Uygulaması.....	96

KISALTMALAR

AB	Avrupa Birliği
ABD	Amerika Birleşik Devletleri
ABS	Asset Backed Security - Varlığına Dayalı Menkul Kıymetleri
ABSPP	ABS Purchase Programme-Varlığa Dayalı Menkul Kıymet (ABS) Alım Programı
AIG	American Internatınonal Group, Inc.-ABD Sigorta Şirketi
AMLF	Asset-Backed Commercial Paper Money Market Mutual Fund Liquidity Facility-Varlığa Dayalı Finansman Bonosu Para
BDDK	Bankacılık Düzenleme ve Denetleme Kurumu
BOE	Bank of England-İngiltere Merkez Bankası
BOJ	Bank of Japan – Japon Merkez Bankası
CBPP	Covered Bonds Purchase Programme - İpotekli Menkul Kıymet Alım Programı
CDO	Collateralized Debt Obligations-Teminatlandırılmış Borç Yükümlülükleri
CDS	Credit Default Swap-Kredi Temerrüt Swapları
CPFF	The Commercial Paper Funding Facility-Ticari Kağıt Fonlama Kolaylığı
DİBS	Devlet İçi Borçlanma Seneti
DN	Danimarka Merkez Bankası
ECB	European Central Bank-Avrupa Merkez Bankası
ETF	Exchange-Traded Funds-Borsa Yatırım Fonu
FDIC	Federal Deposit Insurance Corporation-Federal Mevduat Sigorta Kuruluşu
FED	Federal Reserv Bank
FOMC	The Federal Open Market Commitee-Federal Açık Piyasa Kurulu
GEGP	Güçlü Ekonomiye Geçiş Programı
GSMH	Gayri Safi Milli Hasıla
IMF	International Monetary Fund- Uluslararası Para Fonu
JGB	Japanese Government Bonds-Japon Devlet Tahvilleri
J-REIT	Japan Real Estate İvestment Trusts-Gayri Menkul Yatırım Fonu
KDK	Kredi Dereceleme Kuruluşları
KDV	Katma Değer Vergisi
KKBG	Kamu Kesimi Borçlanma Gereksinimi
KOBİ	Küçük ve Orta Büyüklükteki İşletmeler
LSAP	Large-scale asset purchase - Büyük Ölçekli Varlık Alım
LTRO	Long Term Refinancing Operations-Uzun Dönem Finansman Operasyonları
MBS	İpoteğe Dayalı Menkul Kıymet
MMIFF	Para Piyasası Yatırımcı Fonu Kolaylığı- Money Market Investor Fund Facility
OMT	Outright Monetary Transactions - Karşılıksız Parasal İşlemler
ÖTV	Özel Tüketim Vergisi

PDCF	Primary Dealer Credit Facility- Birincil Satıcı Kredi Kolaylığı
PPK	Para Politikası Kurulu
QQE	Quantitative and Qualitative Monetary Easing-Niceliksel ve Niteliksel Parasal Genişleme Programı
ROK	Rezerv Opsiyon Katsayısı
ROM	Rezerv Opsiyon Mekanizması
ROO	Rezerv Opsiyon Oranı
SMP	Securities Markets Program- Menkul Kıymet Piyasaları Programı
SNB	Swiss National Bank-İsviçre Merkez Bankası
SPV	Special Purpose Vehicle-Özel Amaçlı Kurumlar
TAF	Term Auction Facility-Vadeli İhale Kolaylığı
TALF	The Term Asset-Backed Securities Loan Facility-Varlığa Dayalı Menkul Kıymet Kredi Kolaylığı
TBB	Türkiye Bankalar Birliği
TCMB	Türkiye Cumhuriyeti Merkez Bankası
TDWP	Vadeli Reeskont Penceresi Kolaylığı-Term Discount Window Program
TEFE	Toptan Eşya Fiyat Endeksi
TEPAV	Türkiye Ekonomi Problemleri Araştırma Vakfı
TSLF	Term Securities Lending Facility-Vadeli Menkul Kıymet Borç Verme Kolaylığı
TÜFE	Tüketici Fiyat Endeksi
TÜFE	Tüketici Fiyat Endeksi
TÜSİAD	Türkiye Sanayiciler ve İş Adamları Derneği
YP	Yabancı Para

GİRİŞ

2007 yılında ABD konut sektöründe başlayan kriz, 2008 yılında Lehman Brothers'ın çöküşüyle, modern küresel ekonomik koşullar altında türev piyasalar aracılığıyla hızla tüm dünyayı etkisi altına alarak küresel finansal krize evrilmiştir. Bu kriz fiyat istikrarı kadar finansal istikrarın da önemini gözler önüne sermiştir. Finansal piyasalar aracılığıyla dünyaya yayılan küresel krizin etkileri hem finansal piyasalarda hem de reel sektörde oldukça yoğun bir şekilde hissedilmiştir. Yaşanan süreç, merkez bankalarının geleneksel politika uygulamalarının yetersiz kalması nedeniyle yeni ve alışık olunmuyan politika deneyimlerini de beraberinde getirmiştir.

Üç ana bölümden oluşan çalışmanın konusu küresel kriz sonrasında uygulanan para politikalarını incelemektir. Bu doğrultuda çalışmadaki esas amaç, TCMB'nin finansal krizden önceki ve krizden sonraki politika uygulamalarını karşılaştırmak ve krizin politika çerçevesinde neden olduğu değişiklikleri değerlendirmektir. Bu bağlamda, çalışmanın birinci bölümünde Türkiye'de yaşanan Kasım 2000 ve Şubat 2001 krizlerine giden süreç, sürecin ekonomi üzerindeki etkileri ve bu etkilerin giderilmesi için uygulanan politika tedbirleri yer almaktadır. Türkiye'nin içsel dinamiklerinden kaynaklanan ikiz kriz sonrasında kabul edilen ve "Güçlü Ekonomiye Geçiş Programı" diye bilinen istikrar programı genel hatlarıyla ele alınmıştır. Krizin çıkış noktası olan bankacılık sektörünün güçlendirilmesini hedefleyen bankacılık sektörü yeniden yapılandırma programı incelenmiştir. Programın para politikası ayağında ise TCMB'nin yeni politika çerçevesi ve bu çerçeve dahilinde ilk kez uygulanan enflasyon hedeflemesi rejimi tüm ayrıntılarıyla tartışılmıştır. Bu çerçevede, Türkiye'nin örtük enflasyon hedeflemesi rejimi ve rejimin uygulanma nedenleri de açıklanmıştır. Nitekim, enflasyon hedeflemesi rejiminin teorik çerçevesinin anlaşılması, diğer para politikası stratejilerine göre avantaj ve dezavantajlarının karşılaştırılması ve Türkiye'deki uygulama şekillerinin anlaşılması açısından birinci bölüm önem arz etmektedir. 2008 finansal krizine kadar eksiksiz bir şekilde sürdürülmüş yeni para politikası çerçevesinin performansı makro ekonomik büyüklükler bağlamında ilk bölümün son kısmında değerlendirilmiştir.

İkinci bölümde küresel krizin ortaya çıkış süreci ve kriz oluşumuna neden olan unsurlar ayrıntılı bir şekilde verildikten sonra, krizin gelişmiş ülke merkez bankalarının

politika çerçevesinde neden olduğu değişikliklere odaklanılmıştır. Bu bağlamda, gelişmiş ülke merkez bankalarının uyguladığı geleneksel olmayan para politikası araçlarının ortaya çıkış süreci ve ihtiyaç nedenleri tartışılmıştır. Bu tartışmaların devamında ise küresel kriz sonrası uygulanan miktarsal genişleme, kredi genişlemesi, vade uzatımı, zorunlu karşılıklar, faiz koridoru, sözle yönlendirme ve negatif faiz oranı gibi, geleneksel olmayan politika araçlarının her biri ayrı ayrı incelenmiş ve ülke uygulamalarına değinilmiştir. Özellikle de miktarsal genişleme ve kredi genişlemesi politika araçları üç büyük merkez bankası FED, ECB ve BOJ özelinde incelenmiştir.

TCMB'nin 2010 yılının sonlarından sonra uygulamaya koyduğu yeni politika çerçevesi üçüncü bölümün esasını oluşturmaktadır. Bu bağlamda, öncelikle küresel krizin Türkiye ekonomisine farklı etki kanallarıyla yansımaları makro ekonomik göstergelere bakılarak incelenmiş, daha sonra krize karşı alınan politika tedbirlerine değinilmiştir. Bu bağlamda, krizin etkilerinin azaltılması için uygulanan maliye politikalarına kısaca değinilmiş, daha sonra ise finansal istikrarın artan öneminden ve finansal istikrarı bozucu gelişmelerden bahsedilmiştir. Küresel kriz sonrasında ekonomik istikrarın sağlanması için finansal istikrarın da fiyat istikrarı kadar önemli olduğunu gören TCMB para politika çerçevesinde radikal sayılabilecek değişikliklere gitmiştir. Enflasyon hedeflemesi rejimi altındaki para politikası çerçevesini yeniden gözden geçiren TCMB, fiyat istikrarıyla beraber finansal istikrar amacını da gözeterek makro ihtiyati politika tedbirlerine yönelmiştir. Bu doğrultuda, her iki amacın sağlanması için uygulanan zorunlu karşılıklar, rezerv opsiyon mekanizması, faiz koridoru gibi, geleneksel olmayan politika araçları ayrı ayrı incelenmiştir. Üçüncü bölümün son kısmında ise uygulanan yeni politika çerçevesinin ekonomiye nihai etkileri bazı makro ekonomik değişkenler ele alınarak değerlendirilmiştir.

BİRİNCİ BÖLÜM

TÜRKİYE'YE ÖZGÜ KASIM 2000 - ŞUBAT 2001 KRİZLERİ VE KRİZDEN ÇIKIŞ İÇİN UYGULANAN POLİTİKA TEDBİRLERİ

1.1 Kasım 2000 – Şubat 2001 Krizlerinin Ortaya Çıkış Nedenleri

Krizin ortaya çıkış aşamaları incelendiğinde, Türkiye ekonomisinin yaşadığı ve kronik hal alan bunalımlar o dönemki hükümetlerin istikrar politikalarının veya bu politikaların uygulama aşamasındaki teknik sorunların bir sonucu olsa da, sorunun özü 1980'den 90'lı yılların sonuna kadar hayata geçirilen neo-liberal politikalara dayanmaktadır. Uygulanan bu politikalar ulusal ekonominin dinamiklerini denetimsiz bırakarak, yönetimi yönlendirilmemiş piyasa güçlerinin eline terk etmeyi amaç edinmiştir (Yeldan, 2002: 3).

Daha anlaşılır ifade etmek gerekirse, Türkiye 1980 tarihli 24 Ocak kararlarıyla Türkiye hızlı bir değişim ve dönüşüm evresine girmiştir. Ocak kararlarıyla finansal liberalizasyonun, globalleşmenin, özelleştirmenin, devletin yetki alanının küçültülerek daha etkisiz hale getirilmesinin, sermaye hareketlerinin ve buna bağlı olarak döviz kuru-faiz oranları hareketlerinin serbestleştirilmesinin önü açılmıştır. Kararların büyük bölümü finansal kesimi kapsayan reformlardan ibaret olmuştur. Uygulanan yeni neo-liberal politikalar, temelde serbest piyasa ekonomisinin önünde engel oluşturabilecek kısıtlamaların ortadan kaldırılmasını, bankacılık sistemine girişin kolaylaştırılmasını ve rekabetin özendirilmesini amaçlamıştır (Karaçor, 2006: 384).

90'lı yıllarda Türk mali piyasaları derinlik kazanmış gibi görünse de, süreç tasarruf-yatırım faaliyetlerini arttıramamış ve yatırımlara yönelik kredi havuzu genişlememiştir. Süreç sonunda Türkiye'nin iktisadi faaliyetleri dışa bağımlı hal almış, reel üretim süreci dalgalanmalara maruz kalmış, rant elde etme güdüsü ile yapılan işlemler gelir dağılımını bozmuştur. Yeldan (2001a: 129) tarafından yapılan çalışmada Türk finans sisteminin evrimine etki eden üç temel sürecin yaşandığı gösterilmiştir. Bu süreçler:

- 1) Finansal liberalizasyon kapsamında dizayn edilen araçların büyük bir bölümünün kamu kesiminin borçlarının finanse edilmesi amacıyla kullanılması
- 2) Para ikamasinden (dolarizasyon) doğan tehdit

- 3) Kısa vadeli spekülâtif sermaye akışının ulusal finans sisteminde ve reel ekonomide giderek daha fazla istikrarsızlığa neden olması

Öte yandan, Türkiye ithal ikamesi üretim politikasından vazgeçerek serbest piyasa mekanizmasını esas alan ihracat odaklı sanayileşme politikasını benimsemiştir. Ancak, küreselleşmeyi amaçlayan Türkiye ekonomisi neredeyse bir bütün haline gelmiş küresel piyasaya entegre olmakta ve yaşanan teknolojik devrimlere zamanında yetişmekte gecikmiştir. Siyasi gerginlikler, sıklaşan seçim ekonomileri, spekülâtif ve kısa vadeli sermaye akışı, sağlıksız ve yapay büyümeye dayalı ekonomik yapı, etkin kaynak tesisinin oluşturulamaması gibi, nedenler söz konusu gecikmenin ana nedenleri olmuştur. Türkiye ekonomisi istikrarsızlık-kriz-büyüme sarmalına yakalanmıştır. Tüm bu olumsuzluklar kriz olasılığını daha da belirginleştirmiştir. Olumsuz enflasyon beklentisi, denetimsiz kamu maliyesi, şeffaflıktan uzak mali piyasa, yüksek risklilik, belirsizlikten kaynaklı güvenilirlik kaybı, yüksek para ikamesi (dolarizasyon), istikrarsızlık gibi, faktörler 2000-2001 krizine giden süreci beslemiştir (Karaçor, 2006: 385-386). Tüm bu bilgiler ışığında çalışmanın bundan sonraki kısmında Kasım 2000 ve Şubat 2001 krizlerini ortaya çıkaran nedenler ve yaşanan süreç daha ayrıntılı ele alınmıştır.

1.1.1 Kasım 2000 Krizinin Gelişim Süreci ve Krizi Tetikleyen Unsurlar

90'lı yıllarda uluslararası piyasalarda yaşanan beklenmedik gelişmeler ve krizler bir çok gelişmekte olan ülke gibi, Türkiye ekonomisini de olumsuz yönde etkilemiştir. Özellikle de, Rusya krizi bavul ticareti başta olmakla, genel dış ticareti olumsuz etkilemiştir (Fırat, 2009: 508). Diğer yandan, bu dönemde hükümet borçlanma ihtiyacını yurt içi finansmanla sağlamıştır. Bu eylem mali yapı üzerindeki baskıları arttırarak, piyasa faizli nakit iç borcu ve bu borçların faiz ödemelerini ciddi şekilde arttırmıştır (Celasun, 2002: 10). Ticari bankalar böyle bir ekonomik ortamda kur- faiz farkından yararlanarak dış piyasalardan borçlanmış ve elde ettikleri kaynakları kamunun finansmanında kullanmıştır. Finansal kesimin reel sektör yerine kamuyu finanse etmeye yönelik krediler açması ekonomide dışlanma etkisinin* ortaya çıkmasıyla sonuçlanmıştır. İç borçlanma gereğinin tamamı kısa vadeli kredilerle

* Kamu harcamalarını ve kamu yatırımlarını finanse etmek amacıyla devletin iç borçlanma kaynaklarına yönelmesi faiz oranlarının yükselişe geçmesiyle sonuçlanır. Böylesine bir ortamda özel sektör yatırım maliyetleri artar, özel sektör harcamaları ise azalır. Özel sektörün piyasadaki etkinliğini azaltan bu durum iktisat literatüründe "crowding out", yani "dışlama etkisi" olarak adlandırılır.

sağlanmıştır. Vadelerin kısalmasıyla birlikte faiz oranlarında hızlı bir yükseliş yaşanmıştır. Katlanarak artan iç borç, borçların faiz ödeme maliyetleri ve bir türlü gerçekleştirilmeyen vergi reformu bütçe yapısını iyice bozmuştur. Ayrıca, kamu finansman için her ne kadar iç borçlanmaya yönelse de, iç piyasadan elde edilen bu kaynağın kendisi de kur riski üstlenilerek dış piyasalardan sağlanmıştır. Bu bağlamda, kreditorlerin Türkiye`den elde ettikleri kaynak akışında hiç bir değişiklik olmamış, sadece şekli değişmiştir (Yıldız, 2014: 87-88, Ünsal, 2003: 196).

Genel olarak, Türkiye açısından 90`lı yıllar, siyasi istikrarsızlık ve seçim ekonomileri gölgesinde, reel ekonomi politiklarından uzak, spekülative ataklara açık, kısa vadeli sermaye akışlarına dayanan ve yapay büyüme rakamlarıyla geçen kayıp yıllar olarak değerlendirilmektedir (Karaçor, 2006: 386). Tüm bunlara ek olarak, 90`larda ekonomi istikrarsızlık-kriz-büyüme kısır döngüsüne sıkışıp kalmış, büyüme oranlarının volatilitesi artmıştır. Ayrıca, 1990`lı yılların ortasından itibaren dünyada enflasyon oranlarında düşüş trendi gözlemlenmesine karşın, ülkemizde tam tersi bir durum söz konusu olmuştur. Bu on yıllık dönemin ilk yarısında enflasyon oranları % 65-70, ikinci yarısından itibaren ise % 80-90 aralığında gerçekleşmiştir. Nominal faiz oranları ise tüm on yıl boyunca neredeyse % 100`ün üzerinde seyretmiştir. (Akyüz ve Boratav, 2003: 1, Kibritçioğlu, 2001: 4).

Tüm bu ekonomik olumsuzlukların ortadan kaldırılması amacıyla, 1998`de bir takım taahhütler içeren Yakın İzleme Anlaşması imzalanmış, Aralık 1999`da ise üç yıllık bir süreci kapsayacak yeni bir stand-by anlaşması için Niyet Mektubu IMF`ye gönderilmiştir. 22 Aralık 1999`da kabul edilen ve maliye, gelirler, para ve kur politikalarıyla birlikte yapısal düzenlemeleri de kapsayan programın temel gayesi tüketici enflasyonunu 2000 yılının sonunda % 25`e, 2001`de % 12 ve 2002`de % 7`e indirmek, reel faiz oranlarını daha kabul edilebilir seviyelere çekmek, adil ve etkin biçimde kaynak dağılımını sağlamak ve ekonominin büyüme kabiliyetini arttırmak olmuştur (Bağımsız Sosyal Bilimciler, 2006: 14, Önder, 2005: 219).

Söz konusu hedeflere ulaşmak için, Enflasyonu Düşürme Programı aşağıdaki üç temel ögeyi içerir; (TCMB, 1999)

- a) Faiz dışı fazlanın artması için, sıkı mali politikaların uygulanması, yapısal reformların hayata geçirilmesi ve özelleştirmelerin hızlandırılması
- b) Enflasyon hedefi ile uyumlu gelirler politikasının uygulanması

c) Enflasyonun makul düzeylere çekilmesine yönelik para ve kur politikalarının tasarlanması

Döviz kurunu nominal çapa olarak kullanan bu programla, 2000 yılı sonuna kadar TEFE enflasyonu % 20 ve TÜFE enflasyonu ise % 25 olarak hedeflenmiştir. Ayrıca, otoriteler program kapsamındaki 18 aylık bir zaman dilimi için, TL'nin 1 USD ve 0.77 Euro'dan oluşan kur sepeti karşısındaki değer değişimini önceden ilan etmiştir (Celasun, 2002: 14) Programın ikinci 18 aylık döneminde ise aşamalı olarak genişleyen bant sistemine geçileceği ve enflasyon hedefine uygun bir kur politikası uygulanacağı kararlaştırılmıştır (Kansu ve Baydur, 2008: 31) Buna göre, bant aralığı 1 Temmuz 2001'den 31 Aralık 2001'e % 7,5'e, 30 Haziran 2002'e kadar % 15'e ve 31 Aralık 2002'e kadar ise % 22,5'e yükseltilecektir. Bu çerçevede, Merkez Bankası "bant" içerisindeki hareketlere müdahale edilmeyeceğine ve kurların ileri dönem hareketlerine ilişkin taahhütte bulunmuştur. Tüm bu uygulamalarla piyasa katılımcılarının önlerini görebilmeleri ve enflasyonla ilgili beklentilerini minimum düzeylere çekmesi hedeflenmiştir (TCMB, 1999).

Döviz kuru politikasının desteklenmesi için, Merkez Bankası parasal genişlemeyi belli bir kurala bağlamıştır. Buna göre, parasal tabandaki değişiklik sadece bilançolarda mevcut net yabancı varlık pozisyonlarındaki değişimlerle sınırlandırılacaktır. Bu amaçla, net iç varlıklara da bir tavan koyulmuştur. Bununla birlikte, piyasanın likidite ihtiyacı da göz önünde bulundurularak, zorunlu karşılık oranları indirilmiştir. Ayrıca, net iç varlık stoğunun mevcut parasal tabanının +/- % 5,5'lik bant aralığında dalgalanmasına izin verilecek ve Aralık 1999 yılındaki seviyeye sabitlenecektir. Gerekli durumlarda bu tutar ilerleyen zaman aralıklarında yeniden düzenlenebilecektir (Yeldan, 2001b: 6).

Enflasyonu Düşürme Programının ilk temel ögesi olan sıkı maliye politikası ve uygulanacak yapısal reformlarla faiz dışı bütçe fazlasının artırılması hedeflenmiştir. Bu kapsamda, 1999 sonunda GSMH'nin % 2'si kadar açık veren toplam kamu kesimi faiz dışı dengesinin, 2000 yılında GSMH'nin % 2.2'si kadar fazla vermesi, 2001 ve 2002 senelerinde ise bu fazlanın % 3.7'e yükselmesi öngörülmüştür. 1999 yılının Ağustos ayında yaşanan deprem felaketi sonrasında yapılan devlet harcamaları istisna olarak kabul edilirse, önemli ölçüde mali iyileşme yakalanmıştır. Yakalanan bu iyileşmenin

sürdürülebilir olaması için, kamu yönetimi ve şeffaflık, vergi, sosyal güvenlik, tarımsal sübvansiyonlar, özelleştirme, sermaye piyasası ve bankacılık sektörünün denetlenmesi ve düzenlenmesi gibi konuları kapsayan alanlarda yapısal reformların hayata geçirilmesi gerekmiştir. Ayrıca, 2000 yılında % 5.6'lık bir büyüme oranının yakalanması ve ilerleyen süreçte bu gidişatın sürdürülmesi hedeflenmiştir (Kadıoğlu, Kotan ve Şahinbeyoğlu, 2001: 2-3).

Programın uygulamaya konulduğu ilk 10 aylık zaman diliminde başarı sağlandığı görülmüştür. Şöyle ki programda öngörülen parasal, mali ve döviz kuru hedefleri tam olarak hayata geçirilmiş ve elde edilen bu başarı sonrasında hükümet otoritelerine IMF tarafından övgüde bulunulmuştur. Ancak, Şubat ayından itibaren yurtiçi fiyat hareketlerindeki değişimin ve döviz kuru hareketliliğinin yavaşlamasına karşın enflasyon oranlarında gerçekleşen azalma, hedeflenen enflasyonun oranlarının çok daha üstünde kalmıştır. Tablo 1'den görüldüğü üzere, 1999 ve 2000'in sonlarında % 20.3'lük kur artışına karşın TEFE ve TÜFE endeksleri sırasıyla % 32.7'e ve % 39'a düşmüştür. Buna göre, TL TEFE bazında % 10.4, TÜFE'ye göre ise % 15.6 oranında değerlendirilmiştir (Boratav ve Yeldan, 2006: 428-429).

Ayrıca, dezenflasyon programının uygulama safhasında yabancı yatırımcı döviz kuru riski, getiri riski ve temerrüt riskinden arındırılmıştır. Bu durum yatırımcıya piyasa faizinden arbitraj fırsatı elde etme imkanı tanımıştır. Herhangi bir sterilizasyon uygulanmadığından piyasalarda likidite yükselmiş, faiz oranları düşmüş ve getiri eğrisi aşağı yönde harekete geçmiştir. Borç stoğu faiz ödemelerinin gelecek maliyetlerinin azalmasıyla beraber varsayılan risk ortadan kalkmış ve daha fazla sermaye girişi yaşanmıştır. Bunun yanı sıra bazı bankaların aşırı miktarda kamu menkul kıymet alması ve aşırı alımlar sonucunda açık arttırma fiyatlarının yükselmesi faiz oranlarının düşmesinin diğer bir nedeni olarak gösterilebilir (Alper, 2001: 62)

Tablo 1. 2000 Yılı Makroekonomik Hedefleri ve Gerçekleşmeler

Makroekonomik Değişken	Program Hedefi	Gerçekleşen
GSMH Büyümesi (%)	5	6,3
Kur (sepet artışı)	20	20
TEFE Enflasyonu (%)	20	33
TÜFE Enflasyonu (%)	25	39
Cari Açık (Milyar dolar)	-4	-9.8
Özelleştirme (Milyar dolar)	7.6	3.3

Kaynak: Önder, Para Politikası: Araçları, Amaçları ve Türkiye Uygulaması, 2005: 225

Enflasyon hedefinin tutturulamaması TL'nin aşırı değerlenmesine neden olmuş, halkın ithal mallara olan talep eğilimi yükselmiş ve bunun sonucunda ihracatta rekabet kabiliyetinin yitirildiği bir tablo ortaya çıkmıştır. Eksik belirlenen kurlar sanayi alanında girdi olarak kullanılan ara mallara olan talebi de yükseltmiş, ithalat ve tüketim artmıştır. İthalat ve tüketimdeki artışlar nedeniyle, büyüme programda tahmin edilenden daha yüksek gerçekleşmiştir (Güloğlu ve Altınoğlu, 2002: 129).

Bir ekonomide yaşanabilecek olumsuzluklar içsel nedenlerden kaynaklanabileceği gibi, dışsal şoklar nedeniyle de ortaya çıkabilmektedir. IMF destekli enflasyonla mücadele programını bu kapsamda değerlendirmek yanlış olmayacaktır. 2000 senesinde programın gidişatını etkileyecek üç önemli dış gelişme meydana gelmiştir. İlk olarak, FED ABD ekonomisindeki aşırı ısınmayı engellemek için 100 baz puan faiz arttırmıştır. İkinci olarak, aynı sene itibarıyla petrol fiyatları yükselmiştir. Son olarak, ABD dolarının euro karşısında değerlenmesiyle birlikte, Euro/\$ paritesi 1.01'den 0.84'e gerilemiş ve yıl sonuna doğru 0.94'le sonuçlanmıştır. Bu dönemde Türkiye'de üretimde kullanılan ara girdi ve hammadde ithalatı dolar cinsinden gerçekleştirilirken, en önemli ticaret ortağı olan Avro bölgesine yapılan ihracat ise avro cinsinden gerçekleştirilmiştir. Dolar/avro paritesindeki bu gelişme cari işlemler açığının daha da bozulmasında önemli rol oynamıştır (Alper, 2001: 73).

Türkiye'den daha önce İsrail (1985) ve Meksika (1989) gibi, ülkelerin uyguladığı ve temel amacı enflasyonla mücadele olan bu gibi heteredoks (sıkılaştırıcı maliye ve para politikalarının yanında ayrıca ücret, fiyat ve kur artışlarının da belli bir süre için kısıtlanması) programlarda başarı sağlanmıştır. Ancak, Türkiye'de uygulanan program

sadece kur artışlarını sınırlandırmıştır. Özatay (2009a) tarafından da belirtildiği üzere, fiyat ve ücret artışlarına yönelik bir karar kabul edilemediğinden program “mahcup heteredoks program” olarak nitelendirilmiştir (Özatay, 2009b: 38).

Bu dönemde bankacılık sektöründe döviz cinsinden yükümlülüklerin döviz cinsinden alacaklardan daha fazla olması yanında, döviz cinsinden likit varlıkların döviz cinsinden likit borçlara oranı da giderek azalmıştır. Bankacılık sektörünün varlıklarının vadesi ile borçlarının vadesi arasındaki uçurumun giderek büyümesi bir başka önemli sorun olmuştur. Ayrıca, mevduatların kayda değer bir kısmı kısa vadeli olmakla birlikte repoların da ağırlığı giderek fazlalaşmıştır. Bu olumsuzluklar sektöre kur ve faiz riski olarak yansımış ve her geçen gün bu risklere karşı sektörün kırılganlığı artmıştır (Özatay, 2009b: 88).

Yapısal reformların önemli bir parçası olan bankacılık sektöründe denetim ve düzenleme eksik kalmakla beraber, sektördeki bankaların ciddi bir kısmı sermaye yetersizliği çekmiştir. Bu bankalar genellikle kurucusunun finansörlüğünü yapmış, bazı durumlardaysa bankaların kasası vurgunlar yoluyla boşaltılmıştır. Gecikmeli de olsa 1999 senesinde Bankacılık Yasası çıkarılmış ve uygulanan program kapsamında Bankacılık Düzenleme ve Denetleme Kurumu oluşturulmuştur. Bu sefer de söz konusu kurumun gecikmeli olarak işlevsel hale gelmesi ve denetimlerin uygulanma biçimi sektöre yönelik güvenilirliği azaltmış, panik hareketlerini arttırmıştır (Yay, 2001: 14).

Bu süreçte, bankaların bilanço içi ve bilanço dışı işlemlerinin sonucu olarak ortaya çıkan riskler bankacılık sektöründe asimetrik gelişmiştir. Şöyle ki, kamu bankaları ile özel bankalar ve özel bankaların kendileri de içlerinde ayrılmıştır. Kamu bankaları faiz riskine daha duyarlı oldukları halde özel bankalar kur riskine karşı kırılgan olmuştur (Akyürek, 2006: 23). Piyasa faiz oranlarının yükselmesine rağmen, kamu bankaları kredi genişlemesini devam ettirmiştir. 2000 yılının sonunda görev zararları 20 milyar dolara yaklaşmıştır. Söz konusu meblağ bankacılık sektörünün toplam varlıklarının %14'ü ve GSYİH'nin ise % 10'nu aşmıştır. Hazine Müsteşarlığı ise bankalara olan kamu borçlarını eksik ödeyerek, sermaye yetersizliğinden kaynaklanan liktide sıkışlığına neden olmuştur (Ertuğrul ve Selçuk, 2002: 31-32). Özel bankalarda ise repo cinsinden kısa vadeli borçlanma araçlarının banka bilançolarındaki mevcut ağırlığının yüksek olması ciddi sorun haline gelmiştir. Oransal olarak, 1999 sonu

itibariyle repoların TL mevduatları içerisinde payı özel bankalarda % 106,6 seviyesindeyken, bu oran kamu bankalarında % 13,6 seviyesinde olmuştur. Özel bankalarda yabancı para cinsinden mevduatların yerel para cinsinden mevduatlardan yüksek olması bir başka önemli sorun olarak kalmıştır. Haziran 2000`de bu oran kamu bankalarında % 32`iken, özel bankalarda % 285 düzeyine çıkmıştır (Özatay, 2009a: 40).

İfade edildiği üzere, bu dönemde özel bankalar da kendi aralarında ayrılarak heterojen bir yapı oluşturmuştur. 1995 senesinden itibaren bir çok özel banka giderek artan biçimde kendi portföylerini devlet içi borçlanma senetleri ile zenginleştirmiştir. Bu finansman türü o dönemde tüm özel bankaların portföyünde bulunmuştur. Fakat, orta kaldıraçlı banka olan Demirbank diğer özel bankalardan farklı olarak, portföyünün büyük bir kısmını bu varlık türü ile “zenginleştirmiştir” ve bu durum önemli bir risk birikimi oluşturmuştur. Demirbank`ın DİBS portföyünün toplam varlıkları içerisinde payı diğer özel bankaların iki misli olmuştur. Ayrıca, bu banka geleneksel bankacılık işlemleri olan mevduat toplamak ve kredi yaratmakta aktif bir pozisyon almamıştır. Demirbank portföyünü ağırlıklı olarak kısa vadeli repolarla devam ettirmiştir. Portföyü büyük oranda uzun vadeli varlıklardan oluşan Demirbank işlemlerini bankalararası piyasalardan kısa vadeli repolarla borçlanarak sürdürmüştür. Son olarak, işlemlerini TL repolarıyla finanse eden Demirbankın, döviz yükümlülük oranı düşük düzeylerde seyretmiştir. 2000 yılının başından itibaren ise bu oran keskin yükseliş sergilemiş ve son çeyrekte düşüş göstermiştir. Demirbank gibi küçük ve orta kaldıraçlı bir bankanın yüksek kaldıraçlı işlemler yapması sektörün risk düzeyini ve kırılganlığını daha da artırmıştır (Özatay ve Sak, 2003: 10).

Seçim sonrasında oluşturulan koalisyon hükümeti piyasalarda güven ortamını tesis edememiş ve uygulanacak politikalarda ortak konsensus sağlayamamıştır. Siyasal gerginlikler yapısal reformların hayata geçirilmesinde ciddi gecikmelere sebebiyet vermiştir (Keskin, Kiriş ve Şentürk, 2006: 52). Buna ek olarak, daha önceden enflasyonu azaltmak için uygulanan ve bir kısmı yarıda kesilen 16 IMF destekli programın başarısızlığı yeni programa olan inancı da azaltmıştır (Uygur, 2001: 10). Öte yandan, yapılması gereken ekonomik reformlar aksamış ve mevcut hükümet içinden özelleştirilmelere karşı muhalif sesler yükselmiştir. 2000 yılının ikinci yarısından itibaren piyasalar tarafından programın sürdürülemeyeceğine ilişkin kuşku giderek artmıştır. Özellikle, iç politikanın önemli tartışma maddelerinden olan Türk Telekom ve

Türk Hava Yollarının özelleştirilmesi meselesi gerçekleştirilmemiştir. Bu durum bir sonraki seneye ilişkin mali beklentilerin de boşa çıkmasına neden olmuştur (Ertuğrul ve Selçuk, 2002: 33, Akyürek, 2006: 21).

Enflasyonu düşürme programının bir başka aksayan ayağı da ekonomideki mevcut cari işlemler açığı sorunu olmuştur. 1999 senesinde mevcut cari işlemler açığının net uluslararası rezervlere oranı %5.9`iken, bu gösterge 2000 yılının Haziran ayında % 28`e, yıl sonunda % 49.7`e yükselmiştir (Yeldan, 2002: 5). TL`nin aşırı değerlenmesi ve faizlerin düşmesinin oluşturduğu etkiyle, 1999 yılında 1.4 milyar dolar olan cari açık, 2000 yılı sonunda 9.8 milyar dolara yükselmiştir. Dış ticaret açığının yükselmesi de cari açığa önemli katkı sağlamıştır. Şöyle ki, ithalat önceki yıla göre % 37 oranında ve ihracat ise sadece % 4.5 oranında artış sağlamıştır. Bu sonuçlara göre, dış ticaret açığı önceki seneye göre % 114.3 artarak, 2000 yılında 22.4 milyar dolar olmuştur. Diğer taraftan, programa istinaden cari işlemler açığının GSYİH`ya oranı % 1-2 aralığında olması beklenirken, bu oran 2000 yılında % 4.9 olmuştur (Keskin, Kiriş ve Şentürk, 2006: 57).

Kasım krizinin meydana gelmesinde bir diğer önemli paydaş olan Bankacılık Düzenleme ve Denetleme Kurumu (BDDK), IMF`nin baskısı altında 1999 yılında oluşturulmuştur. BDDK`nın faaliyete başlaması ise Ağustos 2000`e ertelenmiştir (Tunç, 2003: 45). Bu tarihten itibaren bankaların düzenlenmesi ve denetlenmesi görevi idari ve mali yetkilere sahip BDDK`ya teslim edilmistir (BDDK, 2001a: 4). Ayrıca, dezenflasyon programının öncesinde, Aralık 1999`da TMSF 5 bankayı kendi bünyesine almıştır. Bu faaliyet bankacılık sektöründeki sıkıntıları hafifletmemiştir ki, TMSF tarafından iki banka daha 27 Ekim 2000`de devralınmıştır. Yaşanan son devralma işlemi BDDK`nın kurulmasından bir ay sonra gerçekleşmiştir. Öte yandan, TMSF bünyesindeki bankaların yöneticilerine operasyonlar düzenlenmiş, bu gelişme sonrasında sektörün kredibilitesi ağır darbe almıştır (BDDK, 2010: 20, Özatay ve Sak, 2003: 23).

Bankaların sektör içerisinde bir birine karşı olan güven kaybı, sektörün geleceğine ilişkin kaygının en önemli nedenlerinden olmuştur. Güven kaybının en simgesel örneği, likidite fazlası olan bankaların interbank piyasalarda geçici likidite sıkışıklığı çeken bankalara borç verme direncinin artmasıdır (Tunç, 2003: 45). Bankalararası piyasada

sermaye fazlası bulunan bankalar Demirbank gibi finansman sorunlarıyla boğuşan bankalara borç vermemekte ısrarcı tutum sergilemiştir. Bu durum 20 Kasım 2000 tarihinde likidite krizinin başlamasını tetiklemiştir. Kriz alınan önlemlerle Aralık 2000`de sonlandırılabilmiştir. İlk önceleri, net iç varlıklara getirilen limitleri aşmamak için Merkez Bankası gereken likiditeyi piyasaya sürmemiştir. Diğer taraftan, sektörün sorunlu aktörlerinden olan Demirbank`ın elinde bulundurduğu dev menkul kıymet stoğunu satmaya başlamasıyla ikincil piyasalarda faiz oranları artmıştır. Faizlerin stop-loss diye tabir edilen düzeye ulaşmasıyla birlikte sabit getirili menkul kıymet piyasasında satışlar daha da artmıştır (Akçay, 2003: 173).

22 Kasım 2000`den itibaren yabancı yatırımcılar Türkiye`yi terk etmeye başlamıştır. Yabancı yatırımcıların ülkeden ayrılmasıyla beraber Merkez Bankası 6 milyar dolar döviz satmıştır. Geriye kalan yatırımcıların da dövize saldırısıyla birlikte piyasada mevcut TL stoğu yükselmiş ve bu durum faiz oranlarının daha da yükselmesiyle sonuçlanmıştır (BDDK, 2010: 23).

Bunların sonucunda Merkez Bankası uygulayacağı politikalarda ikilem arasında kalmıştır. Yani, ya sabit kur sistemi devam ettirilecek ve piyasalara likidite sağlanmayacak ya da kur sistemi terk edilecek ve likidite sıkışıklığına müdahale edilecektir. Merkez Bankası ilk önce kural gereği müdahale etmese de, sonrasında kuralı görmezden gelerek piyasaya ek likidite sağlamıştır. Sağlanan likidite döviz talebinin daha da artmasına neden olmuştur. Artan döviz talebini karşılamak adına Merkez Bankası 5,7 milyar dolarlık döviz satmıştır (Kansu ve Baydur, 2008: 36). 30 Kasım`da Merkez Bankası aldığı kararla net iç varlıkların sabit tutulacağını piyasaya duyurmuştur. Kararın duyurulmasından hemen sonra gecelik faiz oranları fırlayarak % 316 seviyelerine kadar gelmiş ve bankacılık sektöründeki sorunlar giderek daha da kritik hal almaya başlamıştır (Balmumcu ve Süslü, 2017: 14). Likidite enjeksiyonunun daha fazla döviz talebi yaratması sebebiyle Merkez Bankası likidite aktarımını durdurmuş ve 1 Aralık 2000`de yıllık faiz oranları % 873 seviyesine fırlamıştır. Devam eden süreçte Demirbank TMSF kontrolüne alınmıştır (Gençay ve Selçuk, 2001: 2).

Aralık`ta hükümet IMF`den ek kredi paketi istemek için yeniden masaya oturmuştur. Hükümet, harcamalarda daha fazla kesinti, vergi artışları, tarımsal sübvansiyon politikalarının yürürlükten kaldırılması, özelleştirme, finansal sektörün

yeniden yapılandırılması, mal ve hizmet piyasalarının daha da liberalleştirilmesini kapsayan yeni taahhütler karşılığında IMF`den 10,5 milyar dolarlık Ek Rezerv Kolaylığı elde etmeyi başarmıştır (Akyüz ve Boratav, 2003: 1556) TCMB, Kasım krizini 5,7 milyar dolar tutarında rezerv kaybı, yüksek faiz ve en önemlisi de elde edilen Ek Rezerv Kolaylığı yardımıyla savuşturmuştur. Kriz bu denli yüksek maliyetli bir yol izlenerek atlatılmasına rağmen sabit kur sistemi ısrarla devam ettirilmiştir (Kansu ve Baydur, 2008: 36; Uygur, 2001: 8).

Kasım 2000`de patlak veren krizin bir likidite krizi olduğuna ilişkin genel bir fikir birliği mevcut olmasına karşın, krize sebebiyet veren politikalara ilişkin farklı bakış açıları bulunmaktadır. Şöyle ki, bir kesim iktisatçılara göre, kriz IMF`nin Türkiye`nin makroekonomik dinamiklerini dikkate almadan hazırladığı yanlış politika uygulamaları sonucunda patlak vermiştir.

Fischer (2001: 18-19), krizin bankacılık sektöründeki sorunlarla daha fazla ilişkili olduğunu savunmuş, dahası mali tedbirlerin yerine getirilmemesini krizi derinleştiren bir başka faktör olarak görmüştür. Dornbush (2001: 747), yaşanan krizi bankacılık krizi olarak değerlendirmiştir. Ona göre, bir çok sorunlu bankanın bulunduğu böyle bir ortamda kredi kanallarında yaşanan çekilme bankacılık krizini tetiklemiştir. Döviz satışından kaynaklanan likiditeyi geri satın almak amacıyla, Merkez Bankası`nın bankalara kredi pompalaması uluslararası rezervlerde azalma ile sonuçlanmıştır. Yaşanan rezerv kaybı istikrar programının sürdürülebilirliğini tehdit etmiştir.

Yeldan (2002: 4), para ve maliye otoritelerinin bilinçli bir şekilde piyasaların denetiminden alıkonulduğunu ve programın bankacılık sektörünün kırılğan ve yüzeysel yapısını dikkate almadığını savunmuştur. Ona göre, bu denli bir spekülatif saldırıya karşı değil Türkiye gibi gelişmekte olan ekonomi, hiç bir ülkenin mali sistemi karşı koyamazdı. Yeldan (2002) tarafından krizin oluşma nedeni şu şekilde ifade edilmektedir: "Kriz, programın eksik ya da yanlış uygulanması sonucu değil, piyasaların miyopik tercihleri ve denetimsiz yapısı altında, bizzat uygulanması sonucu çıkmıştı".

1.1.2 Şubat 2001 Krizinin Gelişim Süreci

Bu dönemde IMF Türkiye ekonomisine güçlü finansman sağlamasına rağmen, piyasalardaki risk primi giderek yükselmiştir. Aralık ve Ocak aylarında yaşanan gelişmeler sonucunda piyasa katılımcıları arasında güven kaybı yükselmiştir. Sermaye

akışının kısa vadeli (ağırlıklı olarak gecelik) olması ve yatırımcıların bu fonlar için yüksek faiz oranları talep etmesi ise bu güvensizliğin yansıması olmuştur. Nitekim, piyasa katılımcılarının Türkiye ekonomisine ilişkin Şubat ayı beklentilerinin Kasım ayına göre daha az iyimser olması sebebiyle Şubat krizi esnasında finansal panik söylemi daha az telaffuz edilmiştir. Bununla birlikte, Şubat ayının başında ekonomiye genellikle istikrar hakim olmuş ve normalleşme emareleri gözlenmiştir. Öyleki, borsa yükselişe geçmiş, interbank faiz oranları 2000 krizi önceki seviyelere inmiş ve Merkez Bankası rezervleri tarihindeki en yüksek seviyesini görmüştür (Tunç, 2003: 47-48).

Hazine Müsteşarlığı vadesi gelen 7 milyar dolarlık iç borcu ödemek amacıyla 20 Şubat 2001`de yaklaşık olarak 5 milyar dolarlık iç borçlanma ihalesi hayata geçirmeyi kararlaştırmıştır. Bu miktar o dönemki toplam iç borcun % 10`nuna tekabül etmiştir. Ne yazık ki, ihaleden bir gün önce, hiç beklenmedik bir anda Başbakan Bülent Ecevit, üst düzey siyasilerin ve komutanların da katıldığı toplantıyı terk etmiş, hemen sonrasında ise Cumhurbaşkanı Ahmet Necdet Sezerle aralarında münakaşa yaşandığına ilişkin demeç vermiştir. 19 Şubat 2001 tarihinde yaşanan bu olayın bültenlere düşmesiyle birlikte hisse senedi piyasası bir günde % 18 değer kaybetmiştir. Aynı gün Merkez Bankası 7,5 milyar dolar (toplam rezervlerin üçte biri) satmış ve piyasaya TL cinsinden likidite sağlamayı kabul etmemiştir. Yaşanan krizle birlikte 20 Şubat tarihinde gecelik borçlanma faizi % 2000`e ve hemen ertesi gün ise bu oran % 4000`e fırlamıştır. Hükümet karşılık olarak döviz kuru denetimini esnetmiş ve sonrasında döviz kuru bir haftada % 40 değer kaybetmiştir (Gençay ve Selçuk, 2001: 549).

Bankalar talep ettikleri dövize karşılık TL likidite sağlayamamaları nedeniyle, Merkez Bankasının 20 Şubat`ta sattığı 7,6 milyar doların 6.1 milyar doları geri satılmıştır. Sonuç olarak, 20 Şubat`ta Merkez Bankası sisteme 1,5 milyar dolar satmakla yetinmiştir (TCMB, 2002: 93). Fakat, alınan önlemlere rağmen piyasalarda güven bunalımı atlatılamamış, dolayısıyla 21 Şubat tarihinde de sektörün döviz talebi sürmüştür. Merkez Bankası hem piyasanın ihtiyaçlarını göz önünde bulundurarak hem de sabit kur rejiminin gereği olarak sisteme 3,6 milyar dolar döviz satmıştır. Bankalar ise aldıkları dövizin karşılığı olan TL likiditesini temin etmek için büyük miktarda Hazine itfası gerçekleştirmiştir. Merkez Bankası iki gün içerisinde toplamda 5,1 milyar dolar rezerv kaybına uğramıştır (Önder, 2005:231).

İlerleyen süreçte piyasa baskılarına karşı daha fazla direnemeyen hükümet 22 Şubat'da sabit döviz kurunun terk edilmesine ve dalgalı kur sistemine geçilmesine karar vermiştir (Ertuğrul ve Yeldan, 2003: 53). Dalgalı kur rejimine geçişle birlikte, TL başlıca para birimlerine karşı hızla değer kaybetmiştir. Sonuç olarak, enflasyon keskin bir şekilde yukarı yönde ivme kazanmış, bankacılık sektörü geniş çaplı kur ve vade uyumsuzluğu sorunu yaşamış ve kamu borç miktarı yükselmiştir. Yüksek faiz oranları ve bankaların sermaye yapılarının yeniden yapılandırılması için gereken maliyet söz konusu sorunların oluşmasında temel etken olmuştur. Bununla birlikte, yılın ikinci çeyreğinde Reel GSYİH hızla azalmıştır (Eichengreen, 2001: 9).

Kasım 2000'de yaşanan likidite kriziyle sekteye uğrayan enflasyonla mücadele programı Şubat 2001 döviz kriziyle tamamen ortadan kalkmıştır. Meydana gelen ikiz krizlerde IMF'nin önemli hataları olmuştur. Şöyle ki, bankacılık sektörü ile ilgili yapısal reformların temkinli ve yumuşak önlemleri gerektirmesine karşın IMF radikal önlemler almayı tercih etmiş, bununla da sistemde panik ve iflaslar tetiklenmiştir. Yaşanan bu gelişmelerin önüne geçmek için, 15 Nisan 2001'de IMF destekli "Güçlü Ekonomiye Geçiş Programı" açıklanmıştır (Alptekin, 2009: 486).

1.2 Kasım 2000-Şubat 2001 İkiz Krizlerinin Türkiye Ekonomisine Etkileri

Kasım 2000 ve sonrasında yaşanan Şubat 2001 krizleri piyasada bulunan bir çok şirket ve kurumu olumsuz etkilemiştir. Hem reel sektörde hem de finans sektöründe faaliyet gösteren tüm şirket ve kurumların fonlama maliyetleri yükselmiştir. Mevcut durumda çok sayıda şirket iflas etmiş veya faaliyetlerini durdurmuş, ayakta kalmayı başaran şirketler ise yatırım yapmaktan kaçınmıştır. Ayrıca, piyasalardaki belirsizlik nedeniyle finansal kurumlar reel sektöre kredi açmakta çekingen tavır sergilemiştir. Tüm bu yaşananların doğal sonucu olarak, üretim ve ihracat azalmıştır (Siphai, 2003:115). Krizin Türkiye ekonomisine etkileri; krizin finans ve bankacılık sektörüne etkileri, reel ekonomiye etkileri, enflasyona ve gelir dağılımına etkisi, istihdama ve toplumun sosyoekonomik yapısına etkileri başlıkları altına ele alınmıştır.

1.2.1 Krizin Finans ve Bankacılık Sektörüne Etkileri

"Enflasyonu Düşürme Programı"nın uygulanmasıyla birlikte, 2000 yılında özel sektör bankalarının faiz ve kur riskleri artmış ve yaşanan krizler beklenen riskleri gerçekleştirmiştir. Söz konusu bankalar büyük kayıplar yaşamıştır. Kasım kriziyle

birlikte, mali yapıları bozulan ve özkaynaklarındaki yetersizlik nedeniyle yükümlülüklerini ödeyemeyen 9 banka TMSF bünyesine alınmıştır (TCMB, 2002: 115). 1999 yılından başlayarak TMSF'ye devredilen banka sayısı 2003 itibarile 20'ye yükselmiş, devredilen 8 bankanın lisansı iptal edilerek sektörden elenmiş, 11 banka için ise birleşmede karar kılınmıştır. 2001 yılında sektörde faaliyet gösteren banka sayısı 61 iken, 2004 senesinde faaliyet gösteren banka sayı 48 olmuştur (Yığıtoğlu, 2005: 119).

Krizlerle geçen dönemin ardından bankacılık sektörüyle ilgili yeni tedbir ve düzenlemelerin uygulanmasına başlanmıştır. Tedbir ve düzenlemelerle Türkiye ekonomisinin kırılğan yapısının sağlamlaştırılarak, istikrarlı ve sürdürülebilir yapıya kavuşturulması amaçlanmıştır. Ayrıca, BDDK, diğer bankalara nazaran kamu bankalarının sektörde daha fazla rol oynamasını ve bankacılık sektöründeki öz sermaye ve aktif yetersizliğini bankacılık sisteminin en önemli sorunları olarak görmüştür. Öte yandan, bu süreçte TMSF kontrolünde olan ve satılmayan bankalar ya birleşme yoluna gitmiş ya da bir bankanın diğerine devri ile sonuçlanan kararlar almıştır. Nitekim, izlenen süreç ve alınan kararlar bankaların likidite ve sermaye risklerini beklenen düzeyde etkileyememiştir. Uygulanan politikalar banka sayısının ve şubelerinin azalmasına neden olmuş, dolayısıyla sistemde istihdam edilenlerin işlerini kaybetmesiyle sonuçlanmıştır (Gençler, 2005: 362).

Ciddi yapısal sorunlara sahip bankacılık sektörü Kasım 2000 ve Şubat 2001 krizlerinin ardından söz konusu sorunların daha da derinleşmesiyle tümünden çökmüştür. Şöyle ki, bankalar faiz ve kur riski nedeniyle ciddi kayıplar yaşamış, sektöre olan güven sarsılmış ve bankaların sendikasyon kredilerini çevirme kabiliyeti azalmıştır. Hazine tüm bunları dikkate alarak, 2001 yılı içinde ödenmesi gereken 46 katrilyon liralık iç borcun döndürülmesi, kur riskinin minimum düzeylere indirgenmesi ve bankaların açık pozisyonlarının kapatılmasına destek olunması amacıyla iç borç takas ihalesi düzenlemiştir (Güral, 2001: 71).

Şubat 2001 kriziyle beraber bankacılık sektörü toplam aktif büyüklüğünün bir kısmını yitirmiş ve 2000 senesinde 166 milyar dolar olan toplam aktif büyüklüğü 115 milyar dolara gerilemiştir. Sektörün yeniden yapılandırılmasını öngören program kapsamında ise kamu bankalarının sistem içerisindeki payı artmış, buna karşın yoğunlaşma oranları yükselmiştir. Bu bağlamda, Tablo 2'de sektördeki yoğunlaşma

oranları ilk beş banka ve ilk on banka esas alınarak incelenmiştir. Tablo 2`de sektördeki aktif büyüklüğünün % 56`sını, kredilerin % 49`nu ve mevduatların % 55`ni ilk beş bankanın kontrol ettiği açıkça görülebilir. Sektördeki yoğunlaşma ilk on banka için ele alınacak olursa, aktif büyüklüğü ve mevduat oranlarının % 80`lik, kredilerin ise % 82`lik kısmının ilk on banka tarafından kontrol edildiği görülebilir (Çolak, 2003).

Tablo 2. Bankacılık Sektörü Yoğunlaşma Oranları

	1990	1995	2000
İlk Beş Banka Toplam Aktif	54	48	48
Toplam Mevduat	59	53	51
Toplam Krediler	57	50	42
İlk On Banka Toplam Aktif	75	71	59
Toplam Mevduat	85	73	72
Toplam Krediler	78	75	71

Kaynak: BDDK

Kriz sonrasında bankacılık sektörünün sektör paylarında da ciddi değişiklikler görülmüştür. Toplam mevduat ve toplam kredi oranlarının bir önceki senenin oranlarıyla kıyaslandığı Tablo 3`de bu değişiklikler karşılaştırılmıştır. Şöyle ki, kriz sonrası dönemde kamu bankalarının ve TMSF bünyesindeki bankaların sahip oldukları mevduat oranlarının toplam mevduatlardaki yüzdesi 8`er puan azalarak, sırasıyla % 32 ve % 5 olarak gerçekleşmiştir. Özel bankalarda ise aksine bu oran 17 puan artarak % 61 olmuştur. TMSF kontrolündeki banka mevduatlarının ihale yolu ile özel bankalara satılması yaşanan artışın temel faktörü olmuştur. Toplam kredilerde kamu bankaları ve TMSF kontrolündeki banka kredilerinin toplam krediler içindeki payı 6 puan azalarak, sırasıyla % 21 ve % 1 seviyelerine gerilemiştir. Kredi dağılımında ise özel bankaların payı 7 puan artarak % 61, kalkınma ve yatırım bankalarının payı 4 puan artarak % 13 olmuşken, yabancı bankalarda ise hiç bir değişiklik olmadan % 3`te kalmıştır. Bazı bankaların TMSF kontrolüne alınması ve kontrol altına alınan bankaların yükümlülüklerinin bir kısmının TMSF`ye devredilmesi gibi, nedenler kredi dağılımına etki gösteren faktörlerin başını çekmiştir (TBB, 2002: 7).

Tablo 3. Bankacılık Sektörü Sektör Payları

	Toplam Aktifler		Toplam Mevduat		Toplam Krediler	
	2000	2001	2000	2001	2000	2001
Ticaret Bankaları	96	95	100	100	91	87
Kamu Bankaları	34	32	40	32	27	21
Özel Bankalar	47	56	44	61	54	61
Fondaki Bankalar	9	4	13	5	7	1
Yabancı Bankalar	5	3	3	2	3	3
Kal. ve Yat. Bankaları	4	5	-	-	9	13

Kaynak: TBB, 2001 Yılında Türk Bankacılık Sistemi, 2002: 7

1.2.2 Reel Ekonomiye Etkileri

Kasım 2000 ve Şubat 2001 krizleri nedeniyle ortaya çıkan olumsuzluklardan reel sektörde faaliyet gösteren firma ve kuruluşlar da olumsuz etkilenmiştir. Şöyle ki, reel sektörde faaliyet gösteren firmaların çok büyük bir bölümünün bilançolarının finansal özgürlük ve finansal kaldıraç katsayıları düşük görünüm sergilemiştir. Bilançoları bu denli hassas olan firmaların aldıkları kredileri geri ödeyememeleri bankacılık sektörü açısından ciddi sorunlar oluşturmuştur. Bu bağlamda, kriz süreci finansal liberalizasyon, sermaye akımları, finansal ve reel sektör arasındaki ilişkinin ne denli önemli olduğunu bir kez daha vurgulamıştır. Türkiye`de yaşanan krizlerle birlikte ortaya çıkan yıkımın boyutları bu ilişkinin kanıtı niteliğindedir (Çolak, 2003). Diğer taraftan, yaşanan daralma takipteki kredileri arttırmış, dolayısıyla da bankacılık sektörü ve reel sektör arasındaki etkileşim zayıflamıştır (TCMB, 2002: 117).

Krizden sonraki dönemde ekonomi % 9,5 küçülmüş, fakat IMF destekli yeni program sayesinde büyümede ciddi bir iyileşme sağlanmıştır. 2002 de % 7.9 olarak gerçekleşen büyüme oranı bir sonraki sene % 5.9, 2004`de ise rekor seviyeye ulaşarak % 9.9 olmuştur (Yiğitoğlu, 2005: 121).

1.2.2.1 Krizin Enflasyona ve Gelir Dağılımına Etkisi

Türkiye`de yaşanan 2001 krizinin ardından enflasyon yeniden yukarı yönlü trend izlemeye başlamıştır. Sabit kur sisteminin terkedilmesi ve TL`nin diğer yabancı paralar karşısında değer kaybetmesi yükseliş trendinin ortaya çıkış nedenleri olarak sıralanabilir. 2001 yılı boyunca kurlarda yaşanan volatilité ve bundan kaynaklanan TL`deki değer kaybı, kamu otoriteleri tarafından yapılan fiyat ayarlamaları yıl sonunda

TÜFE ve TEFEE oranlarını arttırarak, sırasıyla % 68,5 ve % 88,6 olarak gerçekleşmesine önemli katkı sağlamıştır. İç talepte yaşanan ciddi düşüşler TEFEE'nin TÜFE'ye göre daha fazla yükselmesindeki esas sebep olarak görülmüştür (TCMB, 2002: 17).

Krizin gelir dağılımına olumsuz etkilerini daha iyi anlamak adına, hanehalkının kişisel gelir dağılımı yüzdelerle incelenmiştir. Devlet İstatistik Enstitüsünün 2002 yılında yaptığı anket çalışmalarına istinaden, Türkiye'deki hanehalkının birinci % 20'lik kısmı toplam gelirin % 5,3'nü alırken, beşinci % 20'lik kısım toplam gelirin % 50,1'ni almıştır. 2002'deki anket sonuçlarıyla 1994 yılındaki sonuçlar kıyaslandığında hanehalkının birinci % 20'lik kısmının gelirlerinin % 4,9'dan % 5,3' yükseldiği, beşinci % 20'lik kesiminse toplam gelirden aldığı payın azalarak % 54,9'dan % 50,1'e indiği görülmektedir. Toplam hanehalkının birinci ve beşinci yüzde 20'lik kesimi arasındaki gelir farkı 1994'de 11,3 kat iken, 2002'de 9,5 kat olmuştur. Buna ek olarak, kentsel ve kırsal bölgelerde yaşayan hanehalkının toplam kullanılabilir gelirlere aldığı paylar ayrı ayrı değerlendirildiğinde, kentsel alanda yaşayan hanehalkının birinci ve beşinci % 20'lik kesiminin toplam gelirden aldığı payın sırasıyla % 5,5 ve % 50,4 olduğu, kırsal alanda yaşayan hanehalkı için ise bu oranların sırasıyla % 5,2 ve % 48 olduğu görülmektedir. Bu sonuçlara göre, 1994'de kentsel bölgelerde yaşayan birinci ve beşinci yüzde 20 arasındaki gelir farkı 11,9 kat iken, 2002'de 9,2 olmuştur. Kırsal bölgelerde ise en yüksek gelire sahip beşinci yüzde 20'lik kesim ilk yüzde 20'lik kesimden, 1994'de 8,5 kat fazla gelir elde ederken, 2002'de 9,2 kat fazla gelir elde etmiştir. Sonuç olarak, toplam hanehalkının gelirleri arasındaki farkın iyileşmesinin esas sebebi, kentsel bölgede yaşayan hanehalkı gelirlerindeki 2,7 katlık iyileşme olmuştur (Kuştepeli ve Halaç, 2004: 11-12).

Tablo 4. Yüzde 20'lik Dilimlere Göre Yıllık Kullanılabilir Hanehalkı Gelirlerinin Dağılımı

% 20'lik dilimler	Türkiye Geneli		Kent		Kır	
	1994	2002	1994	2002	1994	2002
Birinci % 20	4.9	5.3	4.8	5.5	5.6	3.2
İkinci % 20	8.6	9.8	8.2	9.7	10.1	10.3
Üçüncü % 20	12.6	14.0	11.9	13.9	14.8	14.7
Dördüncü % 20	19.0	20.8	17.9	20.5	21.8	21.7
Beşinci % 20	54.9	50.1	57.2	50.4	47.7	48.0
Toplam	100	100	100	100	100	100

Kaynak: Kuştepeli ve Halaç, Türkiye'de Genel Gelir Dağılımının Analizi ve İyileştirilmesi, 2004: 12

1.2.2.2 Krizin İstihdam ve Toplumun Sosyoekonomik Yapısına Etkileri

2000 yılının dördüncü çeyreğinde kentsel bölge işsizlik oranı % 8,2 iken, 2001 yılının aynı çeyreğinde bu oran artarak % 13,2 olarak gerçekleşmiştir. Kırsal bölgeler için bu oran % 4 iken, 2001 yılında % 7 seviyesine yükselmiştir. Kriz sonrasında tarım sektörü yaşanan krizden olumsuz etkilenmiş, bir çok kişi işini kaybetmiş ve yükselen işsizlik oranları daha da artmıştır. 2001 yılındaki işsiz sayısı bir önceki seneye kıyaslandığında, 2.335 bin kişiye yükselmiştir (TCMB, 2002: 28-29).

Krizlerin patlak vermesinden hemen sonra ortaya çıkan ve işsizlik oranını % 6'lardan % 10'lara çıkararak "kriz işsizliği" ekonomi için ciddi bir sorun haline gelmiştir. Ayrıca, krizler istihdam edilen kadın iş gücünün % 33'nün işini elinden almıştır. Sanayi, hizmet, bankacılık ve finans sektörü olumsuz etkilenen sektörlerin başında gelmiştir (Altaşlı ve Işık, 2017: 575). Bankacılık sisteminde istihdam edilenlerin sayısı 2000 yılında 3.587 kişi, 2001 yılında ise 32.906 kişi azalmıştır. (TBB, 2002: 6).

Şubat 2001 krizinden sonraki altı senenin verilerine göre, ekonominin bu zaman diliminde yarattığı ekstra istihdam sayısının 806 bin kişiyle sınırlı kaldığı görülmüştür. Bu kadar uzun sürede bu kadar az istihdam sağlanması, işsizlik ve büyüme bağlamında ciddi bir sorunun varlığının göstergesidir. Nitekim, işsizlik ve büyüme göstergeleri arasındaki sağlıklı ilişkiye bakıldığında, bu zaman diliminde ulaşılan büyümenin istihdam yaratmadığı ve sağlanan büyüme rakamlarının ise verimlilik artışından kaynaklandığı sonucuna varılmıştır (Arslan, 2009: 33).

1.3 2001 Krizi Sonrasında Uygulanan Para Politikası Uygulamaları

Türkiye'deki ekonomi otoriteleri ekonominin farklı alanlarına ilişkin düzenlemeleri içeren Güçlü Ekonomiye Geçiş Programı'nı uygulamıştır. Çalışmadaki bütünlüğün sağlanması adına, bundan sonraki alt başlıklarda ilk önce GEGP'na değinilmiş, daha sonra ise GEGP kapsamında TCMB'nin yeni politika çerçevesinden ayrıntılı bir şekilde bahsedilmiştir. Öte yandan, yaşanan kriz sonrasında uygulanan dalgalı kur rejimi yeni politika çerçevesinde de sürdürülmüştür. Ayrıca, çalışmanın bundan sonraki kısımlarında 2002 yılı sonrası para politika uygulamaları ayrıntılı bir şekilde incelenmiştir. Bu dönemde TCMB'nin politika stratejisinde de değişikliğe gidilmiş ve enflasyon hedeflemesi yeni politika stratejisi olarak benimsenmiştir. TCMB'nin enflasyon hedeflemesi stratejisinden bahsedilmeden önce, söz konusu

stratejinin tam anlamıyla ne olduğu, stratejinin uygulanabilmesi için gerekli olan ön koşullar ve enflasyon hedeflemesinin avantaj ve dezavantajları üzerinde durulmuştur. Stratejiye ilişkin tüm bu açıklamalardan sonra ise, TCMB'nin direkt olarak açık enflasyon hedeflemesini uygulayamama gerekçeleri ve açık enflasyon hedeflemesine geçmeden önce uygulanan örtük enflasyon hedeflemesi rejimi ayrıntılı bir şekilde ele alınmıştır

1.3.1 Güçlü Ekonomiye Geçiş Programı

Uygulanılmasına 1999 sonunda başlanan ve 2001 kriziyle de iflas eden, sabit döviz kuruna dayalı enflasyonu düşürme programının ardından önceleri “ulusal program”, sonrasında adına “güçlü ekonomiye geçiş programı” denilen yeni bir istikrar programı uygulanmaya başlanmıştır. Programın 14 Nisan ve 15 Mayıs'ta iki aşamalı olarak hayata geçirileceği kamuoyuna duyurulmuştur. Ayrıca, piyasalarda bulunan istikrarsızlığın ve güven bunalımının ortadan kaldırılarak, kamu yönetiminde ve ekonominin yeniden yapılandırılmasında geri dönüşü olmayacak yeni bir altyapının oluşturulması programın temel amacı olmuştur (Bağımsız Sosyal Bilimciler-İktisat Grubu, 2014: 12). Ancak, ABD'deki 11 Eylül terör saldırılarının ardından, iç ve dış piyasalarda istikrarsızlıklar gözlemlenmiş, yaşanan olumsuzluklar Hazine'nin dış kaynak ihtiyacını artırmış ve enflasyon beklentilerinin hedeflenen oranın üzerinde gerçekleşeceği düşünülmüştür. Bu nedenle, “Güçlü Ekonomiye Geçiş” programı 2002-2004 yıllarını kapsayacak şekilde yeniden gözden geçirilmiştir (TCMB, 2003: 14).

Güçlü Ekonomiye Geçiş Programı'nın hedefleri aşağıdaki şekilde belirlenmiştir (Yay, Yay ve Yılmaz, 2001: 49-50):

- Dalgalı kur rejimine geçişle beraber, enflasyon oranlarında artış yaşanacağı öngörülmüştür. Bu öngörülere dayanarak, 2001 yılı sonunda TÜFE enflasyonunun % 52, 2002 yılında ise, % 20 olarak gerçekleşmesi hedeflenmiştir.
- Artan rekabet gücünün ve ekonomideki daralmanın etkisiyle dış ticaret hesaplarında iyileşme sağlanacağı ve bu iyileşmenin 2001 ve 2002 yıllarında da devam edeceği beklenmiştir.
- Bu programla faiz dışı fazlanın artırılması da hedeflenmiştir. Buna göre, 2001'de faiz dışı fazlanın GSYİH'ya oranının %5.5'e, 2002 de ise bu oranın % 6.5'e yükselmesi hedeflenmiştir. Özelleştirme gelirleri, Merkez Bankası kâr transferleri ve

faiz gelirleri hariç konsolide bütçe faiz dışı fazlanın da artırılması hedeflenmiştir. Bu hedeflere göre, oranlar 2001`de GSYİH`nin % 5.1`e, 2002`de %5.6`a tekabül edecektir.

- Kamu bankaları ve fon kontrolündeki bankaların borçlanma maliyetlerinin yükselmesiyle birlikte, 2001 sonunda net kamu borcunun GSYİH`ya oranının % 79`a yükselmesi beklenmiştir.

- Ekonomin 2001`de % 3 küçüleceği lakin sonraki iki senede sırasıyla % 5 ve % 6 büyüyeceği öngörülmüştür.

Bu programın iki temel ayağı mevcuttur. İlki, kur, para ve maliye politikası ayağı, ikincisi ise yapısal reformlar ayağıdır. Para, kur ve maliye politikalarının hayata geçirilmesi aşamasında aşağıda sıralanan önlemler devreye konulmuştur (Ongün, 2001: 6).

- Devlet bankalarının mevcut görev zararları iç borç stoğuna evrilmiştir.
- TMSF kontrolündeki bankalar sistemden çıkarılarak, ya bir sıra kamu bankalarının bünyesine katılmış ya da kendi aralarında birleşme yoluna giderek daha güçlü yapıya kavuşmuşlardır.

- Bir önceki programdan farklı olarak, bu programla Merkez Bankası ihtiyaç duyduğu anda piyasalara ek likidite sağlamıştır.

- Programdaki bu detay 2000 yılında yaşanan likidite krizine benzer bir krizin oluşumunu zamanında önlemek için tasarlanmıştır.

- Bu likidite enjeksiyonunun enflasyonist baskı oluşturmaması için, iç talebin kısılması gerekmiştir. Kamu harcamalarının azaltılması, dalgalı döviz kur rejimine geçilmesi ve kamuya ait gayri menkullerin satılması gibi, önlem ve politikalarla ihtiyaç duyulan gereksinimlerin karşılanacağı öngörülmüştür.

Nisan 2001`de 1211 sayılı Kanun`da değişikliğe gidilerek TCMB`nin başlıca görev ve yetkileri yeniden belirlenmiştir. Yeni kanun değişiklikleri ile Hazine`nin TCMB`den borçlanması veya avans alması, ihraç edilen menkul değerleri birincil piyasadan elde etmesi kesin bir şekilde yasaklanmıştır. Yeni yasaya göre, TCMB`nin temel görevi fiyat istikrarını sağlamak ve onu muhafaza etmektir (TCMB, 2002: 55; TCMB, 2012b: 18).

1.3.2 Yeni Para Politikası Stratejisi: Enflasyon Hedeflemesi Rejimine Geçiş

Enflasyon hedeflemesi ilk olarak Yeni Zelanda tarafından duyurulmuş, sonrasında şili ve diğer sanayileşmiş ve gelişmekte olan ÷lkeler tarafından da kabul görmüştür. Kasım 2000 itibariyle on dokuz ÷lkenin Merkez Bankası para politikasının y÷r÷t÷lmesinde yeni bir yaklaşım olan bu stratejiyi kendi para politikaları sisteminde kullanmıştır (Mishkin ve Schmidt-Hebbel, 2001: 1).

TCMB 2002`den itibaren, enflasyon hedeflemesi politikasını öz÷mlemiştir. Merkez Bankası, 2000 yılında d÷viz kurunu çapa olarak esas alan programın krizle ç÷kmesi, parasal şapalarda para arzı ve enflasyon arasındaki ilişkinin g÷çlü olmaması, bir çok ÷lkenin fiyat istikrarını sağlamak amacıyla enflasyon hedeflemesi politikasını kullanması ve başarılı olması gibi, faktörleri değerlendirmiş ve enflasyonun kendisini çapa olarak kabul etmiştir (Kartal, 2011: 84).

Enflasyon hedeflemesi bir para politikası stratejisi olup, aşağıdaki beş esas unsuru bünyesinde barındırmaktadır (Mishkin, 2000: 105).

- Orta vadeli bir dönemde enflasyonla ilgili sayısal hedeflerin kamuoyuna duyurulması.
- Diğer amaçların ikinci plana alınarak, birincil hedefin fiyat istikrarını sağlamak olduğunu taahhüt etmesi.
- Söz konusu stratejinin d÷viz kuru ve parasal büyüklere ilişkin bilginin yanı sıra, diğer bir çok ekonomik değişkenle ilgili bilgi sunması.
- Kamunun ve piyasaların etkin katılımıyla uygulanan para politika stratejisinin şeffaflığının artırılması
- Öngör÷len enflasyon hedefine ulaşmak amacıyla Merkez Bankasının hesap verilebilirliğinin artırılması.

Enflasyon hedeflemesi para politikası stratejisi olarak kabul edilmeden önce bazı temel ön koşulların sağlanması gerekmektedir. Bu ön koşullar dört esas kategori içerisinde kümelenmektedir. Bu kategoriler: (Batini ve Laxton, 2006: 20-21; Kara ve Orak, 2008: 21-22)

- **Kurumsal bağımsızlık:** Merkez bankasının enflasyon hedefine ulaşmasını engelleyecek her türlü mali ve siyasi baskının ortadan kaldırılması

gerekmektedir. Ayrıca, Merkez Bankası özerkliğinin yasal olarak tescillendirilmesi önem arz etmektedir.

- **İleri düzey teknik altyapı:** Merkez Bankası enflasyon hedefinin belirlenmesi için bir çok teknik ve analitik veriye gereksinim duymaktadır. Sağlanan bu veriler tahmin ve modelleme kabiliyetini artırmakta ve daha sağlıklı hedeflerin belirlenmesine yardımcı olmaktadır.

- **Ekonomik yapı:** Enflasyon hedeflemesi rejiminin aksamaması için, yönetilen fiyatlardan vazgeçilmeli ve deregülasyon politikası uygulanmalıdır. Bunun yanı sıra ekonomi emtia fiyatlarına ve döviz kuruna karşı hassas olmamalı ve piyasalardaki dolarizasyon oranının minimum düzeyde tutulması gerekmektedir.

- **Sağlıklı finansal yapı:** Belirlenen hedefe ulaşmak için parasal aktarım mekanizmasının etkin çalışması gerekmektedir. Bu nedenle, finansal istikrarın sağlanması ve sermaye piyasaları ve bankacılık sektörünün gelişmesi gerekmektedir.

Merkez bankaları enflasyon hedeflemesini para politikası rejimi olarak kullanmaya karar verdiklerinde parasal aktarım mekanizmasının işlerliğini kısa vadeli faizlerle sağlamaya çalışırlar. Merkez bankaları bu para politikası rejimi kapsamında kısa vadeli faizleri temel politika aracı olarak kullanmaktadırlar. Bu bağlamda, uygulanan politika, onun farklı kanallarla ekonomiye gösterdiği etki ve bu etkinin ekonomiye aktarımını sağlayan daha işlevsel parasal aktarım mekanizması önem arz etmektedir. Parasal aktarım mekanizmasında zaman zaman yaşanan aksaklıklar gelişmiş ve gelişmekte olan ülkeler için sorun teşkil etmektedir. Bu sorunları ortaya çıkaran unsurlar gelişmekte olan ülkelerde daha fazla görülmektedir (Kara ve Orak, 2008: 24).

Gelişen piyasalarda politika yapıcılar para politikasının yönetimi için bir dizi sorunla mücadele etmek zorundadırlar. Bu sorunların en yaygın olanlarına örnek olarak, kredibilitenin sağlanması, enflasyon seviyesinin düşürülmesi, mali, finansal ve dışsal baskınlığın ortadan kaldırılması gösterilebilir (Fraga, Goldfajn ve Minella, 2004: 375).

1.3.3 Enflasyon hedeflemesi stratejisinin avantaj ve dezavantajları

Yukarıda da ifade edildiği gibi, enflasyon hedeflemesi stratejinin uygulandığı ülkelerde enflasyon oranlarının ve enflasyon beklentilerinin azaldığına ilişkin önemli bulgular elde edilmiştir. Bu sebepten ötürü, bu stratejinin birçok avantajı olduğu kabul edilmiştir. Enflasyon hedeflemesi stratejisi enflasyon beklentilerinin düşürülmesinde

kalıcı ve etkili sonuçlar ortaya koymakla beraber, kredibilitenin sağlanmasına da yardımcı olmaktadır. Bu strateji düşük enflasyonu temel hedef olarak kabul ederek, merkez bankasına önemli operasyonel yetkiler tanımıştır. Bu kadar geniş yetkilerin denetlenmesi ve kontrolü bakımından şeffaflık kavramı önem arz etmektedir. Bu bağlamda, enflasyon hedeflemesi diğer stratejilere göre çok daha kolay anlaşılır ve gözlemlenebilirdir. Aynı zamanda merkez bankaları belirlenen hedefleri elindeki enstümanlarla rahatlıkla kontrol edebilir. Merkez bankasının yetkilerinin net olarak tanımlandığı böyle bir strateji merkez bankasının performansını değerlendirilmesi açısından piyasa katılımcılarına daha fazla kolaylık sağlamaktadır (Batini ve Laxton, 2006: 4).

Enflasyon hedeflemesi rejiminde sağlanan şeffaflık ve hesap verebilirlik gibi, avantajlar merkez bankasının siyasi baskılara karşı direncini de arttıracaktır. Şöyle ki, yaklaşan bir seçimde veya ekonomin yavaş toparlandığı bir dönemde siyasal otorite ekonominin daha hızla toparlanması adına, merkez bankasını teşvik edici kısa dönem politikalara zorlayacaktır. Ancak, enflasyon hedeflemesi rejimi altındaki merkez bankası uygulanan kısa dönem politikaların getirilerinin orta ve uzun vadede fiyat enflasyonuna ne tür etki edebileceğini kamuoyuna duyurarak bir nevi denge oluşturacaktır (Bernanke ve Mishkin, 1997: 98-99). Başka bir ifadeyle, enflasyon hedeflemesi, para politikası hususunda kamuoyunun ilgisini günü kurtarmaya yönelik kısa vadeli müdahalelerden dengeli ve düşük enflasyonu, makroekonomik istikrarı ve sağlıklı ekonomik büyümeyi destekleyen faaliyetlere kaydıracaktır. Ayrıca, fiyat istikrarını merkeze alan bu strateji uygulanacak mali politikaların da hesap verebilirliğini arttırarak mali disipline de katkı sağlamış olacaktır (Kara ve Orak, 2008: 6).

Öte yandan, diğer politika stratejilerinin aksine, enflasyon hedeflemesi rejimi para politikasının iç sorunlara odaklanmasına ve yurtiçi ekonomik şoklara tepki vermesine imkan tanımaktadır. Bahsedilen tüm bu avantajlarından dolayı enflasyon hedeflemesi rejimi, diğer para politikası stratejilerine kıyasla ekonomik aktivitelerdeki dalgalanmaların da görece daha düşük olmasına katkı sağlamaktadır. Ayrıca, başarılı bir uygulama gerçekleştirileceği takdirde, enflasyon hedeflemesi stratejisi yaşanacak olası şoklarla mücadelede ekonomik maliyetlerin daha az olmasına neden olacaktır. (Mishkin, 1999: 19-20)

Para politikası stratejisi olarak enflasyon hedeflemesi birçok avantaja sahip olduğu gibi, iktisat yazınında bu stratejiye birçok eleştiri de getirilmiştir. Bu eleştirilerde stratejinin dezavantajlarının gözardı edilmemesinin önemi vurgulanmıştır. Bu stratejinin en önemli dezavantajlarından biri, fiyat seviyesine yönelik beklenmedik enflasyonist şoklara tek başına müdahale edememesi ve ekonomiyi dengeleyememesidir. Enflasyon hedeflemesi altında böyle bir durum uzun vadeli fiyat düzeyine ilişkin tahminlerde büyük sapmalara neden olabilmektedir. Bu durumda özel sektör planlamasının da sekteye uğrama ihtimali yükseltmektedir (Bernanke ve Mishkin, 1997: 100).

Enflasyon hedeflemesine ilişkin en kaygı verici dezavantajlardan biri de, fiyat istikrarı çerçevesinde duyurulan düşük enflasyon hedefinin reel ekonomik faaliyetlere olumsuz yansımalarının olabileceği endişesidir. Şöyle ki, parasal otoriteler enflasyon hedeflemesi rejimiyle fiyat istikrarını merkeze alırken, hükümetler büyüme, istihdam, finansal piyasa istikrarı, döviz kuru gibi, çeşitli makro ekonomik veride iyileşmeyi merkeze almaktadır. Bu bağlamda, düşük enflasyon hedeflemesi uzun vadede olmasa bile kısa vadede büyüme ve istihdam da düşüş yaşanmasına neden olacaktır. Bu durum bir süre sonra merkez bankasını ve hükümeti karşı karşıya getirerek ortak bir konsensusa varmayı güçleştirecektir. Ek olarak, deflasyon finansal istikrarsızlığın ve olası bir ekonomik daralmanın tetikleyicisi olabilmektedir. Bu nedenle, parasal otoriteler de düşük enflasyonun ve deflasyonun ekonominin belli alanlarında oluşturabileceği riskleri göz önünde bulundurarak, oluşabilecek riskleri minimize etmek amacıyla enflasyonu sıfırın üzerinde belirlemektedirler. Bununla yaşanabilecek olası bir istikrar bozucu şoka karşı uygulanacak politikalara esneklik kazandırarak para politikasının hareket alanını genişletmektedirler (Mishkin, 1999: 20; Croce ve Khan, 2000).

Enflasyon hedeflemesinin daha çok gelişmekte olan ülkeleri ilgilendiren ve eleştirilen bir diğer dezavantajı da, kısıtlı takdir yetkisine sahip olması ve büyümeyi engellemesidir. Daha açık ifade etmek gerekirse, Türkiye'nin de içinde bulunduğu bu ülkeler grubunda bütçe açıkları önemli bir sorun olarak karşımız çıkmaktadır. Bu tür bir mali baskınlık sorunu merkez bankasının bağımsız bir şekilde politika yürütmesini kısıtlamaktadır. Bazı ülkelerde ise her ne kadar yasal olarak merkez bankası bağımsızlığından söz edilse de fiiliyatta bu durum kendisini gösterememektedir. Üstüne

üstlük ekonomi politikalarına ilişkin takdir yetkisi söz konusu mali baskınlık sorununu ortaya çıkaran hükümet yetkililerinin elinde olmaktadır. Ancak, merkez bankasının enflasyon hedeflemesi rejiminde başarı sağlayabilmesi için, enflasyonla mücadelede tutarlı ve ikna edici eylemler gerçekleştirildiğini piyasa katılımcılarına göstermesi gerekmektedir. Bu nedendir ki, fiili ve yasal olarak bağımsız yetkililere sahip parasal otoriteler enflasyon hedeflemesinin ilk evresinde enflasyonist baskılara karşı sert müdahale etmektedir ve bu durum üretimi geçici bir süre için azaltmaktadır. Ancak, başarı sağlandığı takdirde uzun dönemli hedeflerin tutturulması üretimdeki düşüşü minimize edecektir (Batini ve Laxton, 2006: 5; Mishkin, 1999: 20; Yay, 2006: 20).

Enflasyon hedeflemesi stratejisinin ifade edilmesi gereken bir diğer önemli dezavantajı da döviz kurlarını ve döviz kuru hareketliliğini öncelik olarak görmemesidir. Ancak, bu stratejiyi uygulayan pek çok ülkenin önemli miktarda döviz aktif ve pasifi mevcuttur. Döviz kurlarında yaşanacak muhtemel bir dalgalanma ciddi ters etkilere neden olabilmektedir. Döviz kuru dalgalanmalarından doğabilecek şokları önleyici düzenlemeler ve tedbirler gündeme gelmediği sürece enflasyon hedeflemesi stratejisi çerçevesinde oluşturulan para politikası sıkıntıya girecektir. Ayrıca, döviz kurundaki “pass through” yani “fiyatlara geçme” etkisi enflasyonda yukarı yönde ivmelenmeyi arttırarak fiyat istikrarını ve fiyatlama davranışlarını olumsuz etkileyecektir. Bu nedenle, parasal otoriteler politika çerçevesini çizerken bu etkiyi de dikkate almak zorundadır (Yay, 2006: 19-20).

Ancak, her bir parasal stratejinin olumlu yanlarının olduğu gibi olumsuz taraflarının olduğu unutulmamalıdır. Uygulanacak stratejinin olumlu ve olumsuz taraflarının kıyaslanarak mevcut konjoktür içerisinde getirebileceği faydaların dikkate alınması önem arz etmektedir. Bu yönüyle değerlendirilecek olursa, enflasyon hedeflemesi fiyat istikrarını sağlamak konusunda diğer para stratejilerinden çok daha fazla başarı gösterdiği kanıtlanmıştır. Ayrıca, bu stratejinin olumsuz taraflarının belirli zaman dilimleri içerisinde yapılacak yapısal reformlarla giderilmesi mümkün görülmektedir. Bu bağlamda, 2001 krizi sonrasında Türkiye de enflasyon hedeflemesi rejimini özümsemiştir. Ancak, tam enflasyon hedeflemesi rejimine geçiş için çalışmanın daha önceki bölümlerinde de ifade edilen ön koşulları sağlanamamıştır. Bu nedenle, Türkiye'deki ekonomi otoriteleri, tam enflasyon hedeflemesi için gerekli ön koşulları

sağlamak ve yeni politika çerçevesinin sözü edilen dezavantajlardan zarar görmemesini temin etmek amacıyla ara rejim olan örtük enflasyon hedeflemesi rejimini uygulamıştır.

1.3.4 Türkiye`de Örtük Enflasyon Hedeflemesi Rejimi ve Uygulanma Nedenleri

18 Ocak 2002`de IMF`ye sunulan niyet mektubunda enflasyon hedeflemesi rejiminin uygulanmasına geçiş hazırlıklarının yapıldığı ve bunun için gerekli altyapının oluşturulması sürecinin başlatıldığı belirtilmiştir. Diğer taraftan, 2002- 2005 döneminin enflasyon rakamları önceden duyurulmuştur. Hedeflenen enflasyon rakamlarına ulaşmak için, parasal tabanın araç olarak kullanılması kararlaştırılmıştır. Gerekli koşulların sağlanmasının hemen ardından ise resmi enflasyon hedeflemesi rejimine geçileceği bildirilmiştir (Kartal, 2011: 84).

18. Stand-by anlaşmasıyla yürürlüğe giren ve 2002-2004 dönemini kapsayan IMF destekli yeni programın uygulanma safhasında enflasyon hedeflemesine geçiş öngörülmüştür. Ancak, Merkez Bankası bu öngörüü gerçekleştirmemiş ve 2002-2005 arası uygulanan para politikalarını “örtük enflasyon hedeflemesi” şeklinde tanımlamıştır (Karahana, 2005: 37). Enflasyon hedeflemesi stratejisine yakınsamak amacıyla kullanılan örtük enflasyon hedeflemesi yıl sonu enflasyon hedefini belirlemektedir. Belirlenen bu hedefe ulaşmak için kısa vadeli faiz oranlarını para politikası aracı olarak kullanan bu strateji, enflasyon hedeflemesi rejiminden farklı olarak başka hedefleri de gösterge olarak merkeze almaktadır. Örtük enflasyon hedeflemesi doğru uygulandığı takdirde enflasyon hedeflemesinin şeffaflık, hesap verilebilirlik, teknik kapasite, kurumsallaşma gibi temel unsurlarına kademeli olarak yakınsar (TCMB, 2006a: 17).

Türkiye`de uzun senelerden beri parasal büyüklükler ve döviz kuru stratejilerinin kullanılması, teknik ve kurumsal alt yapının da bu doğrultuda ayarlanmasıyla sonuçlanmıştır. Bu koşullar altında enflasyon hedeflemesinin tatbik edilmesi için ekonomik yapıda önemli yapısal değişimlerin gerçekleştirilmesi zorunlu hale gelmiştir (Kara, 2008: 3). Teknik ve kurumsal alt yapı yetersizliğiyle beraber, enflasyon hedeflemesi için gereken ekonomik ve finansal yapı ön koşulları da sağlanamamıştır. Tüm bu olumsuzlukları göz önünde bulunduran TCMB yeni stratejinin daha devreye sokulmadan güvenilirliğini yitireceğinden korkarak, bir ara rejim olan “örtük enflasyon hedeflemesi” rejimini kullanacağını ifade etmiştir (Uğurlu ve Saraçoğlu, 2010: 59).

Enflasyon hedeflemesinin ön koşullarından olan dolarizasyon oranı yüksek enflasyonun sonucu olarak ciddi boyutlara ulaşmıştır. Türkiyede yaşanan finansal kriz sonrasında, TL'ye olan güven sarsılmış ve zaten yüksek olan dolarizasyon seviyesi bu dönemde daha da yükselmiştir. Krizin meydana çıktığı sene yabancı döviz cinsinden varlıkların toplam varlıklara oranı % 43'e yükselmiştir. Her ne kadar enflasyon hedeflemesinin bu ön koşulu gerçekleştirilemese de, örtük enflasyon uygulandığı 2002-2005 döneminde dolarizasyon oranlarında ciddi iyileşmeler gözlemlenmiştir. Bu ara para politikası stratejinin uygulandığı sonuncu senede dolarizasyon % 25 düzeyine gerilemiş, TL'e olan güven yeniden tesis edilmiş ve tüm bu olumlu gelişmelerin etkisiyle paradan altı sıfır atılmıştır (Ermişoğlu, 2011: 39).

Çalışmanın önceki bölümlerinde de ifade edildiği üzere, enflasyon hedeflemesinin para politikası stratejisi olarak benimsenmesi ve işleyişinin sağlanması için gerekli olan ön koşullardan biri de, merkez bankasının kurumsal bağımsızlığını tehdit edecek siyasi ve mali baskınlığın ortadan kaldırılmasıdır. Bunun için, hükümet otoriteleri mali disiplin kavramını esas alarak yeni maliye politikaları tasarlamıştır. Gereksiz bütçe harcamalarının önüne geçilmesi mali disiplin kavramının esasını teşkil etmektedir (Büyükkakın ve Erarslan, 2004: 28). Bu bağlamda, Türkiye'de yaşanan 2001 kriz sonrasında çöken bankacılık sektörünü ihya etmek için bir dizi politika uygulamıştır. Bu politikalar sonucunda kamu borç yükü rekor düzeylere fırlamış ve mali baskınlığı belirleyen gösterge oranları yükselmiştir. Mali baskınlığın bu denli yüksek seyri Türkiye'nin enflasyon hedeflemesine geçişinin önünde ciddi engel teşkil eden hususlardan bir olmuştur (Kara, 2008: 3).

Maastricht kriterlerine göre, toplam borç stokunun GSYİH'a oranı % 60 ve kamusal bütçe açıklarının GSYİH'a oranı ise % 3 düzeyini aşmamalıdır. Ayrıca, hükümet uyguladığı mali politikalarla kamu finansman dengesini mümkün mertebe sağlamalıdır. Mali baskınlığın ölçülmesinde de kullanılan söz konusu göstergeler belirtilen düzeyde veya onun altında gerçekleşirse, enflasyon hedeflemesine geçişin önü açılmış olur (Çolakoğlu, 2002: 24). Bu bilgiler ışığında Türkiye'nin o dönemki mali baskınlık performansının incelenmesinde yarar görülmüştür. Şöyle ki, 2001 yılında % 16.5 olarak gerçekleşen kamusal bütçe açıklarının GSYİH'a oranı, örtük enflasyonun uygulandığı 2002-2004 döneminde sırasıyla % 14.6, % 11.2 ve % 11 (2004 yılının ilk yarısı) olarak gerçekleşmiştir. Görüldüğü üzere, Türkiye Maastricht kriterlerinin

belirlediği % 3`lük düzeye ulaşamamıştır. Aynı durum diğer bir gösterge olan toplam borç stoğunun GSYİH`a oranında de geçerli olmuştur. Şöyle ki, 2003 yılında % 81.4 oranında gerçekleşen bu oran gereken düzeye ulaşamamıştır (Büyükakın ve Erarslan, 2004: 32-33).

Tüm bu bilgilerden de anlaşılacağı üzere, Türkiye enflasyon hedeflemesi stratejisi için gerekli olan dört ön koşuldan, yalnız kurumsal bağımsızlık ön koşulunu sağlayabilmiştir. Bu stratejinin uygulanabilirliği açısından büyük önem arz eden diğer ön koşulların önemli eksiklikleri olmuştur. TCMB açık enflasyon hedeflemesine geçiş yapmak amacıyla örtük enflasyon hedeflemesi stratejisini uygulamış, bununla da gerekli görülen diğer ön koşulların eksik tarafları tamamlanmaya çalışılmıştır. Bu bağlamda, TCMB enflasyon hedeflemesi rejimine kademeli geçişi daha uygun görmüştür.

1.3.5 Türkiye`deki Yeni Para Politikası Stratejisinin Genel Çerçevesi

Enflasyon hedefinin niteliği

Merkez Bankası enflasyon göstergesi olarak “TÜFE” enflasyonunu hedeflemekte ve belirlenen hedefler de nokta hedef olarak seçilmektedir. “TÜFE” göstergesinin kullanılmasının temel sebebi her kesim tarafından kolaylıkla takip edilebilmesi ve günlük yaşam maliyetlerindeki farkları doğru ölçebilmesidir. Kolaylıkla anlaşılabilir olması ve bu niteliğiyle de beklentileri zorlanmadan yönettiği için, enflasyon nokta hedef olarak açıklanmaktadır. Bunun birlikte, TCMB 2005 yılından itibaren enflasyonun kontrolü dışında olan etkenleri elimine ederek, enflasyonun oluşumunda etkili olan asıl gerçekleri daha iyi anlamak adına çekirdek enflasyon niteliği taşıyan özel kapsamlı enflasyon göstergelerini de izlemektedir (TCMB, 2006a: 20).

Nokta hedef olarak açıklanan TÜFE bazlı enflasyon hedefi, para politikasının kontrolü dışında yaşanan gelişmeler nedeniyle çoğu zaman tutturulamamaktadır. Bu dışsal olumsuzluklara ek olarak, Türkiye`de model ve veri belirsizliğinin de mevcut oluşu “belirsizlik aralığı” kavramının önemini göstermektedir. Bu aralık, nokta hedefin etrafında her iki yönden simetrik olacak şekilde oluşturulmakta ve hedefden sapmanın alt ve üst sınırlarını belirlemektedir. Açık enflasyon hedeflemesinin ilk üç senesinde belirsizlik aralığı +/- yüzde 2 olarak tanımlanmıştır (Kara ve Orak, 2008: 49).

Hedef belirlenmesi

Türkiye`de 2006 yılından itibaren açıklanan enflasyon hedefleri üç yıllık süreyi kapsamıştır. İçsel tutarlılıkla beraber, diğer tüm makroekonomik projeksiyonların enflasyon hedefliyle uyumunun sağlanması açısından, hedef ufku üç sene olarak belirlenmiştir (Eroğlu, 2007: 17).

Hesap verme ve İletişim politikası

Merkez Bankası belirlenen hedefi tutturamadığı takdirde hesap verme prosedürünü devreye sokar. Bu sürecin anlaşılabilmesi için “belirsizlik aralığı” kavramının iyi anlaşılması gerekmektedir. “Belirsizlik aralığı” kavramının “enflasyon hedef aralığı” kavramıyla aynılaştırılmaması gerekmektedir. Enflasyon hedeften saparak belirsizlik aralığı içerisinde kalsa dahi, hesap verme prosedürünün devreye sokulacağı anlaşılmalıdır. Böyle bir durumda TCMB “Enflasyon Raporu” gibi, iletişim araçlarını kullanarak kamuoyuna açıklamada bulunacaktır. Enflasyon hedefindeki bozulma ciddi boyutlara ulaşarak belirsizlik aralığını da aşarsa, TCMB hükümete ve kamuoyuna açıklama yapmak zorundadır. Hesap verme prensibiyle Merkez Bankası`nın kredibilitesi yükselir (Eroğlu ve Eroğlu, 2009: 88).

TCMB 2002`de örtük enflasyon hedeflemesini para politikası stratejisi olarak kullanılacağını açıklamıştır. Bu duyuruyla birlikte, iletişim araç ve politikaları da bu yeni strateji baz alınarak yeniden geliştirilmiştir. Piyasa katılımcıları ve kamuoyunun yeni stratejiyi benimsemesi ve öğrenmesi adına, yeni stratejinin teknik kavramları ve makroekonomik gelişmelere ilişkin bilgiler basın duyuruları, raporlar ve sunumlar yoluyla açıklanmıştır. 2002 yılından itibaren kamuoyuna açıklanan duyurular enflasyon ve politika faizine ilişkin görünümü değerlendirmekte yardımcı olmuştur. Örtük enflasyon stratejisi uygulamasından açık enflasyon hedeflemesi stratejisine geçişte “aralık yıl” olan 2005`te Para Politikası Kurulu (PPK) ekonomik gelişmelerin değerlendirildiği karar metnini açıklamaya başlamıştır. 2006 yılından itibaren mevcut iletişim araçlarına yenileri de eklenmiştir. Bununla, şeffaflığın artırılması, piyasa katılımcılarının önlerini görebilmeleri ve beklentilerin yönetilmesi amaçlanmıştır (TCMB, 2011a: 12-17).

Karar alma mekanizması

Enflasyon hedeflemesine geçiş süreci tamamlandıktan sonra karar alma mekanizmasında da yenilikler ortaya çıkmıştır. Bu süreç sonunda PPK eskisi gibi tavsiye veren değil, karar alıcı pozisyona geçmiştir. Kurul örtük enflasyon hedeflemesi sürecinde olduğu gibi, açık enflasyon hedeflemesine geçtikten sonra da kanun gereği aylık toplantılarını gerçekleştirmiştir. Kurulun yıllık toplantı takvimi her ayın ikinci yarısına denk gelecek şekilde önceden ilan edilmektedir. Enflasyon raporları yılda dört kere olmakla, on iki PPK toplantılarının dördüyle aynı dönemde yayınlanmaktadır. Toplantılar saat 14:00`de başlayıp 17:00`de bitmekte ve iki oturum halinde gerçekleştirilmektedir. İlk oturuma TCMB yetkilileri ve uzmanlarının yanı sıra, Hazine müşteşarlığı yetkilileri de katılım sağlamaktadır. İlk oturumda her iki kurumun yetkili birim çalışanları ekonomik gelişmelerle ilgili raporlarını PPK`ya sunmaktadırlar. İkinci oturum ise sadece PPK üyelerinin katılımıyla gerçekleşir. Oturum sonunda gelişmeler değerlendirilerek oylamaya sunulur. Hazırlanan toplantı karar metni aynı gün içerisinde 17:00-19:00 arasında TCMB tarafından basın toplantısı ve İnternet sitesi üzerinden duyurulur (TCMB, 2005:16).

Hedef Değiştirme Koşulları

Enflasyon hedeflemesi stratejisi çerçevesinde duyurulan enflasyon hedeflerinin tutturulması ve değiştirilmemesi ciddi önem arz etmektedir. Belirlenen hedeflerde değişiklik yapılması için, hedeflerde ciddi ve uzun süreli bozulmalara neden olacak doğal afet, savaş veya para politikasından bağımsız şokların yaşanması gerekmektedir. Bu şoklara, petrol fiyatlarındaki dalgalanmalar, uluslararası gelişmeler, kamusal fiyat düzenlemeleri, dolaylı vergiler örnek gösterilebilir (TCMB, 2006a: 22).

1.3.6 Türk Bankacılık Sektörünün Yeniden Yapılandırılması

Türkiye`de yaşanan ikiz krizler bankacılık sektörünü derinden sarsmış ve sektörde büyük “yıkım” bırakmıştır. Oluşan tahribatın ortadan kaldırılması ve zayıf bankaların sistemden arındırılması için, 15 Mayıs 2001`de bankacılık sektörünün yeniden yapılandırılmasına yönelik program uygulanmaya başlanmıştır. Program iç ve dış şoklara karşı dayanıklılığın yükseltilmesini, rekabet kabiliyetinin arttırılmasını, bankacılık sektörünün aracılık fonksiyonunun iyileştirilmesini amaçlamıştır (BDDK, 2010: 38). Bankacılık sektörü yeniden yapılandırma programı bankacılık sektörünün

operasyonel ve mali yapısını güçlendirmenin yanı sıra, gözetim ve denetim faaliyetlerinin de daha etkin çalışmasını amaçlamıştır. Bu doğrultuda, program yasal ve krurumsal bir sıra düzenlemeleri içinde barındırmıştır. Yeniden yapılandırma programı gözetim ve denetimin etkinliğinin artırılması, kamu bankalarının yeniden yapılandırılması, TMSF bünyesindeki bankalara ilişkin sorunların çözülmesi, özel sermayeli bankaların daha sağlam yapıya kavuşturulması gibi, sektörel unsurları kapsamıştır. Bu çerçevede, Bankalar Kanunuyla yetinilmemiş ve farklı yasa ve düzenlemeler gerçekleştirilmiştir (Güçlü, 2004: 6).

Bankalar Kanununda aşağıdaki dikkate değer düzenlemeler yer bulmuştur: (Güçlü, 2004: 8)

- Yeni banka kurmak için gereken şartlar ağırlaştırılmıştır.
- Bankanın şubelerinin açılması için gereken şartlar ağırlaştırılmıştır.
- Kredi ve iştirak sınırları yeniden düzenlenmiştir.
- BDDK izin verdiği halde pay sahipliği ve devir işlemleri gerçekleştirilebilecektir.
- Bankanın hissedarları ve yöneticilerinin bireysel sorumlulukları arttırılmıştır.
- İdari ve adli suç unsurları ve suçlara yönelik cezalar yeniden gözden geçirilerek, düzenlenmiştir.
- Kanun değişikliğiyle birlikte, özel finansal kurum ve kuruluşların faaliyetleri yeniden düzenlenmiştir.

Kamusal Bankalar

Haziran 2001`daki yeni yasayla birlikte, görev zararı oluşturabilecek tüm unsurlar ortadan kaldırılmıştır. Ayrıca, hükümet tarafından bütçeden 400 trilyon liralık ödenek ayrılmıştır. Bu ödeneğin kamu bankaları kanalıyla, ihtiyaç anında gerekli sektör ve kesimlere destek sağlamak amacıyla kullanılması öngörülmüştür (Yay, Yay ve Yılmaz, 2001: 145) .

İkiz krizin ardından yükselen faiz oranları kamu bankalarının kaynak ihtiyacını artırmış ve ciddi kayıplara sebebiyet vermiştir. Bu nedenle, yeniden yapılandırılmanın ilk ayağında günlük kısa vadeli borçların azaltılması için, görev zararlarına karşılık olarak kamu bankalarına değişken faizli menkul kıymetler verilmiştir. 23 katrilyon lira değerinde olan bu tahviller kamu bankalarının bilançolarının küçültülmesinde önemli

bir adım olmuştur. Şöyle ki, kamu bankaları menkul kıymetleri kullanarak, repo veya doğrudan satışla likidite elde etmiş ve bu likiditeyi kullanarak sektördeki diğer bankalara veya banka dışı kesimlere olan gecelik borçlarını azaltmıştır. 16 Mart 2001 itibariye kamu bankaları diğer kaynaklardan temin ettiği 8,5 katrilyonluk kısa vadeli borcunu, 4 Mayıs 2001`de 1,3 katrilyon geriletmiştir. Bu işlemler toplam kamu kesimi borçlanma maliyetinin minimize edilmesi ve borçların vadesinin uzatılmasına destek olmuştur (BDDK, 2003: 11-14).

Tasarruf Mevduat Sigorta Fonu Kontrolündeki Bankalar

TMSF bünyesindeki bankalar mali sistemin istikrarına tehlike oluşturmakla beraber kamu maliyesine de ekstra yük getirmiştir. Nitekim, TMSF kontrolündeki 13 bankadan 5`i Sümerbankın bünyesine katılmış ve katılan bu bankaların şube ve çalışan sayısı azaltılmıştır. Söz konusu beş banka TMSF kontrolüne alınmadan önce, 396 şubesiyle 9141 kişiye istihdam sağlamıştır. Ancak, Mart 2001`de bu rakamlar azaltılarak, çalışan sayısı 4596 ve şube sayısı 213`e indirilmiştir. Haziran 2001`de açık bazı şubelerin bir kısmı daha kapatılmış ve şube sayısı 134`e düşürülmüştür (TCMB, 2001: 16).

31 Temmuz 2001 itibariyle TMSF kontrolündeki bankaların toplam yükümlülükleri 21 katrilyon lira (15.9 milyar dolar), özkaynakları ise 3,2 katrilyon lira (2.4 milyar dolar) olmakla, toplam aktif büyüklüğü 24,2 katrilyon lira (18.3 milyar dolar) olmuştur. Fon bankalarının özkaynaklarının iyileştirilmesi amacıyla, devlet tahvili takviyesi gerçekleştirilmiştir. 9 Temmuz`da 5 banka hariç, diğer fon bankalarının toplam özkaynakları artarak, eksi 5,1 katrilyon liradan 3,4 katrilyon liraya yükselmiştir. Ayrıca, aktiflerinin önemli bir kısmı kamu kağıtlarından oluşan TMSF bankalarının zararlarındaki artışlar durdurulmuştur. Son devredilen beş banka haricindeki diğer bankaların birikmiş zararlarında azalma gözlemlenmiştir. Şöyle ki, 30 Nisan 2001`de 4,9 trilyon lira (4,2 milyar dolar) tutarındaki dönem zararları, 31 Temmuz 2001`de 4,4 trilyon liraya (3,4 milyar dolar) indirilmiştir. Diğer taraftan, 31 Temmuz 2001 itibariyle devredilen beş bankanın toplam zararlarının 569 trilyon lira (431 milyon dolar) olduğu tespit edilmiştir. Son olarak, Mayıs 2001`e kadar net açık pozisyonu 4-5 milyar dolar olan TMSF kontrolündeki bankaların, Mayıs ayının ortasından itibaren açık pozisyon seviyesi 600 milyon dolara gerilemiştir (BDDK, 2001c: 7-9).

Özel Bankalar

Bankacılık sisteminin yeniden sağlıklı yapıya kavuşturulması için, özel bankalar da Yeniden Yapılandırma Programı kapsamına alınmıştır. BDDK yetkilileri özel banka temsilcileriyle görüşmüş, krizden etkilenme düzeylerini öğrenmiş, sektörel sorunları ve bu sorunların çözüm yollarını görüşmüştür (BDDK, 2001b: 22). Görüşmeler sonucunda her bir bankadan kendi yapısal sorunlarıyla ilgili taahhüt mektupları alınmıştır. Özel bankalar bu mektuplarla, sermaye artırımı, kredilerin yeniden yapılandırılması, kredi temini, birleşme, şube ve personel rasyonalizasyonu, maliyet minimizasyonu, iştirak va gayrimenkul satışı, hisse satışı gibi, konularda takvime bağlı yürütme politikaları uygulayacakları taahhütünde bulunmuştur (BDDK, 2001a: 19).

Özel bankaların döviz cinsinden açık pozisyonları büyük ölçüde kapanmış, faiz ve kur riskine karşı kırılganlıkları azaltılmıştır. Özel bankaların denetim ve gözetim süreçleri titizlikle takip edilmiştir. Ayrıca, özel bankaların nakit sermaye akışı, sorunlu kredilere ayrılan karşılıkları ve piyasa riskleri gibi, öğelerine ciddiyle yaklaşmış ve gözle görülür iyileşmeler sağlanmıştır. Sonuç olarak, bankacılık sektörünün sermaye ihtiyacı önemli ölçüde azalarak, sınırlı düzeyde kalmıştır. Programın özel sektöre toplam maliyeti 7,9 milyar dolar (bakınız Tablo 5) olarak belirlenmiştir. Bu maliyetin 5,2 milyar dolarını TMSF, kalan 2,7 milyar dolarını ise sermaye düzeylerini iyileştirmeyi amaçlayan özel bankalar karşılanmıştır (Keskin vd, 2008: 42).

Tablo 5. Bankacılık sektörü yeniden yapılandırma maliyeti

Kamu bankalarına aktarılan kaynaklar	21.9
Görev zararları için oluşan borç	19.2
Nakit sermaye desteği	2.5
Nakit dışı sermaye desteği	0.2
TMSF bankaları için aktarılan kaynak	22.5
Kamu sektöründen aktarılan kaynak	17.3
TMSF gelirleriyle yapılan mevduat ve aktarılan kaynak	5.2
Özel sektörden aktarılan kaynak	7.9
Özel sektör bankaları tarafından aktarılan kaynaklar	2.7
TMSF`den aktarılan kaynaklar	5.2
Toplam	47.2

Kaynak: Kaya, "Türk bankacılık Sektörü Yeniden Yapılandırma Programı Sonrası Etkinlik Analizi: Ampirik Bir Uygulama", 2012: 100

1.3.7 Enflasyonla Mücadelede Para Politikalarıyla Beraber Uygulanan Maliye Politikaları

Yaşanan krizlerin hemen ardından yürürlüğe giren yeni istikrar programı çerçevesinde maliye politikalarıyla ilgili bir dizi önemli karar alınmıştır. Şöyle ki, vergilendirme hususunda ya yeni vergi uygulamalarına geçilmiş ya da mevcut vergilendirme uygulamaları daha da güçlendirilmiştir. Vergilendirme ve vergi toplama sürecinin daha sağlıklı yürütülmesi amacıyla, vergi denetimleri sıklaştırılmış, daha çok vergi mükellifi vergi kimlik kullanımına teşvik edilmiş, vergi ödemelerindeki gecikmelerden doğan cezai işlemler ve yeni vergi zamları enflasyona paralel olarak ayarlanmaya başlanmıştır. 2002`de “Özel Tüketim Vergisi” olarak adlandırılan ve 16 farklı vergi, harç, pay ve fonun birleşiminden oluşan yeni bir vergi devreye sokulmuştur. GSMH`nin % 6,5`u oranında faiz dışı fazla elde edilmesi amacıyla, gerekli olan tüm ek tedbir ve politikalar uygulanmaya başlanmıştır. Bununla yetinilmeyerek, kurumlar vergisinin % 20`den % 25`e çıkarılması, sosyal güvenlik kurumlarındaki personel ve transfer harcamaları dışındaki diğer faiz dışı harcama kalemlerinden % 1.5`lik kesinti uygulanması gibi, çeşitli ilave önlemler alınmıştır (Öz, 2006; DPT, 2001: 23-24).

Bu dönemde bütçe gelirlerinin büyük bir kısmı faiz ödemelerine aktarılıyordu. Nitekim, faiz ödemelerine harcanan parayla toplanan vergi gelirleri kıyaslandığında, maliye politikasının yapısal sorunları açıkça görülmektedir. Oransal olarak ifade edilecek olursa, 2000`de vergi gelirlerinin % 88.1`i, 2001`de ise % 109`u faiz harcamalarına gitmiştir. Bu oranın 2004 yılında % 59`a düşürülmesi hedeflenmiştir (Voyvoda ve Yeldan, 2006: 11).

Güçlü Ekonomiyle Geçiş Programına geçişle beraber uygulanmaya başlanan sıkı maliye politikalarıyla faiz dışı fazla hedefi tutturulmuştur. 2002-2008 arası dönemde uygulanan politikalar sonucunda bütçe harcamaları önemli ölçüde azalmış ve bütçe gelirlerinde artış sağlanmıştır. Ayrıca, artan bütçe gelirlerinin içerisinde vergi gelirleri önemli pay sahibi konumuna gelmiştir (Fırat, 2013: 308).

1.3.8 2001 Sonrası Uygulanan Politikaların Ekonomiye Nihai Etkisi

Türkiye`de 2002-2005 döneminde uygulanan örtük enflasyon hedeflemesi ve sonrasında uygulanan açık enflasyon hedeflemesi stratejisinden başarılı sonuçlar elde

edilmiştir. Hayata geçirilen reformlar, sağlanan göreceli istikrar ve mali disiplin başarılı sonuçların ortaya çıkmasına önemli katkı sağlamıştır (Kartal, 2011: 89). Ayrıca, bu dönemde TCMB belirlenen tüm enflasyon hedeflerine ulaşmış, kredibilitesini arttırmış, dolayısıyla piyasa beklentilerini yönetmeyi de başarmıştır. Kamu borcunun çevrilebilirliğine ilişkin kaygılar ortadan kalkmıştır. Finansal kırılganlığa neden olan sorunlar giderilmiş ve finansal piyasalar görece derinleşmiştir. Bu kazanımlar ters dolarizasyon sürecini başlatmıştır. Türk lirasından altı sıfır atılmış, liranın değeri artmış, güvenilirliği sağlanmış ve portföylerde giderek daha fazla lira cinsinden varlıklar yer almaya başlamıştır (Yakupoğlu, 2010: 40).

Türkiye`de kriz sonrası uygulanan politikaların ekonomi üzerindeki etkisini daha iyi anlayabilmek adına, Tablo 6`daki makroekonomik göstergeleri değerlendirmek gerekmektedir. Çeşitli makroekonomik göstergelere ilişkin veriler incelendiğinde işsizlik ve cari açık dışındaki diğer göstergelerde belirgin iyileşmeler sağlandığı görülmektedir. Daha açık ifade edilecek olursa, Türkiye ekonomisi yaşanan kriz sonrasında ciddi daralmaya maruz kalmıştır. Uygulanan politikalar sonucunda bu durum değişmiş ve 2002 yılında tekrar büyüme eğilimi yakalanmıştır. Uygulanan politikalara duyulan güven, iç talepte iyimser beklentiler, ihracattaki artış, sanayi üretimdeki yükseliş büyümeye önemli katkı sağlamıştır. Açıklanan istikrar programına sadık kalınması sonucunda, 2003 ve 2004 yıllarında da büyüme süreci giderek artan hızla devam etmiştir. TL`nin değerlenmesi, faiz oranlarındaki gerileme, güven ortamının giderek istikrar kazanması ve iyimser beklentilerdeki artış daha yüksek büyüme oranlarının ortaya çıkmasına neden olmuştur. Şöyle ki, 2004 yılındaki % 9.6`lık büyüme oranı Türkiye Cumhuriyet`nin o döneme kadar tarihinde gördüğü rekor büyüme verisi olmuştur. 2002`de % 6.9, 2003`te % 5,6 ve 2004`te % 9,6`lık rekor büyümenin ardından, büyüme oranları azalan hızda artmaya devam etmiştir. Zira ekonomik verilere istinaden, 2005`te, 2006`da ve 2007 yılında büyüme oranları sırasıyla, % 8,4, % 6,9 ve % 4,5 olarak tespit edilmiştir. Elde edilen bu olumlu görünüm küresel krizin yaşandığı 2008 yılına kadar devam etmiştir (Ay ve Karaçor, 2006: 73-74; TCMB, 2003: 18 ; TCMB, 2005: 19; TCMB, 2007: 31).

Kriz sonrası uygulanılmaya başlanan GEGP enflasyonda hızlı bir düşüş öngörmüştür. Programa göre, 2002 yılı ve onu takip eden üç senede enflasyon hedefleri sırasıyla % 35, % 20, % 12 ve % 8 olarak belirlenmiştir. Program yüksek enflasyon

oranlarını en aza indirmeyi amaçladığından, hedefler “nokta hedef” yerine “üst sınır” olarak tasarlanmıştır. Söz konusu hedefler şiddetli mali baskınlık koşulları altında değerlendirildiğinde, mali disiplinin beklentilerin yönetilmesi açısından dezenflasyon sürecinde dönüm noktası olduğu söylenebilir. Şöyle ki, TCMB beklentilerin kontrol altına alınmasında, ekonomik istikrarın sağlanmasında ve enflasyonun düşük düzeylerde tutulmasında mali disiplinin önemini açık bir şekilde duyurmuştur. Diğer taraftan, hükümetin ve TCMB'nin birlikte hedef belirlemesi mali ve parasal politikalar arasında organik bir bağ oluşturmuştur. Bu bağ, merkez bankası kredibilitesinin yanı sıra, mali disiplini de yeni politika çıpası olarak ortaya çıkarmıştır. Bu durum merkez bankası bağımsızlığıyla birleştirildiğinde, piyasalarda enflasyonun kısa dönemde makul seviyelere gerileyeceği inancı oluşmaya başlamıştır (Kara, 2008: 10). Sonuç olarak, enflasyon verilerinde başarı sağlanmış ve 2002-2005 döneminde gerçekleşen yıl sonu enflasyon oranları hedeflenen oranların altında kalmıştır. 2001 sonunda % 68 olarak gerçekleşen enflasyon oranı, Aralık 2005 tarihinde % 7,7 seviyesine kadar gerilemiş ve öngörülen % 8'lik hedefinin altında gerçekleşmiştir (TCMB, 2006b: 59).

Tablo 6. Temel Ekonomik Büyüklükler

	2001	2002	2003	2004	2005
GSMH (\$)	148,2	180,8	239,2	299,4	360,8
Fert başına GSMH (\$)	2,123	2,598	3,383	4,172	5,008
GSYH (\$)	200,3	238,3	311,9	404,9	501,2
Büyüme hızı (%)	-5.9	6.2	5.3	9.4	8.4
TEFE (yıl sonu)	88.6	30.8	13.9	13.8	5.8
TÜFE (yıl sonu)	68.5	29.7	18.4	9.3	7.7
İşsizlik (%)	7.8	9.8	9.9	9.7	9.5
Bütçe Dengesi/GSYH (%)	-11,8	-3.5	-7.6	-4.2	-0.8
İç borç stoku/GSMH	69.2	54.5	54.5	52.3	47.5
Dış borç stoku/GSMH	76.8	72.4	61.6	52.2	46.2
Cari denge/GSYH (%)	1.9	1.0	-2.4	-3.5	-4.2

Kaynak: Ay ve Karaçor, 2006: 73, Eğilmez, "Son 16 Yıl ve 2018 Falı", <http://www.mahfiegilmez.com/2018/05/son-16-yl-ve-2018-fal.html>, (15.08.2018)

Ancak, Türkiye, açık enflasyon hedeflemesi rejimine geçtiği 2006 yılında dış dünyadaki konjktürel değişikliklerden etkilenmiştir. Konjktürel değişiklikler Türkiye'den de es geçmemiş ve ekonomi dış şokların olumsuz etkilerine maruz kalmıştır. Bu şoklardan ilki, Mayıs 2006 tarihinde küresel sermaye şartlarının gelişmekte olan ülkeler aleyhine değişmesiyle ortaya çıkmıştır. Uluslararası faiz

oranlarındaki yükseliş ve yabancı yatırımcı iştahındaki düşüş Türkiye dahil bir çok gelişen piyasadan sermaye çıkışına neden olmuştur. Oluşan yeni şartlar altında bir çok gelişmekte olan ülke para birimi keskin değer kaybetmiş, dolayısıyla risk primleri de yükselmiştir (Ersel ve Özatay, 2008: 45). YTL de bu baskıya daha fazla dayanamamış ve süreç sonunda % 30 civarında değer kaybı yaşamıştır. Değer kaybı kuraklıktan etkilenen gıda fiyatlarını daha da yükseltmiştir. Ayrıca, başta petrol olmakla ithal edilen tüm emtiaların fiyatlarında artışlar yaşanmış ve bu artışlar sonucunda iç piyasalarda fiyat ayarlamaları gerçekleştirilmiştir. Yaşanan bu gelişmeler karşısında, 2006 ve 2007 yıl sonu TÜFE oranları sırasıyla % 9.7 ve % 8.4 olarak gerçekleşerek, belirlenen % 5'lik ve % 4'lük hedeflerin üzerinde kalmıştır (Ermişoğlu, 2011:23).

GEGP'nin uygulandığı 2002-2005 döneminde cari işlemler dengesine ilişkin veriler hep olumsuz yönde seyretmiştir. Cari işlemler dengesine ilişkin tek olumlu gelişme 2001 yılında ortaya çıkmıştır. 2002 yılından itibaren devamlı açık veren cari işlemler dengesi, dış ticaret dengesi ve hizmetler dengesi gibi gruplardan oluşan bir yapıya sahiptir. Cari işlemler dengesinin sürekli açık vermesine en büyük katkı sağlayan etken dış ticaret dengesi açıkları olmuştur. Hizmetler dengesi ise, tersi yönde bir tutum sergileyerek, cari açığın kapanmasına olumlu yönde katkı sağlamıştır (Kuşat, 2015: 40).

2002'den itibaren ihracata dayalı büyüme modeli giderek daha fazla ağırlık kazanmaya başlamıştır. Finansal piyasalarda istikrarın sağlanması ve Irak savaşının sonlandırılması gibi etkenler faiz oranlarını düşmesine olanak sağlamıştır. Netice itibariyle, döviz kuru değer kazanmaya başlamış ve bu süreç ileriki yıllarda da devam etmiştir. İstikrar ortamının oluşması iç talebi canlandırmıştır. Artan iç talep ara mal ve sermaye ithalatını da arttırmaya başlamıştır. İhracat oranlarının ithalatın gerisinde kalması dış ticaret dengesindeki bozulmayı daha da arttırmıştır (TCMB, 2005: 48). Döviz kurundaki değer artışı dış ticaretin sağlıksız gelişmesine sebebiyet vermiştir. Bu gelişmelerin sonucu olarak, 2002 yılında eksi 1,5 milyar dolar olan cari açık, 2005 yılında eksi 23 milyar dolara yükselmiştir (Turan, 2015: 229).

2002-2005 döneminde mali disiplinde de ciddi ilerlemeler kaydedilmiştir. Yapısal reformlar ve uygulanan sıkı maliye politikaların olumlu sonuçları mali istikrarın ölçülmesinde kullanılan göstergelerde de kendini göstermiştir. Mali istikrarın önemli göstergelerinden olan kamu kesimi borçlanma gereğinin milli gelire oranı

(KKBG/GSMH) zamanla gerilemiştir. 2001`de % 16,5 olan bu oran, 2002`de % 12,7, 2004`de % 4,7 ve 2005`te % 0,9 olarak gerçekleşmiştir. Kamu kesimi iç borç stoğunun milli gelire oranı ve kamu kesimi dış borç stoğunun milli gelire oranında da iyileşmeler elde edilmiştir. Kamu kesimi iç borç stokuna ilişkin verilere istinaden, 2002`de % 55 olan bu oran 2005`te % 50 olarak gerçekleşmiştir. Aynı şekilde, dış borç stoğunun milli gelire oranı da % 34`den % 18`e kadar gerilemiştir. Sonuç olarak, aynı dönem içerisinde kamu kesimi toplam borç stoğunun milli gelire oranı % 89`dan % 68`e kadar gerilemiştir (İnan, 2006: 32). Ayrıca, sıkı maliye politikaları kamu kesimi faiz dışı fazlanın artmasına önemli ölçüde etki etmiştir. 2002 öncesi yıllarda GSYİH`nın % 1 oranında açık veren faiz dışı denge, 2003 yılında % 6.3, 2004 yılında % 6.9, ve 2005 yılında % 6.5 oranında fazla vermiştir (Hazine Müsteşarlığı, 2005: 4)

2001-2006 döneminde uygulanan ekonomi politikalarıyla ciddi kazanımlar elde edilmiştir. Elde edilen başarıların tekrar yitirilmemesi ve sağlamlaştırılması için, politikaların her daim geliştirilmesi gerekmektedir. Özetle bu dönem, mali disiplin, daha güçlü bankacılık sistemi ve güvenilir merkez bankacılığının başarılı bir eseri olarak görülebilir (Akkaya ve Gürkaynak, 2012: 96). 2008 yılında yaşanan küresel finansal krize kadar ufak çaplı ekonomik bozulmalar dışında istikrar ortamı korunabilmiştir. Ancak, yaşanan küresel krizle birlikte Türkiye ekonomisi yeni bir evreye girmiş, alınan politika tedbirleri ise yeni şartlara göre yeniden dizayn edilmiştir. Bu bağlamda, çalışmanın ileriki bölümleri küresel kriz ve bu krizin Türkiye ayağını ele almaktadır.

İKİNCİ BÖLÜM

2008 FİNANSAL KRİZİ SONRASI GELENEKSEL VE GELENEKSEL OLMAYAN PARA POLİTİKALARI

2.1 Küresel Krizin Belirtileri, Meydana Çıkış Nedenleri ve Dünyada Etkileri

ABD`de konut sektöründe ortaya çıkan mortgage krizi kısa bir süre içerisinde küresel krize evrilerek, küresel ekonominin tamamı için yıkıcı sonuçlar doğurmuştur. Yaşanan bu kriz ve krizin arka planındaki nedenler iktisat yazınında önemli tartışmaları da beraberinde getirmiştir. Bu sebeple çalışmanın bu bölümünde söz konusu krizin öncesinde yaşanan gelişmeler ele alınarak, krizin ortaya çıkış süreci incelenmiştir. Ayrıca, kriz süreci boyunca gelenekselin dışındaki politika uygulamalarına neden olan etkenlere de değinilmiştir. Bu bağlamda, uyguladıkları ekonomi politikalarıyla küresel ekonominin yönünü belirleyen ABD, Avrupa Birliği ve Japonya merkez bankalarının bu kriz sürecinde uyguladıkları para politikaları ele alınmıştır.

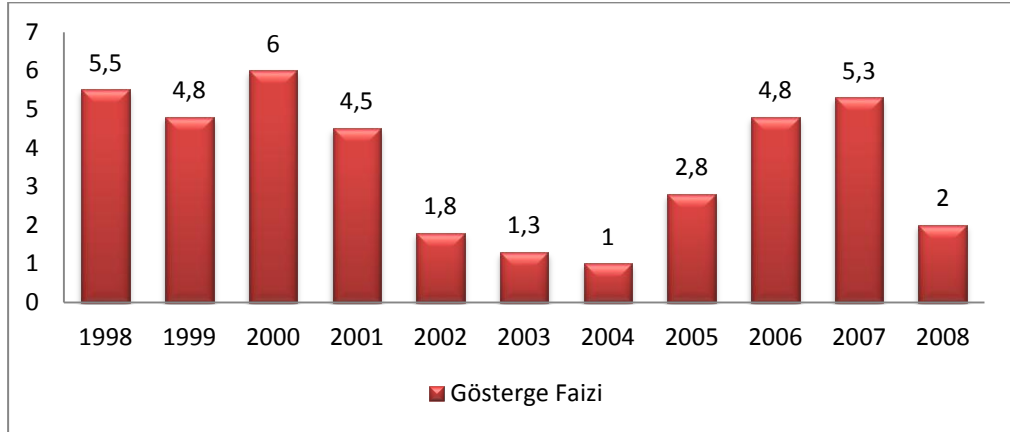
2.1.1 Krizin Ortaya Çıkışı ve Global Ekonomideki Çöküş

ABD ekonomisi 2001 yılının Mart ve Kasım aylarında ılımlı durgunluk geçirmiş, bu durgunluğun hemen ardından bir takım şirket skandallarıyla sarsılmıştır. Ekonomideki bu duruma ek olarak, 11 Eylül terör olayları ve Irak işgali ABD gündemine oturmuştur. Yaşanan bu gelişmeler ABD ekonomisinin durumunu daha da zora sokmuştur. ABD ekonomisinde yaşanan mevcut durgunluğun ortadan kaldırılması için, FED`in Federal Açık Piyasa Komitesi (FOMC) 2001`de % 6,5 olan faiz oranını % 2002`de % 1,75`e, Haziran 2003`de ise % 1`e düşürmüştür (Bernanke, 2010: 2-3). Yapılan faiz indirimleriyle tüketimin, dolayısıyla da iç talebin artırılarak, ekonomin yeniden canlandırılması amaçlanmıştır. Şekil 1`de FED`in 1998-2008 döneminde faiz oranının gelişimi yer almaktadır. Düşük faizler konut kredisine olan ilgiyi arttırmıştır. Konut sektöründeki talep artışı ev fiyatlarının artışına neden olmuştur. Sahip oldukları evlerin değerlendirildiğini gören gayrimenkul sahipleri ikinci, bazen de üçüncü bir yeni ev almak için daha fazla konut kredisi yükümlülüğüne razı olmuştur (Göçer ve Özdemir, 2012: 193).

İlk zamanlar açılan konut kredilerinin büyük bir kısmı “prime mortgage” diye tabir edilen ve sadece yüksek kredi skoruna sahip müşterilere açılan kredilerden oluşmuştur. Ancak, zamanla bu durum değişmiş ve yüksek riskli müşterilere verilen subprime mortgage kredilerinin hacminde de artış yaşanmaya başlamıştır. Şöyle ki, 2008 yılında ABD piyasalarındaki “subprime mortgage” kredilerin hacmi 1,5 trilyon dolara ulaşmıştır (Eğilmez, 2008: 66). 2003-2005 arası dönemde eşik altı kredilerde iki kat artış yaşanmıştır. 2005 yılında kısa vadeli karma menkul değerlerin % 80’ni teşkil eden eşik altı kredilerin 1.5 milyon ipoteğe denk geldiği belirtilmektedir (Mayer, Pence ve Sherlund, 2009: 36).

Eşik altı ipotek kredilerinin çarpıcı şekilde artmasına müteakiben yeniden paketleme yoluyla oluşturulan teminatlı borç yükümlülüklerinin (CDO) sayısı da hızla artmaya başlamıştır. 2002-2005 döneminde menkul kıymetleştirmeye uygun olan ipoteklerin yüzdesinin % 60’tan % 82’ye yükselmesine karşın, menkul kıymetleştirmeye uygun olmayan ipoteklerin yüzdesi % 35’den % 60’a yükselmiştir (Calomiris, 2009: 16-17).

Şekil 1. FED’in Gösterge Faiz Oranının Gelişimi



Kaynak: FED

Amerikan Merkez Bankası (FED) enflasyon artışını azaltmak ve konut fiyatlarındaki aşırı değerlenmenin önüne geçmek amacıyla, 2004-2006 döneminde sayısı 17’yi bulan faiz artırım kararı almıştır. Şekil 1’den de görüldüğü üzere, 2004 yılında % 1 olan faiz oranı 2007 yılında % 5,3 seviyesine kadar yükselmiştir (Bianco, 2008: 5). FED’in uygulamaya başladığı sıkılaştırıcı politikalar devlet tahvilleriyle CDO’lar arasındaki faiz farkını daraltmıştır. Bu durum küresel yatırımcıların CDO’lara

duydıkları ilginin azalmasına neden olmuştur. Sıkılaştırıcı politikalar değişken oranlı ipotek faizlerinin yükselmesine neden olarak, temerrüt ve haciz işlemlerini önemli ölçüde arttırmıştır. Şöyle ki, ABD konut sektöründe yaşanan hacizler 2006 yılına göre % 79 artarak, 2007 yılında 1,3 milyona ulaşmıştır. Gerçekleştirilen haciz işlemlerinin % 49'u eşik altı ipoteklerden oluşmuştur (Orlowski, 2008: 8).

Uygulanan sıkılaştırma politikası ile ekonominin aşırı ısınmasının önlenmesi ve ekonominin rahatlatılması hedeflenmiştir. Ancak, yapılan bu müdahale sonucunda bir çok eşik altı ipotek borcu olan alıcılar taahhüt ettikleri ödemeleri karşılayamaz hale gelmiştir. Bu gelişmelerin hemen ardından konut sektöründeki balon patlamış, alıcıların ellerinedeki konutların değeri borçlarını karşılayamayacak düzeye düşmüştür (Kutlu ve Demirci, 2011: 124).

Ayrıca ifade etmek gerek ki, 2005 yılında konut sektöründeki balonun patlayacağına dair sinyaller güçlü bir şekilde algılanmaya başlanmıştır. Nitekim, 2005 yılında zirveyi gören konut fiyatları 2006 yılından itibaren düşüşe geçmiştir. Konut fiyatlarında yaşanan bu düşüş ilk başlarda eşik altı ipoteye dayalı menkul kıymetlerin değerinin düşmesine neden olmuştur. Ancak ilerleyen süreçte alıcısına ayrıcalıklı imtiyazlar tanıyan ve yüksek güvenilir olduğu düşünülen üst sınıf menkul kıymetler de ucuzlamaya başlamıştır. Konut sektörü ve bu sektöre dayalı menkul değerlerin ucuzlamaya başlaması büyük kayıpların yaşanmasına neden olmuştur. Hesaplamalara göre, 2008 yılında yatırımcıların toplam zararı 500 milyar dolara denk gelmektedir (Mishkin, 2011: 50).

Şubat 2007'de piyasalarda düşük oranlı hisse senetlerinin değerlerinde önemli kayıplar yaşanacağı yönündeki beklenti eşik altı kredilendirme sürecinin tamamen sona ermesine neden olmuştur. Çünkü hiç kimse satın alınmayacağını düşündüğü küçük (Junior) hisse senetlerine yatırım yapmamış, dolayısıyla eşik altı kredilerin yeniden paketlenmiş türleri rağbet görmemiş ve finansman kaynağı kesilmiştir. Yine de, Ekim 2007'ye kadar AAA notuyla derecelendirilmiş ipoteye dayalı üst düzey CDO'lar değerine yakın düzeyde işlem görmüştür. Ancak, çok uzun sürmeden konut sektörüyle ilişkili hiç bir olgunun güvenilir olmadığı anlaşılmış ve yüksek kredi notuna sahip ve iyi ödeme alan CDO'lara duyulan güven de ortadan kalkmıştır. Bu durum konuta olan talebi zedeleyerek sektördeki krizi daha da körüklemiştir (Krugman, 2009: 167-168).

Temmuz 2007 itibariyle varlığa dayalı ticari menkul kıymetler piyasasında yaşanan daralmadan bir çok sektör gibi, bankacılık sektörü de etkilenmiştir. Avrupa bankaları da bu gelişmeler sonucu zarara uğramıştır. Varlığa dayalı ticari kağıtlardan dolayı zarara uğrayan ilk banka küçük bir Alman bankası olan İKB olmuştur. 31 Temmuzda ise American Home Mortgage Investment Corp. müşterilerine karşı sorumluluklarını yerine getirememiş ve 6 Ağustos'ta iflasını beyan etmiştir. Kısa bir süre sonra, 9 Ağustos'ta Fransız BNP Paribas sahip olduğu yapılandırılmış ürünlerle alım-satım gerçekleştiremediği için, 3 yatırım fonunu askıya almış ve yükümlülüklerini itfa etmemiştir (Demir, Karabıyık ve Ermişoğlu 2008: 64). Yaşanan bu gelişmeler içinde bulunduğumuz yüzyılın en büyük krizinin başlangıcı olarak görülmüştür.

Dünyanın dört bir yanında faaliyet yürüten çeşitli yatırım fonları, kurumsal araçlar, bankalar, emeklilik fonları CDO'ları satın almıştır. Bundan dolayıdır ki, dünyanın neredeyse tamamında faaliyet yürüten bir çok yatırım ve ticari banka çok ciddi likidite sıkışlığı yaşamıştır. ABD, Avrupa ve İngiltere merkez bankaları büyük finansal araçların iflas ederek, sistematik çöküşe neden olmaması için bir dizi kurtarma operasyonu gerçekleştirmek zorunda kalmıştır (Gupta, Mittal ve Bhalla, 2010: 271).

Bear Stearns'ın yatırım fonu olan ve 925 milyon dolar sermayeye sahip High-Grade Structured Credit Strategies Enhanced Leveraged Mart 2007'den itibaren % 3.7 oranında değer kaybına uğramıştır (Hsu ve Moroz, 2009: 11). İlerleyen süreçte Bear Stearns'ın fonları High-Grade Structured Credit Strategies Enhanced Leveraged ve High-Grade Structured Credit Strategies marjınlarını karşılayamaz hale gelmiş ve kredi sağlayan kurumlardan ek kredi desteği istenmiştir. Bu istek kurumlar tarafından red edilince Bear Stear 1.6 milyar dolarlık kurtarma planı hazırlamıştır. Ancak, başka bir finansal krum olan ve söz konusu fonlardan birinin saygın alıcısı konumundaki Merrill Lynch 850 milyon dolar değerindeki CDO'ları satışa çıkarmış, fakat 100 milyon dolarını satabilmiştir. Bu satış işlemi CDO'ların değerinin olduğundan fazla şişirildiğini kanıtlamıştır. Bunu duyan başka yatırımcılar da ellerindeki CDO'lardan kurtulmaya çalışmıştır. CDO arzının fazlalığı fiyatların daha da düşmesine neden olmuştur. Bear Stearns Temmuz 2007'de iki yatırım fonun iflas ettiğini duyurmuştur. İflaslar sonrasında Merrill Lynch 2007 yılını 7.8 milyar dolar net zararla sonlandırmış ve krizden en fazla hasar alan Citigroup ve UBS gibi şirketlerin arasına katılmıştır (Akbulak, 2008: 26).

11 Mart 2008`de likidite durumu kötöleşen Bear Stearns iflasın eşiğine gelmiş ancak, çeşitli taraflarla 150 milyona yakın işlem gerçekleştiren bu kadar büyük bir kurumun iflasına izin verilmemiştir. Bu bağlamda, FED yetkilileri Bear Stearns`ın JP Morgan tarafından satın alınması için masaya oturmuştur. Toplantı sonucunda 236 milyon dolarlık veya hisse başına 2 dolarlık (daha sonra 10 dolara çıkarıldı) satış anlaşması imzalanmıştır. Ayrıca, FED Bear Stearns`ın toksit varlıkları için JP Morgan Chase`e 30 milyar dolar kredi vereceğini de taahhüt etmiştir. Bu gelişme piyasaların liktide sıkışıklığının geçici de olsa giderilmesine yardımcı olmuştur (Brunnermeier, 2009: 88).

Ancak, tarihler 15 Eylül 2008`i gösterdiğinde 600 milyar dolar aktife sahip, 25000 çalışanı bulunan ve ABD`nin en büyük dördüncü yatırım bankası olan Lehman Brothers eşik altı piyasasındaki zararları nedeniyle iflas başvurusunda bulunmuştur. ABD tarihindeki en büyük iflas başvurusu olarak kayıtlara geçen bu gelişmenin ardından subprime krizi, küresel finansal krize evrilmiştir. Lehman Brothers`ın çöküşü belirsizlik ortamı yaratarak, varlık fiyatlarının çöküşüne ve yeni bir menkul kıymet satış dalgasına neden olmuştur (Mishkin, 2011: 4).

2008 yılının Eylül ayında dünyanın en büyük CDS ihraç eden sigorta şirketi olan AIG sigortaladığı varlıkların değerinin düşmesi sebebiyle çökmüştür. Şöyle ki, 15 Eylül`de derecelendirme kuruluşları AIG`nin AAA notunu düşürmüş, AIG bu gelişme karşısında sermaye ihtiyacını karşılayamayacak duruma düşerek iflasın eşiğine gelmiştir. Ancak, AIG`nin diğer kurumların toksit varlıklarıyla olan ilişkisini ve bu ilişkinin boyutunu inceleyen otoriteler yaşanacak olası bir iflasın mevcut çalkantıları daha da şiddetlendireceğine kanaat getirerek kurtarma operasyonu başlatmıştır. Operasyon çerçevesinde, FED Eylül ayında AIG`ye 85 milyar dolar kaynak aktarması için New York FED`e yetki vermiştir. İlerleyen süreçte kurtarma planı için ayrılacak tutarın miktarı farklı zamanlarda verilecek dilimlerle birlikte 173 milyar dolara kadar arttırılmıştır. AIG ayrılan kaynakları kullanarak, kurumsal yatırımcıların satın aldığı sigortalı toksit MBS ve CDO yükümlülüklerini bilançosundan çıkarmayı amaçlamıştır (Marshall, 2009: 45-46).

2.1.2 Küresel Krizin Ortaya Çıkış Nedenleri

Tüm dünyayı etkisi altına alan 2008 küresel krizi ve bu krizin ortaya çıkmasına neden olan faktörler iktisat yazınında ciddi tartışma konusu olmuştur. Küresel krize bağlı yapılan çalışmalar sonucunda, krizin oluşumuna katkı sağladığı düşünülen nedenler; 1) küresel tasarrufların ABD ekonomisine yönelmesinden kaynaklanan likidite bolluğu, 2) likidite bolluğunun neden olduğu kredi patlaması, 3) konut sektöründe oluşan konut balonu, 4) gölge bankacılık sistemi olarak bilinen yasadışı bankacılık faaliyetleri, 5) finansal mühendislik sonucu ortaya çıkan yeni menkul kıymetleştirme türleri, 6) FED`in uyguladığı genişletici parasal tedbirler ve düşük faiz politikası, 7) kredi derecelendirme kuruluşlarının aşırı şişirilmiş kredi notlarının ve kredi temerrüt swaplarının (CDS) neden olduğu asimetrik bilgi sorunu şeklinde sıralanabilir. Burdan yola çıkarak, söz konusu nedenlere değinilmesinde yarar görülmektedir (FCIC, 2011: 420; Farhi, Marcos ve Cintra, 2009: 3; Gupta, Mittal ve Bhalla, 2010: 272; White, 2009: 394-396; Mishkin ve Eakins, 2004: 171; Bianco, 2008: 4).

90`lı yıllardan başlayarak başta Çin olmakla birlikte birçok gelişmekte olan ülke, daha az tüketmiş ve tasarrufa yönelmişlerdir. Bu ülkeler geliştikçe tasarruf oranları yükselmiş ve tasarruftan elde ettikleri sermayeyi ABD`de ve Avrupa`da yatırım olarak değerlendirmişlerdir. ABD`ye akan bu sermaye likidite bolluğu yaratarak, kredi genişlemesine ve faizlerin düşmesine neden olmuştur. Tüketiciler açısından oluşan olumlu ortam Amerikalıları tüketime ve riskli yatırımlara teşvik etmiştir (FCIC, 2011: 420).

Gelişmekte olan ülkeler sahip oldukları tasarrufları ABD varlıklarının yanı sıra Avrupa varlıklarının alımı için de kullanmışlardır. Bu durum Avro Bölgesi`ndeki likidite miktarının artmasına önemli katkı sağlamıştır. Nitekim, Avrupalı yatırımcılar oluşan bu likidite bolluğunu yeni ABD varlıklarının alımı için kullanmışlardır. Başka bir ifadeyle gelişmekte olan ülkeler Avrupa varlıklarına yatırım yaparak dolaylı bir şekilde ABD varlıklarını da finanse etmiştir. Ayrıca, ilk başlarda Avrupa`nın gelişen piyasalar karşısındaki yükümlülükleri devlet tahvili ve banka mevduatlarından ibaretken, bu durum Avrupalı yatırımcıların zamanla ABD`nin varlığa dayalı menkul kıymetlerine yönelmesiyle değişmiştir. Varlığa dayalı menkul kıymetlerin rağbet

görmesiyle beraber Avrupa'nın gelişen ülke ekonomilerine karşı yükümlülüklerinin içerisinde yüksek riskli varlığa dayalı menkul kıymetler ve diğer yapılandırılmış kredi araçları ağırlık kazanmaya başlamıştır. Bundan ötürüdür ki, yaşanan küresel kriz Avrupa'yı da çok ciddi etkilemiştir (Bertaut vd, 2012: 229).

Bir çok ihtiyatlı ticari banka açtıkları kredi miktarlarını ciddi boyutlara ulaştırmıştır. Bunu yapabilmek için, Basel anlaşmalarının gerekliliği olan sermaye yeterliliği kriterlerini sağlamaları gerekmektedir. Bu kriteri sağlamak adına, bankalar bilançolarındaki varlıkların ve dolayısıyla risklerinin bir bölümünden kurtulmak zorundadır. Ancak, zamanla bu bankalar kredi tedarikçisi görevini kaybederek, belirli bir ücret karşılığında kaynak aracılığı rolü üstelenmeye başlamıştır. Dahası, bankalar yatırım fonları oluşturmaya, varlık yönetim danışmanlığı yapmaya, türev piyasalarda yatırımları koruma amaçlı işlem satmaya ve nihayet diğer menkul kıymetlerin satışından kar marjı sağlamaya başlamışlardır. Çeşitli kurumlar da düzenleyici yapının dışına çıkarak, gerekli sermaye rezervlerini oluşturma gerekliliğini önemsememiş ve ticari bankaların izlediği yolu takip etmiştir. Mevduat sigortaları olmayan ve merkez bankalarının reeskont pencerelerinden yararlanamayan (krize kadar öyle olduğu sanılmaktaydı) gölge bankacılık ağı büyük yatırım bankalarını, yatırım fonlarını, özel sermaye fonlarını, emeklilik fonlarını, sigorta şirketlerini, alanında uzamanlaşmış bölgesel bankaları ve ABD konut sektörüne likidite sağlamak amacıyla kurulan yarı devlet destekli kurumları (Fannie Mae ve Freddie Mac) da kapsamıştır (Farhi, Marcos ve Cintra, 2009: 3).

Ayrıca, yukarıda sözü edilen riskli borç birikiminin bu denli ciddi boyutlara ulaşması kreditorlerin kredi açma husunda neden bu kadar bonkör davrandıkları sorusunu akıllara getirmiştir. Şöyle ki, borç verenlerde ev fiyatlarının daha da yükseleceği inancı giderek ağır basmaya başlamıştır. Ev fiyatları yükseldiği sürece borç verenler verdikleri kredilerin geri ödenip ödenmemesini pek de önemsememiştir. Onlara göre, alınan krediler alıcılar tarafından ödenemezse, aynı alıcılar ya başka bir ipotek kredisi başvurusunda bulunacak ve mevcut borcunu bununla kapatacak ya da gelir durumu daha düşükse evini satacak ve ipotek kredisini ev satışından gelen gelirle kapatacaktır. Diğer taraftan, borç verenler kredi talebinde bulunan müşterilerin kredi notunu dikkate almadıkları gibi, açtıkları kredileri ellerinde çok bekletmeyerek, menkul

kıymet şeklinde başka yatırımcılara satmışlardır. Ayrıca, bu kredileri alan yatırımcılar yatırımlarının içeriğini tam anlamıyla bilememişlerdir (Krugman, 2009: 149).

Menkul kıymetleştirme denildiğinde, yasal çerçevede finansal mühendislik sonucu oluşturulan, kredi ödemelerinden gelen nakit akışının ortak bir havuza bağlı olduğu, ana para ve faiz ödemelerinin her hangi bir özel amaçlı kuruma (SPV) ait olduğu menkul değerlerin satışı anlaşılmaktadır. Özel amaçlı kurumlara (SPV) satılan ve taahhüt edilen kredi ödemelerinden oluşan bu nakit akışı finansal araçlar tarafından tasarlanmaktadır. Menkul kıymetleştirmenin türev ürünü olan Varlığa Dayalı Menkul Kıymetler (ABS) kredi derecelendirme kuruluşları tarafından değerlendirilmiş ve yatırımcılara satılmıştır (Gorton ve Metrick, 2012: 3-4). Yapılan menkul kıymetleştirme işlemleri likit olmayan ipotek kredilerini ticareti yapılan likit finansal ürünlere dönüştürmüştür (Mayer, Pence ve Sherlund, 2009: 29).

Uzun yıllar boyunca ipotek menkul kıymetleştirme işlemleri başarıyla sürdürülmüştür. Menkul kıymetlerin satıldığı büyük ve likit ikinci piyasanın varlığı uygun koşullar sunarak, alıcıların konut kredilerine ulaşım imkanını daha da kolaylaştırmıştır. Oluşturulan menkul değerlerin ana para ve faiz ödemeleri açısından farklı risk grupları altında kategorize edilerek çeşitlendirilmesi konut sektörünün cazip hale gelmesine, sektöre yönelik güçlü sermaye akışına ve bu akıştan kaynaklanan sermaye havuzlarının oluşmasına neden olmuştur. Fannie Mae, Freddie Mac ve Ginni Mae gibi, kurumların oluşturduğu ipoteğe dayalı menkul kıymet (MBS) pazarı yirmi yıl boyunca iyi çalışmıştır. Yatırımcılar oluşabilecek riskleri analiz ederek geleceği öngörebilmiştir. Ayrıca, 30 yıl vadeli sabit faizli geleneksel konut kredilerinin doğurabileceği riskler karmaşık işlemler yardımıyla kolaylıkla yönetilebilmiştir. Bu durum ipoteğe dayalı menkul kıymetlerin, likiditesi yüksek ikincil piyasalarda diğer menkul değerler gibi kolaylıkla müşteri bulmasına yardımcı olmuştur (Belsky ve Richardson, 2010: 66-67).

Ancak, finansal mühendislik alanında yaşanan yenilikler daha da geliştirilmiş yeni finansal ürünlerin ortaya çıkmasına neden olmuştur. Teminatlı borç yükümlülükleri (CDO) olarak bilinen ve eşik altı kredilerden oluşan finansal ürünler finansal yeniliklerin sonucu olarak ortaya çıkmıştır. CDO'lar yüksek faizli ipoteğe dayalı menkul kıymetlerin farklı risk grupları göz önünde bulundurularak, yeni parçalar

halinde yeniden paketlenmesinden oluşmaktadırlar. CDO'ların en üst grubuna sahip olanlar nakit para akışından daha önce ve daha fazla pay alabiliyorken, daha alt gruba sahip olanlara daha az ödeme yapılmaktadır. Krizden önce risk yayma işlemi bununla sınırlı kalmamış, CDO'lardan gelen nakit akış ödemeleri sonrasında yeni CDO2'ler, hatta CDO3'ler oluşturulmuştur (Mishkin ve Eakins, 2004: 171).

2008 krizinde AIG'nin kredi notunun düşürülmesinden hemen sonra ihraç ettiği kredi temerrüt takaslarının (CDS) da kredi notu düşürülmüş, ancak buna karşılık hiç bir yükümlülük kabul etmemiştir. Monoline sigorta kuruluşu olarak faaliyet yürüten AIG bu özelliğine göre de krizden sorumlu tutulmuştur. İhraç ettiği sigorta ürünlerine yalnız başına garantör olan monoline kuruluşlar genellikle yasal çerçevenin dışında faaliyet göstermekte, gerekli mevzuat ve düzenlemeleri dikkate almamakta ve dolayısıyla güven vermeyen kuruluşlar olarak tanımlanmaktadırlar (Doruk, 2014: 47).

Subprime kredilerinde yaşanan artışın diğer bir nedeni de kredi derecelendirme kuruluşları olmuştur. Bu kuruluşlar ipoteye dayalı menkul kıymetlere yatırım yapılabilir dereceler vermişlerdir. Verilen bu dereceler sonucunda konut sektörüne yönelen sermaye akışı daha da artmış, dolayısıyla ABD'deki konut balonu giderek büyümeye başlamıştır. Açılan riskli krediler sonucunda 2002-2007 arası dönemde konut sektörüne toplam 3,2 trilyon dolar giriş olmuştur. Bu ipotek kredileri yeniden paketlenmiş ve yüksek derecelendirilmiş yeni haliyle küresel yatırımcılara satılabilir hale getirilmiştir (Gupta, Mittal ve Bhalla, 2010: 272).

Kredi Derecelendirme Kuruluşlarının'nın (KDK) uzun süreler boyunca devlet tahvillerinin derecelendirilmesinde gösterdikleri dürüstlük ve sundukları doğru kanaatlar bu kuruluşların itibarını arttırmıştır. Bu itibara güvenen yatırımcılar yüksek kaliteli tahviller yerine KDK'ların not verdiği ipoteye dayalı varlıkları satın almıştır. Bu kredi notları yatırımcılar ve bankalar açısından da önem arz etmiştir. Nitekim, varlık ticaretinin rahatlıkla yapılması için, tahvillerin yüksek notlarıyla derecelendirilmesi gerekmiştir. Öte yandan, bankalar tuttukları menkul kıymete karşılık olarak belirli miktarda sermaye tutmak zorundaydı. Tutulan varlığın kredi notu tutulması gereken sermayenin miktarını da belirlemekteydi. Şöyle ki, varlığın notu yükseldikçe, varlığa göre tutulması gereken sermayenin miktarı da azalmaktadır. Bu açıdan bakıldığında yüksek kredi notları dikkatle takip edilmiştir. Bu bilgilere göre, ipoteye dayalı CDO

dilimlerinin % 80-90`lık oranına verilen yüksek kredi notları olmasaydı, yatırımcılar eşik atı kredileri daha az güvenilir bulacak ve bu menkul kıymet arzına kriz öncesinde olduğu kadar yüksek taleple karşılık vermeyecekti. Ayrıca, AAA ve benzeri yüksek notlar yüksek faizli eşik altı konut kredilerine yönelik talep artışında önemli rol oynamıştır. Sonuç olarak, yüksek notlar verilmiş riskli varlıklar bankaların bilançolarında ve yapılandırılmış yatırım araçları içerisinde yoğunlaşmasaydı, finansal krizin ortaya çıkmayacağını veya çıksa bile daha az şiddetli olacağını söylemek yanlış olmayacaktır (White, 2009: 394-396).

John Taylor gibi, bir çok ekonomist emlak balonunun uygulanan para politikalarından kaynaklandığını düşünmüş ve bu gerekçeyle FED`i eleştirilerin merkezinde tutmuştur. Bu eleştirilere göre, FED faiz indirimleri gerçekleştirmekle düşük faizli ipotek kredilerinin de önünü açmıştır. Faizlerdeki düşüş konut talebini arttırmış, konut fiyatlarını yükseltmiş ve sektörde balon oluşmasına neden olmuştur (Mishkin ve Eakins, 2004: 174). Ayrıca, Taylor göre, Taylor kuralı uygulansaydı konut sektörünün çöküşü ve ardından yaşanacak iflas dalgası daha az şiddetli olacaktı. Ancak, her iki FED başkanı (Bernanke ve Greenspan) John Taylor`un bu çıkarımlarına katılmadıklarını belirtmiştir. Bernanke, Taylor kuralının tanımlayıcı kural olduğunu ve para politikası kararları alınırken yetersiz kaldığını ve para politikası stratejisinin tarihsel çizgisinden dikkate değer ölçüde sapmadığını ifade etmiştir (FCİC, 2011: 421).

2.2 Gelişmiş Ülke Merkez Bankalarının Krizden Çıkış Politikaları

Küresel kriz sonrası dönemde krize karşı birlikte genişletici para politika tedbirleri uygulanmıştır. Krizle birlikte para politikalarında farklılaşmalar yaşanmış, geleneksel politikaların yanı sıra gelenekselin dışında para politika uygulamaları da gerçekleştirilmiştir. Krizin derinleşmemesi ve etkilerinin azaltılması için ilk başlarda yalnız para politika tedbirlerinin uygulanmasına karşın, devam eden süreçte istenilen sonuçların elde edilememesi ve müdahaleci Keynesyen politikalara başvurulması parasal ve mali tedbirlerin eş güdümlü olarak yürütülmesinin önemini bir kez daha göstermiştir.

Merkez bankaları küresel krizin yaşandığı 2008 yılına kadar nihai amaç olarak fiyat istikrarını benimsemişlerdir. Ancak, yaşanan finansal krizle beraber bu algı değişmiş ve finansal istikrarın da fiyat istikrarı kadar önemli olduğu kanısına

varılmıştır. Bu sebepten dolayıdır ki, merkez bankaları fiyat istikrarı amacıyla beraber finansal istikrarı sağlayacak politikalar üretmeye başlamıştır. Bu amaçla, para politika uygulamaları gözden geçirilerek, daha da genişletilmiştir. Buna göre, merkez bankaları politika uygulamalarını yalnız faiz oranlarının değiştirilmesine yönelik değil, hem de aktarım mekanizmasının iyileştirilmesine, sağlıklı sermaye oluşumunun desteklenmesine ve ödemeler sisteminin etkin çalışmasına yönelik yeniden tasarlamışlardır. Kriz sonrasında makro ihtiyati politikalar zamanla daha fazla ekonominin ihtiyacı haline gelmiş ve uygulama sayısı her geçen gün artmaya başlamıştır. Yeni politika çerçevesi politika araçlarının elastikiyet seviyesini ve çeşitliliğini arttırmıştır. Ayrıca, küresel krizin çıkış noktası olan finansal piyasaların karmaşık ve riskli yapısı nedeniyle, finansal sisteme yönelik yeni düzenleme ve denetimlerin gerekliliği de gündeme gelmiştir (Tokucu, 2012: 209).

2.2.1 Küresel Kriz Sonrası Para Politikası Tedbirleri

Küresel kriz sonrasında ekonomik aktivitelerde yavaşlama yaşanacağına ilişkin beklentiler artmıştır. Bu beklentilerin gerçekleşmesinin ise deflasyon riskine neden olacağından endişe edilmiştir. Bu bağlamda, başta FED, ECB, BOJ gibi, gelişmiş ülke merkez bankalarının neredeyse tamamı kriz döneminde önemli sayılabilecek faiz indirimleri gerçekleştirmiş, bununla da krizin ortaya çıkardığı finansal çalkantıları kontrol altına almaya çalışmışlardır. Gelişmekte olan ülkeler ise başlarda daha temkinli bit tutum sergilemiş fakat, toplam talebin hızla daralmasıyla ve enflasyon riskinin ortadan kalkmasıyla gevşek para politikalarına ağırlık vermişlerdir. Gelişmiş ve gelişmekte olan ülke grupları Eylül 2008 – Şubat 2009 döneminde politika faizinde sırasıyla, ortalama 260 ve 140 baz puanlık faiz indirimine gitmişlerdir (Yılmaz, 2009: 5).

Krizin hemen sonrasında merkez bankaları politika faizini etkin bir para politika aracı olarak kullanmışlardır. Ancak, alınan tedbirler politika faiz indirimleriyle sınırlı tutulmamış, 20`den çok ülke kendi yurt içi piyasalarına likidite desteği sunmuş, banka mevduatlarına garanti vermiştir. Ayrıca, bankalara sermaye aktarımı sağlanmış, bir çok ülke kendi aralarında swap kanalları kurmuştur. Para politikalarının yanı sıra genişletici maliye politikaları, kamulaştırma ve istihdam politikaları da uygulanmıştır (TEPAV, 2008: 1-2).

Krizin merkezinde bulunan ABD merkez bankası FED 2001-2008 döneminde üç sefer politika değişikliğine gitmiştir. Yapılan politika değişiklikleri kriz sürecinin bir nevi yol haritasını oluşturmuştur. Şöyle ki, FED ekonomik durgunluk gerekçesiyle 2001-2004 döneminde politika faizini % 1 düzeyine kadar düşürmüştür. Düşük faizin sağladığı ucuz para sayesinde firmalar ve hanehalkı rasyonel olmayan harcamalara yönelmeye başlamıştır. Dolayısıyla, kredi miktarı akılalmaz boyutlara yükselmiş, konut balonu giderek şişmiştir. 2004 yılıyla birlikte FED enflasyonist baskıları hissederek, uyguladığı politika stratejisinde değişikliğe gitmiş ve Haziran 2006 yılına kadar politika faizlerini yeniden yükseltmeye başlamıştır. Faiz oranlarında yaşanan yükseliş ekonomide daraltıcı etki yaratmakla beraber değişken faizli mortgage kredisi alan vatandaşların aylık ödemelerini de arttırmıştır. Yeni faiz arttırmalarının ekonomide dalgalanmalara neden olacağına ilişkin endişeler nedeniyle FED 17 Ağustos 2007 yılına kadar faizlerde hiç bir değişiklik yapmamıştır (Roubini ve Mihm, 2010: 48-52).

Ancak, 2007 yılının yaz aylarından başlayarak finansal piyasalarda başlayan çalkantılı süreç, istikrarsızlıklarda yaşanan artış ve piyasaların faiz indirimi beklentisi FED'i yeniden politika değişikliğine zorlamış, ilk önce reeskont faiz haddinde, daha sonra ise gösterge faizinde indirimler gerçekleştirilmiştir. 17 Ağustos 2007'den 2007'nin sonlarına kadar FED reeskont faiz oranında dört kez faiz indirimi gerçekleştirmiş, indirimler sonucunda faizler % 6,25'ten % 4,75'e inmiştir. Gösterge faiz oranlarında ise 18 Eylül 2007 tarihinden başlayarak üç kez indirim gerçekleştirilmiş, indirimler sonucunda gösterge faizi % 5,25'ten % 4,25'e inmiştir. Ancak, yapılan indirimler finansal sistemi eski yapısına kavuşturmamış ve piyasalardaki belirsizlik ortamı bankalararası piyasada güven sorununun sürmesine neden olmuştur. Tüm bu gelişmeleri yakından takip eden FED ekonominin resesyona girmesini önlemek ve sistematik risk oluşumunu engellemek amacıyla, gösterge faizindeki indirimlere devam etmiştir. Federal Açık Piyasa Kurulu (FOMC) Ağustos 2007'de % 5,25 seviyesinde olan gösterge faizini Ocak 2008'de % 3'e, Nisan'da % 2'ye, Kasım'da % 1'e ve son olarak 75 baz puanlık indirimle Aralık'ta 0 -% 0,25 aralığına kadar çekmiştir (Kırcı, 2017: 93-94).

Ayrıca, FED 2007 yılından itibaren başlayan finansal çalkantılara önlem olarak piyasaya likidite enjeksiyonu gerçekleştirmiştir. İlk başlarda bunu geleneksel araçlarla gerçekleştirmeye başlamıştır. Bu araçların en önemlilerinden biri, ABD hazine kağıtları

ve federeal kurumların menkul değerlerinin alım satımı şeklinde gerçekleştirilen açık piyasa işlemleri olmuştur. Diğer bir geleneksel araçsa reeskont oranı olmuştur. FED tarafından bölgesel bankalara kredi verme kolaylığı sağlanırken uygulanan bu faiz oranlarıyla, sağlıklı finansal yapıya sahip olan finansal araçlara birincil, birincil krediye uygun finansal yapısı olmayan kuruluşlara ikincil ve diğer kurumlara nazaran daha küçük olan kuruluşlara ve periyodik borçlanma ihtiyacı oluşan mevduat kuruluşlarına ise üçüncül krediler sağlanmıştır. Her üç kredi şekline farklı faiz oranları tatbik edilmiştir. Ağustos 2007 ve Mart 2008 de FED birincil krediler için hedef faizle birincil kredi faizleri arasındaki spread farkını sırasıyla 100 baz puandan 50 baz puana, daha sonra ise 25 baz puana çekmiştir (Demir, Karabıyık ve Ermişoğlu 2008: 73).

FED faiz oranlarını sıfıra yakın bir düzeye çekmiştir. Ancak bu politika önlemi güven ortamının yeniden tesisine katkı sağlamamış, bankaların güven sorunu devam etmiş ve likidite endişesi bankaları likit varlık tutmaya teşvik etmiştir. Bu durum karşısında açık piyasa işlemleri gibi, geleneksel olan politika araçları işlevselliğini yitirmeye başlamıştır. Faiz oranlarının sıfıra yakın bir seviyede seyri ve açık piyasa işlemlerinin başarısızlığı likidite tuzağının varlığını ortaya koymuştur. Öte yandan, politika faizi sıfıra yakın bir seviyede olsa bile piyasadaki belirsizlik piyasa faizlerinin yüksek seyretmesine neden olmuştur. Yüksek piyasa faizleri kredilendirme sürecini, tüketim ve yatırım harcamalarını yeterli düzeyde teşvik etmemiştir (Roubini ve Mihm, 2010: 74).

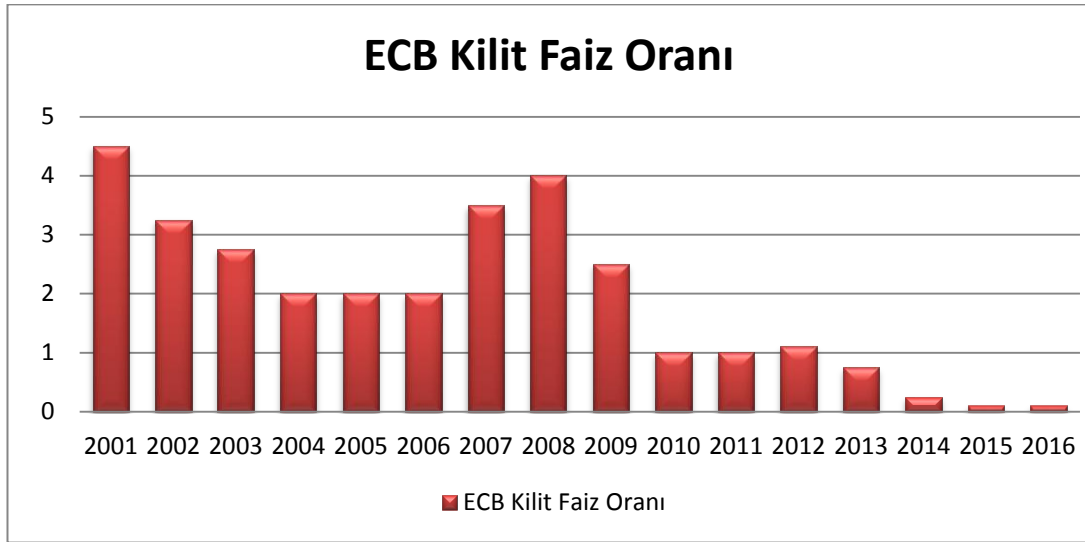
Ağustos 2007'den itibaren farklı ülke merkez bankaları finansal piyasalardaki artan yüksek oynaklığı ve risk düzeyini ele almaya çalışmıştır. Ancak, bazı büyük finansal kurumların sistematik şekilde iflas ettiği 2008 yılının Eylül ve Ekim aylarında finansal oynaklık şiddetli finansal çalkantılara dönüşmüştür. Eşi benzeri daha önce görülmemiş mevcut ekonomik çalkantılar tüm dünya genelindeki politika yapıcılar ve düzenleyici otoriteler için büyük sorun teşkil etmiştir. Şiddetli finansal çalkantılar 2008'in Eylül ayından itibaren Avrupa ekonomilerini de etkisi altına almaya başlamış ve hızla finansal sektörden reel sektöre bulaşmıştır.

Temel amacı orta vadede fiyat istikrarını % 2 seviyesinde tutmak olan ECB bu amaç doğrultusunda kısa vadeli faiz oranlarını yönlendirmek için açık piyasa işlemlerini de politika aracı olarak kullanmaktadır. Ağustos 2007'den sonra da ECB hem kısa

vadeli faizleri yönlendirmek hem de ödeme yeterliliğine sahip bankaları likiditeyle temin etmek için açık piyasa işlemleri gerçekleştirmiştir. Bununla da para piyasasının işleyişini engelleyen dalgalanmaların hafifletilmesi amaçlanmıştır (Trichet, 2009).

Diğer büyük merkez bankaları gibi, ECB de temel faiz oranlarını hızlı bir şekilde düşürmüştür. ECB yeniden finansman sağlamak için kullandığı temel faiz oranını 8 Ekim 2008`de 50 baz puan düşürmüştür. Bununla yetinilmemiş ve Mayıs 2009`a kadar ki yedi aylık süreçte faiz oranları 325 baz puan daha düşürülmüştür. Ekim 2008`de % 4,25 olan temel fonlama oranı tarihsel olarak en düşük seviyeyi görerek, % 1 düzeyine kadar düşürülmüştür. Ayrıca, ECB parasal koşullarda istenilen etkinliğin sağlanması adına, çalışmanın sonraki alt başlıklarında değinilmiş olan standart dışı politikalara da başvurmuştur. Burdaki amaç, fiyat istikrarını korumak, finansal istikrarı dengelemek ve reel ekonomideki olumsuzlukların giderilmesi olmuştur. Alınan bu tedbirler sonucunda, ekonomide bir takım toparlanma emareleri görülmeye başlanmıştır. Krizin etkilerinin azalmasıyla beraber standart olmayan politikalar kademeli olarak sonlandırılmaya başlanmıştır (Cour-Thimann ve Winkler, 2017: 772).

Şekil 2. ECB`nin Kilit Faiz Oranının Gelişimi



Kaynak: ECB

2010 yılında Yunanistan`dan başlayan ve etraf ülkelere de bulaşan borç krizi nedeniyle, ECB kriz sonrasında uygulamaya başladığı geleneksel ve geleneksel olmayan politikaların sonlandırılması sürecini askıya almıştır. Ayrıca, özel sektör tahvilleri için gösterge niteliği taşıyan devlet tahvil piyasalarının sağlıklı çalışmaması ve

bankaların bilançolarının ağırlıklı bir bölümünün devlet tahvillerinden ibaret olması nedeniyle, borç krizi para politikasının aktarım mekanizmasını bozmuş ve alınan tedbirler reel ekonomiye yeterince yansımamıştır (Ergin, 2013: 163). 2010 yılı sonuna gelindiğinde avro bölgesinin toplam bütçe açığı 550 milyar avroya, kamu borcu ise 7.8 trilyon avro gibi, önemli boyutlara ulaşmıştı. Avrupa borç krizinin merkezinde yer alan İrlanda, İspanya, İtalya, Portekiz, Yunanistan toplam bütçe açığının yarısına, kamu borcunun ise % 40'dan sorumlu olmuştur. Bununla birlikte, söz konusu ülkelerin ihraç ettikleri menkul değerlerin % 89'luk bir bölümü ekonomik entegrasyonun da etkisiyle Avrupa finans sisteminde serbestçe dolaşmıştır (Akçay, 2013: 2)

Küresel kriz sonrasında merkez bankacılığının fiyat istikrarından daha fazlası olduğunu anlayan ECB politika tedbirlerini bu yeni koşullar çerçevesinde yeniden oluşturmuştur. Ayrıca, bankalararası piyasalardaki kredilerin kesilmesi politika çerçevesindeki değişikliğin bir başka en önemli nedeni olmuştur. ECB bu durum karşısında son kredi merci görevini yerine getirmek için piyasalara zorunlu likidite sağlamaya devam etmek kararı almıştır. Bununla beraber, piyasalarda bazı toparlanma belirtileri gören ECB politika faizini arttırmış, ancak Nisan 2011'de enflasyonun % 3'e yükselmesiyle beraber arttırdığı politika faizini iki kez indirerek, 2011 yılının sonunda tekrar % 1'e çekmiştir (Pavlik, 2012: 9-12).*

2.2.2 Geleneksel Olmayan Para Politikaları: Ortaya Çıkış Nedenleri ve Etki Kanalları

Para otoriteleri genellikle politika faizini değiştirerek, orta vadede fiyat istikrarı amacını sağlamaya çalışmaktadırlar. İzlenen bu politikanın ekonomik darboğazların yaşandığı dönemlerde ekonominin uyarılması, yükseliş dönemlerinde ise enflasyonist baskıların engellenmesi bakımından en iyi yol olduğu ispatlanmıştır (Smaghi, 2009: 2).

* Japon Merkez Bankası (BOJ) diğer ülkelerden çok daha önce sıfır faiz bandı uygulamasına başlamıştır. Şöyle ki, BOJ Şubat 1999'da politika faizini % 0,15'e çekmiş, 2000 yılında politika faizini 10 baz puan arttırmış ve Şubat 2001'de tekrar 10 baz puan indirmiştir. 2006'ya kadar politika faizinde hiç bir değişikliğe gitmeyen BOJ Temmuz 2006'da politika faizini % 0,25'e, Şubat 2007'de % 0,5'e yükseltmiş ve Kasım 2008'e kadar başka bir değişiklik yapmamıştır. Kasım 2008'de ise politika faizini % 0,3'e, Aralık 2008'de % 0,1'e indirmiş ve Şubat 2016'ya kadar başka bir değişiklik gerçekleştirilmemiştir. Şubat 2016'da ise negatif faiz uygulamasına geçilmiş ve politika faizi - % 0,1'e indirilmiştir. 1999-2018 döneminde BOJ'un politika faizi % 0 - %1 bandında dalgalandığı için ayrı bir başlık olarak çalışma içerisinde değerlendirilmemiştir (Shirai, 2018: 17-82).

Ancak, finansal krizin ilerleyen aşamalarında gelişmiş ülke merkez bankaları zor seçimlerle karşı karşıya kalmaya başlamıştır. 2007 yılında finansal piyasalarda ilk risk belirtileri ortaya çıkmış, buna rağmen sorunların bir kaç pazarla sınırlı olduğu düşünülmüş ve likidite sıkışıklığı sisteme yönelik esas kaygı unsuru haline gelmiştir. Eşikaltı ipotek menkul kıymetlerindeki zararların büyüklüğünden kaynaklanan belirsizlik bankalararası finansmanın maliyetini arttırmıştır. Diğer taraftan, büyüme yavaşlamış, emtia fiyatları yükselmiş, bu artışa bağlı olarak enflasyon oranları da yükselmiştir. Bu durum karşısında merkez bankaları finansal baskıları önlemek için likidite sağlama işlemlerini sert şekilde arttırmıştır. Buna ek olarak, politika faiz oranları kullanılarak, geleneksel politikalar yardımıyla makroekonomik istikrar sağlanmaya çalışılmıştır. Ancak, Lehman Brothers`ın çöküşü ve Eylül 2008`de diğer finansal kuruluşların başarısızlıkları krize küresel boyut kazandırmış, toplam talep çökmüş, kredi piyasaları donmuş ve bu tablo karşısında merkez bankalarının geleneksel politika araçları yetersiz kalmıştır. Öyle ki, politika faizlerindeki agresif düşüş bile bu denli büyük bir şokun etkilerini elimine etmekte yetersiz kalmış ve ekonomide istenilen canlanma gerçekleştirilememiştir. Krizin derinleşmesiyle beraber merkez bankaları yaratıcı davranarak, gelenekselin dışında politika tedbirleri uygulama başlamıştır. Uygulanan yeni politika çerçevesi merkez bankası bilançolarını da büyük ölçüde arttırmıştır (Klyuev, Imus ve Srinivasan, 2009: 4-5). Geleneksel olmayan para politika araçları bilanço politikalarından, çeşitli miktarsal ve kredi genişleme politikalarından oluşmaktadır. (Sheedy, 2017: 5).

Bernanke ve Reinhart (2004: 85) tarafından yapılan çalışmada faiz oranları sıfıra yakın veya sıfır olduğu durumlarda izlenecek para politika uygulamalarına teorik bir bakış sunulmuştur. Buna göre, kısa vadeli faizler sıfır veya sıfıra yakın olduğunda geleneksel yöntemler parasal gevşeme sağlamakta artık etkisiz kalır. Ancak, bu durum para politikasının önemsiz olduğunu göstermez. Yapılan çalışmaya göre, faiz oranlarının değiştirilmesinin mümkün olmadığı durumlarda ekonomik teşvik 3 farklı strateji izlenerek sağlanabilir. Bunlar: 1) Orta ve uzun vadede kısa vadeli faiz oranlarının beklentilerin altında tutulacağına ilişkin yatırımcılara güvence vermek 2) Merkez bankasının bilanço bileşen yapısını değiştirerek, piyasadaki menkul kıymet arzını değiştirmek 3) Miktarsal genişlemeler yardımıyla merkez bankasının bilanço büyüklüğünü ihtiyaç duyulan seviyenin üstüne çıkarmak olarak sıralanabilir.

Geleneksel olmayan para politikaları büyük ölçüde sinyal ve portföy dengesi kanallarıyla ekonomiye iletilmektedir. Şöyle ki, finansal çalkantıların yaşandığı dönemlerde merkez bankasının piyasalara güvence sağlamada aktif rol üstleneceğine ilişkin duyurusu parasal aktarım mekanizmasının işlevselliğinin geri kazanılmasına yardımcı olabilmektedir. Buna göre, merkez bankasının son kredi merci görevini ve aracılık rolünü üstleneceği ve piyasaya üstü kapalı destek sağlayacağı yönünde vereceği bir mesaj beklentileri etkileyerek, politika işlemlerinin uygulanmasından çok daha önce piyasa davranışlarını etkileyebilecektir. Müdahalenin büyüklüğü, hızı ve koşulları sinyal kanalının etkinliği için çok önemlidir. Portföy dengesi kanalı ise menkul kıymet alımları, varlık swapları ve likidite enjeksiyonları gibi, merkez bankası işlemleri sonucunda etkinleşmektedir. Bu işlemler sonucunda hem merkez bankasının hem de özel sektör bilançolarının yapısı değişmektedir. (Cecioni, Ferrero ve Secch, 2011: 16-17).

Finansal şartları iyileştirmek ve ekonomide istikrar sağlamak bakımından, geleneksel olmayan para politikaları geleneksel para politikalarından çok daha fazla araç ve yöntem setine sahiptir. Nitekim, küresel kriz sonrasında da merkez bankaları geleneksel olmayan politika araçlarını kullanarak bir çok likidite enjeksiyonu operasyonu gerçekleştirmiştir. Gelişmiş ülke merkez bankaları operasyonları gerçekleştirmek için miktarsal genişleme, kredi genişlemesi, vade uzatımı, sözleşme yönlendirme, zorunlu karşılıklar, faiz koridoru, negatif faiz oranı gibi, geleneksel olmayan politika araçlarını etkin bir şekilde kullanmıştır. Söz konusu geleneksel olmayan para politikası araçları sırasıyla incelenmiştir.

2.2.2.1 Miktersal Genişleme ve Kredi Genişlemesi

Küresel kriz sonrasında yaşanan likidite sıkışıklığının giderilmesinde geleneksel araçlar yetersiz kalınca merkez bankaları geleneksel olmayan para politikası araçlarını kullanmaya başlamıştır. Söz konusu araçların kullanımının gerçekleştirildiği dönemlerde merkez bankalarının varlık alımları ve bilanço büyüklükleri normal dönemlere kıyasla çok daha fazla olmuştur (Karaş, 2017: 632). Bir çok gelişmiş ülke merkez bankası hem miktarsal genişleme hem de kredi genişlemesi politika araçlarını kendi ihtiyaç ve talepleri doğrultusunda düzenleyerek kriz süresince ve krizden sonra etkin bir şekilde uygulamıştır. Ayrıca, aldıkları kararlarla küresel piyasaların yapısını ve

diğer ülkelerin para politikası çerçevesini şekillendiren FED, ECB ve BOJ gibi, merkez bankaları miktarsal genişleme ve kredi genişlemesini en çok kullanan merkez bankaları olarak bilinmektedir. Bu nedenle, her iki politika aracının işleyişini daha iyi anlamak için bu üç büyük merkez bankasının bilanço politikalarının incelenmesi yerinde olacaktır. Uygulama örneklerine değinmeden önce her iki politika aracının tam olarak ne olduğunu ve ne tür avantajları olduğunu bilmek önem arz etmektedir.

Riskli özel varlıkların fiyatlandırılmasında uzun vadeli hazine getirilerinin temel ölçüt olarak kullanıldığı zamanlardan günümüze miktarsal genişleme uzun vadeli hazine kağıtlarının doğrudan alımını kapsamaktadır. Bu araç yardımıyla, risklerinden bağımsız birçok finansal varlığın uzun vadeli faiz oranlarının azaltılması amaçlanmaktadır. Bu politika aracının diğer bir amacı da, ekonomiyi yeni kredilerle desteklemektir. Miktarsal genişleme politikasının başarı sağlamanın en etkili yolu, yatırımcıları gelecekteki kısa vadeli faiz oranlarının şu andaki beklentilerinin çok daha altında olacağına ve varlıklarının faizlerinin de beklediklerinden düşük olacağına (finansal varlıklarının değerleneceğine) inandırmak, yani yatırımcıların enflasyon beklentilerini yönetmektir. Öte yandan, miktarsal genişleme kredi genişlemesinden farklı olarak, parasal aktarım mekanizması gerçek anlamda işlevsiz hale geldiği ve merkez bankalarının politika faiz oranları sıfır bandına yaklaştığı dönemlerde kullanılmaktadır (Ishi, Stone ve Yehoue, 2009: 6; MacLean, 2015: 414-416).

Ayrıca, miktarsal genişleme sonucunda rezerv elde etmiş bankalar özel sektöre kredi açmaya teşvik edilecek ve bu durum ekonominin yeniden canlanmasına yardım edecektir. Bu politika aracının destekçilerine göre, devlet menkul kıymetlerinin satın alınması yatırımcıları portföy bileşenlerini yeniden gözden geçirmeye, yeni ve farklı varlıkları portföylerine eklemeye, bununla da ideal varlık bileşimleri oluşturmaya zorlayacağını savunmaktadırlar. Böylelikle, varlık fiyatları ve hanehalkı ücret, talep ve tüketimi de artacaktır. Miktarsal genişleme banka rezervlerinin miktarına odaklanmaktadır. Şöyle ki, bilançonun aktif tarafında gerçekleştirilen tüm işlemler, alınan varlıklar arasında fark gözetmeksizin yükümlülükler tarafında istenilen rezerv miktarına ulaşmaya yönelik gerçekleştirilmektedir. Esas itibariyle bu politika çerçevesinde bilanço bileşenlerine önem verilmezken, bilanço büyüklüğüne önem atfedilmektedir (Klyuev, Imus ve Srinivasan, 2009: 10; Smaghi, 2009: 4-6).

Küresel kriz sonrasında kullanılan diğer bir politika aracı olan kredi genişlemesinin doğrudan ve dolaylı olarak iki farklı uygulama şekli mevcuttur. Doğrudan kredi genişlemesi, ticari kağıtların, şirket tahvillerinin, varlığa dayalı menkul kıymetlerin ve genel olarak özel sektör finansal varlıklarının toplu alımları yoluyla belirli piyasa bölümlerine doğrudan likidite sağlamayı ihtiva etmektedir. Para tabanının veya para arzının miktarına etkisi bakımından bu tür özel varlıkların alımı devlet varlıklarının alımından pek de farklı değildir. Niteliksiz menkul kıymetlerin yanı sıra nitelikli menkul kıymetleri de kapsayan ve türev piyasalarında işlem görme sıklığı azalan çeşitli varlık gruplarının teminat gösterilmesi karşılığında merkez bankalarının bankalara uzun vadeli borçlar vermesi ise dolaylı kredi genişlemesi olarak tanımlanmaktadır (Lippolis, 2017: 24-27).

- ***FED`in bilanço politikaları***

FED, Lehmanın çöküşünden önce piyasalarda yaşanan depremin etkilerini azaltmak amacıyla geleneksel politikaların yanısıra çeşitli geleneksel olmayan politikaları da devreye sokmuştur. Bankaların bir kısmı için kurtarma programları hazırlanırken, bir kısmı da birleştirilmiştir. Ancak, FED`in geleneksel olmayan politikaları esas itibariyle bu dönem için en önemli sorun haline gelmiş likidite sıkışıklığına odaklanmıştır. Bu likidite sıkışıklığının giderilmesi amacıyla dördü doğrudan, dördü ise dolaylı olarak toplamda sekiz kredi genişlemesi programı uygulanmıştır.

Uygulanan dört dolaylı kredi genişlemesi programından ilki Vadeli Reeskont Penceresi Programı (Term Discount Window Program-TDWP) olmuştur. Programla FED, reeskont penceresinden emanetçi kurumlara sağladığı acil kredilerin vadesini azami ölçüde uzatmış ve bu kredilerin reeskont oranı getirilerini azaltmıştır. TDWP`nin etkisinin sınırlı kalmasının ardından, FED Aralık 2007`de emanetçi kurumların teminatlarına karşılık sabit oranlı uzun vadeli likidite almalarını sağlayan ve bankaların rezervlerinin artmasına olanak tanıyan Vadeli İhale Kolaylığı (Term Auction Facility-TAF) programını açıklamıştır. Bir önceki programdan farklı olarak bu programda borç verilecek miktar ve bu miktara göre alınacak faiz oranı ihale ile belirlenmiştir. Eylül 2008 itibariyle, FED her işlemde 75 milyar dolar aylık, 25 milyar dolar ise üç aylık kredi arzı teklif ederken, 2009 başlarında tek seferde 150 milyar dolarlık kredi teklif

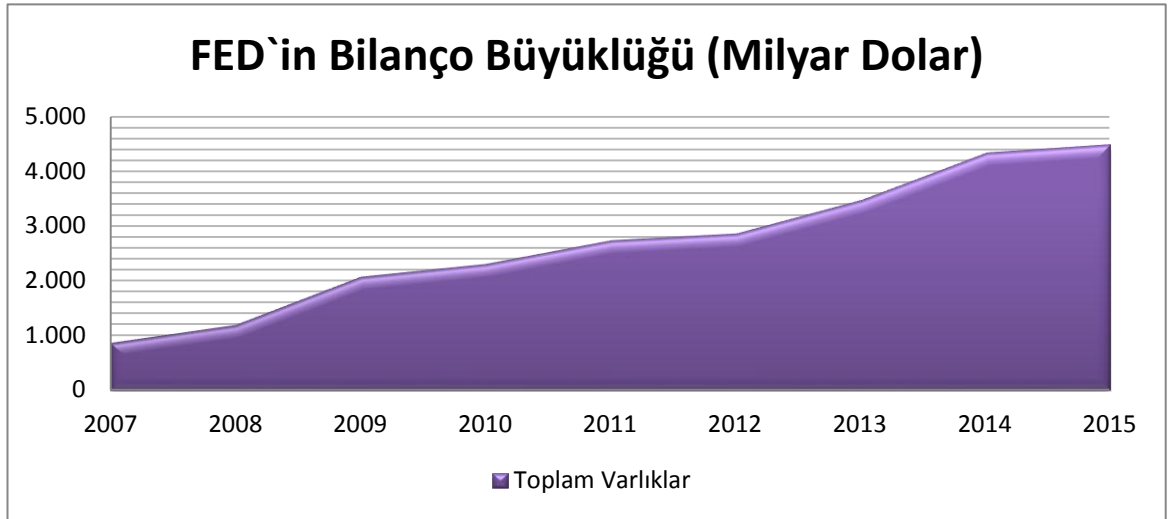
etmiştir. Şubat 2009`da FED 400 milyar dolardan fazla ödenmemiş krediye sahip olmuştur. İlk önceleri sorunsuz çalışan TAF krizin küresel boyut kazanmasıyla ve bankalararası piyasanın yeniden çökmesiyle aksamaya başlamıştır (Armantier, Krieger ve McAndrews, 2008: 6-7). Bu nedenden dolayı FED Birincil Satıcı Kredi Kolaylığı (Primary Dealers Credit Facility- PDCF) ve Vadeli Menkul Kıymet Borç Verme Kolaylığı (The Term Securities Lending Facility- TSLF) programlarını devreye sokmuştur. TSLF programı likit olmayan varlıkları likit hale getirerek piyasadaki likiditeyi serbest bırakmıştır (Fleming, Hrungr ve Keane, 2009: 2-6). PDCF programı ise, FED tarafından belirlenmiş teminatlara karşılık birincil satıcılara reeskont penceresinden 120 gün vadeli kredi kolaylığı sağlamıştır. Sağlanan kredi miktarı Nisan 2008`de 38 milyar dolara yükselmiş, piyasaların sakinleşmesiyle keskin bir şekilde azalmış ve Lehman`ın çöküşünden kısa bir süre sonra 148 milyar dolara yükselmiştir. Mayıs 2009`dan sonra krediler sonlandırılmış ve 2010 yılında kredi tesis programları tamamen kapatılmıştır. Bu süreçte piyasayı sakinleştirmek ve finansal istikrarı sağlamak için 8.95 trilyon dolar tutarında kredi sağlanmıştır (Cecioni, Ferrero ve Secch, 2011: 8-10).

Yukarıda da ifade edildiği üzere, FED dolaylı kredi genişlemesine yönelik programların yanı sıra doğrudan likidite tesis kolaylığı sağlayan dört program daha uygulamaya başlamıştır. Bu programlardan ilki, emanetçi kurumlara birincil kredi oranından borç vermek ve onlara para piyasası yatırım fonundan yüksek kaliteli varlığa dayalı ticari kağıt alma fırsatı tanıyan Varlığa Dayalı Ticari Kağıt Para Piyasası Yatırım Fonu Likidite Kolaylığı (AMLF-Asset-Backed Commercial Paper Money Market Mutual Fund Liquidity Facility) programıdır. AMLF`nin temel amacı, ucuza veya zararına satışlardan kaçınmak ve yüksek kaliteli ticari kağıtlara talebi arttırarak, ticari kağıt piyasasını dengelemek olmuştur. İkinci ise, yatırımcılar tarafından alınmak istenmeyen ticari kağıt piyasasına yönelik Ticari Kağıt Fonlama Kolaylığı (CPFF-Commercial Paper Funding Facility) olmuştur. CPFF ile alınan ticari kağıtlar ihraç eden tarafından yatırımcısına vade sonunda geri ödeme kolaylığı sunmuştur. Üçüncüsü ise, ilk iki programın kısa vadeli kredi piyasalarındaki rolünü tamamlayıcı nitelik taşıyan Para Piyasası Yatırımcı Fonu Kolaylığı (MMIFF- Money Market Investor Fund Facility) programı olmuştur. MMIFF, ABD para piyasalarına likidite sağlamayı kolaylaştırmayı amaçlamıştır. Sonuncu ise, varlık destekli menkul kıymet

piyasalarındaki varlık ihraç eden kurumlara 200 milyar dolar kaynak sağlamaya yönelik tasarlanan Varlığa Dayalı Menkul Kıymet Kredi Kolaylığı (TALF-Term AssetBacked Securities Loan Facility) programıdır. TALF, elinde varlığa dayalı menkul değer tutan küçük işletmeler ve tüketiciler tarafından kullanılmıştır (Stella, 2009: 30-32; Kacperczyk ve Schnabl, 2010: 43-45).

Şekil 3`ten görüldüğü üzere, 15 Eylül 2008 tarihinde Lehman Brothers`ın çöküşünden sonra FED bilançosunun büyüklüğünü daha agresif şekilde arttırmaya başlamıştır. FED`in bir alt kurumu olan Federal Açık Piyasa Komitesi`nin (FOMC) bilançosunu büyütmede kullandığı geleneksel olmayan araçlardan bir diğeri de büyük ölçekli varlık alımlarını içeren miktarsal genişleme olmuştur (Thornton, 2014: 55). Bununla beraber, bu denli büyük varlık alımlarını kapsayan işlemler Büyük Ölçekli Varlık Alım (Large-scale asset purchase – LSAP) programları olarak bilinmektedir. Ekonomiyi canlandırmak için kullanılan bu tür alternatif uygulamalar geleneksel uygulamaların yetersiz kaldığı andan itibaren devreye sokulur (Bernanke, 2013: 102).

Şekil 3. FED`in Bilanço Büyüklüğü



Kaynak: FRED

FED küresel krizin ardından farklı zamanlarda toplam tutarı 4 trilyon doları aşan üç adet miktarsal genişleme paketi açıklamıştır. 25 Kasım 2008`de gerçekleştirilen ilk program Fannie Mae ve Freddie Mac gibi, devlet destekli işletmelerin borcunun 100 milyar dolarlık ve yatırımcıların elinde bulunan ipotek destekli menkul kıymetlerin ise

500 milyar dolarlık bölümünün alımını kapsamıştır. Buna ek olarak, FED Mart 2009`da devlet destekli işletmelerin borcunun 100 milyar dolarlık, ipotek destekli menkul kıymetlerin 750 milyar dolarlık, uzun vadeli hazine kağıtlarının ise 300 milyar dolarlık yeni bölümlerinin satın alınacağını açıklamıştır. 2009 yılına kadarki 1.725 trilyon dolar tutarındaki alımlar sonucunda ABD`nin parasal tabanı tahmini üç kat büyüyerek ciddi boyutlara ulaşmıştır (Bhattarai ve Neely, 2016: 8-9).

Kasım 2010`da FED ikinci miktarsal genişleme programını başlatmıştır. Bu programla ayda 75 milyar dolar, toplamda ise 600 milyar dolarlık uzun vadeli hazine kağıtları satın alınacağı açıklanmıştır. FED gerçekleştirilen alımlarla iki ila on yıl vadeli hazine kağıtlarına konsantre olmuştur. Bununla beraber, daha kısa vadeli ve daha uzun vadeli menkul kıymet alımına da niyetlenmiştir (Michel ve Moore, 2014: 2).

13 Eylül 2012`de FED para politikaları için daha fazla hareket alanının kalmadığını, ekonomik büyümenin sürdürülebilir istihdam olanakları oluşturacak kadar güçlü olmadığını, ve orta vadede enflasyonun % 2`i veya bu orandan daha aşağı seviyede gerçekleşeceğine ilişkin endişelerini ifade etmiştir (Labonte, 2014: 9). Bu nedenle, Eylül 2012`de üçüncü varlık alım programı başlatılmıştır. Program ayda 40 milyar dolarlık ipotek dayalı menkul kıymet alımını içeriyordu. Aralık ayında FED programın kapsamını genişleterek, ayda 45 milyar dolarlık hazine kağıt alımına da başlamıştır. Diğer iki programın aksine, üçüncü genişleme programında her hangi bir sınır belirtilmemiştir. FED fiyat istikrarı hususunda bir iyileşme sağlanıncaya kadar varlık alımlarının devam ettirileceği taahhütünde bulunmuştur (Kuttner, 2018: 123).

- ***ECB`nin bilanço politikaları***

ECB`nin bilanço politikaları ne doğrudan miktarsal ne de doğrudan kredi genişlemesi şeklinde gerçekleştirilmemiştir. Bilanço politikaları dolaylı bir şekilde hayata geçirilen miktarsal ve kredi genişlemelerinin bir bütünü şeklinde uygulanmıştır (Bruno, 2015: 31). Uygulanan politikalar çeşitli zamanlarda farklı hedefler için açıklanmış programlardan oluşmuştur. Bu bağlamda, ECB ilki arttırılmış kredi destek programı (Enhanced Credit Support) çerçevesinde uygulanan ve özel kurumlara yönelik tasarlanmış üç ayrı ipotek teminatlı menkul kıymet alım programı (Covered Bond Purchase Program - CBPP), birlik üyesi ülkelere destek olmak amacıyla açıklanan menkul kıymet piyasaları programı (Securities Markets Program – SMP) ve karşılıksız

parasal işlemler (Outright Monetary Transactions - OMT) programı uygulamıştır (Karagözlü, 2007: 126). Söz konusu miktarsal genişleme programları ECB'nin bilanço politikalarının esasını oluşturmuştur.

Küresel krizin ardından ECB de diğer gelişmiş ülke merkez bankaları gibi, ilk önlem olarak faiz oranlarını indirmeye koyulmuştur. Bunun yanı sıra çeşitli geleneksel olmayan tedbirler de uygulamaya sokulmuştur. Bunlardan ilki, bir takım standart olmayan tedbirlerden oluşan ve arttırılmış kredi desteği (enhanced credit support) olarak adlandırılan program olmuştur. Söz konusu politika tedbirleri 5 ana unsurdan oluşmuştur. Bunlar (Ergin, 2013: 162);

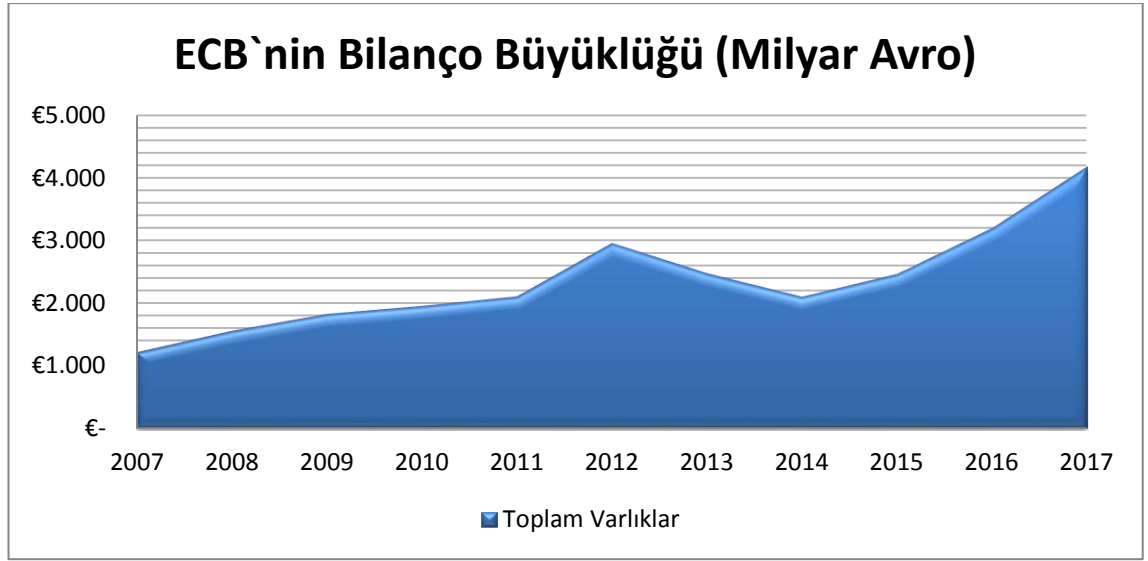
1. Sabit oranlı tam tahsis (fixed rate full allotment) prosedürü: Prosedüre göre, Avro bölgesinde faaliyet yürüten ve belirli kriterlere sahip herbir finansal kuruluş, ECB tarafından yeterli görülen teminatı ECB'ye sunduğu takdirde ECB'nin likidite imkanlarına sınırsız erişim imkanı elde edecektir.
2. Sağlanan likiditenin vadesinin uzatılması: uzun vadeli yeniden finansman operasyonlarının (LTRO- Longer Term Refinancing Operations) vadeleri geçişi bir süre için 12 aya kadar uzatılmıştır. Bu tedbir vade endişesi taşıyan aracı kurumların aracılık kabiliyetini arttırmıştır.
3. Teminatların genişletilmesi: Yeniden finansman işlemleri için kullanılan ve teminat olarak gösterilen varlıkların listesi genişletilmiştir. Bu tedbir az likit varlıkların da merkez bankası tarafından finanse edilmesinin önünü açarak, bankalararası likidite sıkışıklığını azaltmayı amaçlamıştır.
4. Döviz swap anlaşmaları: Eurosystem bu anlaşmalar sayesinde avro cinsinden teminatları arz ederek karşılığında dolar ve diğer para birimleri cinsinden likidite elde etmiştir.
5. İpotekli tahvil alım programı (CBPP - Covered Bond Purchase Program): Temmuz 2009'da başlayan programla Avro bölgesinde ihraç edilmiş 60 milyar avro tutarındaki ipotekli tahvil alımı gerçekleştirilmiştir.

İpotek teminatlı menkul kıymet piyasası Avrupada önemli bir finansal piyasa olmakla beraber, bankaların birincil finansman kaynağı konumundadır. Kriz sonrasında likidite, ihraç ve alım-satım marjı bakımından bu piyasa kurumıştır. Uygulanan CBPP programlarıyla piyasanın tekrar canlandırılması hedeflemiştir (Pattipeilohy vd, 2013:

17). Adı geçen CBPP programının birincisi avro sistem içerisinde ilk başlatılan program olmuştur. 2 Temmuz 2009`da başlatılan ve 60 milyar avroluk menkul kıymet alımını kapsayan program öngörülen miktara ulaştığı 30 Haziran 2010 tarihinde sona erdirilmiştir. Bu tarihten bir sene sonra Kasım 2011`de ikinci bir menkul kıymet alım programı CBPP2 devreye sokulmuştur. Açıklanan bu program ise 16,4 milyar avroluk menkul kıymet alımını kapsamıştır. 31 Ekim 2012 tarihinde CBPP2`de istenen miktara ulaşıldıktan sonra sona erdirilmiştir (ECB, 2009).

ECB tarafından Mayıs 2010 tarihinde borç krizinin merkezinde olan GIIPS (Yunanistan, Portekiz, İrlanda, İşpanya, İtalya) ekonomilerinin ihraç ettiği 220 milyar avroluk devlet tahvili alımını kapsayan Menkul Kıymet Piyasaları Programı (Securities Market Programme- SMP) başlatılmıştır. Programın açıklanmasıyla beraber, alınacak tahvillerin vade sonuna kadar elde tutulacağı ve alımların tamamen sterilize edileceği duyurusu kamuoyuyla paylaşılmıştır. Karşıt görüşlere rağmen, piyasalar üzerinde kısa süreli de olsa olumlu etki bırakmıştır (Clayes, 2014: 8). 2012 sonunda SMP kapsamında alınan devlet tahvilinin ECB bilançosundaki miktarı 208,3 milyar avroya ulaşmıştır. OMT`nin başlatılmasıyla da SMP sonlandırılmıştır (Pattipeilohy vd, 2013: 17). 6 Eylül 2012 tarihinde açıklanan OMT programı açıklanan en önemli politika tedbirlerinden olmuştur. Parasal aktarım mekanizmasının işlevselliğinin geri kazanılmasını ve avro sistem içerisinde homojen kredi koşullarının oluşturulmasını amaçlayan programın en dikkat çekici tarafı sınırsız devlet tahvili alımına imkan tanıyor olmasıdır. (Filiz Baştürk, 2017: 94).

Şekil 4. ECB`nin Bilanço Büyüklüğü



Kaynak: FRED

Ocak 2015`te ECB yönetim kurulu orta vadede çok uzun süren düşük enflasyon risklerini ele alarak, özel sektör ve devlet mekul kıymetlerinin satın alımını içeren yeni bir varlık alım programı gerçekleştirmiştir. Bu program çerçevesinde alınan vadesi gelen varlıkların ana para ödemelerinin tekrar ödenmesine başlanmıştır. Yeni program kurumsal sektör ipotek teminatlı menkul kıymet alım programını (CBPP3), varlığa dayalı menkul kıymet alım programını (ABSPP), kamu sektörü satın alma programını (PSPP) kapsamıştır. Ocak 2015`de başlayan program kapsamında Mart 2015`den Mart 2016`ya kadar aylık ortalama 60 milyar avro, Nisan 2016`dan Mart 2017`ye kadar 80 milyar avro, Nisan 2017`den Aralık 2017`ye kadar 60 milyar avro, Ocak 2018`den Eylül 2018`e kadar 30 milyar avro, Kasım 2018`den programın sonlandığı Aralık 2018`e kadar ise 15 milyar avro varlık alımı gerçekleştirilmiştir (ECB). Şekil 4`ten görüldüğü üzere, tüm bu programlar ve yapılan işlemler sonucunda ECB`nin bilanço büyüklüğü krizden önceki döneme kıyasla önemli ölçüde genişlemiştir.

- **BOJ`un bilanço politikaları**

Japonya Merkez Bankası (BOJ) FED, ECB ve diğer gelişmiş ülke merkez bankalarından farklı olarak, geleneksel olmayan para politikalarını çok daha önceden kullanmaya başlamıştır. Şöyle ki, 90`ların başında itibaren Japonya`da finansal sistem işlevselliğini yitirmeye başlamış, varlık fiyatları değer kaybına uğramış, reel sektör bu gelişmelerden olumsuz etkilenmiştir. 1998 yılında enflasyon eksi oranlara düşmüş ve

ekonomi likidite tuzağına yakalanmış, 1999 yılında sıfır faiz politikası uygulanarak politika faizi % 0'a çekilmiştir (Ueda, 2012: 177). 2001 yılında Dotcom balonunun patlamasının ardından küresel piyasalarla beraber Japonya ekonomisi de yeni bir durgunluk sürecine girmiştir. Bu yeni şok karşısında BOJ Mart 2001'de FED'in miktarsal genişleme (QE) politikasının Japonya varyantı olan genişleme programını (QEJ) açıklamıştır (Ueda, 2011: 5).

Küresel kriz sonrasında da Japon Merkez Bankası (BOJ) diğer gelişmiş ülke merkez bankaları gibi, geleneksel olmayan politika tedbirlerini etkili bir şekilde kullanmıştır. Para politikası hedeflerinin gerçekleştirilmesi amacıyla, başta kredi ve miktarsal genişleme araçları olmakla çeşitli standart dışı politika araçları kullanılmıştır. Ayrıca, ECB'nin bilanço arttırıcı politika önlemlerinde olduğu gibi, BOJ'un bilanço politikaları da hem kredi hem de miktarsal genişleme araçlarının bileşimi şeklinde gerçekleştirilmiştir.

Aralık 2008'de gerçekleştirilen doğrudan devlet tahvili alımlarının yıllık miktarı 14.4 trilyon yenden 16.8 trilyon yene yükseltilmiştir. Mart 2009'da yıllık 16.8 trilyon yen olan miktar 21.6 trilyon yene arttırılmıştır. Öte yandan, BOJ Ekim 2008'de varlığa dayalı ticari senetler dahil, ticari kağıt (şirket bonoları) işlemlerinin sıklığını ve miktarını da arttırmıştır. Aralık'da ise şirket borçları geçerli teminat olarak kabul edilmiş ve kapsamı genişletilmiştir. BOJ, doğrudan ticari kağıtların ve şirket borçlarının alımıyla şirketlerin kredi risklerini de üstlenmiştir. Şirketlerin finansmanını kolaylaştırmak için gerçekleştirilen özel fon sağlama işlemlerinin sıklığı Şubat 2009'dan itibaren ayda iki kez veya haftada bir kez olmakla arttırılmıştır. Gerçekleştirilen kredilendirme süreci Eylül 2009'a, daha sonra ise Mart 2010'a kadar genişletilmiştir. 2009'un Ocak- Mart döneminde varlığa dayalı ticari senetlerin de dahil olduğu ticari kağıt alımların tutarı 3 trilyon yen olmuştur. Şubat 2009'da başlatılan doğrudan şirket tahvil alımlarının en büyük dilimi ise 1 trilyon yen olarak belirlenmiştir. Ticari kağıt ve özel tahvil piyasalarındaki koşulların iyileşme belirtileri göstermesiyle beraber, BOJ Aralık 2009'da alımları durdurmuştur (Momma ve Kobayakawa, 2014: 81-83).

Lehman'ın çöküşünün ardından deniz aşırı ülkelerin ve gelişmiş ekonomilerin topluca benimsedikleri aktif mali ve parasal tedbirler sayesinde 2009 yılının ikinci

yarısından sonra küresel ekonomide keskin toparlanmalar yaşanmıştır. Bununla beraber, mali politika tedbirlerine yönelik talepteki düşüş, küresel ekonomik büyümenin de düşmesine neden olmuş ve 2010 yılının ortalarından itibaren küresel toparlanma bir miktar azalmıştır. Ayrıca, bazı AB ekonomilerinde başlayan borç krizi, ABD`de küresel ekonominin geleceğine yönelik artan endişe gibi, bir takım gelişmeler küresel ekonominin geleceğine yönelik belirsizlikleri arttırmıştır. Belirsizlik ortamının verdiği kaygıyla yatırımcılar riskten kaçınmaya başlamıştır. Bu eğilim Japon ekonomisinde de devam etmiştir. Şöyle ki, 2009`daki ılımlı toparlanmanın ardından, 2010 yılı ortasından itibaren ihracat ve üretim düşmeye başlamış, büyüme yavaşlamış, dolayısıyla toparlanma hızı da yavaşlamaya başlamıştır (Shirai, 2018: 27). Ekonomideki olumsuz gidişat ve yaşanan durgunluk sebebiyle BOJ bir kez daha politika değişikliğine gitmiş ve yeni bir varlık alım programını devreye sokmuştur.

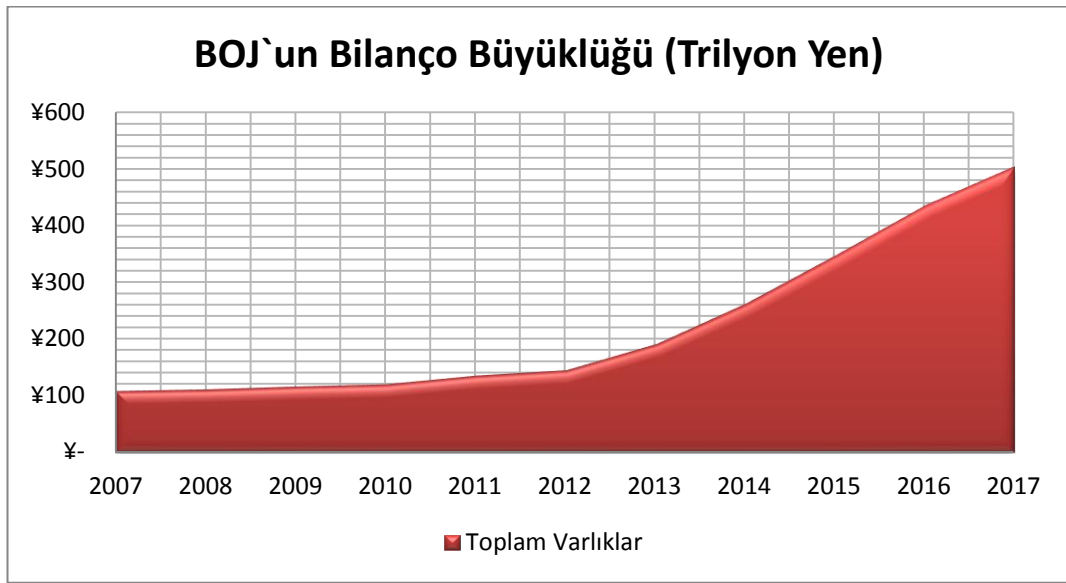
Ekim 2010`da BOJ kapsamlı parasal genişleme programını açıklamıştır. Ayrıca, kısa vadeli faiz oranlarının hedef seviyesinde de değişikliğe gidilmemiş ve % 0.1 olarak kalmıştır. Fiyat istikrarında belirgin iyileşmeler görülene kadar oranların bu düzeyde kalacağına ilişkin taahhütler sürdürülmüştür. BOJ açıklanan varlık alım programı kapsamında sabit faiz oranıyla piyasalara uzun vadeli fon sağlamış, Japon devlet tahvilleri (JGB), şirket tahvili ve borsada işlem gören fonlar (ETF) gibi, çeşitli varlıkları satın almıştır. BOJ devlet tahvili alımları ve sözlü yönlendirme tedbirleriyle uzun dönem faiz oranlarını etkilemiş, şirket tahvilleri ve ETF alımları yoluyla risk primlerini bastırmaya başlamıştır. BOJ gerçekleştirdiği tüm bu politika tedbirleriyle sıfır faiz bandı politikasında başarı sağlamaya çalışmıştır (Nakaso, 2017: 5).

Kapsamlı parasal programının bitmesinin ardından, BOJ Nisan 2013`de % 2 fiyat istikrarı hedefine ulaşmak amacıyla iki yıl sürecek yeni niceliksel ve niteliksel parasal genişleme programını (QQE) açıklamıştır. Programın nicel (miktersal) boyutu parasal tabanın yıllık bazda 60 ila 70 trilyon yen tutarında genişletilmesini hedeflemiştir. Programın niteliksel boyutuysa; 1) yeniden yatırım bedeli hariç yıllık yaklaşık 50 trilyon yen japon devlet tahvil alımını, 2) vade uzatımı yaparak, ortalama vadesi yaklaşık 7 yıl olan JGB alımlarının vadesinin 40 yıla çıkarılmasını 3) gayri menkul yatırım fonu (J-REIT) ve borsa yatırım fonu (ETF) varlıklarının sırasıyla yaklaşık 30 milyar yen ve 1 trilyon yen tutarında satın alımını kapsamıştır. BOJ, iki yıl içerisinde % 2 fiyat istikrarı hedefine ulaşmak için, JGB ve ETF alımlarını iki katına çıkarmıştır.

Varlık alımlarına bağılı olarak, söz konusu iki yılda parasal taban da iki katına çıkmıştır (Shirai, 2015: 2).

Tüketim vergi zamından kaynaklanan hane halkı harcamalarındaki düşüş, zayıf iç talebin neden olduğu uzun vadeli enflasyon beklentilerindeki düşüş, petrol fiyatlarındaki azalma gibi, nedenlerden dolayı BOJ Nisan 2014`te QQE`nin kapsamını genişletmiştir. Parasal tabandaki yıllık artış 80 trilyon yene çıkarılmıştır. Bu parasal taban hedefine ulaşmak içinse, JGB alımları 50 trilyondan 80 trilyona çıkarılmıştır. Buna ek olarak, getiri eğrisi boyunca faiz oranlarında daha fazla düşüşü sağlamak için BOJ, JGB alımlarının ortalama kalan vadesini 7 yıldan 10 yıla çıkarmıştır (BOJ, 2015: 35-37).

Şekil 5. BOJ`un Bilanço Büyüklüğündeki Değişim



Kaynak: FRED

Bir önceki QQE programından farklı olarak, kapsamlı parasal genişlemeyi hedefleyen yeni QQE programında niceliksel ve niteliksel boyutların yanı sıra faiz oranı boyutu da ele alınmıştır. BOJ bununla % 2 enflasyon hedefine çok daha kısa sürede ulaşmayı planlamıştır. Gerçekleştirilen JGB alımlarıyla ve uygulanan negatif faiz oranıyla yalnız kısa vadeli faizler değil, uzun vadeli faizler de önemli ölçüde düşürülmüştür. Ancak, kısa bir süre sonra Japonya'nın getiri eğrisi beklenenden daha fazla düzleşmeye başlamış, bu durum negatif faiz politikasının etkilerinin tekrar

değerlendirilmesiyle sonuçlanmıştır. Özellikle de, ticari bankaların sigorta ve emeklilik ürünlerinden uzun vadede elde edecekleri gelirlerinin azalmasının onların kârlılık oranlarını ve piyasadaki güveninin azalmasına neden olacağından endişe edilmiştir. Olası bu sonucun ise finansal sistemin zayıflamasına neden olacağı düşünülmüş ve negatif faizin olumsuz etkilerinin ortadan kaldırılması için Eylül 2016`da yeni bir QQE programı açıklanmıştır (Brichetti vd, 2018: 25-26). Geleneksel olmayan politika uygulamaları sonucunda BOJ`un bilanço büyüklüğü de önemli ölçüde büyümüştür. Şekil 5`te parasal genişleme politikalarının BOJ`un bilanço büyüklüğü üzerindeki etkisi açıkça görülmektedir.

2.2.2.2 Vade Uzatımı

FED ikinci miktarsal genişleme programından sonra 6 ay boyunca hiç bir para politikası işlemi gerçekleştirilmemiştir. Ancak, önceki politikalar ekonomiyi istenilen seviyede teşvik edememiş, emek piyasasındaki yavaş büyüme ve kırılmalık devam etmiştir. Bu nedenle, FED 21 Eylül 2011`de başka bir geleneksel olmayan para politikası aracına başvurmuştur. Benzeri 1961 senesinde uygulanmış olan ve "Twist Operation" olarak da bilinen Vade Uzatma Programı açıklanmıştır (Labonte, 2014: 8). Programın amacı, sıfır bandına yakın kısa vadeli faiz oranlarıyla uzun vadeli faiz oranlarını ve nihayetinde de hane halkı ve şirketler için uzun vadeli kredi maliyetlerini düşürmek olmuştur (Foley-Fisher, Ramcharan ve Yu, 2016: 3).

Vade Uzatma Programı çerçevesinde alınan uzun vadeli hazine kağıtları 2011 yılı hazine stokunun % 18`i civarındaydı. Bu programın açıklandığı günden iki gün sonra 30 yıllık hazine getirisi 45 baz puan düşmüştür (Foley-Fisher, Ramcharan ve Yu, 2016: 3). Ayrıca, 2011 yılının 4. çeyreğinde Vade Uzatma Program`ından önce yatırımcıların elindeki hazine kağıtlarının vadesi ortalama 7.7 yılken, program sonunda bu rakam 5.5 yıla inmiştir. Program yatırımcı portföylerinin yeniden dengelenmesine katkı sağlamıştır (Ehlers, 2012: 252).

Ayrıca, FED`in gerçekleştirdiği vade uzatımı programının yanısıra diğer miktarsal ve kredi genişleme uygulamaları da verilen kredilerin vadesini uzatacak nitelikte olmuştur. Nitekim, vadeleri üç ay veya altı ay olan kredilerin vadesi on iki aya kadar çıkarılmıştır. FED vade uzatımı gerçekleştiren tek merkez bankası olmamış, ECB ve diğer bazı merkez bankaları da sağladıkları kredilerin vadesini on iki aya kadar

uzatmışlardır. Krizin ortaya çıktığı 2008 yılında ECB'nin açıkladığı ve geleneksel olmayan tedbirleri içeren arttırılmış kredi desteği programının en önemli unsurlarından biri de uzun vadeli yeniden finansman işlemlerinin vadesinin daha da uzatılması olmuştur (Falagiarda ve Reitz, 2015: 279).

2.2.2.3 Sözle Yönlendirme

Sözle yönlendirme, merkez bankalarının iktisadi görünümü dikate alarak para politika eğilimlerinin ileriye doğru taşınmasını sağlayan bir iletişim aracıdır. İleriye dönük politika eğilimleri bakımından sözle yönlendirme aracının hem beklentilerin yönetilmesinde hem de getiri eğrisi üzerinde etkili sonuçlar verdiği yapılan bazı çalışmalarla saptanmıştır (Praet, 2013). 2008 küresel krizinin en şiddetli evresinde bir çok gelişmiş ülke merkez bankası politika faizlerini sıfır bandına kadar çekmiş ancak, ekonomik aktivite potansiyelinin çok altında kalmış ve işsizlik artmıştır. Bu bağlamda, merkez bankaları toplam talebi etkileyerek ekonomiyi teşvik etmek amacıyla, sözle yönlendirme aracının yeni kullanım şekillerini diğer sıradışı politika araçlarıyla beraber kullanmaya başlamıştır (Woodford, 2013: 25).

Merkez bankalarının sözle yönlendirme sağlayabilmelerinin üç temel yolu mevcuttur. Bunlardan ilki açık uçlu yönlendirme, ikincisi zamana bağlı yönlendirme, üçüncüsü ise duruma bağlı yönlendirmedir (BOE, 2013: 20).

- a.** Açık uçlu sözle yönlendirme, gelecekte uygulanması beklenen politikaların uygulama yoluna ilişkin nitel bilgi sunmaktadır. Herhangi bir merkez bankasının politika faiz oranının uzun bir dönem için veya büyüme görünümü iyileşene kadar değiştirilmeyeceği yönündeki herhangi bir açıklaması açık uçlu sözle yönlendirmeye örnek teşkil etmektedir. Bu nitel rehberlik durumu beklenmedik gelişmelere karşın merkez bankalarına esneklik kazandırmaktadır. Ancak, sözle yönlendirmenin bu yolu az bilgi sağlamak ve yanlış anlaşılmalara sebebiyet verme gibi, riskleri taşımaktadır (BOE, 2013: 21).
- b.** Zamana bağlı yönlendirme uygulanan para politikalarının ne zaman değişebileceği yönünde bilgi sunmaktadır. Faiz oranının gelecekte belli bir tarihe kadar mevcut seviyesinin üzerine çıkarılmayacağına ilişkin bir açıklama zamana bağlı yönlendirmeye bir örnektir. Sözle yönlendirmenin bu yolunun yorumlanması nispeten daha kolaydır. Ancak, gelecekte yaşanacak herhangi bir beklenmedik

ekonomik gelişmeye bağlı olarak faiz oranının değiştirilmesi gibi, nelerden dolayı bu yol tamamen güvenilir değildir. Çünkü, politika yapımcıların beklenmedik gelişmelere karşı ne tür bir tepki vereceklerini önceden kestirmek pek mümkün değildir (ECB, 2014: 68).

- c. Duruma bağlı yönlendirme, para politikasında değişikliğe neden olabilecek ekonomik şartlarla bağlı bilgi içermektedir. İşsizlik oranı belli bir seviyeye ulaşmaya kadar ve enflasyon oranı orta vadeli hedefle uyum içerisinde hareket ettiği sürece politika faiz oranının mevcut seviyesinin üzerine çıkarılmayacağına ilişkin bir açıklama duruma bağlı yönlendirmeye örnek teşkil etmektedir. Ekonomik koşullara bağlı bir yönlendirme politika yapımcıların neye nasıl ve ne için tepki verdiğini net bir şekilde açıklamaktadır. Bu yol gelecek politika beklentilerinin yapılan açıklamalar doğrultusunda güncellenmesine yardımcı olmakta ve konjoktürel olarak daha fazla yarar sağlamaktadır. Ancak, her kesimden hane halkının yapılan açıklamaları tam anlamıyla yorumlayamaması ve ekonomik katılımcıların bir kaç göstergeye aşırı dikkat sarf ederek, tedbirlerin sadece bu göstergelere göre şekillendiği yanılgısına kapılması sözle yönlendirmenin bu yolunun olumsuz tarafları olarak bilinmektedir (Yılmaz ve Kahveci, 2014: 11).

Küresel kriz sonrasında sözle yönlendirmenin her üç uygulama biçimi bir çok merkez bankası tarafından etkin bir şekilde kullanılmıştır. Ayrıca, bazı merkez bankaları zamanla değişen ekonomik koşulları ve bu koşullara bağlı olarak ortaya çıkan gereksinimleri dikkate alarak sözle yönlendirme uygulamalarında değişikliğe gitmişlerdir. Bu bağlamda, FED Aralık 2008 ve Mart 2009'da açık uçlu yönlendirmeyi, Ağustos 2011, Ocak 2012 ve Eylül 2012'de zamana bağlı yönlendirmeyi, Aralık 2012'de ise duruma bağlı yönlendirmeyi kullanmıştır. ECB Temmuz 2013'te açık uçlu yönlendirme yolunu benimsemiştir (BOE, 2013: 39). BOJ'un politika kurulu üyesi Shirai (2013: 11-14) çalışmasında Şubat 2012 tarihinde uygulanan sözle yönlendirme şeklinin duruma bağlı yönlendirme olduğunu ifade etmiştir.

2.2.2.4 Zorunlu Karşılıklar

Küresel kriz öncesine kadar dünya genelinde para politikası aracı olarak zorunlu karşılıkların kullanımı azalmış, bazı durumlarda ise tamamen kaldırılmıştır. Ancak, son yıllarda merkez bankaları dikkatlerini sistematik risklere odakladıktan sonra bu politika

aracına yönelik algılar da değişmiştir. Banka mevduat zorunlu karşılık oranları makro ihtiyati araçlara uygun özelliklere sahiptir. Bu bağlamda, likidite riskinin yönetilmesi amacıyla zorunlu karşılıkların finansal istikrar aracı olarak kullanımı hiç de şaşırtıcı olmamıştır (Montoro, 2011: 4).

Hem gelişmiş hem de gelişmekte olan ülke merkez bankaları tarafından rağbet gören zorunlu karşılıklar üç nedenden dolayı makro ihtiyati politika aracı olarak kullanılmaktadır. Bunlardan ilki, yükseliş dönemlerinde zorunlu karşılık oranlarının arttırılması kredi büyüme hızının kontrol edilmesine yardımcı olarak, hız limiti gibi çalışacaktır. İkincisi, ekonomideki yükseliş dönemlerinde zorunlu karşılıkların arttırılması iniş dönemleri için rezerv yastığı yani bir nevi tampon görevi görecektir. Son olarak, kredi döngüsünün para politikası amaçlarıyla ters düştüğü zamanlarda zorunlu karşılıklar para politikasını tamamlayabilmektedir (Gray, 2011: 8-14). Tüm bunlarla birlikte, zorunlu karşılıkları potansiyel maliyetlerini dikkate alarak kullanmak gerekmektedir. Nitekim, zorunlu karşılık oranlarında ince ayar yapmak zor ve masraflıdır. Bu nedenle, geleneksel ve az maliyetli araçlar finansal istikrarı sağlamakta yetersiz kaldığında kullanımı uygun görülmektedir (IMF, 2010: 63).

2.2.2.5 Faiz Koridoru

Finansal krizden sonra oldukça popüler politika aracı haline gelen faiz koridorunun çalışma prensibi hedeflenen faiz oranının sağlanması için merkez bankasının hazır imkanlarının kullanımına dayanmaktadır. Geleneksel faiz koridoru uygulamasında koridorun tavanı merkez bankasının borç verme imkanı için belirlenen faiz oranından oluşurken, koridorun tabanı merkez bankasında tutulan mevduatlar için ödenen faiz oranından oluşmaktadır. Bu iki faiz oranı arasında kalan simetrik ve dar alana ise tünel veya koridor denilmektedir. Politika hedefi olan faiz oranı ise bu koridorun merkezinde kalmaktadır (Whitesell, 2006: 1178). Merkez bankaları piyasalarda belirlenen gecelik faiz oranını hedeflenen politika oranına yakın tutmak için bu politika aracını kullanmaktadırlar (Bernhardsen ve Kloster, 2010: 1).

Faiz koridoru sisteminde fon sıkıntısı çeken ve açık pozisyonda kalan emanetçi kurumlar ihtiyaç duydukları fon için reeskont oranından daha yüksek bir faiz ödemek zorunda kalmayacaklardır. Aynı şekilde fon fazlası olan kurumlar ise merkez bankası tarafından sunulan mevduat oranından daha düşük bir oranı kabul etmeyeceklerdir.

Dahası, bu araç aktif bir piyasa kurarak, fon sıkıntısı çeken emanetçi kurumları fon fazlası olan kurumlardan borçlanmaya da teşvik edecektir. Sonuç olarak, faiz koridoru kullanılarak gecelik fonlama üzerindeki faiz oranı sıkı bir şekilde kontrol edilmektedir (Kahn, 2010: 13).

Geleneksel çerçevede olduğu gibi, koridor sisteminde de politika faizi enflasyon ve büyüme hedefleriyle tutarlı olmak durumundadır. Ayrıca, merkez bankaları geleneksel politika aracı olan açık piyasa işlemlerinden yararlanmadan, sadece koridorun alt ve üst sınırlarında değişiklik yaparak, bankacılık sistemine belirlenen ölçüde rezerv sağlamaktadırlar. Öte yandan, geleneksel piyasa işlemlerinin aksine faiz koridoru sisteminde rezerv arzı zorunlu bir şekilde değiştirilmeden de politika faizi hedeflenen yönde değiştirilebilmektedir (Bernhardsen ve Kloster, 2010: 7-10).

Küresel kriz öncesinde Kanada, Japonya, İngiltere, İsveç, Norveç, Avrupa Birliği Yeni Zelanda merkez bankaları tarafından kullanılan simetrik faiz koridoru sistemi küresel kriz sonrasında faiz oranlarındaki dalgalanmaları önlemek ve finansal dengesizlikleri ortadan kaldırmak için farklı şekillerde kullanılmıştır. Şöyle ki, bir çok gelişmiş ülke merkez bankası küresel krizden sonra geleneksel (simetrik) faiz koridoru uygulamasından asimetrik veya taban koridor uygulamasına geçmişlerdir. Taban sisteminde merkez bankaları politika faizini mevduat faiz oranlarına eşit veya çok yakın tutmaktadır. Bununla da, merkez bankaları piyasaya likidite sağlayarak piyasadaki likidite miktarını arttırmayı amaçlamaktadır. Avrupa Birliği, Norveç, Japonya, Kanada, İsveç, İsviçre, İngiltere merkez bankaları ilk önce asimetrik, daha sonra taban sistemini uygulayan merkez bankalarının başını çekmişlerdir (Keister, Martin ve McAndrews, 2008: 45-46; Yücememiş, Alkan ve Dağdır, 2015: 451-453).

2.2.2.6 Negatif Faiz Uygulaması

Negatif faiz oranı, küresel kriz sonrasında uygulanan geleneksel olmayan para politikası araçlarının sonucusudur. Gelişmiş ülke merkez bankalarının bu politika aracını kullanma nedenleri farklılık göstermektedir. Şöyle ki, ECB, BOJ ve İsveç Merkez Bankası Riskbank negatif faizle ekonominin durgunluktan çıkarılmasını, ekonomik büyümenin sağlanmasını ve enflasyonun hedeflenen düzeye yükseltilmesini hedeflerken, Danimarka Merkez Bankası (DN) ve İsviçre Merkez Bankası (SNB)

sermaye girişlerini ve sermaye girişlerinden kaynaklanan döviz kuru değerlenmesinin önüne geçmeyi amaçlamıştır (Filiz Baştürk ve Ertürk, 2018: 299).

Avrupa Merkez Bankası (ECB) gecelik faiz oranını sıfır bandına çekmek için, bankaların merkez bankasında tuttuğu rezervlere ödediği mevduat faizini negatif alana çekerek negatif faiz uygulamasına başlamıştır. ECB, düşük enflasyon seviyesine karşılık olarak faiz koridorunu oluşturan diğer faiz oranlarında da (gecelik borçlanma oranı ve marjinal borç verme oranı) indirim gitmiştir (Angrick ve Nemoto, 2016: 7). Haziran 2014`den başlayarak, ECB yönetim kurulu bankaların ve finansal kuruluşların ECB`de tuttıkları rezervler için ödediği mevduat faiz oranını üç yıl boyunca kademeli şekilde indirme kararı almıştır. Bu bağlamda, ECB mevduatlara uyguladığı faiz oranında dört indirim gerçekleştirerek, bu oranı Haziran 2014`te % -0.1`e, Eylül 2014`te % -0.20`ye, Aralık 2015`te % -0,30`e ve Mart 2016`da ise % -0,40`de indirmiştir (Perea ve M. Kasongo Kashama, 2017: 44-45). ECB`nin negatif faiz oranı uygulaması ekonomi üzerinde olumlu yönde etkiye yol açarak banka fonlama maliyetlerinin düşürülmesine ve varlık fiyatların yükselmesine yardımcı olmuştur. Buna ek olarak, negatif faiz oranı ECB`nin sözle yönlendirme nitelikli söylemlerini kuvvetlendirerek, para politikasının sinyalleme etkisini arttırmıştır. Ayrıca, negatif faiz politikası diğer politika araçlarıyla birlikte kredi talebini arttırmış ve büyümeyi desteklemiştir (Jobst ve Lin, 2016: 27). BOJ yetkilileri Ocak 2016`da gerçekleştirdikleri para politikası toplantısının ardından, QQE politikalarının negatif faiz oranı politikasıyla birlikte yürütüleceğini açıklamışlardır. 16 Şubat 2016 tarihinde BOJ politika faizini % -0.1`e düşürerek, resmi olarak negatif faiz politikasını uygulamaya başlamıştır (Shirai, 2018: 81).

Bu politika aracı büyük kurumsal ve tüzel borçlular açısından avantajlı olsa da, yatırımcılar açısından dezavantajlıdır. Ayrıca, zamanla oranlar daha negatif değerler aldıkça diğer politika tedbirlerinin bu aracın doğurduğu olumsuzlukları önleme başarısı düşecektir. Özellikle de mevduat miktarı azalacak ve nakit paraya geçme oranı artacaktır. Politikayı destekleyenler ve ona karşı olanlar negatif faiz politikasının bankaların karlılığı üzerinde olumsuz etkilerinin olduğu hususunda ortak konsensus sağlamışlardır. Ancak, politikayı savunanlar olumsuz etkileri kabul etmekle beraber politikanın olumlu yanlarının daha ağır basacağını da savunmuşlardır. (Jackson, 2015: 14; Angrick ve Nemoto, 2016: 26-27).

ÜÇÜNCÜ BÖLÜM

2008 KÜRESEL KRİZİ SONRASI TÜRKİYE'DE UYGULANAN PARA POLİTİKALARI VE EKONOMİYE ETKİLERİ

3.1 2008 Finansal Krizinin Türkiye Ekonomisine Etki Kanalları

2001 krizini atlatan Türkiye ekonomisi 2002-2007 arası dönemde büyük gelişme katetmiştir. Küresel ekonomik konjoktürün yatırımcılar açısından olumlu seyri, küresel likidite bolluğu, küresel yatırımcıların risk alma potansiyelindeki artış, finansal liberalizasyon ve sermaye hareketliliğinin serbestleştirilmesi gibi, etkenler bu sürece önemli katkı sağlamıştır. Tüm bunlara ek olarak, Türkiye'nin AB ile müzakerelere başlaması ve IMF'nin sunduğu destek paketi bu süreci destekleyen diğer önemli etkenler olmuştur (Eğilmez, 2008: 142).

Ancak, 2008 yılında tüm uluslararası piyasaları olumsuz yönde etkileyen küresel kriz çok geçmeden Türkiye ekonomisini de etkisi altına almıştır. Öte yandan, Türk finans sistemi küresel kriz sürecinde diğer ülkelere nazaran daha az hasar almıştır. Türkiye ekonomisinin yapısal sorunları olmasına rağmen ekonominin genel yapısı eski dönemlere kıyasla çok daha az kırılganlık teşkil etmiştir. Özellikle de, 2001 krizi sonrasında bankacılık sektörünün zayıf bankalardan arındırılması, faaliyet gösteren finansal kuruluşların sermaye yeterliliğinin sağlanması, denetim ve düzenlemelerin artırılması bu sektörü güçlü kılan başlıca unsurlar olarak sıralanabilmektedir (Özatay, 2009b: 138). Ayrıca, ulusal finans sisteminin gelişmiş ülkelere nazaran daha az gelişmiş olması ve uluslararası piyasalarda işlem gören karmaşık finansal türev ürünlerin Türk finans sistemi içerisinde ticaretinin yapılmaması gibi nedenler, krizin etkisinin aşırı-riskli varlık kanalıyla ekonomiye bulaşmasına engel olmuştur (Kibritçioğlu, 2010: 7).

Küresel kriz her ne kadar varlık ticaret kanalıyla Türkiye ekonomisine bulaşmamış olsa da çeşitli kanallarla etkisini göstermiştir. Söz konusu kanallar başta kredi kanalı olmakla, dış ticaret kanalı, portföy yatırım kanalı ve beklenti kanalı veya ekonomiye duyulan güven kanalı olarak sıralanabilir (Hepaktan ve Çınar, 2011: 613; TEPAV, 2009: 11; Özatay, 2009b: 144-149). Bu bağlamda, küresel krizin ekonomik yansımalarını daha iyi anlamak adına her kanala ayrı ayrı değinilmiştir.

3.1.1 Kredi Kanalı

Uluslararası finansal sistemi olumsuz etkileyen küresel kriz finansal sistemde güveni ortadan kaldırarak, küresel piyasalarda belirsizlik ortamı yaratmış ve sermaye hareketlerinin gelişmekte olan piyasalardan krizin ortaya çıktığı gelişmiş piyasalara yönelmesine neden olmuştur. Diğer gelişmekte olan piyasalar gibi, Türkiye de bu gelişmelerden olumsuz etkilenmiştir. Nitekim, ters sermaye hareketleri ve uluslararası kredi musluklarının kısılması bankacılık sektörünün ve yabancı kredilerden yararlanan şirketlerin krediye erişim olanaklarını kısıtlamıştır (Selçuk, 2010: 23).

2008 krizinin olumsuz etkileri yurtiçi kredilerde de kendisini göstermiştir. Şöyle ki, bankacılık sektörünün toplam nakdi kredilerinde 2008 yılında 75,5 milyar TL (% 26,4) artış yaşanırken, krizin olumsuz etkilerinin iyice hissedildiği 2009 yılında bu artış 8,3 milyar TL (% 2,3) ile sınırlı kalmıştır. Banka grupları açısından değerlendirildiğinde ise, yabancı bankaların (% 1,7) ve özel bankaların (% 3,4) kredilerinin azaldığı; katılım bankaları (% 23,8) ve kamu bankalarının (% 11,7) kredilerinin ise arttığı gözlemlenmiştir. Ayrıca, bireysel krediler 2008 yılının son çeyreği dahil olmakla iki çeyrek boyunca azalmış, 2009 yılında vergi teşviklerinin etkisiyle Eylül ayında 7,8 milyar TL artmıştır. Eylül 2008 - Ağustos 2009'u kapsayan dönemde KOBİ kredileri 8,5 milyar TL (% 9,6) azalmış, Ağustos ve Eylül aylarındaki 2,5 milyar TL'lik artışla KOBİ kredilerindeki azalma 6 milyar TL olarak gerçekleşmiştir (BDDK, 2009: 5-6).

Krizle birlikte kredilerin takibe dönüşüm oranında artış yaşanmıştır. Aralık 2008'de % 3,7 olan bu oran, Eylül 2009'da %5,3'e yükselmiştir. Takipteki düşen kredilerin artışına göre KOBİ kredileri % 7,6 ile başı çekmiştir. Ayrıca, krizle beraber sendikasyon ve seküritizasyon kredilerinde de azalma görülmüştür. Eylül 2008'de 26,3 milyar dolar olan bu kredilerin toplam miktarı 6,3 milyar dolar azalarak Eylül 2009'da 20 milyar dolara düşmüştür. Sendikasyon ve seküritizasyon kredilerinin yenileme oranı bu tarih itibariyle % 56,5 olmuştur (BDDK, 2009: 7-11).

3.1.2 Dış Ticaret Kanalı

Krizin çıkış noktası olan ABD ekonomisi ve krizden büyük ölçüde etkilenen AB ekonomileri kriz sonrasında durgunluk sürecine girerek, reel gelirlere önemli kayıplar yaşamışlardır. Söz konusu ekonomilerle ticaret ortaklıkları bulunan üçüncü ülkelerde

ise bu ortaklıkların büyüklüğü ölçütünde dış talepte daralma gerçekleşmiştir. Böylece, krizin olumsuz etkileri mal ve hizmet ihracatı azalan üçüncü ülkelere dış ticaret kanalıyla aktarılmıştır (Kibritçioğlu, 2010: 7).

Geçmişten günümüze kadar Türkiye'nin dış ticaretinde AB ekonomilerinin önemli ve ağırlıklı konuma sahip olması yadsınamayacak bir gerçek olarak karşımıza çıkmaktadır. Nitekim, 2008 yılı içerisinde de 115 milyar dolar tutarındaki toplam ihracatın 55,8 milyar dolarlık bölümü AB ülkelerine yapılan ihracatın payına düşmektedir. ABD'ye yapılan ihracatın tutarı ise 3 milyar dolar teşkil etmiştir. Bu verilere istinaden, AB ülkelerindeki ekonomik durgunluğun Türkiye ekonomisini daha fazla etkileyeceğini söylemek doğru olacaktır (Ertuğrul, İpek ve Çolak, 2010: 65-66).

2008 krizinin etkilerinin Türkiye ekonomisine aktarılmasında dış ticaret kanalının aktif rol oynadığı görülmektedir. Sürdürülebilir büyümenin sağlanması ve cari açığın finansmanı açısından ihracatın etkisi Türkiye ekonomisinde önemli yere sahiptir. Kriz sonrasında ihracatta görülen azalma cari açığın en önemli bileşeni olan dış ticaret açığının da artmasına neden olmuştur. Türkiye'nin eskiden beri artan ve yüksek miktarlara ulaşan cari açık sorunu krizle beraber ekonomiyi daha da zora sokmuştur. Türkiye'nin ihracat oranı krizin en güçlü hissedildiği 2009 yılında bir önceki seneye göre % 22,6 oranında azalarak 102 milyar dolara gerilemiştir. Aynı şekilde, ithalat oranları da 2009 yılında bir önceki seneye göre % 30,2 oranında azalarak 140 milyar dolar olmuştur. Dış talepteki daralmanın etkisiyle ihracatın düşmesi ve buna bağlı olarak üretim girdileri ithalatının azalması çok kısa süreliğine dış ticaret dengesini olumlu etkilemiştir (Konya, Güngör ve Karaçor, 2015: 3679).

3.1.3 Portföy Yatırım Kanalı

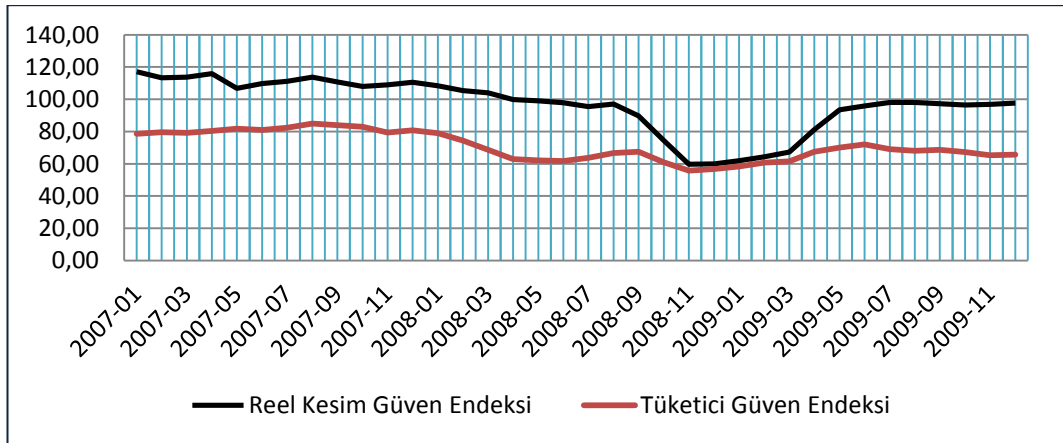
Sermaye birikimi yetersiz olan Türkiye benzeri gelişmekte olan piyasalar ekonominin kalkınmasını ve büyümesini sağlamak için sıklıkla dış finansman kaynaklarından yararlanmaktadır. Gelişmekte olan bu tür piyasalar uluslararası mali kurum ve kuruluşların sundukları kredilerin yanısıra doğrudan yabancı yatırımları ve portföy yatırımlarını da dış finansman kaynağı olarak kullanmaktadır (Karagöz, 2007: 933-934). Küresel krizle beraber küçülen finansal piyasalar yatırımcıların risk algısını da olumsuz yönde etkilemiştir. Krizin başlarında gelişmekte olan piyasalara sermaye

akışı yavaşlamış, devam eden süreçte ise sermaye akışı tersine dönmüştür (TBB, 2009: 3-4).

3.1.4 Ekonomiye Duyulan Güven Kanalı

Küresel krizin Türkiye'ye etki kanalları zamanla ekonomiye duyulan güvenin de azalmasına neden olmuştur. Krizin neden olduğu belirsizlik ortamı piyasa katılımcılarının gelecek kaygısını arttırmış, tüketicilerin harcama ve yatırımcıların ise yatırım kararlarını olumsuz etkilemiştir. Ekonomiye duyulan güvenin ölçümü için bir takım endeksler de kullanılmaktadır. İş insanlarının ekonomiye duyduğu güveni gösteren özel sektör yatırım harcamaları endeksi, özel kesimin tüketim harcamaların yansıtan tüketici güven endeksi, Merkez Bankası'nın şirketlerden aldığı bilgiler esasında derlenen reel kesim güven endeksi ekonomiye duyulan güveni gösteren endekslerin en önemlilerinden sayılmaktadır (Özatay, 2009b: 149-150). Şekil 6'dan da görüldüğü üzere, ilk iki güven endeksi 2008 yılının ikinci çeyreğinden sonra keskin bir biçimde düşmüş ve yalnız 2009'un ikinci çeyreğinden sonra toparlanmaya başlamıştır. Reel kesim güven endeksi ise 2008 kriziyle beraber son on dört yılın en düşük değerini almış ve 50 dolaylarına kadar gerilemiştir (TEPAV, 2009: 11-12).

Şekil 6. Küresel Kriz Sonrası Tüketici ve Reel Kesim Güven Endekslerinin Seyri



Kaynak: TÜİK, TCMB

3.2 Küresel Krizin Türkiye Ekonomisine Etkisi

ABD`de başlayıp daha sonra tüm dünyayı etkisini altına alan küresel kriz çok geçmeden Türkiye ekonomisini de olumsuz yönde etkilemiştir. Farklı etki kanallarıyla ekonomiye sirayet eden olumsuz etkiler finansal sektörden ziyade reel sektörde büyük tahribata neden olmuştur. Tablo7`den de görüldüğü üzere, krizin ortaya çıktığı 2008`de % 0,7 oranında büyüyen GSYİH ekonomik krizin en güçlü hissedildiği 2009`da % 4,7 oranında daralmıştır (Uçkaç, 2017: 656). Talep yetersizliği, üretimin azalması ve ithalatın daralması sonucunda büyük kayıplar yaşayan reel sektör gerçekleşen negatif büyüme oranında önemli rol oynamıştır. Ayrıca yaşanan kriz büyümenin yanı sıra bir çok makroekonomik göstereyi olumsuz etkilemiştir (Yılmaz ve Kurt, 2012: 304).

Tablo 7. Küresel Kriz Döneminde Türkiye`nin Makroekonomik Göstergeleri

Makro Göstergeler	2007	2008	2009	2010
GSYH (Milyar Dolar)	675	764,6	644	772,3
Büyüme %	5	0,7	- 4,7	8,5
Enflasyon %	8,4	10,1	6,5	6,4
İşsizlik %	9,2	10	13,1	11,1
Cari Denge /GSYH (%)	-5,5	-5,2	-1,8	-5,8
Bütçe Dengesi/GSYH (%)	-1,6	-1,8	-5,9	-3,4

Kaynak: Eğilmez, <http://www.mahfiyegilmez.com/2018/05/son-16-yl-ve-2018-fal.html> ,Erişim 15.03.2019; Hazine ve Maliye Bakanlığı, 2017: 60

Krizin etkisiyle talebin ve maliyetlerin aşağıya doğru baskılanması enflasyon oranında olumlu sonuçların ortaya çıkmasına neden olmuştur. Şöyle ki, geçici vergi indirimleri gibi, hükümetin aldığı mali tedbirler, iç ve dış talepteki sert daralma gibi, nedenlerden dolayı enflasyon hızla düşüşe geçmiştir. Ekim 2008 tarihine kadar yıllık bazda yükselen enflasyon oranının Kasım ayından itibaren düşüşe geçmesi sonucunda 2008 yıl sonu TÜFE enflasyonu % 10,1 olarak gerçekleşmiştir. Ayrıca, başta ham petrol olmakla diğer uluslararası öneme sahip emtialardaki ucuzlamanın hızla sürmesi ve toplam talepteki daralmanın devam etmesi 2009 yılında da enflasyonun düşmesinde etkili olmuştur. 2009`un ilk beş ayını kapsayan dönemde TÜFE enflasyonu % 5,2 seviyesine kadar gerilemiş, yıl sonundaysa % 6,5 olarak gerçekleşmiştir (Aras, 2010: 100).

Ancak, kriz döneminde bütçe açığında öngörülenin çok üstünde artış yaşanmıştır. 2008 mali yılında 17 milyon TL açık veren bütçe 2009 mali yılını 52 milyon TL ile kapatmıştır (Bayrak ve Kanca, 2013: 45). Krizden dolayı durma noktasına gelen ekonomik faaliyetlerin yeniden hızlandırılması ve eski haline getirilmesi için hayata geçirilen vergi indirimleri, teşvik paketleri, kredi garanti destekleri gibi, genişletici mali önlemlerin bir sonucu olarak bütçe dengesinde gözle görülür bir bozulma yaşanmıştır. Tablo 7`den de görüldüğü üzere, 2007 yılında bütçe dengesinin GSYİH`a oranı eksi 1,6`iken, bu oran krizin ilk ortaya çıktığı 2008`de -1,8, krizin etki bakımından zirveye ulaştığı 2009`da ise -5,3 olarak gerçekleşmiştir (Hazine ve Maliye Bakanlığı, 2017: 60).

Krizin dış ticaret kanalıyla ekonomiye bulaşan olumsuz etkilerinin neticesi olarak, 2009 yılında ithalat 2007`ye göre 30 milyar dolar daha az gerçekleşmiştir. 2009 yılında ithalatın 141 milyar dolar, ihracatın ise 102 milyar dolar olarak gerçekleşmesinin cari dengede bozulmaya yol açacağı öngörülürken, bunun tam tersi bir durum söz konusu olmuştur. 2007 yılında % -5,5 olan cari açık 2008`de % -5,2, 2009`da ise % -1,8 olarak gerçekleşmiştir. Cari dengede 2009 yılında görülen iyileşme iç ve dış talep eksikliğinden ve buna bağlı olarak ithalat oranlarında yaşanan düşüşlerden kaynaklanmıştır. Cari dengenin sağlanmasında önemli yere sahip ihracat gelirlerinin de bu dönemde büyük ölçüde azalmasına rağmen, ithalattaki gerileme ihracattaki gerilemeyi üstelerek cari açık ve dış ticaret açığını daraltmıştır (Uçkaç, 2017: 658-659; TCMB, 2009b: 25). Ayrıca, küresel krizin ekonomiye etkileri küresel krizin Türk finans sektörüne etkisi ve küresel krizin reel ekonomiye etkisi başlıkları altında incelenmiştir

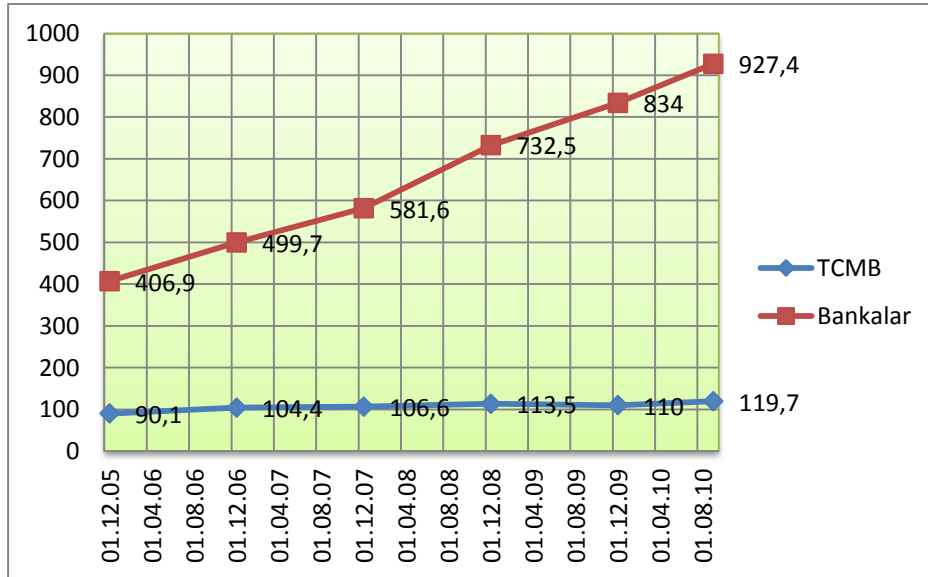
3.2.1 Küresel Krizin Türk Finans Sektörüne Etkisi

Türkiye`nin finansal piyasaları ve bu piyasaların en önemli katılımcısı konumundaki bankacılık sektörü diğer ülkelere göre çok daha güçlü ve sağlıklı bir şekilde krizi karşılamıştır. Krizin merkezindeki ve krizden etkilenen çevre ülkeler çeşitli bir takım iç ve dış müdahalelerle finansal piyasaları normalleştirmeye çalışmış, bu doğrultuda finans kesimini yeniden yapılandıracak reform paketleri açıklamıştır. Ancak, Türkiye`nin iki önemli avantajı nedeniyle bu tür uygulamalara gerek duyulmamıştır. İlk olarak, 2001 krizinin hemen sonrasında Türk bankacılık sektörü kapsamlı, zorunlu ve zorlu bir yeniden yapılandırma sürecinden geçirilmiş ve bu süreç sonunda amaçlananın

çok üstünde sermaye yeterlilik oranları (%17-18 arası) elde edilmiştir. Sermaye yeterlilik rasyosu olarak da bilinen bu oran krizin en etkili olduğu 2009 yılında % 20,6'ya yükselmiş, 2010'da tekrar % 19,9 gibi yüksek bir seviyede kalmıştır. İkinci avantaj ise, küresel bankaların iflasına neden olan toksit finansal ürünlerin Türk finans piyasalarında ticaretinin yapılmamasıdır. Söz konusu riskli varlıkların piyasada olmayışı olası likidite sorunlarının da önüne geçmiştir (Selçuk, 2010: 23).

Şekil 7'den de görüldüğü üzere, Türkiye'de finansal sektörün aktif büyüklüğünün önemli bir bölümünü oluşturan bankacılık sektörü aktifleri ve TCMB aktifleri yıllar içerisinde sürekli artış sergilemiştir. Ancak, bankacılık sektörünün aktiflerindeki büyüme TCMB aktiflerine göre daha fazla olmuştur. Krizin en etkili olduğu 2009 yılında TCMB aktiflerindeki 3,5 milyar TL'lik bir azalma dışında 2008-2009 döneminde aktiflerdeki büyüme devam etmiştir. Nitekim, 2007 yılında 106,6 milyar TL olan TCMB aktif büyüklüğü 2008'de 113,5 milyar TL, 2009'da ise 110 milyar TL olmuştur. Bankaların 2007 yılında 581,6 milyar TL olan aktif büyüklüğü 2008'de 732,5 milyar TL, 2009'da ise 834 milyar TL olmuştur (Bostan ve Bölükbaşı, 2011: 11).

Şekil 7. 2005-2010 Döneminde Türkiye'de Finansal Sektörün Aktif Büyüklüğü



Kaynak: Bostan ve Bölükbaşı, 2011: 11-12

Bankacılık sektörünün aktif/pasif yapısında da önemli farklılaşmalar olmuştur. Krizin olumsuz etkileri banka kredilerinin artmasına engel olamamıştır. Tablo 8'den de

görüldüğü üzere, 2008 Eylül ayında 361 milyar TL olan kredi büyüklüğü Aralık`da 367 milyar TL`ye , 2009 Eylül`de ise 375 milyar TL`ye yükselmiştir. Bununla beraber, krizin reel sektördeki olumsuz etkileri takipteki alacak miktarını % 40 oranında arttırmıştır. Eylül 2008`de 11,6 milyar TL olan takipteki kredi miktarı Eylül 2009`da 21,1 milyar TL`ye yükselmiştir. (Takım, 2011: 350)

Tablo 8. Küresel Krizde Bankacılık Kesiminin Aktif Büyüklüğü (Milyar TL)

	Eylül 2008	Aralık 2008	Eylül 2009	Aralık 2009
Krediler	361.149	367.445	368.150	375.735
Takipteki Alacaklar	11.633	14.053	18.781	21.198
Bireysel Krediler	118.014	117.132	120.651	123.348
Menkul Kıymetler	179.826	193.790	221.778	241.512
Mevduat	418.593	454.599	467.613	488.945
Özkaynak	83.054	86.425	97.774	105.427
Türev Ürünler	110.094	102.685	123.348	132.754
Dönem Kar/Zarar	11.139	13.422	10.980	15.722
Aktif Toplamı	679.793	732.536	768.202	798.413

Kaynak: Takım, 2011: 350

Eylül 2008`de 11,2 milyon TL olan sektörün net karı Eylül 2009`da 4,5 milyon TL artarak 15,7 milyon TL`ye yükselmiştir (BDDK, 2009: 13). 2001 krizi sonrasında bankaların sermaye yapılarını güçlendirmeye yönelik programların bir sonucu olarak, 2004 yılında özkaynakların payı, toplam pasifler içerisinde % 15`e çıkmıştır. Krizin yaşandığı 2008 yılında bu oran % 12`ye düşmüştür. Kârların yükselmesi, ödenmemiş sermayelerin artması ve daha az kâr payı dağıtımı gibi, nedenlerden dolayı bu oran 2009`da % 13`e, 2010`da % 14`e yükselerek istikrarlı bir görünüm sergilemiştir (Afşar, 2011: 164).

Finansal kriz döneminde bankacılık sektörünün şube ve çalışan sayısında da düşüş olmamış, aksine sektörün şube ve personel sayısı artmıştır. 2008 yıl sonu verilerine göre 9304 olan şube sayısı 2009`da 9581, Mart 2010`da ise 9601 olmuştur. 2008 yılında bankacılık sektöründe 182667 olan çalışan sayısı, 2009`da 184216`a, 2010`da ise 186619`a yükselmiştir. ATM ve POS gibi, müşterilere yönelik alternatif ulaşım araç yatırımları aksamayarak devam etmiştir. Bu dönemde ATM sayısı 21953`den 23952`ye, POS sayısı ise 1886000`dan 2048000`e çıkmıştır (Arabacı, 2016: 5).

3.2.2 Küresel Krizin Reel Ekonomiye Etkisi

Krizin reel sektöre ilk etkisi, ihracat oranlarının azalmasıyla ortaya çıkmıştır. İhracatdaki düşüş Eylül 2009 tarihine kadar sürmüştür. İhracatdaki düşüşü iç talebin daralması, üretimin azalması ve işsizliğin yükselmesi gibi, başka olumsuz gelişmeler takip etmiştir. Bu olumsuzluklar sonucunda sanayi üretim endeksi 2009 yılının ilk çeyreğinde eksi % 20`ler seviyesine kadar düşmüştür (Akın, 2017: 36). Sanayi üretimi 2008 yılının Eylül ayında % 5,2, Ekim ayında % 8,5 azalmıştır. İmalat sanayi ise Eylül 2008`de % 6,4, Ekim`de 10,3, Şubat 2009`da ise % 23,7 oranında daralmıştır. Aynı şekilde, kapasite kullanım oranı da Kasım 2008`de % 9,7 azalarak 72,9`a düşmüş, bu düşüş trendi sonraki üç ay boyunca devam etmiş ve Mart 2009`da 0,9 puan artarak 64,7`ye yükselmiştir (Çabuk ve Özkan, 2010: 6). Krizin etkilerinin en yoğun hissedildiği 2009 yılında ekonominin lokomotif sektörleri sayılan imalat sanayi % 10,8, inşaat % 13,4, ticaret % 15,4, ulaştırma % 7,1 oranında daralmıştır. Reel sektörün yaşanan krizden ağır hasar aldığı 2009 yılının sanayi verilerinden açıkça görülmektedir (Alptekin, 2009: 7). Krizin reel ekonomiye etkisi, krizin istihdam üzerindeki etkileri ve krizin ücretlere ve gelir dağılımına etkisi adlı iki alt başlık altında incelenmiştir

Tablo 9. Küresel Krizin Reel Sektör Üzerindeki Etkisi

	2007				2008				2009			
	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4
Toplam Sanayi	63.6	69.4	69.5	71.2	68.59	72.3	68.7	62.5	53.2	61.3	63.0	67.7
İmalat Sanayi	62.8	69.1	67.7	70.7	67.3	71.8	66.4	60.9	50.4	59.6	60.0	66.1
İmalat sanayi Kapasite Kullanım Oranı	80.0	82.9	82.9	82.0	79.1	81.0	81.0	72.8	61.8	64.7	70.2	69.7

Kaynak: TCMB (Veriler EVDS`den alınmış, tablo yazar tarafından oluşturulmuştur).

Not: 2007-2009 dönemini kapsayan veriler 2015 yılı baz alınarak oluşturulmuştur

3.2.2.1 Krizin İstihdam Üzerindeki Etkileri

İstihdamda yaşanan gerileme küresel krizin dikkat edilmesi gereken en önemli yönlerinden biridir. Üretimdeki azalmayla beraber kapasite kullanım oranlarındaki yaşanan düşüşler istihdamın da gerilemesine yol açmıştır. Ancak, istihdam oranlarındaki gerileme üretimdeki düşüşü gösteren oranların gerisinde kalmıştır. Zaman içerisinde üretimdeki düşüşe paralel olarak istihdam da düşmeye devam etmiştir. Öte

yandan, istihdamdaki düşüş üretimdeki düşüş kadar hızlı olmadığı gibi, üretimdeki artış kadar da hızlı artmamıştır (Uzay, 2012: 133-134).

Diğer taraftan, işsizliği azaltacak istihdam yaratma sorunu küresel krizin çok daha öncesinde Türkiye ekonomisinin önemli sorunlardan biri olmuştur. Her ne kadar kriz öncesinde ekonomik büyüme sağlanmış olsa da, bu büyüme işsizlik oranlarına olumlu yönde yansımamıştır. Sağlanan büyüme ise işsiz büyüme olarak tanımlanmıştır. Bu durum Türkiye işgücü piyasalarının ciddi yapısal sorunları olduğunu açıkça göstermektedir. Küresel krizle beraber bu sorunlar daha da önemli bir hal almaya başlamıştır (Bağdadioğlu, 2009: 108-109).

Türkiye`de işsizlik oranının ortalaması 2002-2009 döneminde % 9 ile % 11 arasında değişmiştir. Aylık bazda değerlendirilecek olursa, işsizlik oranları Mayıs 2008`de % 8,9`a düşmüş, Şubat 2009`da ise % 16,1`i görerek en yüksek seviyeye ulaşmıştır. Bu altı seneyi kapsayan dönemde aylık bazdaki işsizlik oranı Kasım 2008`e kadar % 12 bandını aşmamıştır. Kasım ayında % 12,3`ü gören bu orandaki yükseliş daha sonra da artarak devam etmiş ve Aralık`ta % 13,6, 2009`un Ocak ve Şubat aylarında sırasıyla % 15,5 ve % 16,1 olmuştur (Yavuz, 2010: 18-19). Küresel krizin işgücü piyasalarını etkilemesiyle beraber işsizlik oranları yıllık bazda ilk kez % 11 bandını aşarak, 2009 yılında % 13,1 seviyesine ulaşmıştır (Altaşlı ve Işık, 2017: 579).

2008`de 23,8 milyon kişi olan iş gücüne 2009 yılında % 4`lük bir ek katılım olmuş ve iş gücü 24,7 milyon kişiye ulaşmıştır. Ancak, iş gücüne katılım oranına müteakiben istihdam sadece % 0,4 artmış ve istihdam edilen iş gücü 21,3 milyon kişi düzeyinde kalmıştır. 2008 yılında ihracata dayalı sanayi sektörlerindeki küçülmenin yanısıra iş gücüne yüksek katılım oranı da tarım dışı istihdam üzerinde bozucu etki yaratmıştır. Şöyle ki, 2008`de % 13,6 olan tarım dışı işsizlik oranı 2009`da %17,4`e yükselmiştir. Emek pazarındaki olumsuz tablo ancak 2009 yılının üçüncü çeyreğinden sonra, tarım dışı istihdam verilerinin iyileşmesiyle düzelmeye başlamıştır. Bu tarihten itibaren işsizlik oranı da düşüş sergilemeye başlamıştır (TCMB, 2010a: 36).

Kriz döneminde Türkiye`de istihdam edilen kişiler sektörel bazda değerlendirildiğinde, istihdam edilen kişilerin % 26,9`luk bölümünün tarım, % 46,7`lik bölümünün hizmet, % 18,9`luk bölümünün sanayi ve % 7,5`lik bölümünün ise inşaat

sektöründe çalıştığı görülmüştür. Ayrıca, kriz sürecinde işini kaybeden ve iş bulma umudu kalmayan kişilerin sayısı bir önceki seneye göre önemli ölçüde artmıştır. Şöyle ki, 2007`de ortalama 612 bin kişi olan bu sayı Şubat 2009`da 930 bine çıkararak, 2009 yılı ortalamasının 757 bin kişi olmasına neden olmuştur (Altaşlı ve Işık, 2017: 580).

3.2.2.2 Krizin Ücretlere ve Gelir Dağılımına Etkisi

Ekonomik koşulların normal olduğu dönemlerde % 10 olan işsizlik oranının 2008 krizinin sonrasında % 14`ü aşması toplumun azımsanmayacak bir bölümünün kazanç elde etmemesi, dolayısıyla da gelir dağılımının olumsuz etkilenmesi anlamına gelmektedir. Ayrıca, işsizlikteki yüksek artışın reel ücretleri baskılayacağı da öngörülmüştür. Öte yandan, yaşanan kriz farklı gelir gruplarından insanları farklı düzeyde etkilemiştir. İç ve dış talepteki daralma, satışlardaki düşüş gibi, nedenler işverenlerle beraber çalışanların da gelir düzeyini sarsmıştır (Ovyat, 2009).

Türkiye`deki gelir dağılımındaki değişiklikleri gösteren yüzde paylar analizine göre, 2008 yılında hanehalkının birinci % 20`lik dilimi toplam kullanılabilir gelirden % 6,4, sonuncu % 20`lik dilimi ise % 45,3 pay almıştır. Ancak, krizin en çok hissedildiği 2009 yılında gelir dağılımı adeletinde bir önceki seneye göre bir miktar bozulma yaşanmıştır. 2009 yılında birinci % 20`lik dilim toplam kullanılabilir gelirden % 6,2 pay alırken, sonuncu % 20`lik dilim % 46`lık bir pay almıştır. Bu verilere istinaden, 2008 yılında başlayan finansal krizin 2009 yılında Türkiye`deki gelir dağılımını olumsuz etkilediği söylenebilir (Karaçor, Konya ve Küçükücü, 2017: 243-244).

Tablo 10 Küresel Kriz Sonrasında Yıllık Kullanılabilir Hanehalkı Gelirlerinin Dağılımı

% 20`lik dilimler	2007	2008	2009
Birinci %20	6.4	6.4	6.2
İkinci % 20	10.9	10.9	10.7
Üçüncü % 20	15.4	15.4	15.3
Dördüncü % 20	21.8	22.0	21.9
Beşinci % 20	45.5	45.3	46.0

Kaynak: Karaçor, Konya ve Küçükücü, 2017: 243

3.3 Küresel Kriz Sonrası Uygulanan Mali Politikalara Genel Bakış

2008 yılında yaşanan küresel finansal kriz sonrasında ekonominin ve talebin canlandırılması için tüm diğer ülkelerde olduğu gibi, Türkiye`de de ilk başlarda parasal politikalara önem verilmiş, ancak istenilen sonuçlar elde edilemeyince mali politikalar ağırlık kazanmaya başlamıştır. Yüksek işsizlik oranı ve kapasite kullanım oranındaki endişe verici düşüş maliye politikalarına ağırlık verilmesinin en önemli temel sebepleri olmuştur. Hükümet krize cevap olarak bazı sektörleri içine alan KDV ve ÖTV indirimleri gerçekleştirmiştir. Bunun yanı sıra, Türkiye`yi dört farklı bölge olarak ele alan ve her bölge ve o bölge içinde faaliyet gösteren sektörleri kapsayan teşvik paketi açıklanmıştır. Söz konusu teşvik paketi kamuoyu nezdinde istihdam paketi olarak da bilinmiştir (Karakurt, 2010: 186).

Daha anlaşılır ifade etmek gerekirse, ÖTV ve KDV vergilerinin geçici bir süre için indirilmesi iç talebin canlandırılmasını, dolayısıyla da firma stoklarının eritilmesini amaçlamıştır. Diğer taraftan, uygulanan mali tedbirlerin yeni teşviklerle birleştirilerek, yatırım ortamının cazibesinin artırılması ve firmalara prim desteğinin sağlanmasıyla da işçi çıkarmalarının minimuma indirilmesi hedeflenmiştir. Ayrıca, bu dönemde KOBİ`lere ve ihracatçı şirket ve firmalara kredi ve garanti desteği verilmiş, rekabet gücünü arttırmaya yönelik AR-GE destekleri verilmiştir (Karaca, 2014: 273-274).

KDV indirimleri Ocak 2008`den itibaren uygulanmaya başlanmıştır. Bu bağlamda, 1 Ocak tarihinden itibaren gıda, tekstil, turizm ve sosyal hizmetler gibi alanlarda faaliyet sürdüren özel sektör katılımcıları için KDV oranları % 18`den % 8`e indirilmiştir. 15 Mart 2009 tarihinden itibaren ise inşaat sektöründeki yeni konut satışlarından alınan % 18 KDV oranı % 8`e indirilmiştir. İnşaat sektörüne yönelik bu indirimler 3 ay geçerliliğini korumuştur. Ayrıca, beyaz eşyadan, otomotivden ve elektronik eşyalardan alınan ÖTV vergi oranları da üç ay süreliğine indirilmiştir. Başta KOBİ`lerin kullandığı cihaz ve makineler olmakla, bilgisayar, mobilya imalatı, büro makinaları ve bilişim cihazları üzerinden uygulanan KDV oranları 31 Mart - 30 Haziran 2009 tarihlerini kapsayacak şekilde üç aylığına % 18`den % 8`e indirilmiştir. Hazirandan itibaren mobilya imalatı ve bilgisayardaki % 8 KDV oranı üç ay daha sabit tutulmuş, beyaz eşyada ise % 0 olan ÖTV oranı üç ay süre için % 2`ye çıkartılmıştır (Kaya ve Kaygısız, 2015: 184).

Ayrıca, gerçekleştirilen vergi indirimlerinin yanı sıra Eximbanka sınırlı ihracat kredisi sağlanmıştır. KOBİ teşvik paketleri, vergi indirim paketleri, krediler özel tüketim harcamalarını olumlu yönde etkilemiş, ancak özel yatırım harcamalarındaki düşüş önlenememiştir. Öte yandan yapılan tüm bu mali önlemler 2008 yılı kamu harcamalarını büyük ölçüde arttırmış, vergi gelirlerini ise azaltmıştır. Vergi gelirlerindeki düşüş ise kamu açıklarını arttırmıştır. 2008 yılı için Türkiye'nin kamu borcunun GSYİH'ya oranı % 40 olarak kayıtlara geçmiştir (Fırat, 2013: 309-310).

Küresel kriz sonucunda talepte yaşanan daralma ve bu daralmanın reel sektör üzerindeki olumsuz etkilerinin giderilmesi için mali politikalar çerçevesinde uygulanan vergi indirimleri ve diğer kamusal harcamalar her ne kadar olumlu sonuçlar ortaya koymuş olsa da, hükümetin mali duruşu bu tedbirlerden olumsuz etkilenmiş ve bütçe açığı artmıştır. 2008-2010 döneminde alınan gelir arttırıcı tedbirlerin maliyetinin 5,9 milyar TL, harcama tedbirlerinin maliyetinin ise 46,2 milyar TL olduğu düşünülmektedir. Bütçeye doğrudan etkisi olmayan tedbirler ile birlikte bu miktar 64,9 milyar TL'ye ulaşmaktadır (Karaca, 2014: 276).

3.4 Finansal Kriz Sonrasında Alınan Para Politikaları Önlemleri

2007'den itibaren Türkiye ekonomisi arz şoklarına maruz kalmaya başlamıştır. Bu dönemde enerji ve gıda fiyatları yükselişe geçmiş ve enflasyon artmaya başlamıştır. Ancak, bu şokların geçici olduğu varsayılmış ve orta vadede göstergelerde hiç bir karşılığının olmayacağı vurgulanmıştır. Bununla beraber, öngörüler tutturulamamış ve zamanla şoklar kalıcı hal almaya başlamıştır. Enerji ve gıda fiyatlarındaki artışlar diğer ekonomik fiyatlara da bulaşmaya başlamıştır. Diğer taraftan, 2007 yılının ortasından başlayarak küresel piyasalar istikrarsızlaşmaya başlamıştır. Tüm bu gelişmeler sonucunda Türk Lirası'nda değer kaybı gözlenmiştir. Enflasyon hedeflerini üst üste iki yıl tutturamayan TCMB krizin yaşandığı 2008 yılında da hedeflerin tutturulamayacağını anlamış ve orta vadede hedeflerin güncellenmesi için hükümete açık mektupla müracat etmiştir. Hükümet tarafından karşılık bulan mektup sonucunda, 2009-2011 enflasyon hedefleri sırasıyla %7,5, % 6,5 ve % 5,5 olarak yeniden belirlenmiştir (TCMB, 2008a: 5).

2008'in Mayıs-Temmuz döneminde TCMB arz yönlü şokların fiyatlama davranışlarına yansımalarını durdurmak ve enflasyona yönelik beklentilerdeki bozulmayı

önlemek için 150 baz puanlık faiz arttırımı kararı almıştır. Alınan bu kararlar kısa vadeli faiz oranı % 16,75'e yükselerek beklentileri olumlu yönde etkilemeyi başarmıştır. Ayrıca, 2008'in son çeyreğinden itibaren toplam talep büyük ölçüde daralmış, gıda ve petrol fiyatlarında önemli düşüşler yaşanmıştır (TCMB, 2008b: 4-5).

Ayrıca, 2008'in son aylarına kadar para politikasında temkinli ve sıkı bir tavır sergileyen TCMB küresel krizin derinleşmesini, toplam talepteki daralmanın daha da belirginleşmesini, emtia fiyatlarının keskin ucuzlamasını ve bu gelişmelerin enflasyonu aşağı yönde baskılayacağını dikkate alarak kısa vadeli faiz oranında değişiklik yapmıştır. Şöyle ki, para politikasında hareket alanı kazanan TCMB Ağustos-Ekim dönemi boyunca sabit tuttuğu politika faizini Kasım ayında 50 baz puan, Aralık ayında ise 125 baz puan olmakla toplamda 175 baz puan indirmiştir. Gerçekleştirilen faiz indirimleri sonucunda 2008 yıl sonu politika faizi % 15 olmuştur (TCMB, 2009b: 46).

Küresel krizle birlikte uluslararası kredi piyasalarında yaşanan güven bunalımı likidite akışını da olumsuz yönde etkileyerek, döviz talebi arttırmıştır. TCMB'nin de içinde bulunduğu bir çok merkez bankası finansal piyasaların işleyişini iyileştirecek ve piyasaların ihtiyaç duyduğu likidite ihtiyacını giderecek politika önlemleri almaya başlamıştır. Bu önlemler doğrultusunda, TCMB kendi nezdinde bulunan Döviz Depo Piyasasında yeniden aracılık faaliyetleri yürütmeye başlamıştır. Ayrıca, piyasaların etkin bir şekilde faaliyetinin sürdürülmesi için gerekli olan her türlü tedbirin alınacağı da vurgulanmıştır (TCMB, 2008b: 6).

2008 yılında alınan politika tedbirlerine karşın küresel krizin etkileri 2009 yılı içerisinde de ekonomik ve finansal istikrar için tehdit oluşturmaya devam etmiştir. Bu bağlamda, TCMB krizin ekonomide yaratacağı tahribatın boyutunu azaltmak için Kasım ayında başlattığı faiz indirim politikasına 2009 yılı içerisinde de devam etmiştir. 2009 yıl sonu enflasyon oranının hedeflenen oranın altında kalması olasılığının yüksek olduğunu gören TCMB önden yüklemeli strateji benimseyerek Aralık 2008- Nisan 2009 döneminde politika faizlerini 650 baz puan daha indirmiştir (TCMB, 2009c: 2-3). Her ne kadar 2009'un ikinci yarısından sonra ekonomik aktivitede ve istihdamda toparlanma emareleri gözlenmiş olsa da istenilen ekonomik şartların oluşmasının zaman alacağı düşünülmüştür. Ayrıca, talepteki canlanmaya yönelik belirsizliklerin de devam ettiğini düşünen TCMB faiz indirim politikasını sürdürmüştür. 2009 yılı içerisinde TCMB

toplam 850 baz puanlık faiz indirimi gerçekleştirmiştir (TCMB, 2010a: 41). Diğer gelişmekte olan ülkelerin merkez bankalarıyla kıyaslandığında TCMB küresel kriz sürecinde en fazla faiz indirimi gerçekleştiren merkez bankası olarak bilinmektedir (TCMB, 2009a: 3).

TCMB tarafından alınan faiz indirim kararlarının enflasyon verilerinde olumlu karşılık bulması para politikası kararlarının güvenilirliğini arttırmıştır. Kriz sürecinde Türk Lirasında yaşanan değer kaybının enflasyonist etkilerinin sınırlı kalması ve enflasyonun bu dönemde gerilemesi alınan kararların mümkün ve yerinde olduğunu göstermektedir. Ancak, kısa vadeli faizlerde gerçekleştirilen indirimlere rağmen finansal koşullardaki katılık devam etmiştir. Politika faizlerindeki indirimin etkileri tüketici kredi faizleriyle kıyaslandığında bu etki ticari kredi faizlerinde sınırlı kalmıştır. Bununla beraber tüketici kredi faizleriyle politika faizleri arasındaki fark yüksek seyretmiştir. Bu bilgiler, alınan politika tedbirlerinin üretim sürecine, dolayısıyla da reel sektöre destekleyici etkilerinin sınırlı kaldığını göstermektedir (Yılmaz, 2009: 16-18).

TCMB 2009 yılında da fiyat istikrarını gözeterek, finansal istikrar korumayı amaçlayan politika araçlarını etkin kullanmıştır. Likidite ihtiyacını gidermeye yönelik uygulanan döviz kuru politikası 2009'da da sürdürülmüştür. Sürdürülen döviz kuru politikasıyla finans sistemini güçlendirerek, reel sektörün desteklemesi ve toplam talepteki daralmanın gevşetilmesi amaçlanmıştır. Bu kapsamda, TCMB Haziran 2009'da esas fonlama aracı olarak üç aya kadar vadeli repo işlemlerini bir hafta vadeli repo işlemleriyle birlikte kullanmaya başlamıştır. Ekim 2009'dan itibaren zorunlu karşılıkların % 6'dan % 5'e indirilmesi uygulanan politikanın diğer bir önemli aracı olmuştur (Serel ve Bayır, 2013: 63-64).

Ayrıca, uluslararası ekonomiye ilişkin beklentilerin iyimser tablo çizmesi, risk iştahının yeniden artması gibi, bir takım faktörler gelişen piyasalara sermaye akışını arttırmıştır. Oluşan koşulları değerlendiren TCMB döviz rezervlerini arttırmak için Ağustos 2009'dan itibaren döviz alım ihalelerine başlamıştır. Tüm bu düzenlemelerin yanı sıra, TCMB kredi piyasalarının daha da etkinleştirilmesi ve yabancı para likiditesinin akışkanlığının daha da artırılması için 20 Şubat 2009'dan itibaren Döviz Depo Piyasa'sından alınan depoların vadesini 1 aydan 3 aya çıkarmıştır. Taraflı

işlemlerde ise borçlanma faizini dolar cinsinden borçlarda % 7`den % 5,5`e, euro için borçlarda ise % 9`dan % 6,5`e indirmiştir (TCMB, 2009c: 15-18).

TCMB`nin de içinde bulunduğu gelişmekte olan ülkelerin merkez bankaları artan yabancı sermaye akışına karşı daraltıcı politika tedbirleri uygulamaya başlamıştır. Ekonomide 2009`un sonlarına doğru oluşan pozitif konjoktür, siyasi istikrar, kredi derecelendirme kuruluşlarının olumlu notları ve hükümetin mali disiplin hususunda sorumlu tutum sergilemesi gibi, birçok unsur Türkiye`ye yönelik yabancı sermaye akışını önemli ölçüde arttırmıştır. Nisan 2010 itibariyle yabancı yatırımcıların Türkiye`ye olan ilgisi daha da artmıştır. Yabancı sermaye artışı 2009`dan itibaren artış gösteren kredi hacmini daha da arttırmış ve finansal istikrar için tehdit oluşturmaya başlamıştır. Makroekonomik göstergelerin olumlu görünümü, finansal istikrarın artan önemi gibi, nedenler TCMB`yi krize karşı uygulanan para politikalarından çıkış stratejisi izlemeye yöneltmiştir. Bu amaçla, TCMB 14 Nisan 2010 tarihinde krizden çıkış stratejisini açıklamış ve bu strateji kapsamında para politikası çerçevesinin kademeli olarak normalleştirileceğini belirtmiştir (Serel ve Bayır, 2013: 65-66).

3.4.1 Yeni Para Politikası Amacı Olarak Finansal İstikrar

Küresel finansal krizden önce ekonomide finansal istikrarın sağlanması için fiyat istikrarının sağlanmasının gerekliliğine dair genel bir görüş hakim olmuştur. Ancak, krizle birlikte söz konusu geleneksel yaklaşım önemini kaybetmiştir. Şöyle ki, krizin ortaya çıktığı gelişmiş piyasalarda fiyat istikrarına dair her hangi ciddi bir bozulma tespit edilmemiş, fakat buna karşın finansal istikrarsızlık hadsafhaya ulaşarak finansal bir krize neden olmuştur. Yaşanan 2008 krizi finansal istikrarın da fiyat istikrarı kadar önemli bir olgu olduğunu ortaya koymuştur (Darıcı, 2012: 174).

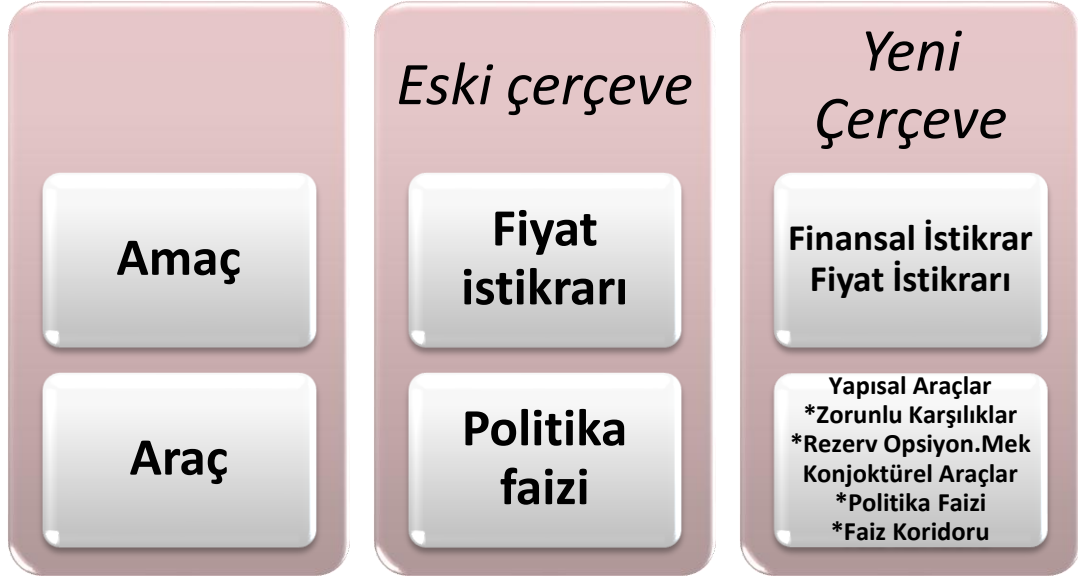
Küresel kriz sonrasında önemi artan ve yeni bir para politikası amacı olarak belirlenen finansal istikrar olgusunun ne anlam ifade ettiğini anlamak önem arz etmektedir. Ayrıca, enflasyon hedeflemesi çerçevesinde gözetilen fiyat istikrarının tanımında fikir birliği sağlanmasına karşın finansal istikrar kavramının tanımında böyle bir ortak uzlaşma sağlanamamıştır (Atılğan, 2016: 251). Özatay (2012b: 52) göre, makro finansal istikrar, finansal kurumlar ve bu kurumların aracılık hizmetlerini kullanan piyasa katılımcılarının risk alma iştahının ekonomideki dalgalanmalara bağlı olarak

hareket etme eğiliminin azaldığı ve şiddetli finansal dalgalanmaların yaşanmadığı ekonomik ortam olarak tanımlanmaktadır.

Crockett (1997: 6) finansal istikrarı, finansal sistem içerisindeki kilit kurumların sözleşmelerden doğan yükümlülüklerini aksatmadan ve dışarıdan destek almadan yerine getirebilmelerine duyulan güven ve temel güçleri yansıtan piyasa katılımcılarının kilit piyasalarda kısa dönemler içerisinde değişmeyen fiyatlarla güven içerisinde faaliyetlerini sürdürmesi olarak tanımlamaktadır. Schinasi (2004: 8) ise finansal istikrarı, finansal sistemin içsel olarak veya beklenmedik önemli gelişmelerin bir sonucu olarak ortaya çıkan finansal dengesizlikleri ortadan kaldırma ve ekonominin genel performansını iyileştirme becerisi olarak tanımlamaktadır.

TCMB 14 Nisan 2010 tarihinde açıkladığı krizden çıkış stratejisinde makro finansal riskleri de dikkate alan yeni bir para politikası çerçevesi çizmiş ve uygulamaya sokmuştur. 2006 yılından itibaren uygulanan açık enflasyon hedeflemesi rejiminin tekrar gözden geçirilerek, finansal istikrarın ikinci bir politika amacı olarak fiyat istikrarıyla beraber gözetilmesi yeni para politika çerçevesinin en dikkat çekici taraflarından biri olmuştur. Uygulanacak olan bu politika çerçevesi 2009'un sonlarından başlayarak artan sermaye akımlarının neden olduğu kredi genişlemesinin ve genişlemeye bağlı olarak bozulan cari dengenin yarattığı ekonomik kırılganlıkların ortadan kaldırılmasını amaçlamaktadır. Aksi takdirde, yaşanacak sermaye akımları kredi genişlemesini arttırarak, banka bilançolarında vade ve kur uyumsuzluklarına neden olacak, döviz kuru değerlenecek ve cari açık hızla artacaktır (Kara, 2012: 5). Aşağıda şekil 8`de TCMB`nin para politikası çerçevesinin değişimi yer almaktadır.

Şekil 8. TCMB'nin Para Politikası Çerçevesinin Değişimi



Kaynak: TCMB, 2013: 2

TCMB makro finansal dengesizliklerin ortaya çıkmasını önlemek için kısa vadeli sermaye girişlerinin sınırlandırılmasını ve kredi genişlemesinin yavaşlatılmasını ara hedef olarak kabul etmiştir. Nitekim, bu iki ara hedefin sağlanabilmesi için fiyat istikrarından ödün verilmeden finansal istikrarın da sağlanması gerekmektedir. Hem fiyat istikrarını gözetmek hem de her iki ara hedefi sağlayarak finansal istikrara ulaşmak tek başına politika faizi aracıyla mümkün görülmemektedir. Çünkü, politika faizlerinin uzun süre düşük tutulması halinde iç talep hızla büyüyerek fiyat istikrarını tehdit edecektir. Faiz oranlarının yüksek tutulduğu diğer bir senaryoda ise, kredi büyümesindeki yavaşlama fiyat istikrarını sağlayacak, fakat bu sefer de yabancı sermaye girişlerindeki artış döviz kurunun değerlenmesine ve dolayısıyla da dış ticaret dengesi bozulmasına neden olacaktır. Her iki durum birden fazla para politika aracının kullanımını zorunlu kılmaktadır. Bu doğrultuda, TCMB 18 Mayıs 2010 tarihinden itibaren bir haftalık repo ihale faiz oranını % 7 olarak açıklayarak politika faizi olarak kullanmıştır. Bunun yanı sıra 2010 yılının sonlarından itibaren zorunlu karşılıklar, faiz koridoru gibi, çeşitli geleneksel olmayan makro ihtiyati politika araçlarının kullanımına geçilmiştir (Başçı ve Kara, 2011: 4; TCMB, 2011d: 43).

Ayrıca, krizden çıkış stratejisi için tasarlanan politika bileşiminin ilk ayağında kısa vadeli sermaye hareketlerinin engellenmesi ve normal olmayan döviz kuru

oynaklığının sınırlandırılması amaçlanmıştır. Bu amaç uluslararası piyasalardaki gelişmelere bağlı olarak küresel risk iştahında yaşanabilecek olası bir değişimin neden olacağı ani duruş (sudden-stop) riskinin etkilerinin sınırlandırılmasını sağlayacaktır. Politikanın ikinci ayağında ise kredi genişlemesinin sınırlandırılması hedeflenmiştir. Bu hedef doğrultusunda kredi arzı ve Türk Lirası likiditesi kontrol edilecektir. Makro finansal istikrarın temin edilmesini sağlayacak politika araçlarının kullanımı politika bileşiminin her iki ayağı dikkate alınarak uygulanacaktır (Başçı ve Kara, 2011: 5-6).

Klasik enflasyon hedeflemesinden farklı olarak finansal istikrarı gözeten yeni tip enflasyon hedeflemesi rejiminde dikkat edilmesi gereken önemli bir zorunluluk da ortaya çıkmıştır. Uygulanacak olan makro ihtiyati politika aracıyla politika faizi aracı bir birinin etki mekanizmasını engellemeden uyum içerisinde hareket etmelidir. Aksi takdirde makro ihtiyati araçlar politika faizi aracının ekonomiyi hedeflenen yönde etkilemesini engelleyecek olursa, tasarlanan politika çerçevesinden arzu edilen neticenin alınması mümkün görünmemektedir (Özatay, 2012a: 9-10). Şunu da ifade etmek gerekmektedir ki, finansal istikrar dinamik ve bir çok faktörden etkilenen bir yapıya sahiptir. Bu nedenle de, merkez bankalarından finansal istikrarı bozacak risklerin tamamen sıfırlanmasını beklemek gerekmemektedir (Darıcı, 2012: 174).

3.4.2 Türkiye`de Uygulanan Geleneksel Olmayan Para Politikası Araçları

Aynı anda hem finansal istikrarı hem de fiyat istikrarını sağlamayı misyon edinen bir çok ülke merkez bankası gibi, Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası da çok çeşitli ve karmaşık politika araçlarına ihtiyaç duymuştur. Bu nedenle de, TCMB`nin de içinde bulunduğu bir çok para otoritesi içinde bulunduğu şartları ve kendi içsel dinamiklerini değerlendirerek kendine özgü geleneksel olmayan para politikası araçları dizayn etmeye başlamıştır. TCMB araç geliştirme çalışmalarına 2010 yılı sonlarında başlamıştır (Serel ve Bayır, 2013: 57). Bu süreçte tasarlanan faiz koridoru, zorunlu karşılıklar, rezerv opsiyon mekanizması en aktif kullanılan geleneksel olmayan politika araçları olarak bilinmektedir (Oskay, 2017: 3).

Çalışmanın izleyen bu bölümünde küresel kriz sonrasında TCMB tarafından kullanılan geleneksel olmayan politika araçlarına değinilmiştir. Normal ekonomik şartlar altında uygulanan politikalarla kıyaslandığında radikal diye nitelendirilebilecek bu politikalar ve kullanılan politika araçlarının küresel krizin olumsuz etkilerine karşı

etkin bir şekilde kullanıldığını söylemek yanlış olmayacaktır. Özellikle de, politika hedeflerine ulaşmak için TCMB'nin kullandığı politika araçları nitelik itibariyle bir çok ülkeye örnek teşkil etmiştir.

3.4.2.1 Faiz Koridoru

Faiz koridoru 2010 yılında açıklanan para politikası stratejisinin uygulama safhasında kullanılan en önemli para politikası araçlarından biri olmuştur. TCMB, gecelik vadede bankalara fon sağladığı gibi, fon fazlası olan bankalardan elindeki fazla fonu gecelik vadede borçlanabilmektedir. Bankaların TCMB'den borçlanabilecekleri marjinal faiz oranı ile TCMB'ye borç verebilecekleri faiz oranı arasındaki kısma faiz koridoru denilmektedir. Bununla beraber, bankaların likiditeye ihtiyaç duyduğu durumlarda TCMB bir hafta vadeli repolar vasıtasıyla da piyasaya likidite sağlamaktadır. Piyasaya fon sağlamakta kullanılan bir hafta vadeli repo faiz oranı TCMB'nin politika faizi olmaktadır. Faiz koridorunun alt ve üst sınırları ve bu koridor içerisinde dalgalanan politika faizi Para Politikası Kurulu tarafından gerçekleştirilen toplantılar sonrasında kamuoyuna duyurulmaktadır (Ersoy ve Işıl, 2016: 363).

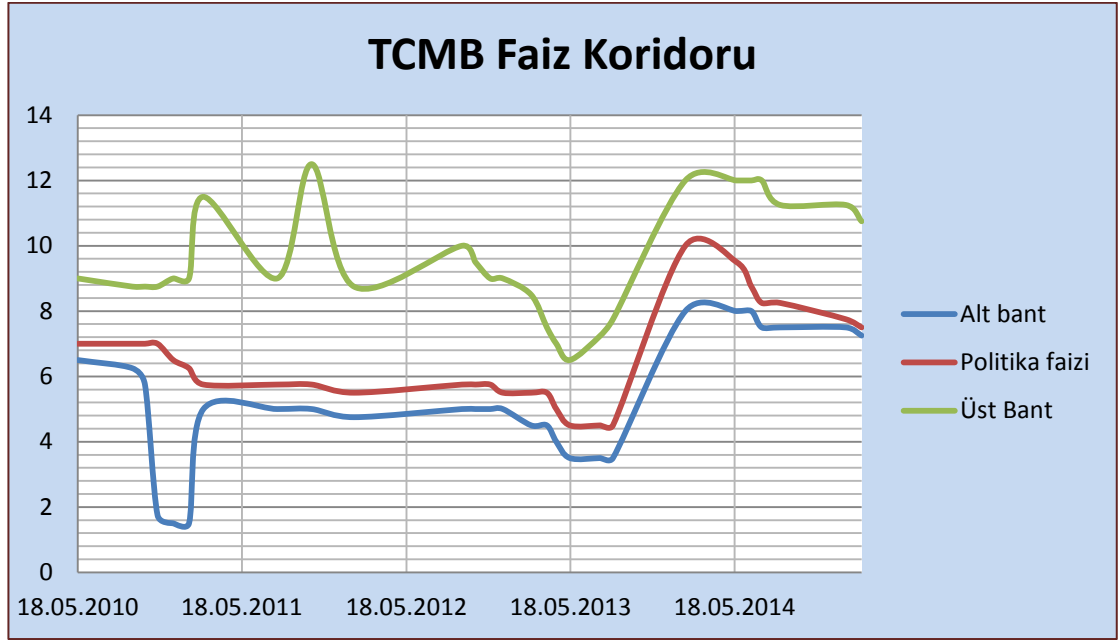
2010 yılından önce simetrik dar bir bant olarak tanımlanan faiz koridoru politika aracı olarak kullanılmaktan ziyade piyasa faiz oranlarının politika faiz oranından belirgin oranda sapmasının önlenmesinde kullanılmıştır. Başka bir ifadeyle simetrik faiz koridoru bu haliye pasif bir rol üstlenmektedir. Geleneksel simetrik koridor sisteminde kısa vadeli ortalama politika faizi ile piyasada oluşması istenen piyasa faizi arasında faiz farkı gözetilmemektedir. Ancak, asimetric koridor sisteminde ise likidite işlemlerinin etkisiyle her iki faiz arasında farklılık gözlenmektedir. Ayrıca, simetrik sistemde kısa vadeli ortalama politika faizinin düzeyi aylık frekanslarla ayarlanırken, asimetric sistemde bu frekans ayarlamaları günlük olarak yapılabilmektedir (Yücememiş, Alkan ve Dağdır, 2015: 463). Bu bakımdan, günlük ve haftalık faiz oran frekans ayarlamalarından oluşan faiz koridoru küresel ekonomideki gelişmelere anında tepki gösterebilme bakımından geleneksel aylık frekans ayarlamalarına göre çok daha esnek bir politika aracı olmaktadır (TCMB, 2014b: 4).

2010 yılı sonrasında TCMB enflasyonun hedeflenenden daha düşük olmasını fırsat bilerek, para politikasında Türkiye'ye giriş yapan kısa vadeli portföy yatırımlarının azaltılmasına odaklanmıştır. Bununla kredi büyümesinin yavaşlatılması,

cari dengenin sağlanması ve daha sağlıklı büyüme modelinin oluşturulması amaçlanmıştır. Bu amaç doğrultusunda, 2010 yılı sonundan Ağustos 2011 tarihine kadar faiz koridorunun alt sınırı aşağıya doğru genişletilmiştir. Alınan bu tedbir sonucunda, piyasada oluşan gecelik faiz oranları aşağı yönde baskılanmıştır. Gecelik piyasa faizlerindeki bu baskılanmanın kredi büyümesine ivme kazandırmasını önlemek için zorunlu karşılık politika aracından yararlanılmıştır (Kara, 2012: 16). Bu politika aracına bir sonraki alt başlıkta değinilmiştir.

Ağustos 2011 sonrasında bir dizi Avrupa ekonomisinde kamu borç sorunundan kaynaklanan borç krizi ortaya çıkmış, küresel büyümeye ilişkin kaygılar artmış ve küresel ekonomide yeni bir duraksama riski yükselmiştir. TCMB küresel piyasalardaki mevcut gelişmelerden iç ve dış talebin olumsuz etkileneceğini ve ekonomik faaliyetlerdeki yavaşlamanın bir müddet daha devam edeceğini öngörerek Ağustos 2011`de politika faizini 50 baz puan azaltmıştır. Buna ek olarak, küresel risk iştahının daha da azalmasından çekinen parasal otorite gecelik borçlanma faizini yükselterek, faiz koridorunu daraltmıştır. Ancak, Ağustos-Ekim döneminde küresel risk iştahındaki bozulmaya bağlı olarak Türk lirasının önemli değer kaybı yaşamasının ve işlenmiş gıda fiyatlarındaki artışların enflasyonun kısa vadede öngörülenden daha hızlı yükseleceği kaygısını arttırmıştır. Orta vadeli enflasyon beklentilerinin bu gelişmelerden olumsuz etkilenmesinin önlenmesi için, TCMB Ekim 2011`de borç verme faiz oranını 350 baz puan yükselterek faiz koridorunu yukarı yönde genişletmiştir (bakınız şekil 9) (TCMB, 2012a: 48).

Şekil 9. TCMB'nin Faiz Koridoru Uygulaması



Kaynak: TCMB

TCMB enflasyonun ikincil etkilerini engellemek amacıyla Ekim 2011 sonrasında uyguladığı parasal sıkılaştırma tedbirlerine 2012 yılının farklı dönemlerinde de devam etmiştir. Eylül 2012'den itibaren uluslararası finansal sisteme yönelik risk beklentilerindeki düşüşü dikkate alan PPK kredi piyasalarını desteklemek için gecelik borç verme faizini Eylül'de % 10'a, Ekim'de % 9,5'e, Kasım'da % 9'a düşürmüştür. Buna ek olarak, finansal istikrarın güçlendirilmesi amacıyla Aralık 2012'de politika faizini 25 baz puan azaltarak % 5,50 seviyesine çekmiştir (TCMB, 2013a: 38).

2013 yılının başlarında sermaye girişlerinin artmasıyla kredilerde beklenenden daha fazla artış yaşanmaya başlanmıştır. Bu durumdan doğabilecek finansal dengesizlik riskinin önlenmesi amacıyla makro ihtiyati önlemlere devam edilmiş ve politika faizi düşük tutulmuştur. Bu doğrultuda Ocak 2013'te politika faizi % 5,5'te sabit tutulmuş, borçlanma ve borç verme faizleri ise 25 baz puan azaltılarak % 4,75'e ve % 8,75'e seviyelerine çekilmiştir. Ancak, küresel ekonomideki belirsizlik ortamı devam etmiş, alınan önlemlere rağmen kredilerde dikkate değer ivmelenme gözlenmiş ve finansal riskler varlığını sürdürmüştür. Bu nedenle PPK politika faizini Şubat 2013'te % 5,5'te sabit tutmuş, borçlanma faizini % 4,5'e, borç verme faizini ise % 8,5'e çekmiştir. Devam eden süreçte de tedbirli politika duruşu devam ettirilmiş ve finansal istikrara

ilişkin risklerin dengelenmesi için faiz oranlarının düşük tutulması kararı alınmıştır. Bu doğrultuda politika faizi Nisan 2013'te % 5'e, Mayıs'da ise % 4,5'e, gecelik borçlanma faizi Nisan'da % 4'e, Mayıs'da ise % 3,5'e, borç verme faizi ise Mart'da % 7,5'e Nisan'da 6,5'e çekilmiştir (TCMB, 2013a: 30; TCMB, 2013c; TCMB, 2013d; TCMB, 2013e).

2013 yılı içerisinde de fiyat istikrarının ve finansal istikrarının gözetilmesine devam edilmiştir. Enflasyonun % 5 hedefine uyumlu olarak gerçekleşmesi amaçlanmıştır. Ancak, Mayıs 2013'ten başlayarak sermaye hareketlerinde yavaşlama gözlenmiş, Türkiye'den sermaye çıkışı yaşanmış, döviz kuru belirgin oranda ucuzlamış, enflasyon beklentileri bu durumdan olumsuz etkilenmiş, yüksek seyreden enflasyonun fiyatlama davranışlarını olumsuz etkileme olasılığı artmış, kredi artış oranları ise referans değerinin üzerinde seyretmiştir. Tüm bu nedenlerden ötürü, sıkılaştırıcı politika tedbirleri alınmış, politika ve borçlanma faizleri sabit tutulmuş, borç verme faizi ise Temmuz'da % 7,25'e, Ağustos'ta ise % 7,75'e çıkarılmıştır. Ağustos'tan yıl sonuna kadar her üç faiz oranında başka bir değişikliğe gidilmemiştir (Yücememiş, Alkan ve Dağdır, 2015: 464; TCMB, 2013a: 30-31; TCMB, 2013f).

İç ve dış piyaslardaki risk beklentilerini arttıran ekonomik gelişmelerin bir sonucu olarak, Ocak 2014'de risk primleri yükselmiş ve Türk Lira'sı değer kaybına uğramıştır. PPK yaşanan gelişmelerin enflasyon beklentilerine yansımaları önlemek için şiddetli bir parasal sıkılaştırma politikası izlemiştir. Politika faizi olan bir hafta vadeli repo faiz oranı Ocak 2014'te % 4,5'ten % 10'a, gecelik borç verme oranı % 7,75'ten % 12'ye, borçlanma faiz oranı ise % 3,5'ten % 8'e yükseltilmiştir. Mayıs ayında belirsizliklerde azalma yaşanmış, piyasa faizleri görece düşmüştür. Bu kapsamda, politika faizi olan bir haftalık repo faizinde 50 baz puanlık ölçülü bir indirim gerçekleştirilmiştir. 2014 yılının ikinci yarısından başlayarak risk primlerinde düzelme görülmüş, uluslararası piyasalardaki likidite şartlarında toparlanma yaşanmış, enflasyonun seyri düzelmiş, döviz kurunun enflasyona yönelik baskısı zayıflamıştır. Bu gelişmeleri dikkate alan PPK faiz oranlarında ölçülü indirim kararları almıştır. Bu çerçevede politika faizi Haziran'da % 9,5'ten % 8,75'e, Temmuz'da ise % 8,25'e indirilmiştir. PPK koridoru daha simetrik hale getirmek için koridorun alt sınırı olan borçlanma faiz oranı ise Haziran'da % 8'den % 7,5'e, koridorun üst sınırı olan borç verme faizini ise Ağustos'ta % 12'den % 11,25'e çekmiştir. Eylül 2014 itibariyle jeopolitik riskleri dikkate alan PPK

sıkı para politikası duruşunu sürdürmüştür (TCMB, 2014a: 28-29; TCMB, 2014c; TCMB, 2014d; TCMB, 2014c; TCMB, 2014f; TCMB, 2015a: 37).

Ocak 2015 tarihli PPK toplantısı sonrasında, makro ihtiyati tedbirlerin ve sıkı parasal duruşun enflasyon ve enflasyon beklentilerini olumlu yönde etkilediği duyurulmuştur. Ayrıca, uygulanan makro ihtiyati politikalar ve sıkı para politikasının bir sonucu olarak kredi artış oranlarındaki büyüme kabul edilebilir seviyeye gerilemiştir. Enflasyon verilerindeki olumlu gelişmeleri değerlendiren PPK temkinli bir tavır sergileyerek Ocak 2015`te politika faizini % 8,25`ten % 7,75`e indirmiştir. Enflasyondaki düşüşün kalıcı olmasını amaçlayan PPK enerji ve gıda fiyatlarındaki dalgalanmayı dikkate alarak ölçülü politika yaklaşımından taviz vermemiştir. Bu doğrultuda, Şubat 2015`te borç verme faiz oranı % 11,25`ten % 10,75`e, politika faizi % 7,75`ten % 7,5`e, borçlanma faiz oranı % 7,5`ten % 7,25`e indirilmiştir (TCMB, 2016a: 37; TCMB, 2015b; TCMB, 2015c).

2016 yılının Mart-Eylül döneminde enflasyonist baskılarda yaşanan azalma, sıkı finansal şartlar, küresel finans piyasalarının olumlu görünümü, TCMB`nin faiz koridoru uygulamasında sadeleşmeye gitmesine ön ayak olmuştur. PPK 2016 yılının Mart ayından başlayarak aylık periyotlarla koridorun üst sınırı kademeli olarak indirmeye başlamıştır. Koridorun üst sınırı toplamda 250 baz puan aşağı doğru daraltılarak, % 10,75`ten % 8,25`e indirilmiştir. Koridorun alt sınırı olan gecelik borç alma faizi ve politika faizi sırasıyla % 7,25 ve % 7,5 seviyesinde sabit tutulmuştur. Ancak, küresel piyasalarda belirsizlikte görülen kısmi artışın ve döviz kuru hareketlerinde yaşanan dalgalanmaların enflasyonu yukarı yönde baskılama endişesi PPK`yı parasal sıkılaştırmaya itmiştir. Nitekim, Kasım`da politika faizi % 8`e, borç verme faizi ise % 8,5`a çıkarılmış, borçlanma faizinde ise hiç bir değişiklik yapılmamıştır. 2016 Eylül ayı itibariyle koridorun alt ve üst bandı arasında genişlik 100 baz puan, Aralık`ta ise 125 baz puan olmuştur (TCMB, 2017a: 17-20; TCMB, 2016b; TCMB, 2016d).

2016-2017 dönemindeki iktisadi aktivitelerden olumlu sonuçlar elde edilmiş, ekonomi kısmi toparlanma emareleri göstermiştir. İç talebin zayıf seyri ve buna bağlı olarak toplam talepte yaşanan düşüş enflasyonu aşağı yönde baskılamıştır. Ancak, Aralık ayındaki son PPK toplantısından sonra döviz kurlarında önemli hareketlilikler gözlenmiş ve bu hareketliliğe bağlı olarak enflasyonun yükselme olasılığı artmıştır.

Nitekim, Ocak 2017`de PPK parasal sıkılaşıma giderek enflasyondaki bozulmayı sınırlamaya çalışmıştır. PPK sıkılaşıma çerçevesinde koridorun üst sınırını % 8,5`ten % 9,25`e yükseltmiş, politika faizinde ve gecelik borçlanma faizinde değişiklik yapmamıştır (TCMB, 2017b; TCMB, 2017a: 17).

Önceki yıllarda olduğu gibi, 2018 yılında da TL`deki değer kaybı devam etmiştir. İç talep ve kredi arzı olumsuz etkilenmiştir. Enflasyon oranının % 20`ler dolayına yaklaşması ve fiyat istikrarına ilişkin oluşan riskler ciddi parasal sıkılaşıma politikalarını da beraberinde getirmiştir. Daha anlaşılır ifade etmek gerekirse, PPK Mayıs ayına kadar asimetrik faiz koridorunu sürdürmüş, koridor içerisinde dalgalanan politika faizi % 8`de, koridorun üst sınırı olan borçverme faizi % 9,25`te ve alt sınır ise % 7,25`te sabit tutulmuştur. Ancak, Nisan 2017`de % 12.25`e, Nisan 2018`de % 13,5`e, Haziran 2018`de % 17,75`e çıkarılan geç likidite penceresi çerçevesinde borç verme faiz oranı politika faizi olarak kabul edilmiştir. Fiyat istikrarındaki bozulmanın daha da şiddetlenmesiyle Eylül 2018`de PPK, mevcut sıkı parasal duruşu daha da sıkılaştırma kararı olarak bir hafta vadeli repo ihale faizini % 24`e yükseltmiştir. Politika faizi olan bir hafta vadeli repo faizi Haziran 2019`da gerçekleştirilen PPK toplantısı sonrasında da % 24 seviyesinde sabit tutulmuştur (TCMB, 2018a: 16-18; TCMB, 2018c; TCMB, 2018d; TCMB, 2019b).

Ayrıca, TCMB para politikasının öngörülebilirliğini arttırmak ve aktarım mekanizmasının işlevselliğini sağlamlaştırmak gerekçesiyle Mayıs 2018`de para politikasının operasyonel çerçevesini tamamen sadeleştirmiştir. Bu tarihten itibaren bir hafta vadeli repo ihale faizi politika faizi olarak kabul edilmiş, borçlanma ve borç verme faizleri ise politika faizinden 150 baz puan marj farkıyla belirlenmiştir. Bu kararlarla asimetrik faiz koridoru uygulaması yerini geleneksel simetrik koridor uygulamasına bırakmıştır (TCMB, 2018a: 17).

3.4.2.2 Zorunlu Karşılıklar

2010 yılı sonrasında TCMB tarafından etkin bir şekilde kullanılan bir diğer geleneksel olmayan para politikası aracı da zorunlu karşılıklar olmuştur. Mevduat ve mevduat benzeri diğer yükümlülüklerle sahip banka ve finansal kuruluşlar sahip oldukları bu yükümlülüklerin belirli bir yüzdesini merkez bankasında tutmakla mükelleftir. Merkez bankasında tutulması kanunen de zorunlu kılınan bu karşılıklar

zorunlu karşılıklar olarak tanımlanmaktadır (Alper ve Tiryaki, 2011: 1-2). Bu araç finansal istikrar için tehdit unsuru oluşturabilecek sağlıklı kredi büyümesinin kontrol altına alınması amacıyla kullanılmaktadır. Türkiye'ye sermaye akışı hız kazandığı zaman kredi arzı da bu durumdan etkilenecek ve büyümeye başlayacaktır. Kredi arzındaki bu büyümeyi sınırlamak için TCMB zorunlu karşılık oranlarını arttıracaktır. Tam tersi bir durum yaşansa dahi zorunlu karşılıklar politika aracı olarak işlevselliğini devam ettirmektedir. Şöyle ki, sermaye çıkışının yaşandığı dönemlerde zorunlu karşılık oranları azaltılarak kredi piyasası desteklenmektedir (Arabacı, 2017: 8).

2006-2010 döneminde ciddi bir değişim yaşamayan zorunlu karşılık oranları 2010 yılından sonra aktif bir araç olarak kullanılmış ve kısa aralıklarla değişim geçirmiştir. Politika faizini tamamlayıcı niteliğe de sahip olan zorunlu karşılıklar politika faizinden farklı olarak tüm faiz oranlarını değil, sadece belirli faiz oranlarını etkilemektedir. TCMB'ye esneklik kazandıran bu araç sermaye akışını arttırmadan daraltıcı politika izlemeye olanak tanımaktadır (Eroğlu ve Kara, 2017: 65).

Zorunlu karşılıklar maliyet ve likidite kanalları vasıtasıyla makroekonomiyi etkilemektedir. TCMB zorunlu karşılık oranlarını değiştirmekle mevduat ve kredi faiz oranları arasındaki farkın da ayarlanmasını sağlayacaktır. Bu değişimler sonucunda, banka yükümlülüklerinin maliyeti artacak veya azalacaktır. Maliyet kanalının daha etkin bir şekilde çalışabilmesi için ise zorunlu karşılıklara faiz ödemelerinin durdurulması ve bankaların merkez bankasında isteyerek tuttıkları mevduatların miktarının zorunlu karşılık olarak tuttıkları miktardan düşük olması gerekmektedir. Bunlarla beraber, zorunlu karşılıkların maliyet kanalı vasıtasıyla ekonomiyi etkileme başarısı finansal sektörün yapısına bağlı olarak da değişmektedir. Ayrıca, zorunlu karşılıklar ekonomiyi maliyet kanalıyla doğrudan etkilerken, bu durum likidite kanalı için geçerli değildir (Alper ve Tiryaki, 2011: 3-5). Şöyle ki, merkez bankası piyasa faizlerinin politika faizlerine yakın seyretmesini sağlamak için piyasaya ihtiyaç duyduğu likiditeyi sağlamak zorundadır. Bankalar zorunlu karşılıklar yardımıyla piyasadaki çekilen likiditeyi merkez bankasından daha fazla borçlanarak telafi edebilmekte, dolayısıyla da kısa vadeli merkez bankası borçlarına bağımlı hale gelebilmektedirler. Böyle bir durumda vade uyumsuzluğu riskiyle başbaşa kalan bankalar ya faiz riskini kredi faiz oranlarına aktaracak ya da kısa vadeli borçlara bağımlılıklarını azaltmak için kredi

arzını düşürecektir. Tüm bunlardan dolayı, zorunlu karşılıklar ekonomiyi dolaylı olarak etkilemektedir (Öğüt ve Şahin, 2012: 17).

Türk bankacılık sektöründe genel olarak yükümlülüklerin vadesinin varlıkların vadesinden daha kısa olduğu yadsınamaz bir gerçek olarak karşımıza çıkmaktadır. Bu durum bankacılık sektörünü faiz ve likidite riskiyle karşı karşıya bırakarak finansal kesim için tehlike unsuru haline gelmektedir. Bu bağlamda, TCMB bir takım yeni kararlar almıştır. 7 Ocak 2011 itibariyle Türk lirasında % 6 olan zorunlu karşılık oranını, mevduatların vade yapısını dikkate alarak farklılaştırmıştır. Ayrıca, bankaların TCMB ile ve kendi aralarında gerçekleştirdikleri repo işlemleri dışında diğer tüm yurt içi ve yurt dışı repo işlemlerinden sağlanan kaynaklar zorunlu karşılık uygulamasına tabi tutulmuştur. Buna ek olarak, vadesiz mevduatlar için yıllık % 0,25 geçmeyecek faiz oranı uygulamasını içeren bir de düzenleme gerçekleştirilmiştir (TCMB, 2011b). 29 Nisan 2011`den itibaren ise yabancı para cinsinden yükümlülüklerle uygulanan zorunlu karşılık oranı da vade yapısı dikkate alınarak farklılaştırılmıştır. Söz konusu düzenleme ile TCMB piyasadan 1,4 milyar dolar ve 1,5 milyar Türk lirası likidite çekmiştir. TCMB`nin vade farklılaştırması düzenlemelerinin esas gayesi mevduatların ortalama vadesini uzatmak olmuştur (TCMB, 2010b).

Tablo 11. Türk Lirası Zorunlu Karşılıkların Gelişimi

Tebliğ Numarası	Vade süreleri					
	Vadesiz	1 aya kadar	3 aya kadar	6 aya kadar	1 yıla kadar	1 yıl üstü
2010/13	8	8	7	7	6	5
2011/5	15	15	13	9	6	5
2011/6	16	16	13	9	6	5
2011/12	16	16	12,5	9	6	5
2011/13	11	11	11	8	6	5
2013/2	11,25	11,25	11,25	8,25	8,25	5
2013/10	11,5	11,5	11,5	8,5	6,5	5

Kaynak: Oktar, Eroğlu ve Eroğlu, 2013: 15

Tablo 12. Yabancı Para Zorunlu Karşılıkların Gelişimi

Tebliğ Numarası	Vade süreleri					
	Vadesiz	1 aya kadar	3 aya kadar	6 aya kadar	1 yıla kadar	1 yıl üstü
2011/21	12	12	12	12	11	11
2011/40	12	12	12	12	11	10
2011/48	11,5	11,5	11,5	11,5	10,5	9,5
2011/62	11	11	11	11	11	9
2012/87	11,5	11,5	11,5	11,5	11,5	9
2013/02	12	12	12	12	12	9
2013/10	12,5	12,5	12,5	12,5	12,5	9
2013/32	13	13	13	13	13	9

Kaynak: TCMB, Zorunlu Karşılıklara İlişkin Basın Duyuruları

Tablo 11`den ve tablo 12`den de görüldüğü üzere, 2011 yılı içerisinde kredi arzındaki tehlikeli büyüme oranı ve cari açığın yüksek seyri nedeniyle, TCMB 2011 yılı zorunlu karşılık oranlarını 2010 yılına kıyasla daha yüksek tutmuştur. Kredi arzı büyüme oranındaki gelişmelere bağlı olarak, TCMB Ağustos 2011`de zorunlu karşılık oranlarını düşürmüştü ve Ocak 2013`de ise zorunlu karşılık oranlarını tekrar arttırmıştır. Kredi büyüme hızının azalmaya başladığı 2012 yılında ve yeniden artış belirtileri gözlenen 2013 yılında zorunlu karşılıkların ortalama ağırlığı sırasıyla % 11 ve % 11,50 olmuştur (Oktar, Eroğlu ve Eroğlu, 2013: 15).

TCMB küresel mali kriz sonrası dönemde gözlenen ters dolarizasyon sürecine katkı sağlamak ve Türk Lirası kredi ve mevduatları arttırmak amacıyla 2008 yılında yabancı para cinsinden zorunlu karşılıklara faiz ödemesini durdurmuştur. Bu dönemde Türk Lirası zorunlu karşılıklara faiz ödemesi uygulaması devam ettirilmiş, fakat bu oran gecelik borçlanma faizinin % 80`ni düzeyinde kalmıştır. Eylül 2010 tarihinde yayımlanan duyuru ile TCMB zorunlu karşılıkların ilerleyen süreç içerisinde aktif politika aracı olarak kullanılacağını gerekçe göstermiş ve Türk lirası zorunlu karşılıklara faiz ödemesi uygulamasına son vermiştir. Ancak, yurt içi tasarrufların artırılması ve sağlıklı büyümenin desteklenmesi amacıyla Kasım 2014`ten itibaren Türk lirası zorunlu karşılıklarına, Mayıs 2015 itibaren ise yabancı para ve rezerv opsiyon zorunlu karşılıklarına faiz ödemesi uygulaması tekrar başlatılmıştır (Eroğlu, Söylemez ve Alıç, 2016: 73-74) .

Ayrıca, 2015 yılının Ağustos ayından itibaren döviz cinsinden yükümlülüklerle uygulanacak zorunlu karşılık oranları, yükümlülüklerin vadesini uzatmaya yönelik olarak değiştirilmiştir. Bu değişiklik sadece döviz cinsinden yükümlülükleri kapsamıştır. Uygulanacak yeni zorunlu karşılık oranları ile yükümlülüklerin vadesinin üç yıldan daha uzun süreye çıkarılması amaçlanmıştır (TCMB, 2015a: 40). Tablo 13'den de görüleceği üzere, bu amaç doğrultusunda Ağustos 2018 tarihine kadar üç yıldan uzun vadeli yükümlülüklerle uygulanacak olan zorunlu karşılık oranları düşük tutulmuş, vadesi üç yıla kadar olan yükümlülüklerle uygulanan zorunlu karşılık oranları ise kademeli şekilde arttırılmıştır.

Tablo 13. Yabancı Para Mevduat/Katılım Fonu Dışı Yükümlülüklerle Uygulanan Zorunlu Karşılıklar Oranları

Vade	Oranlar (%)				
	Mayıs 2013	Ocak 2015	Mart 2015	Ağustos 2015	Ağustos 2018
1 yıla kadar (1 yıl dâhil)	13	18	20	25	20
2 yıla kadar (2 yıl dâhil)	11	13	14	20	15
3 yıla kadar (3 yıl dâhil)	11	8	8	15	10
5 yıla kadar (5 yıl dâhil)	6	7	7	7	7
5 yıldan uzun	6	6	6	5	5

Kaynak: TCMB, Zorunlu Karşılıklara İlişkin Basın Duyuruları

Ağustos 2015 tarihli zorunlu karşılıklara ilişkin basın duyurusunda ise Türk Lira'sı cinsinden yükümlülüklerle uygulanacak olan mevcut zorunlu karşılık oranları Eylül'de 50, Ekim'de 50, Aralık'ta 50 baz puan olmakla toplamda 150 baz puan indirilmiştir (TCMB, 2015d). TCMB, 2016'nın ikinci yarısından itibaren finansal istikrarı desteklemek amacıyla Türk lirası cinsinden yükümlülüklerle uygulanacak zorunlu karşılık oranlarını tüm vadeleri kapsayacak şekilde 100 baz puan daha indirmiştir. 1 Ocak 2017 tarihinden itibaren ise finansal kurum ve kuruluşların TCMB'de tuttukları yükümlülüklerin Türk lirası cinsinden olan kısmına ödenecek olan faiz/nema oranlarının tanımlanma yöntemi değiştirilmiştir. Buna göre, faiz/nema oranları her üç ayda bir ödenecektir. İlk ödeme tarihi ise Nisan 2017 olmuş faiz/nema oranı politika faizi olan bir hafta vadeli repo faizinden 400 baz puan eksik olacak şekilde belirlenmiştir. Finansal piyasaların etkinliğinin arttırılması ve bankaların likidite yönteminin daha esnek hale getirilmesi amacıyla, Ağustos 2018'de Türk lirası cinsinden

zorunlu karşılıklara uygulanan karşılık oranları tüm vadeleri kapsayacak şekilde 250 baz puan daha indirilmiştir (TCMB, 2016a: 43-44; TCMB 2018a: 25).

3.4.2.3 Rezerv Opsiyon Mekanizması

2010 sonrasında uygulanan bir başka politika aracı da Rezerv Opsiyon Mekanizması'dır (ROM). Bu araç zorunlu karşılık uygulamasına getirilen yenilikler sonucunda ortaya çıkmıştır. ROM Türk lirası zorunlu karşılıklarının bir kısmını altın ve yabancı para olarak merkez bankasında tutma olanağını bankalara tanımaktadır. Bu araç yardımıyla merkez bankası döviz rezervlerinin artırılması, likidite yönetiminde bankalara daha fazla hareket alanının sağlanması ve sermaye hareketlerinden doğabilecek kur oynaklıklarının azaltılması amaçlanmaktadır. Tüm bunlara ek olarak, ROM yastık altı tasarrufların tekrar ekonomiye kazandırılmasına da yardımcı olmaktadır. Bankalar, tamamen gönüllülük prensibine dayalı olan bu mekanizmayı kendi ihtiyaçları doğrultusunda kullanarak TCMB'deki döviz aktiflerinin miktarını ayarlayabilmektedir. Bu tür ayarlamalar merkez bankasının döviz alım satım ihaleleri yoluyla piyasaya müdahale gereksinimini de azaltmaktadır (Eroğlu, Söylemez ve Alıç, 2016: 75-76).

ROM'un imkanlarından yararlanan bankalar TCMB'de altın veya döviz cinsinden zorunlu karşılık tutmak istediklerinde tutacakları miktara karşılık belirli miktarda Türk lirası cinsinden zorunlu karşılık tesis etmek durumundadırlar. Tesis edilecek bu miktarın hesaplanması için ise rezerv opsiyon oranı (ROO) ve rezerv opsiyon katsayısının (ROK) bilinmesi önem arz etmektedir. ROO TCMB'de tutulması zorunlu olan TL karşılıkların en fazla yüzde kaçının döviz veya altın olarak tutulabileceğini gösteren orandır. ROK ise 1 TL zorunlu karşılığa karşın kaç birim altın ve döviz zorunlu karşılığın gerekli olduğunu gösteren katsayıdır. Bankalar ROM sistemi içerisinde belirlenen oranları, katsayıları ve bunların maliyetlerini değerlendirerek kendilerine uygun olan imkanı gönüllü olarak seçmektedirler (Keskin, 2018: 177).

Ayrıca, ROM tasarım olarak yeni bir uygulama olduğu için, para politikası aracı olarak kullanımı da kademeli ve temkinli olmuştur. Tasarımın ilk aşamasında TL zorunlu karşılıklar mevcut dönemin döviz kuruna uygun olarak ve birebir şekilde TCMB'de altın ve döviz zorunlu karşılıklar olarak tutulmuştur. Ancak, toplamda sekiz aşamada geliştirilen araç tasarımı son aşama itibariyle otomatik dengeleyici bir

mekanizma haline gelmiştir. Eylül 2011`de başlatılan ilk aşamada % 10 olarak belirlenen ROO ikinci aşamada % 20`ye, üçüncü aşamada % 40`a yükseltilmiştir. Haziran 2012`de başlatılan dördüncü aşamada % 40 olan ROO`ya % 5`lik bir dilim ilave edilmiş ve ortaya çıkan bu dilimin ROK`u 1,4 olarak açıklanmıştır. Beşinci ve altıncı aşamalarda ROO`ya iki ayrı % 5`lik dilimler eklenmiş ve bunların ROK`ları sırasıyla 1,7 ve 1,9 olmuştur. Bu süreç sonunda ROO % 55`e yükseltmiştir. Yedinci aşamada ROO`ya son bir % 5`lik dilim eklenerek oran % 60`a yükseltilmiş ve bu oranın ROK`u 2 olarak belirlenmiş, % 40`lık ROO`nun ROK`u ise 1`den 1,1 çıkarılmıştır. Son, yani sekizinci aşamada ise tüm dilimler için ROK`lar Eylül`de 0,2, Ekim`de ise 0,1 puan arttırılmıştır (Alper, Kara ve Yörükoğlu, 2012: 12-13).

Sermaye girişlerinin arttığı dönemlerde, yurt içi piyasalarda döviz likiditesi artmakta, dolayısıyla da döviz cinsinden kaynaklar TL kaynaklardan daha az maliyetli hale gelmektedir. Böyle bir dönemde bankalar zorunlu karşılıklarının büyük bir bölümünü döviz veya altın olarak tutmak istemektedirler. Bu durumda yurt içi piyasalara giren dövizin bir bölümü kar güdüsüyle hareket eden bankalar tarafından zorunlu karşılık olarak TCMB`de tutulacaktır. Piyasadaki döviz likiditesinin bir miktar azalmasıyla hem döviz kurunun değerlenmesi sınırlanmış olacak hem de ülkeye giren yabancı sermayenin krediye dönüşüm oranı azalacaktır. Ayrıca, sermaye girişinin hızlandığı dönemlerde ROM bankaların TL likiditesini arttırmaktadır. Merkez bankası ise döviz alım ihalelerine nazaran piyasadan daha fazla likidite çekme imkanı elde etmektedir (Keskin, 2018: 178).

Tablo 14. Döviz Tesis İmkanına İlişkin Rezerv Opsiyon Mekanizması

Rezerv Opsiyon Mekanizması (ROM)											
ROO	ROK										
55-60				2,0	2,2	2,3	2,4	2,5	2,7	2,8	3,2
50-55			1,9	1,9	2,1	2,2	2,3	2,4	2,6	2,7	3,1
45-50		1,7	1,7	1,7	1,9	2,0	2,1	2,2	2,4	2,5	2,9
40-45	1,4	1,4	1,4	1,4	1,6	1,7	1,8	1,9	2,1	2,2	2,6
35-40	1,0	1,0	1,0	1,1	1,3	1,4	1,4	1,5	1,7	1,8	1,8
30-35	1,0	1,0	1,0	1,1	1,3	1,4	1,4	1,4	1,4	1,5	1,5
25-30	1,0	1,0	1,0	1,1	1,3	1,4	1,4	1,4	1,4	1,4	1,4
20-25	1,0	1,0	1,0	1,1	1,3	1,4	1,4	1,4	1,4	1,4	1,4
15-20	1,0	1,0	1,0	1,1	1,3	1,4	1,4	1,4	1,4	1,4	1,4
10-15	1,0	1,0	1,0	1,1	1,3	1,4	1,4	1,4	1,4	1,4	1,4
5-10	1,0	1,0	1,0	1,1	1,3	1,4	1,4	1,4	1,4	1,4	1,4
0-5	1,0	1,0	1,0	1,1	1,3	1,4	1,4	1,4	1,4	1,4	1,4
Tesis Dönem Tarihleri	22.06.12	06.07.12	03.08.12	31.08.12	12.10.12	08.11.12	07.12.12	12.04.13	10.05.13	07.06.13	31.01.14

Kaynak: TCMB

Tablo 15. Altın Tesis İmkanına İlişkin Rezerv Opsiyon Mekanizması

Rezerv Opsiyon Mekanizması (ROM)									
ROO	ROK								
25-30		2,0	2,2	2,3	2,4	2,5	2,5	2,5	
20-25	1,5	1,5	1,7	1,8	1,9	2,0	2,0	2,1	
15-20	1,0	1,0	1,2	1,3	1,4	1,5	1,6	1,7	
10-15	1,0	1,0	1,2	1,3	1,4	1,4	1,5	1,6	
5-10	1,0	1,0	1,2	1,3	1,4	1,4	1,5	1,6	
0-5	1,0	1,0	1,2	1,3	1,4	1,4	1,5	1,6	
Tesis Dönem Tarihleri	20.07.12	14.09.12	21.12.12	04.01.13	01.03.13	12.04.13	28.08.15	23.09.16	

Kaynak: TCMB

Sermaye girişlerinin azaldığı veya çıkışların yaşandığı dönemlerde döviz likiditesi daha maliyetli hale geleceğinden bankalar ROM'un imkanlarını daha az kullanacaklardır. Böyle bir ortamda bankalar TCMB'de karşılık olarak tuttıkları dövizleri geri çekerek kendilerine döviz likiditesi sağlayacaklardır. Bankaların yapacakları bu

işlem onların TL likidite ihtiyaçlarını arttıracaktır. Bu bakımdan ROM döviz satım ihalelerine benzer bir misyon üstlenerek piyasayı döviz likiditesiyle temin edecektir. Ayrıca, döviz likiditesine talebin çok yoğun olduğu dönemlerde TCMB ya ROK'ları düşürecek ya da mevcut dilimi iptal ederek piyasanın ihtiyaç duyduğu likiditeyi sağlayacaktır. Sonuç olarak her iki durumda da ROM etkin bir para politika aracı olarak kullanılacaktır (Küçüksaraç ve Özel, 2012: 3-4).

Tablo 15'ten de görüldüğü üzere, Ekim 2011'de başlatılan ve ilk üst sınırı % 10 olan altın zorunlu karşılık tutma imkanı ilerleyen süreç içerisinde kademeli bir şekilde % 30'a çıkarılmıştır. Ocak 2013'den itibaren ise altın zorunlu karşılıkların % 20'lik dilimi için ROK 1,4, % 20 - % 25'lik dilimi için 1,9 ve % 25 - % 30'luk dilimi için ise ROK 2,4 olarak belirlenmiştir. (Oduncu, Akçelik ve Ermişoğlu, 2013: 44) Ayrıca, Tablo 14'den de görüldüğü üzere, 7 Temmuz 2013 itibariyle döviz tesis imkan dilimlerinin rezerv opsiyon katsayılarında da artışa gidilmiştir. Öte yandan, 11 Ekim 2013 itibariyle % 60 olan döviz zorunlu karşılık bulundurma imkanının % 52,5'i, % 30 olan altın cinsinden zorunlu karşılık bulundurma imkanının ise % 25,8'i kullanılmıştır. Bu verilere göre, döviz ve altın cinsinden kullanılmış zorunlu karşılık imkanlarından faydalanma oranları ise sırasıyla % 87,5 ve % 86 olmuştur (Oktar, Eroğlu ve Eroğlu, 2013: 18).

2013 yılının ortasından itibaren Türkiye'ye giren yabancı sermayenin akış hızındaki yavaşlamanın devam etmesi nedeniyle, TCMB Aralık 2013'de zorunlu karşılıklarla ilgili yeni bir basın duyurusu açıklamıştır. Buna göre, Tablo 14'de görülen % 40'lık dilimden sonraki her ROO dilimi için ROK 0,4 puan arttırılmıştır. Ayrıca, devam eden süreç içerisinde uluslararası piyasalarda emtita ve petrol fiyatlarının düşmesi, sıkı para politikası duruşu gibi, bir takım faktörler enflasyon verilerine olumlu sirayet etmiştir. Ekonomideki olumlu havayı dikkate alan TCMB döviz cinsinden mevduat ve benzeri yükümlülüklerin vadesini uzatmak amacıyla ROM içerisinde de bir takım düzenlemelere gitmiştir. Şöyle ki, ROO üst dilim sınırı değiştirilmeden dilim sayısı arttırılmış ve her dilim için ROK belirlenmiştir. Mart 2015 tarihinde ise % 50 ile % 60 arasına yeni eklenen altı ROO diliminin hepsinin ROK'u 0,6 puan arttırılmıştır (Çetin, 2016: 90-91).

TCMB Ağustos 2016`da finansal piyasaları özellikle de döviz piyasasındaki likidite koşullarını desteklemek için çeşitli önlemler almaya devam etmiştir. Bu çerçevede ROM`un altın ve döviz tesis imkan ROK`larında kademeli artışlar gerçekleştirilmiştir. Kasım 2017`de ROM`un döviz tesis imkanının ROO üst sınırı % 60`tan % 55`e indirilmiş, dilim aralıkları ise 5`er puan azaltılmıştır. 2018`de ise ROM`un döviz tesis imkanının üst sınırı Nisan`da % 55`ten % 50`ye ,Mayıs`ta % 50`den % 45`e, Ağustos`ta ise % 45`ten % 40`a indirilmiştir. Mayıs 2018`de ROM çerçevesindeki ROO dilim sayısı 11`den 5`e kadar azaltılmıştır. 2018 itibariyle ROO`lar % 0-20, % 20-25, % 25-30, % 30-35, % 35-40, ROK`lar ise sırasıyla 1,0, 1,4, 1,7, 2,1, 2,5, olmuştur (TCMB, 2017a: 18; TCMB, 2018a: 17; TCMB, 2018b).

3.4.2.4 İstisnai Gün uygulaması

TCMB bazı günlerde faiz koridoru kapsamındaki haftalık repo ihalelerini askıya alarak, bankalara likidite sağlama stratejisinde değişikliğe gitmektedir. İstisnai gün olarak da tanımlanan söz konusu günlerde fonlama, merkez bankasının bankalardan topladığı talepler doğrultusunda geleneksel metotlara uygun olarak yapılmaktadır. İstisnai günlerde politika faizinden borçlanamayan bankalar likidite ihtiyaçlarını ihale sırasında oluşan faiz oranına göre karşılamaktadırlar. Ayrıca, toplanan talepler doğrultusunda belirlenen bu oran faiz koridorunun üst sınırına yakın bir seviyede seyretmektedir. Parasal otorite istisnai gün uygulamasının yardımıyla geçici bir süreliğine faizlerin yükseltilmesini, bununla da döviz talebini hedeflemektedirler (Emirkadı, 2017: 480).

TCMB istisnai gün olarak ilan edilen günlerde gerçekleştirdiği ihalelerle piyasalara, döviz kuru oynaklığının spekülatif hareketlerden kaynaklanıyor olabileceği mesajını vermektedir. Merkez bankasının istisnai gün içerisinde oluşturduğu görece likidite sıkışıklığı o gün içerisindeki kur üzerinde önemli bir baskı unsuru olmayabilmektedir. Bu uygulama kurların seviyesiyle ilgili her hangi bir taahhütte bulunmadan, yalnız kur hareketliliğinin azaltılmasıyla finansal istikrarsızlığı ve enflasyon beklentilerindeki bozulmayı gidermektedir. İstisnai gün olarak tanımlanmasına karşın, bazen bir kaç gün arka arkaya uygulanan bu araç beklentileri yönetmek bakımından TCMB`ye önemli etkinlik kazandırmaktadır (Vural, 2013: 73).

3.5 Krizden Çıkış Stratejisi Çerçevesinde Uygulanan Politikaların Ekonomiye Nihai Etkisi

Finansal krize karşı dünyada ve Türkiye`de uygulanan politikalar sonrasında hem iç hem de dış ekonomik koşullarda önemli ölçüde toparlanma yaşanmıştır. Yaşanan toparlanma sonrasında Türkiye gibi, gelişmekte olan ülkelerde ekonomik istikrarı bozucu sermaye hareketliliği ortaya çıkmıştır. Nitekim, krizin etkilerinin iyice azaldığı 2010 yılında Türkiye`ye ciddi miktarda sermaye girişi yaşanmıştır. Bu durum zamanla hem fiyat hem de finansal istikrarı tehdit edecek boyutlara ulaşmıştır. Çalışmanın önceki bölümlerinden de bilindiği üzere, parasal otorite bu durumun önüne geçmek için Nisan 2010 tarihinde krizden çıkış stratejisi olarak ifade edilen ve geleneksel olmayan makro ihtiyati politika tedbirlerinden oluşan yeni politika çerçevesi çizmiştir. Bu bağlamda, çalışmanın bu son kısmında 2010 sonlarından başlayarak uygulanan politikaların Türkiye ekonomisi üzerindeki nihai etkileri incelenmiştir. Söz konusu etkilerin incelenmesi için Tablo 16`daki enflasyon, büyüme, cari denge, istihdam, bütçe dengesi, kredi hacmi gibi, makro ekonomik göstergelerin 2010-2014 dönemindeki görünümü ele alınmıştır.

Tablo 16. 2009-2014 Döneminde Temel Ekonomik Büyüklüklerin Gelişimi

	2009	2010	2011	2012	2013	2014
GSYH (Milyar USD)	644	772,3	832,5	873,7	950,3	934,1
Büyüme (%)	-4,7	8,5	11,1	4,8	8,5	5,2
İşsizlik (%)	13,1	11,1	9,1	8,4	9	9,9
Enflasyon (%)	6,5	6,4	10,5	6,2	7,4	8,2
Bütçe Dengesi/GSYH (%)	-5,9	-3,4	-0,7	-1,8	-1,5	-1,4
Cari Denge/GSYH (%)	-1,8	-5,8	-8,9	-5,5	-6,7	-4,7
Kredi Gelişimi (Milyar TL)	393	526	683	795	1.047	1.241
Kaynak: http://www.mahfiegilmez.com/2018/05/son-16-yl-ve-2018-fal.html , (21.05.2019) ve BDDK						

Türkiye ekonomisi, küresel kriz sonrasında uygulanan para politikalarının, gerçekleştirilen reformların ve sürdürülen mali disiplinin sayesinde 2009 yılından sonra hızla toparlanmaya başlamıştır. Tablo 16`dan da görüldüğü üzere, 2009`da 644 milyar dolar olan GSYH 2010 yılından itibaren artmaya başlayarak, 2013`te 950,3 milyara ulaşmış, 2014`de ise bir miktar azalarak 934,1 milyar dolara gerilemiştir. Buna bağlı

olarak, 2009`da % 4,7 daralan ekonomi 2010`nun üçüncü çeyreğinden itibaren potansiyelin 4 puan üstünde bir performans sergileyerek % 8,5 oranında büyümüştür. 2011`de ise % 11,1 büyüme oranıyla bu başarısını sürdürmüştür. Diğer gelişmekte olan ülkelerle kıyaslandığında Türkiye, büyüme hedefinde pozitif sapma göstermiştir. Ayrıca, iç talep koşullarında iyileşme ve iç talep artışı da söz konusu büyümeye önemli katkı sağlamıştır. Özel sektör yatırım ve harcamaları iç talebin itici gücü olmuştur. Ancak, yabancı sermayeye bağımlılığı, artan cari açık sorunu, küresel ekonomik koşullarda kötüleşme ve buna bağlı oluşan belirsizlik Türkiye`deki iç talebi olumsuz etkileyerek 2012 yılında ekonominin yavaşlamasına neden olmuştur. Ortaya çıkan olumsuzluklar sonucunda 2012`de ekonomi bir önceki yıla göre oldukça düşük, % 4,8 oranında büyüme sergilemiştir. İç ve dış talebi dengeleme amaçlı alınan politika önlemleri de büyümedeki yavaşlamaya etki etmiştir. Devam eden süreçte ekonomide önemli rol üstlenen özel sektör 2013 büyümesine olumlu katkı sağlamıştır. Aynı dönemde, hem özel tüketim harcamaları hem de kamu yatırım ve harcamaları da artmıştır. 2013 yılında ekonomideki oluşan bu canlanmanın etkisiyle % 8,5`lik büyüme elde edilmiştir. 2014`te bu performans devam ettirilememiş ve büyüme % 5,2 düzeyine gerilemiştir (TÜSİAD, 2011: 1-3; TÜSİAD, 2013: 16-17; TÜSİAD, 2012: 11-13; Acar, 2013: 18).

2010 yılında TÜFE enflasyonu işlenmemiş gıda fiyatlarına bağlı olarak yıl boyunca dalgalı bir görünüm sergilese de, yıl sonunda belirlenen hedefle uyumlu olarak % 6,4 oranında gerçekleşmiştir. Ancak, 2011 yılında TL ciddi değer kaybı yaşamış, bu durum fiyatlama davranışlarını olumsuz etkilemiş, temel mal ve gıda fiyatları yükselişe geçmiştir. Bu gelişmeler 2011 yıl sonu enflasyonunun % 10 bandına yükselmesine neden olmuştur. 2012 yılında ise hem işlenmemiş gıda ürünlerindeki hem de emtialardaki fiyat gelişmeleri önceki dönemlere kıyasla oldukça dengeli ve olumlu görünüm sergilemiştir. Bu gelişmeler sonucunda TÜFE enflasyonu % 6,2 olmuştur. Yavaşlayan ekonomik aktiviteler de bu sonuca katkı sağlamıştır. 2013`te TL ek değer kaybına maruz kalmış, temel mal gruplarına yönelik fiyatlama davranışları TL`deki değer kaybından etkilenmiştir. 2014`de bu etkilerin temel mal grupları üzerindeki etkisi azalmış, enerji fiyatları bir miktar düşmüştür. Bu gelişmeler enflasyonu aşağı yönde baskılamış, ancak gıda fiyatlarındaki olumsuz gelişmeler bu baskıyı hafifletmiştir. Her ne kadar TCMB fiyat istikrarını destekleyici sıkı politika duruşu sergilese de, 2013`te ve

2014`de enflasyon yükselişe geçerek sırasıyla, % 7,4 ve % 8,2 düzeyinde gerçekleşmiştir (TCMB, 2010a: 32-33; TCMB, 2011c: 4; TCMB, 2012c: 10-12; TCMB, 2013b: 7-8; TCMB, 2014a: 33).

Küresel kriz öncesinde Türkiye`nin borç ve bütçe göstergeleri olumlu görünüm sergilemiş ancak, krizin Türkiye ekonomisine yansımalarıyla kamu gelirleri azalmış, söz konusu olumlu göstergeler ciddi bozulmalara maruz kalmıştır. Kriz süresince alınan mali tedbirler sonucunda bozulmalar iyice belirginleşmiş, 2009 yılı bütçe açığı GSYH`nın % 5,9`una denk gelmiştir. Ancak, 2010 itibariyle yaşanan toparlanmanın da etkisiyle bütçedeki bozulmalar giderilmeye başlanmıştır. 2011`de ise, ÖTV, KDV gibi, çeşitli vergi gelirlerindeki artışlar bütçe performansını daha da iyileştirmiştir. 2012`nin ilk üç çeyreklik döneminde bütçe açığı bir önceki yıla göre genişlemiştir. 2013`te ise bütçe gelirleri bütçe giderlerinden fazla olmuş ve bütçe açığı daralmıştır. 2013`te olduğu gibi 2014`de de mali disiplin sürdürülmüştür. Oransal olarak ifade edilecek olursa, 2011`de bütçe açığının GSYH`a oranı % -0,7, 2012`de % -1,8, 2013`te % -1,5, 2014`de ise % -1,4 olmuştur (TÜSİAD, 2011: 6; TÜSİAD, 2013: 13).

Küresel kriz öncesinde zaten yüksek olan işsiz sayısı krizin etkisiyle 2009 yılında 3 milyon kişiyi aşmış ve 2009 yılı işsizlik oranı % 13,1 olmuştur. Ancak, ekonomideki toparlanmayla beraber işsiz sayısı 2010`da tekrar 2.2 milyon kişiye gerilemiştir. İşsiz sayısındaki bu düşüş trendi 2012 yılına kadar devam etmiş, ancak 2012 itibariyle tekrar yükselişe geçmiştir. Oransal olarak ifade edilecek olursa, 2011 yılında işsizlik oranı % 9,1`e gerilemiş, 2014`e kadar % 9 bandına yakın seviyede seyretmiş, 2014`de tekrar % 10`a yaklaşmıştır. Görüldüğü üzere, toparlanma yıllarında da işsizlik ciddi bir ekonomik sorun olarak varlığını sürdürmüştür (Sungur, 2015 :251; Yalçın ve Yalçın, 2017: 72).

Türkiye ekonomisinin işsizlik gibi kronik hal alan bir diğer en önemli sorunu da cari açık sorunudur. Cari işlemler hesabının en önemli bileşeni olan dış ticaret hesaplarında verilen açıklar bu sorunun en önemli kaynağı niteliğini taşımaktadır. Şöyle ki, dış ticaret açığına paralel olarak cari açık da yükselmektedir. Buna ek olarak, Türkiye`deki iç tasarruf yetersizliği sorunu dış tasarruflara yönelimi arttırarak kur riskini arttırmaktadır. Döviz kuruna bağlı olası bir şok cari açığın daha da büyümesine neden olacaktır. Bu bağlamda, Tablo 16`dan da görüldüğü üzere, cari açık sorunu küresel kriz sonrasında da önemini korumuştur. İç ve dış talepteki büyük düşüşler

nedeniyle 2009`da geçici bir süre için ortadan kalkan bu sorun 2010-2014 döneminde kaldığı yerden risk oluşturmaya devam etmiştir. Şöyle ki, 2000 yılında 26 milyar dolar olan dış ticaret açığı, 2011 yılında 105 milyar dolarla en yüksek seviyeye ulaşmış, 2014`de ise bir miktar azalarak 84 milyar dolara gerilemiştir. 2010-2014 döneminde Türkiye yıllık ortalama 142 milyar dolarlık ihracata karşılık 231 milyar dolarlık ithalat gerçekleştirmiştir. Söz konusu ithalat rakamının % 70`nin ara mal ithalatından oluşması, Türkiye`nin ihracat ve üretimi için ithalatın ne kadar büyük önem taşıdığını göstermiştir. Cari açığa dayalı bu tür bir büyüme risk birikimine neden olacak ve zamanla sürdürülemez hale gelecektir (Kaya, 2016: 59-62; Yalçın ve Yalçın, 2017: 80).

2010 yılının sonlarından itibaren TCMB, hem finansal istikrarı hem de fiyat istikrarını korumayı amaçlamış, bu doğrultuda çeşitli sıkılaştırıcı tedbirler almış, makro ihtiyati politikalar uygulamıştır. Alınan önlemler ve uygulanan politikalar sonucunda bankacılık sektöründe kredi büyümesi kabuledilebilir seviyelerde gerçekleşmiştir. Bu durum enflasyonist baskıları azaltmakla kalmamış, bankacılık sisteminin kredi riskini de minimize etmiştir. Beş yıllık dönemde bankacılık sisteminin kredi hacmi iki misli artmıştır. 2014 yılında bankacılık sektörünün sahip olduğu 1.2 trilyon TL kredi büyüklüğünün 551 milyarı ticari ve kurumsal kredilerden, 333 milyarı KOBİ kredilerinden, 356 milyarı ise tüketici kredileri ve kredi kartlarından oluşmuştur. Ayrıca, 2010 sonrasında takipteki kredi miktarı 2012 yılına kadar azalmış, 2012 yılı sonrasında tekrar yükselişe geçmiştir. Takipteki kredi miktarındaki artış, finansal istikrarın bozulmaması açısından kredi büyümesinin takipini zorunlu hale getirmiştir. 2010-2014 döneminde mevduatlarda da artış yaşanmıştır. 2010 yılında 617 milyar TL olan mevduat miktarı 2014 yıl sonunda 1 trilyon TL`ye ulaşmıştır (BDDK, 2014: 10-14; Yücememiş ve Arıcan, 2017: 65-67).

Özetle, 2009 itibariyle Türkiye`de yoğun bir şekilde ekonomik istikrarı, özellikle de finansal istikrarı bozucu faaliyetlerin yaşanmasına karşın TCMB gerekli politika duruşunu sergileyebilmiştir. Elde edilen makro ekonomik veriler incelendiğinde 2010 sonlarından itibaren sergilenen politika duruşunun başarılı sonuçlar ortaya koyduğu açıkça görülmektedir. Araç bağımsızlığını etkin bir şekilde kullanan TCMB devam eden süreçte bu duruşundan taviz vermeyerek hem fiyat hem de finansal istikrarı gözetmeye devam etmiştir.

SONUÇ

2008 finansal krizi küreselleşmenin de etkisi ile gelişmiş ve gelişmekte olan ülkeleri içerisinde buldukları koşullara ve ekonomik yapılara göre çeşitli etki kanallarıyla az veya çok ölçüde etkilemiştir. Yaşanan kriz geleneksel merkez bankacılığı anlayışının gözden geçirilmesiyle sonuçlanmıştır. Şöyle ki, kriz öncesi dönemde tek amaç olarak fiyat istikrarını sağlamaya çalışan merkez bankaları krizle birlikte finansal istikrarın da önemini kavrayarak her iki amaca yönelik politika çerçevesi oluşturmaya başlamış ve politika araçlarını da bu doğrultuda çeşitlendirmişlerdir.

Gelişmiş ülke merkez bankaları krizle mücadelede ilk önceliği para politikasına vererek politika faizlerini keskin bir şekilde indirmişlerdir. Ancak yapılan tüm müdahalelere rağmen toplam talep uyarılamamıştır. Kısa süre sonra para politikasının tek başına yetersiz kalacağı anlaşılınca genişletici maliye politikaları devreye sokulmuştur. Bu durum para ve maliye politikalarının birbirinden bağımsız düşünülmemeyeceğini ve ikisinin birbirini tamamlayacak şekilde uygulanmasının gerekliliğini göstermiştir.

2008`de Lehman Brothers`ın iflasıyla toplam talep çökmüş, kredi piyasaları küresel çapta kitlenmiştir. Geleneksel para politikası araçları bu durumu önlemekte yetersiz kalmıştır. Şöyle ki, politika faizlerinin bu dönemde çok düşük seviyelerde seyretmesi nedeniyle daha fazla genişletici önlem alınamamıştır. Bu andan itibaren merkez bankalarının yaratıcılıklarının konuşacağı bir süreç başlamıştır. Bu süreç içerisinde merkez bankaları toplam talebi uyarıcı ve genişletici geleneksel olmayan para politika araçları ve yöntem setleri geliştirmişlerdir. Şöyle ki, 2008 krizi sonrasında miktarsal genişleme, kredi genişlemesi, sözle yönlendirme, faiz koridoru, zorunlu karşılıklar, vade uzatımı, negatif faiz uygulaması gibi, geleneksel olmayan araçlardan etkin bir şekilde yararlanılmıştır. Söz konusu araçlar sinyal ve portföy dengesi kanalıyla ekonomiye iletilmiştir. Bu araçların, özellikle de miktarsal ve kredi genişlemesi araçlarının uygulanması sonucunda gelişmiş ülke merkez bankalarının bilançoları devasa boyutlara ulaşmıştır. Ulaşılan bilanço büyüklüğünün önemli bir bölümü 2008 yılından sonra gerçekleştirilen varlık alım programları çerçevesinde elde edilmiştir.

Gelişmekte olan ülkeler ise gelişmiş ülkelere farklı olarak ilk başlarda krize karşı daha temkinli bir tutum içerisinde girmiştir. Ancak, finansal krizin küresel çapta toplam talebi azaltmasıyla ve enflasyon riskinin de ortadan kalkmasıyla gelişmekte olan ülkeler de toplam talebi uyarıcı politikalara ağırlık vermeye başlamışlardır. Bu doğrultuda para politikasının yanı sıra genişletici maliye politikalarına da onay verilmiştir. Krizin ilk safhasında her iki ülke grubunun uyguladığı politika tedbirlerinin niteliğinden de anlaşılacağı üzere, kriz hem finansal sektörü hem de reel sektörü derinden sarsmıştır.

Diğer gelişmekte olan ülkeler gibi, Türkiye de finansal krizden etkilenmiştir. Kriz kredi, dış ticaret, portföy-yatırım ve beklentiler kanalıyla Türkiye ekonomisine de sirayet etmiş, iç ve dış talep daralmış, toplam talepteki daralma nedeniyle üretim düşmüştür. Nitekim, krizin en güçlü hissedildiği 2009 yılında ekonomi % 4,7 oranında daralmış, işsizlik oranı % 13'e çıkmış, gelir dağılımı bozulmuştur. Ancak, reel sektörün aksine finansal sektör, özellikle de bankacılık sistemi yaşanan krizden hemen hemen hiç etkilenmemiştir. Bunun en önemli nedeni, Kasım 2000 ve Şubat 2001 krizleri sonrasında kabul edilen GEGP kapsamında yürütülen bankacılık sektörü yeniden yapılandırma programı olmuştur. Yapılandırma programı sonrasında sektör zayıf bankalardan arındırılmış, geriye kalan bankaların ise sermaye yeterliliği rasyoları arttırılmış, daha ciddi denetim ve düzenleme mekanizmaları uygulamaya koyulmuş, sektör daha güçlü yapıya kavuşturulmuştur. Bunun yanı sıra Türkiye'deki türev piyasalarının gelişmiş ülke türev piyasalarına göre daha sık yapıya sahip olması krizin türev piyasalar kanalıyla ekonomiye aktarımını imkansız kılmıştır.

Finansal krizin etkilerini hafifletmek için Türkiye de diğer gelişmekte olan ülkeler gibi toplam talebi uyarıcı politikalara yönelmiştir. Yine aynı şekilde dünyanın geri kalanı gibi Türkiye de ilk önce parasal tedbirleri uygulamaya koymuş, faiz oranlarını indirmiş, sermaye kaçışından kaynaklanan döviz talebini karşılamak için döviz alım ihalelerini durdurmuş, döviz satış ihaleleri gerçekleştirmiştir. Ancak, alınan parasal önlemler yetersiz kalınca maliye politikalarına ağırlık verilmiştir. Bu çerçevede bazı sektörlerde vergi indirimleri yapılmış, istihdam artırıcı paketler açıklanmış, KOBİ'lere ve ihracat yapan şirketlere kredi ve garanti destekleri verilmiştir.

Uluslararası ekonomik şartların iyileşmesiyle gelişmiş ülkelerin sermaye piyasalarından gelişmekte olan ülkelerin piyasalarına güçlü sermaye akışı yaşanmıştır. 2009 sonu itibariyle Türkiye'ye de güçlü sermaye girişi yaşanmıştır. Sermaye girişleri kredi hacminin büyümesine ve cari açığın artmasına neden olmuştur. Ayrıca, kredi hacmindeki büyümeye bağlı olarak banka bilançolarında vade ve kur uyumsuzluğu riski artmış, döviz kuru aşırı değerlenmiş ve mevcut cari açık sorunu daha da artmıştır. Tüm bu gelişmeleri değerlendiren TCMB Nisan 2010 tarihinde finansal istikrarı sağlamak adına makro finansal riskleri de gözetken krizden çıkış stratejisi açıklamıştır.

Krizden çıkış stratejisi çerçevesinde TCMB'nin krizden önceki para politikası çerçevesi yeniden gözden geçirilmiş ve radikal politika değişiklikleri gerçekleştirilmiştir. Türkiye'nin para politikasındaki bu değişiklikler çalışmanın araştırılma amacının da ortaya çıkmasına neden olmuştur.

Türkiye'nin 90'lı yıllardan itibaren biriken sorunlarının Kasım 2000'de ve Şubat 2001'de ekonomik krizlere dönüşmesinin ardından, Türkiye'deki politika yapıcılar IMF'nin de desteklediği Güçlü Ekonomiye Geçiş Programı adı verdikleri istikrar programını uygulamaya başlamış ve program çerçevesinde bir çok alanda reformlar gerçekleştirmişlerdir. Bu bağlamda, TCMB'nin yapısı ve uyguladığı politika uygulamaları da ciddi değişim geçirmiştir. Şöyle ki, Nisan 2001'de çıkarılan 1211 sayılı kanunla TCMB operasyonel bağımsızlık kazanmış, TCMB'nin esas amacının fiyat istikrarını gözetmek olduğu bildirilmiş ve Hazine'nin merkez bankasından doğrudan borçlanması yasaklanmıştır. Şubat krizi sonrasında uygulanan dalgalı kur rejimi sürdürülmüş, döviz kuru çıpası para politika stratejisi olarak uygulamadan kaldırılmış, yerine enflasyon hedeflemesi stratejisi yeni politika stratejisi olarak kabul edilmiştir. Parasal aktarım mekanizmasının işlevselliği ise kısa vadeli faizlerle sağlanmaya çalışılmıştır. Bu amaçla kısa vadeli faizler politika aracı olarak kullanılmıştır.

Türkiye'nin enflasyon hedeflemesine geçiş süreci de aşamalı bir şekilde gerçekleşmiştir. Öncelikle, 2002-2005 döneminde açık enflasyon hedeflemesine geçiş için gerekli koşullar oluşmadığı için örtük enflasyon hedeflemesi rejimi kullanılmıştır. Örtük enflasyon rejimi altında tüm eksiklikler tamamlanarak 2006 yılında açık enflasyon hedeflemesi rejimine geçilmiştir. 2002-2006 döneminde hayata geçirilen

değişiklikler TCMB'nin politika çerçevesinde dönüm noktası olmuş ve küresel kriz sürecine kadar sürdürülmüştür.

TCMB'nin 2010 yılı sonundan başlayarak uyguladığı yeni çerçevede ise fiyat istikrarı amacıyla beraber finansal istikrar amacı da sağlanmaya çalışılmıştır. Yeni çerçeve ile 2009 ortalarından itibaren yaşanan sermaye girişinin finansal istikrarı bozucu etkilerinin önlenmesi, döviz kuru oynaklıklarının dengelenmesi amaçlanmıştır. Ancak, her iki politika amacının tek bir politika aracıyla sağlanması mümkün olmamıştır. Bu sebepten ötürü, TCMB her iki amaca yönelik karmaşık yapıli geleneksel olmayan politika araçları tasarlamış ve bunları etkin bir şekilde kullanmıştır. Bu süreçte, zorunlu karşılıklar, rezerv opsiyon mekanizması, faiz koridoru, istisnai gün uygulaması gibi, geleneksel olmayan politika araçları kısa vadeli politika faizi aracıyla birbirinin etki mekanizmasını engellemeyecek şekilde uygulanmıştır.

TCMB'nin politika faizi aracı faiz kanalı, zorunlu karşılıklar hem faiz hem de kredi kanalı, rezerv opsiyon mekanizması döviz kuru kanalı, istisnai gün uygulaması sinyal kanalı üzerinden ekonomik faaliyetleri etkilemiştir. Alınan makro ihtiyati tedbirler kredi büyüme oranının kabul edilebilir seviyelerde kalmasında ve mevcut cari açık sorununun daha da büyümesinin engellenmesinde önemli başarı sağlamıştır. 2018'de asimetrik faiz koridoru uygulaması sonlandırılarak simetrik koridor sistemine geçilmiştir. Zorunlu karşılıklar ve rezerv opsiyon mekanizmasının ise teknik yapısı değiştirilerek uygulanılmasına devam edilmektedir.

KAYNAKÇA

ACAR, Fatih (2013), "Türkiye Ekonomisine Genel Bakış (2001 - 2013)", **ÇSGB Çalışma Dünyası Dergisi**, Cilt.1, Sayı. 2, ss. 15-32.

AFŞAR, Muharrem (2011)," Küresel Kriz ve Türk Bankacılık Sektörüne Yansımaları", **Eskişehir Osmangazi Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Dergisi**, Cilt. 6, Sayı. 2, ss. 143-171.

AKBULAK, Sevinç (2008), "Serbest Yatırım Fonları ve Birincil Aracılık Hizmetleri", Sermaye Piyasası Kurulu Araştırma Raporu.

AKÇAY, Belgin (2013), "Avro Bölgesi Borç Krizi: GIIPS", **Ekonomik Yaklaşım Dergisi**, Cilt. 23, Sayı. 84, ss. 1-38.

AKÇAY, Cevdet O. (2003), "The Turkish Banking Sector Two Years after the Crisis: A Snapshot of the Sector and Current Risks", In **The Turkish Economy in Crisis**, ed. Öniş, Ziya and Rubin, Barry, London: Frank Cass&Co. Ltd., ss. 169-187.

AKIN, Fetullah (2017), "Finansal Krizlerin Türk Ekonomisine Etkileri ve Bu Krizlere Karşı Alınan Ekonomik Politikalar", **İş ve Hayat Dergisi**, Sayı. 6, ss. 27-41.

AKKAYA, Yıldız – Refet S. Gürkaynak (2012), "Cari açık, bütçe dengesi, finansal istikrar ve para politikası: Heyecanlı bir dönemin izi", **İktisat, İşletme ve Finans**, Cilt: 27, Sayı: 315, ss. 93-119.

AKYÜREK, Cem (2006), "The Turkish Crisis of 2001", **Emerging Markets Finance and Trade**, Cilt. 42, Sayı. 1, ss. 5-32.

AKYÜZ, Yılmaz – Korkut Boratav (2003), "The Making of the Turkish Financial Crisis", **World Development**, Cilt. 31, Sayı. 9, ss. 1549-1566.

ALPER, C. Emre – Ismail Sağlam (2001), "The Transmission of a Sudden Capital Outflow: Evidence From Turkey", **Eastern European Economics**, Vol. 39, No. 2, ss. 29-48.

ALPER, C. Emre (2001), "The Turkish Liquidity Crisis of 2000: What Went Wrong", **Forthcoming: Russian & East European Finance and Trade**, Cilt. 37, Sayı. 6, ss. 51-71, (DOI):10.2307/27749601.

ALPER, Koray Alper – Hakan Kara – Mehmet Yörükoğlu (2012), "Sermaye Akımlarının Etkilerini Yumuşatmaya Yönelik Yeni Bir Para Politikası Aracı: Rezerv Opsiyon Mekanizması", **İktisat ve Toplum Dergisi**, Sayı. 25 , ss. 9-19.

ALPER, Koray ve S. Tolga Tiryaki (2011), "Zorunlu Karşılıkların Para Politikasındaki Yeri", **Ekonomi Notları**, Sayı. 8, Ankara: TCMB.

ALPTEKİN, Erdem (2009), "Küresel Krizin Türkiye Ekonomisi ile Sanayisine Yansımaları ve Dipten En Az Zararla Çıkış Yolları", İzmir Ticaret Odası AR&GE Bülteni.

ALPTEKİN, Volkan (2009), "IMF İstikrar Politikalarının Türkiye Ekonomisi Üzerine Etkileri:1980-2004", **Sosyal Ekonomik Araştırmalar Dergisi**, Cilt. 9 , Sayı. 17, ss. 469-490.

ALTAŞLI, Yavuz – Murşit Işık (2017), "Türkiye`de Yaaşanan Ekonomik Krizlerinin İstihdam Üzerine Etkileri (1980-2013)", **Süleyman Demirel Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi**, Cilt. 22, Sayı. 2, ss. 567-585.

ANGRICK, Stefan – Naoko Nemoto (2017), "Central Banking Below Zero: The Implementation of Negative Interest Rates in Europe and Japan", **ADBI Working Paper Series**, No: 740, Asian Development Bank Institute, <https://www.adb.org/sites/default/files/publication/317926/adbi-wp740.pdf>

ARABACI, Havva (2016), "Effects of Global Crisis on Turkish Banking Sector", **Social Sciences Research Journal**, Vol. 6, No. 3, pp.1-6.

ARABACI, Havva (2017), "Küresel Kriz Sonrası Türkiye`de Uygulanan Ekonomi Politikaları", **Social Sciences Research Journal**, Vol. 6, No. 4, ss. 1-10.

ARAS, Osman Nuri (2010), "Son Ekonomik Krizin Türkiye`de Enflasyon Hedeflemesine Etkisi", **Ekonomi Bilimler Dergisi**, Cilt. 2, Sayı. 2, ss. 97-104.

ARMANTIER, Olivier – Sandra Krieger – James McAndrews (2008), "The Federal Reserve’s Term Auction Facility", Federal Reserv Bank Of New York, **Current Issues in Economic and Finance**, Vol. 14, No. 5, pp. 1-10.

ARSLAN, Halil Bader (2009), "Kriz-Büyüme-İstihdam Üçgeninde 1994 ve 2001 Krizleri", **Ankara Üniversitesi Sosyal Bilimler Fakültesi Dergisi**, Cilt. 64, Sayı. 2, ss. 31-42.

ATILĞAN, Mustafa Harun (2016), "Yeni Para Politikası Anlayışı ve Finansal İstikrar", **Çankırı Karatekin Üniversitesi İİBF Dergisi**, Cilt. 6, Sayı. 2, ss. 249-268.

AY, Ahmet – Zeynep Karaçor (2006), "2001 Sonrası Dönemde Türkiye Ekonomisinde Krizden Büyümeye Geçiş Üzerine Bir Tartışma" **Selçuk Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi**, Sayı. 16, ss. 67-86.

BAĞDADIOĞLU, Enis (2009), "Kriz ve İşten Çıkarmalar", **Türk-İş Dergisi**, Sayı. 383, ss. 108-111.

Bağımsız Sosyal Bilimciler (2006), "IMF Gözetiminde On Uzun Yıl , 1998-2008 : Farklı Hükümetler, Tek Siyaset", Ankara, http://www.emo.org.tr/ekler/22ed7eafe03b631_ek.pdf?tipi=36&turu=X&sube=0 (Erişim: 12.08.2018).

Bağımsız Sosyal Bilimciler (2001). Güçlü Ekonomiye Geçiş Programı Üzerine Değerlendirmeler, Ankara, https://www.tmmob.org.tr/sites/default/files/f96613235062963_ek.pdf, (26.07.2018)

BALMUMCU, Özgür – Bora Süslü (2017), "Para Politikası Açısından Türkiye'de 2001 ve 2008 Kriz Deneyimleri", **Finans Politik ve Ekonomik Yorumlar**, Sayı. 626, Sayı. 54, ss. 9-32.

BAŞÇI, Erdem – Hakan Kara (2011), "Finansal İstikrar ve Para Politikası", **İktisat İşletme ve Finans**, Cilt. 26, Sayı. 302, ss. 9-25.

BATINI, Nicoletta – Douglas Laxton (2006), "Under What Conditions Can Inflation Targeting Be Adopted? The Experience of Emerging Markets", **Working Papers Central Bank of Chile 406**, Central Bank of Chile.

BAYRAK, Metin – Osman Cenk Kanca (2013), "2008 Yılı Küresel Ekonomi Krizinin Türkiye'nin Temel Makro Ekonomik Değişkenleri Üzerine Etkisi", **Finans Politik ve Ekonomik Yorumlar Dergisi**, Cilt. 50, Sayı. 576, ss. 39-54.

BDDK (2001a), Bankacılık Sektörü Yeniden Yapılandırma Programı: Gelişme Raporu,

Mayıs, https://eskisite.bddk.org.tr/WebSitesi/turkce/Raporlar/Diger_Raporlar/15279C8914BD.pdf, (Erişim: 30.05.2018)

BDDK (2001b), Bankacılık Sektörü Yeniden Yapılandırma Programı: Gelişme Raporu,

Kasım, https://eskisite.bddk.org.tr/WebSitesi/turkce/Raporlar/Diger_Raporlar/1518944B1759.pdf, (Erişim: 30.05.2018)

BDDK (2001c), Tasarruf Mevduatı Sigorta Fonu Kapsamındaki Bankalar: Performans ve Gelişme Raporu, Ağustos,

https://eskisite.bddk.org.tr/WebSitesi/turkce/Raporlar/Diger_Raporlar/15261E6402D3.pdf, (Erişim: 30.05.2018)

BDDK (2003), Bankacılık Sektörü Yeniden Yapılandırma Programı: Gelişme Raporu

VII, https://eskisite.bddk.org.tr/WebSitesi/turkce/Raporlar/Diger_Raporlar/1525BSYYP_Gelisme_102003.pdf, (Erişim: 30.05.2018)

BDDK (2009), Türk Bankacılık Sektörü Genel Görünümü Eylül 2009, Temel Göstergeler Raporu, https://www.bddk.org.tr/ContentBddk/dokuman/veri_0014_02.pdf, (Erişim: 06.04.2019)

BDDK (2010), Krizden İstikrara Türkiye Tecrübesi, Çalışma Tebliği, Gözden Geçirilmiş 3. Baskı, Çalışma Tebliği, Eylül,

https://eskisite.bddk.org.tr/WebSitesi/turkce/Raporlar/Calisma_Raporlari/8676krizden_istikraraturkiyetecrubesi_3uncu_baski.pdf, (Erişim: 29.05.2018)

BDDK (2014), Türk Bankacılık Sektörü Temel Göstergeler Raporu, https://www.bddk.org.tr/ContentBddk/dokuman/veri_0014_23.pdf, (Erişim:

30.04.2019)

BELSKY, Eric S. ve Nela Richardson (2010), "Understanding the Boom and Bust in Nonprime Mortgage Lending" **Joint Center for Housing Studies**, Harvard University.

BERNANKE, Ben S. – Frederic S. Mishkin (1997), “Inflation Targeting: A New Framework for Monetary Policy”, **The Journal of Economic Perspectives**, Published by: American Economic Association, Cilt. 11, Sayı. 2, ss. 97-116.

BERNANKE, Ben S. – Vincent R. Reinhart (2004), "Conducting Monetary Policy at Very Low Short-Term Interest Rates", **American Economic Review**, Vol. 94, No. 2, pp. 85-90.

BERNANKE, Ben S. (2010), "Monetary Policy and the Housing Bubble", **Speech at the Annual Meeting of the American Economic Association**, Atlanta, Georgia.

BERNANKE, Ben S. (2013), **Federal Reserve and Financial Crisis**, Amerika: Princeton University Press.

BERNHARDESEN, Tom – Arne Kloster (2010), “Liquidity management system: Floor or corridor?”, Norges Bank, Staff Memo, No: 4.

BERTAUT, Carol – Laurie Pounder DeMarco – Steve Kamin – Ralph Tryon (2012), "ABS Inflows to the United States and the Global Financial Crisis", **Journal of International Economics**, Vol. 88, pp. 219-234, doi:10.1016/j.jinteco.2012.04.001

BHATTARAI, Saroj – Christopher Neely (2016), "A Survey of the Empirical Literature on U.S. Unconventional Monetary Policy" **Working Paper 2016-21**, Federal Reserve Bank of St. Louis.

BIANCO, Katalina M. (2008), "The Subprime Lending Crisis: Causes and Effects of the Mortgage Meltdown", **CCH, Wolters Kluwer Law & Business**, pp. 1-21, <http://business.cch.com/images/banner/subprime.pdf>

BOE (2013), "Monetary Policy Trade-Offs and Forward Guidance", <https://www.bankofengland.co.uk/-/media/boe/files/inflation-report/2013/monetary-policy-trade-offs-and-forward-guidance>, (Erişim: 05.05.2019).

BOJ (2015), **Annual Review 2015**, <https://www.boj.or.jp/en/about/activities/act/data/ar2015.pdf>, (Erişim: 18.04.2019).

BORATAV, Korkut – Erinç Yeldan (2006), “Turkey, 1980-2000: Financial Liberalization, Macroeconomic (In)-Stability, And Patterns of Distribution”, In

External Liberalization in Asia, Post-Socialist Europe and Brazil, ed. Lance Taylor, Oxford University Press, ss. 417-455.

BOSTAN, Aziz – Mehmet Bölükbaş (2011), "Küresel Finansal Kriz ve Bankacılık Sektörüne Etkileri; Türkiye Örneği", **Finans Politik ve Ekonomik Yorumlar Dergisi**, Cilt. 48, Sayı. 562.

BRICHETTI, Juan Pablo – Yangyang Feng – Alberto Gomez – Lorenzo Ligato – Daisuke Maruichi – Mengxue Mei (2018), "The Bank of Japan`s Yield Curve Control Policy" **Columbia SIPA Capstone**, Federal Reserve Bank of New York.

BRUNNERMEIER, Markus K. (2009), "Deciphering the Liquidity and Credit Crunch 2007-2008", **Journal of Economic Perspectives**, American Economic Association, Vol. 23, No. 1, pp. 77-100.

BRUNO, Marco (2015), "Unconventional Monetary Policies: A Survey of Quantitative and Credit Easing and Methods of Evaluation of The Portfilo-Rebalancing Channel", Bachelor's Degree Thesis, Roma: LUISS Guido Carli.

BÜYÜKAKIN, Tahir – Cemil Erarslan (2004), "Enflasyon Hedeflemesi ve Türkiye’de Uygulanabilirliğinin Değerlendirilmesi", **Kocaeli Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi**, Sayı. 8, ss. 18-37.

CALOMİRIS, Charles W. (2009), "The Subprime Turmoil: What’s Old, What’s New, and What’s Next", **Journal of Structured Finance**, Vol. 15, No. 1, pp. 6-52, DOI:10.3905/jsf.2009.15.1.006

CECIONI, Martina – Giuseppe Ferrero – Alessandro Secch (2011), "Unconventional Monetary Policy in Theory and in Practice", Bank of Italy, **Occasional Paper No. 102**.

CELASUN, Merih (2002), “2001 Krizi, Öncesi ve Sonrası: Makroekonomik ve Mali Bir Değerlendirme”, <http://content.csbs.utah.edu/~ehrbar/erc2002/pdf/i053.pdf>, (Erişim: 13.09.2018).

CLAYES, Gregory (2014), "The (not so) Unconventional Monetary Policy of the European Central Bank since 2008", European Parliament, Policy Department A: Economic and Scientific Policy, Bruegel.

COUR-THIMANN, Philippine – Bernhard Winkler (2012), "The ECB's Non-standard Monetary Policy Measures: The Role of Institutional Factors and Financial Structure", **Oxford Review of Economic Policy**, Vol. 28, No. 4, pp. 765–803, doi:10.1093/oxrep/grs038

CROCE, Enzo ve Mohsin S. Khan (2000), "Monetary Regimes and Inflation Targeting", **Finance and Development**, Cilt. 37, Sayı. 3, <https://www.imf.org/external/pubs/ft/fandd/2000/09/croce.htm>, (Erişim: 20.05.2018).

CROCKETT, Andrew D. (1997), "Why is financial stability a goal of public policy?", Federal Reserve Bank of Kansas City, **Economic Review No 82**, pp. 5-22.

ÇABUK, Adem – Gökhan Özkan (2010), "Küresel Finansal Krizin Türk Reel Sektörüne Etkileri: Bursa Örneği", **ZKÜ Sosyal Bilimler Dergisi**, Cilt. 6, Sayı. 12, ss. 1-23.

ÇETİN, Müzeyyen Özlem (2016), "Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası (TCMB) Para Politikası Uygulamalarının Gelişimi", **Finansal Araştırmalar ve Çalışmalar Dergisi**, Cilt. 8, Sayı. 14, ss. 67-101, doi: 10.14784/jfrs.87278

ÇOLAK, Ömer Faruk, "Türk Bankacılık Sektörünün Şubat 2001 Krizi Sonrası Durumu ve Yeniden Yapılandırma Programı", **Avrupa Birliğine Giriş Sürecinde Balkanlarla İlişkiler ve Türkiye Ekonomisi Sempozyumu**, Türkiye Ekonomi Kurumu ve Trakya Üniversitesi, Mart 2003.

ÇOLAKOĞLU, Bayram (2002), "Enflasyon Hedeflemesi Stratejisine Geçiş Bağlamında TC Merkez Bankası Bağımsızlığının Fonksiyonelliği", **Kocaeli Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi**, Sayı. 4, 17-31.

DARICI, Burak (2012), "Finansal İstikrar ve Finansal İstikrara Yönelik Kamusal Sorumluluk Çerçevesinde Para Politikası: Türkiye Analizi" **Bankacılar Dergisi**, Özel Araştırma 83.

DEMİR, Faruk – Ayşegül Karabıyık – Emine Ermişoğlu (2008), "ABD Mortgage Krizi", **Çalışma Tebliği Sayı: 3**, Ankara, BDDK.

Devlet Planlama Teşkilatı (2001), **Katılım Öncesi Ekonomik Program**, Ankara, <http://www.sbb.gov.tr/wp->

content/uploads/2018/10/Kat%C4%B1%C4%B1m_%C3%96ncesi_Ekonomik_Program_2001.pdf, (Erişim: 30.05.2018).

DORNBUSCH, Rudiger (2001), "A Primer on Emerging Market Crises." **NBER Working Paper**, No. 8326, <https://www.nber.org/chapters/c10648.pdf>, (Erişim: 23.11.2018)

DORUK, Ömer Tuğsal (2014), "Gölge Bankacılık ve Türkiye", **TBB Yayın**, No. 300, İstanbul.

ECB (2009), Asset Purchase Programme, <https://www.ecb.europa.eu/mopo/implement/omt/html/index.en.html> (Erişim 03.03.2019).

ECB (2014), "The ECB's Forward Guidance", Monthly Bulletin, https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/other/art1_mb201404en_pp65-73en.pdf, (Erişim: 19.05.2019).

EĞİLMEZ, Mahfi (2008), **Küresel Finans Krizi Piyasa Sisteminin Eleştirisi**, 15. Baskı, İstanbul: Remzi Kitap Evi.

EHLERS, Torsten (2012), "The effectiveness of the Federal Reserve's Maturity Extension Program - Operation Twist 2: the portfolio rebalancing channel and public debt management," **BIS Papers chapters**, in: Bank for International Settlements (ed.), Threat of fiscal dominance?, Vol. 65, pp. 245-255 Bank for International Settlements. <https://www.bis.org/publ/bppdf/bispap65.pdf>, (Erişim: 05.02.2019).

EICHENGREEN, Barry (2001), "Crisis Prevention and Management: Any New Lessons from Argentina and Turkey?", Background paper written for the World Bank's Global Development Finance, <http://citeseerx.ist.psu.edu/viewdoc/download;jsessionid=649D3F94A088B94808DB6BFF662A1D02?doi=10.1.1.199.8963&rep=rep1&type=pdf>, (Erişim: 11.10.2019).

EMİRKADI, Ömer (2017), "2008 Küresel Krizi ve Değişen Para Politikaları: Dünyada ve Türkiye'de Faiz Koridoru Uygulaması", **Karadeniz Sosyal Bilimler Dergisi**, Cilt. 9, Sayı. 2, ss. 465-486

ERGIN, Numan Emre (2013), **Hasta Adam Avrupa: Avro Kirizi, Avro Bölgesinde Borç Kirizi ve Krize Karşı Alınan Tedbiler**, İstanbul: Yapım Tanıtım Yayıncılık.

ERMİŞOĞLU, Ergün (2011), “Enflasyon Hedeflemesi Rejiminin Türkiye’deki Başarısının Değerlendirilmesi”, Uzmanlık Yeterlilik Tezi, Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası, Piyasalar Genel Müdürlüğü, Ankara.

EROĞLU, İlhan (2007), "Açık Enflasyon Hedeflemesi Stratejisi ve Türkiye Deneyimi", **Karamanoğlu Mehmetbey Üniversitesi İktisadi İdari Bilimler Fakültesi Dergisi**, Yıl. 9, Sayı. 13, ss. 1-28.

EROĞLU, Nadir – Arif Orçun Söylemez – Cemil Alıç (2016), "Türkiye’de Zorunlu Karşılıklar ve Tüketici Kredileri: Ekonometrik Bir Model Denemesi", **Marmara Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Dergisi**, Cilt. 38, Sayı. 2, ss. 63-86, doi: 10.14780/muiibd.281323

EROĞLU, Nadir – Funda Kara (2017), “Makro İhtiyati Para Politikası Araçları ve Türkiye Uygulaması Üzerine Genel Bir Bakış”, **İşletme ve Finans Çalışmaları Dergisi**, Cilt. 6, Sayı. 2, 2017, ss. 59-88.

EROĞLU, Nadir – İlhan Eroğlu (2009), “Enflasyon Hedeflemesi Rejimi Çerçevesinde Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankasının Kredibilite ve Hesap Verebilirlik Sorunu”, **Maliye ve Finans Yazıları**, Cilt. 1, Yıl. 23, Sayı: 85, ss.79-109.

ERSEL, Hasan – Fatih Özatay (2008), "Fiscal Dominance and Inflation Targeting: Lessons From Turkey," **Emerging Markets Finance and Trade**, Taylor & Francis Journals, Cilt. 44, Sayı. 6, ss. 21-35.

ERSOY, Hicabi – Gökhan Işıl (2016), "Küresel Kriz Sonrası Merkez Bankası Para Politikaları ve Finansal Sistem Üzerine Etkileri" **İstanbul Ticaret Üniversitesi Sosyal Bilimler Dergisi**, Özel Sayı. 29, ss. 349-374.

ERTUĞRUL, Ahmet – Erinç Yeldan (2003), “On The Structural Weaknesses Of The Post-1999 Turkish Dis-Inflation Program” **Turkish Studies Quarterly**, Cilt. 4, Sayı: 2, https://www.academia.edu/23881334/3_On_the_Structural_Weaknesses_of_the_post-1999_Turkish_Disinflation_Program, (Erişim: 16.11.2018).

ERTUĞRUL, Ahmet – Faruk Selcuk (2002), “A Brief Account of the Turkish Economy:1980-2001”, In **Inflation and Disinflation in Turkey**, ed. Faruk Selcuk, Libby Rittenberg and Aykut Kibritcioglu, Ashgate Publishing Company Limited, Chapter 2, ss. 1-27, http://econ.boun.edu.tr/content/old_files/ec47001/9239.pdf (Erişim: 12.05.2018).

ERTUĞRUL, Cemil – Evren İpek – Olcay Çolak (2010), "Küresel Mali Krizin Türkiye Ekonomisine Etkileri", **Yönetim ve Ekonomi Araştırmaları Dergisi**, Cilt. 8, Sayı. 13, ss. 59-72.

FALAGIARDA, Matteo – Stefan Reitz (2015), "Announcements of ECB unconventional programs: Implications for the sovereign spreads of stressed euro area countries", **Journal of International Money and Finance**, Vol. 53, No. C, pp. 276-295

FARHI, Maryse – Marcos Antonio, Macedo Cintra (2009), "The Financial Crisis and the Global Shadow Banking System", **Revue de la régulation**, No. 5, pp.1- 19.

FED (2018), Reserve Requirements, <https://www.federalreserve.gov/monetarypolicy/reservereq.html>, (Erişim: 13.03.2019).

FİLİZ BAŞTÜRK, Meryem – Emin Ertürk (2018), “Küresel Kriz Sonrası Gelişmiş Ülke Merkez Bankalarının Negatif Faiz Oranı Politikası Uygulamaları: Bir Değerlendirme”, **Bahkesir Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi**, Cilt. 21, Sayı. 40, ss. 289-312.

FİLİZ BAŞTÜRK, Meryem (2017), "Non-Standart Monetary Policies Implemented by the European Central Bank After the Financial Crisis", **Marmara Üniversitesi Öneri Dergisi**, Cilt. 12, Sayı. 48, pp. 81-105.

FIRAT, Emine (2009), “Türkiye’de 1980 Sonrası Yaşanan Üç Büyük Kriz ve Sonuçlarının Ekonomi Politikası”, **Sosyal Ekonomik Araştırmalar Dergisi**, Cilt. 9, Sayı. 17, ss. 501-524.

FIRAT, Emine (2013), "Ekonomik Kriz ile Mücadelede Maliye Politikasının Rolü", **Niğde Üniversitesi İİBF Dergisi**, Cilt. 6, Sayı. 1, ss. 298-313.

FISCHER, Stanley (2001), “Exchange Rate Regimes: Is the Bipolar View Correct?” International Monetary Fund, **Journal of Economic Perspectives**, Vol.15,

No.2 <https://www.imf.org/external/np/speeches/2001/010601a.pdf> , (Erişim: 26.04.2018).

FLEMING, Michael J. – Warren B. Hrunġ – Frank M. Keane (2009), "The Term Securities Lending Facility: Origin, Design, and Effects", Federal Reserv Bank of New York, **Current Issues in Economic and Finance**, Vol. 15, No. 2, pp. 1-11.

FOLY-FISHER, Nathan – Rodney Ramcharan – Edison Yu (2016), "The impact of unconventional monetary policy on firm financing constraints: Evidence from the maturity extension program" **Journal of Financial Economics**, Vol. 122, No. 2, pp. 1-21.

FRAGA, Arminio – Ilan Goldfajn – André Minella, 2004. "Inflation Targeting in Emerging Market Economies," NBER Chapters,in: NBER Macroeconomics Annual 2003, Vol. 18, 365-416 <https://www.nber.org/chapters/c11446.pdf> (Erişim 18.05.2018)

GENÇAY Ramazan – Faruk Selçuk (2001), "Overnight borrowing, interest rates and extreme value theory", Bilkent University Department of Economics, Discussion Paper No 01–03.

GENÇLER, Ayhan (2005), "2001 Ekonomik Krizinin Bankacılık Sekt r ndeki İstihdama Etkisi", Sosyal Siyaset Konferansları Dergisi, Cilt: 0, Sayı: 50, 351-365

GORTON, Gary – Andrew Metrick (2012), "Securitization", **NBER Working Papers 18611**, National Bureau of Economic Research, Inc. <https://www.nber.org/papers/w18611.pdf> (Erişim: 17.04.2019).

G ÇER, İsmet – Abdullah  zdemir (2012), "2008 Küresel Ekonomik Krizin Nedenleri ve Seçilmiş  lke Ekonomilerine Etkileri: Ekonometrik Bir Analiz", **Sosyal Bilimler Dergisi**, Cilt. 14, Sayı. 1, ss. 191-210, doi.org/10.11611/JMER2

GRAY, Simon (2011), "Central Bank Balances and Reserve Requirements", **IMF Working Paper**, WP/11/36.

GUPTA, Vandana, R. K. Mittal, ve V. K. Bhalla (2010), "Role of the Credit Rating Agencies in the Financial Market Crisis", **Journal of Development and Agricultural Economics**, Vol. 2, No. 7, pp. 268-276

GÜÇLÜ, Hakan (2004), “Bankacılık Sektörünün Yeniden Yapılandırma Programı”,

http://www.hakanguclu.com/calismalar/Bankacilik_Sektoru_Yeniden_Yapilandirma_Programi.pdf, (Erişim: 29.05.2018).

GÜLOĞLU, Bülent ve Ender Altınoğlu (2002), “Finansal Serbestleşme Politikaları ve Finansal Krizler: Latin Amerika, Meksika, Asya ve Türkiye Krizleri”, **İstanbul Üniversitesi Siyasal Bilgiler Fakültesi Dergisi**, Sayı. 27, ss. 107-134.

GÜRAL, Mehmet (2001), “İç Borç Takasının Nedenleri ve Etkileri”, **İktisat İşletme ve Finans**, https://www.academia.edu/913673/%C4%B0%C3%A7_Bor%C3%A7_Takas%C4%B1n_Nedenleri_ve_Etkileri, (Erişim: 29.03.2018).

Hazine Müsteşarlığı (2005), Faaliyet Raporu, Ankara, Kasım. <https://ms.hmb.gov.tr/uploads/2019/01/Hazine-M%C3%BCste%C5%9Farl%C4%B1%C4%9F%C4%B1-2005Y%C4%B1%C4%B1-Faaliyet-Raporu.pdf>, (Erişim 07.07.2018).

Hazine ve Maliye Bakanlığı (2018), 2017 Yılı Genel Faaliyet Raporu, Haziran, <https://ms.hmb.gov.tr/uploads/2019/06/2017-Y%C4%B1%C4%B1-Genel-Faaliyet-Raporu.pdf>, (Erişim: 24.05.2019).

HEPAKTAN, C. Erdem – Serkan Çınar (2011), "Mali Krizler ve Son Mali Krizin (2008) Reel Sektöre Etkileri", **Dumlupınar Üniversitesi Sosyal Bilimler Dergisi**, Sayı. 30, ss. 155-168.

HSU, Jason – Max Moroz (2009), "Shadow Banks and the Financial Crisis of 2007-2008", In **The Banking Crisis Handbook**, ed. Greg Gregorian, New York: CRC Press, Chapter 3.

IMF (2010), "Regional Economic Outlook: Western Hemisphere Heating up in the South, Cooler in the North", **World Economic and Financial Surveys**, Washington, D.C..

İNAN, Emre Alper (2006), "Türkiye’de 2002-2005 Döneminde Tasarruf Dengeleri ve Ani Kesinti İhtimali", **Bankacılar Dergisi**, Sayı: 59, ss. 16-38.

ISHI, Kotaro – Mark Stone – Etienne B. Yehoue (2009), "Unconventional Central Bank Measures for Emerging Economies", **IMF Working Paper**, WP: 09/226.

JACKSON, Harriet (2015), "The International Experience with Negative Policy Rates", **Bank of Canada Staff Discussion Paper**, No. 2015-13, Bank of Canada.

JOBST, Andreas (Andy) – Huidan Lin (2016), "Negative Interest Rate Policy (NIRP): Implications for Monetary Transmission and Bank Profitability in the Euro Area", **IMF Working Paper**, WP: 16/172.

KACPERCZYK, Marcin – Philipp Schnabl (2010), "When Safe Proved Risky: Commercial Paper during the Financial Crisis of 2007–2009", **Journal of Economic Perspectives**, Vol. 24, No. 1, pp. 29-50.

KADIOĞLU, Ferya – Zelal Kotan – Gülbin Şahinbeyoğlu (2001), "Kura Dayalı İstikrar Proqramı Uygulaması ve Ödemeler Dengesi Gelişmeleri: Türkiye 2000", <https://core.ac.uk/download/pdf/7061431.pdf>, (Erişim: 07.06.2018).

KAHN, George A. (2010), "Monetary Policy under a Corridor Operating Framework", **Economic Review**, Federal Reserve Bank of Kansas City.

KANSU, Aydan – Cem Mehmet Baydur (2008), "Faiz Düzeyinin Döviz Krizini Önlemedeki Rolü: Türkiye Şubat 2001 Krizinin Değerlendirilmesi", **Gazi Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi**, Cilt.10, Sayı. 1, ss. 19-41.

Kara A. Hakan – Musa Orak (2008), Enflasyon Hedeflemesi, TCMB, Ekonomik Tartışmalar Konferansı, İstanbul, 10 Ekim, https://www.tcmb.gov.tr/wps/wcm/connect/6d56677c-1a8e-4a26-a4be-e4935b9a8533/kara_orak.pdf?MOD=AJPERES&CACHEID=ROOTWORKSPACE-6d56677c-1a8e-4a26-a4be-e4935b9a8533-m3fBal-

KARA, A. Hakan (2008), "Turkish Experience With Implicit Inflation Targeting", **Central Bank Review**, Research and Monetary Policy Department, Central Bank of the Republic of Turkey, Cilt. 8, Sayı. 1.

KARA, A. Hakan (2012), "Küresel Kriz Sonrası Para Politikası", TCMB Çalışma Tebliği No: 12/17.

KARACA, Coşkun (2014), "Uygulanan Para ve Maliye Politikaları Açısından Geçmiş Krizler ve 2008 Küresel Ekonomik Krizin Karşılaştırmalı Analizi", **Çankırı Karatekin Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi**, Cilt. 5, Sayı. 1, ss. 263-286.

KARAÇOR, Zeynep – Sevilay Konya – Mücahide Küçüksucu (2017), "Kriz Aralıklarında Gelir Dağılımı Meselesine Dair Bir Projeksiyon: Türkiye Ekonomisi Örneği", **2nd International Congress on Political, Economic and Social Studies (ICPESS)**, pp. 231-251.

KARAÇOR, Zeynep (2006), "Öğrenen Ekonomi Türkiye: Kasım 2000-Şubat 2001 Krizinin Öğrettikleri", **Selçuk Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi**, Sayı. 16, ss. 379-391.

KARAGÖZ, Kadir (2007), "Türkiye`de Doğrudan Yabancı Yatırım Girişlerini Belirleyen Faktörler: 1970-2005", **Journal of Yasar University**, Cilt. 2, Sayı. 8, ss. 929-948.

KARAGÖZLÜ, İmran Emre (2016), "2008 Krizinde Amerikan Merkez Bankası, Avrupa Merkez Bankası ve Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası'nın Geleneksel Olmayan Para Politikalarının Analizi", Doktora Tezi, İstanbul: Marmara Üniversitesi.

KARAKURT, Birol (2010), "Küreselmali Krizi Önlemede Maliye Politikasının Rolü ve Türkiye`nin Krize Maliye Politikası Cevabı", **Atatürk Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Dergisi**, Cilt. 24, Sayı. 2, ss. 167-195.

KARAŞ, Zeynep (2017), "2008 Küresel Krizi Sırasında Merkez Bankaları Tarafından Uygulanan Geleneksel Olmayan Para Politikaları", **Uluslararası Sosyal Araştırmalar Dergisi**, Cilt. 10, Sayı. 48, ss. 630-639.

KARTAL, Fikret (2011), "Türkiyede Enflasyon Hedeflemesi Stratejisi ve Para Politikasının Görünümü", **Maliye Finans Yazıları**, Cilt. 25, Sayı. 91, ss. 77-100

KAYA, Dilek Göze – Ayşe Durgun Kaygısız (2015), "2008 Küresel Krizi ve Sonrasında Türkiye`de Uygulanan Maliye Politikalarına Genel Bir Bakış", **Uluslararası Yönetim İktisat ve İşletme Dergisi**, Cilt. 11, Sayı. 26, ss. 171-194.

KAYA, Mehmet (2016), "Türkiye`de Cari Açık Sorunu ve Nedenleri", **Dicle Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi**, Cilt. 6, Sayı. 10, ss. 51-75.

KEISTER, Todd (2008), Antoine Martin and James McAndrews, "Divorcing Money from Monetary Policy", Federal Reserve Bank of New York, **Economic Policy Review**, Vol. 14, No. 2, pp. 41-56.

KESKİN, Ekrem – Emre Alpan İnan – Melike Mumcu – Pelin Erdönmez (2008), "50. Yılında Türkiye Bankalar Birliği ve Türkiye’de Bankacılık Sistemi (1958-2007)", Ankara: Türkiye Bankalar Birliği Yayınları, No: 262.

KESKİN, Hidayet – Hakan.M. Kiriş – Canan Şentürk (2006), "2001 Krizinin Ekonomik ve Siyasi Yönleri Üzerine Bir Değerlendirme Çabası", **Süleyman Demirel Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi**, Cilt. 2, Sayı. 4, ss. 46-73

KESKİN, Nagehan (2018), "Küresel Kriz Sonrası Türkiye’de Yeni Para Politikası Yaklaşımının Benimsenmesinde Sermaye Akımlarının Rolü ve Sermaye Kontrollerine İlişkin Bir Değerlendirme", **Yönetim Bilimleri Dergisi**, Cilt. 16, Sayı. 31, ss. 161-195.

KİBRİTÇİOĞLU, Aykut (2001), "Türkiye’de Ekonomik Krizler ve Hükümetler, 1969-2001", **Yeni Türkiye Dergisi**, Ekonomik Krizler Özel Sayısı, Sayı. 41, ss. 174-182.

KİBRİTÇİOĞLU, Aykut (2010), "Effects of Global Financial Crisis on Turkey", International Conference on The Social Market Economy and its Perception in Islam, **Konrad Adenauer Foundation**, Faculty of Divinity, Ankara University, Ankara,

KIRCI, Hülya (2017), "Küresel Finansal Krizden Çıkış Amacıyla Alınan Önlemler ve Sonuçlar", Doktora Tezi, Ankara: Yıldırım Beyazıt Üniversitesi.

KLYUEV, Vladimir – Phil de Imus – Krishna Srinivasan (2009), "Unconventional Choices for Unconventional Times: Credit and Quantitative Easing in Advanced Economies", **IMF Staff Position Note**.

KONYA, Sevilay – Sadife Güngör – Zeynep Karaçor (2015), "Banking Crisis and Economic Effects of the Banking Crisis in Turkey", **World Academy of Science, Engineering and Technology**, Vol. 9, No. 10, pp. 3675-3680.

KÖSE, Yaşar (2015), Murat Atik ve Bülent Yılmaz, " Türkiye İçin Negatif Faiz Oranının Uygulanabilirliği ve Analitik Olarak İncelenmesi", **Finansal Araştırmalar ve Çalışmalar Dergisi**, Cilt. 7, Sayı. 13, ss. 321-339.

KRUGMAN, Paul (2009), **The Return of Depression Economics and the Crisis of 2008**, New York: W. W. Norton & Company.

KURODA, Haruhiko (2016), "Quantitative and Qualitative Monetary Easing (QQE) with Yield Curve Control: New Monetary Policy Framework for Overcoming Low Inflation", Bank of Japan.

KUŞAT, Nurdan (2015), "Güçlü Ekonomiye Geçiş Programı Sonrası Cari Açıklar ve Hizmet Sektörünün Kullanılabilirliği", **Akademik Bakış Uluslararası Hakemli Sosyal Bilimler Dergisi**, Sayı: 51, ss. 32-48.

KUŞTEPELİ, Yeşim – Umut Halaç (2004), "Türkiye de Genel Gelir Dağılımının Analizi ve İyileştirilmesi", **Dokuz Eylül Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi**, Cilt. 6, Sayı. 4, ss. 1-22

KUTLU, Hüseyin Ali – N. Savaş Demirci (2011), "Küresel Finansal Krizi (2007-?) Ortaya Çıkaran Nedenler, Krizin Etkileri, Krizden Kısmi Çıkış Ve Mevcut Durum", **Muhasebe ve Finansman Dergisi**, Sayı. 52, ss. 121-135.

KUTTNER, Kenneth N. (2018), "Outside the Box: Unconventional Monetary Policy in the Great Recession and Beyond", **Journal of Economic Perspectives**, Vol. 32, No. 4, pp. 121–146.

KÜÇÜKSARAÇ, Doruk – Özgür Özel (2012), "Rezerv Opsiyonu Mekanizması ve Optimal Rezerv Opsiyonu Katsayılarının Hesaplanması", TCMB Çalışma Tebliği No: 12/32, Ankara.

LABONTE, Marc (2014), "Federal Reserve: Unconventional Monetary Policy Options", **Congressional Research Service**, Report R42962.

LIPPOLIS, Giuseppe (2017), "Quantitative Easing by The ECB and The Federal Reserve", Master's Degree Thesis, Padova: Università degli Studi di Padova.

MACLEAN, Brian K. (2015), "Quantitative easing", In The **Encyclopedia of Central Bank**, ed. Louis-Philippe Rochon and Sergio Rossi, Cheltenham and Northampton, Edward Elgar Publishing Limited.

MARSHALL, John (2009), "The financial Crisis in the US: Key Events, Causes and Responses", **The House of Commons Library**, Research Paper 09/34.

MAYER, Christopher – Karen Pence – Shane M. Sherlund (2009), "The Rise in Mortgage Defaults", **Journal of Economic Perspectives**, Vol. 23, No. 1, pp. 27-50.

MICHEL, Norbert – Stephen Moore (2014), "Quantitative Easing, The Fed's Balance Sheet, and Central Bank Insolvency", **Heritage Foundation**, No: 2938.

MISHKIN, Frederic S. – Klaus Schmidt-Hebbel (2001), "A Decade of Inflation Targeting in the World: What Do We Know and What Do We Need to Know", **NBER Working Paper 8397**, National Bureau of Economic Research, Inc.

MISHKIN, Frederic S. – Stanley G. Eakins (2004), **Financial Markets and Institutions**, Boston: Pearson Education, Inc, 7th edition.

MISHKIN, Frederic S. (1999), "International Experiences with Different Monetary Policy Regimes", **NBER Working Paper No. 6965**, National Bureau of Economic Research, Inc. <https://www.nber.org/papers/w6965.pdf>, (Erişim: 14.05.2018)

MISHKIN, Frederic S. (2000), "Inflation Targeting in Emerging Market Countries", **The American Economic Review**, Cilt. 90, Sayı. 2, ss. 105-109.

MISHKIN, Frederic S. (2011), "Over the Cliff: From the Subprime to the Global Financial Crisis," **Journal of Economic Perspectives**, American Economic Association, Vol. 25, No. 1, pp. 49-70.

MOMMA, Kazuo – Shuji Kobayakawa (2014), "Monetary Policy After the Great Recession: Japan's Experience", **Monetary Policy after the Great Recession** Edited by Javier Vallés, Madrid: Funcas.

MONTORO, Carlos (2011), "Assessing the Role of Reserve Requirements Under Financial Frictions", Bank for International Settlements.

NAKASO, Hiroshi (2017), "Evolving Monetary Policy: The Bank of Japan's Experience", Bank of Japan.

OKTAR, Suat – Nadir Eroğlu – İlhan Eroğlu (2013), "2008 Global Finans Krizi, Parasal Aktarım Kanalları ve Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası'nın (TCMB) Deneysel Politika Çabaları", **Marmara Üniversitesi İ.İ.B. Dergisi**, Cilt. 35, Sayı. 2, ss. 1-28, doi: 10.14780/iibdergi.201324457

ONGÜN, M. Tuba (2001), "İstikrar Arayışından Krize: Bir Değerlendirme", **Gazi Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi**, Cilt. 3, Sayı. 2, ss. 1-14.

ORLOWSKI, Lucjan. T (2008), "Stages of the 2007/2008 Global Financial Crisis: Is There a Wandering Asset-Price Bubble?", **Economics E-Journal**, Discussion Papers, No. 43, pp.1-30, doi:10.2139/ssrn.1326649,<http://www.economics-ejournal.org/economics/discussionpapers/2008-43>

OSKAY, Cansel (2017), "Küresel Kriz Sonrasında Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankasının Uyguladığı Yeni Para Politikasının Etkinliği", **Selçuk Üniversitesi Sosyal ve Teknik Araştırmalar Dergisi**, Sayı: 14, ss. 6-28.

Ovyat, Cem (2009), "Krizin Gelir Dağılımı Etkileri", **Birikim Dergisi**, www.birikimdergisi.com/guncel-yazilar/291/krizin-gelir-dagilimi-etkileri, (Erişim:13.04.2019).

Öğüt, Kaan – Sercin Şahin (2012), "Türkiye’de Finansal İstikrar Sorununa Sistem Dinamiği Yaklaşımı", **TEK Uluslararası Ekonomi Konferansı**, 1-3 Kasım, İzmir.

Önder, Timur (2005), Para Politikası: Araçları, Amaçları ve Türkiye Uygulaması, Uzmanlık Yeterlilik Tezi, Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası Piyasalar Genel Müdürlüğü, Ankara.

Öz, Ersan (2006), "Türkiye’de Vergilendirme ve Ekonomik Kriz Beklentisi" <http://www.muhasabetr.com/yazarlarimiz/ersan/001/>, (Erişim: 30.05.2018).

Özatabay, Fatih – Güven Sak, (2003), "Banking Sector Fragility and Turkey ’s 2000-01 Financial Crisis", **Research and Monetary Policy Department**, Working Papers 0308, Central Bank of the Republic of Turkey.

Özatabay, Fatih (2009a), "Türkiye’de 2000-2008 Döneminde Para Politikası", **İktisat İşletme ve Finans**, Cilt. 24, Sayı. 275, 37-65, doi: 10.3848/iif.2009.275.1974

Özatabay, Fatih (2009b), **Finansal Krizler ve Türkiye**, 5. Baskı, İstanbul: Doğan Egmont Yayını.

Özatabay, Fatih (2012a), "Para Politikasında Yeni Arayışlar ve TCMB", **Türkiye Ekonomi Politikaları Araştırma Vakfı Raporu**, R 201202.

ÖZATAY, Fatih (2012b), "Para politikasında yeni arayışlar", **İktisat, İşletme ve Finans**, Cilt. 27, Sayı. 315, ss. 51-75.

PATTEILOHY, Christiaan – Jan Willem van den End – Mostafa Tabbae, Jon Frost ve Jakob de Haan (2013), "Unconventional monetary policy of the ECB during the financial crisis: An assessment and new evidence", **DNB Working Paper No. 381**.

PAVLIK, Zdeněk (2012), "The Monetary Policy of the ECB in the Time of Crisis The Current Empirical Analysis", **Současná Evropa**, Vol. 2012, No. 1, pp. 3-28.

PEREA, M. de Sola – M. Kasongo Kashama (2017), "The Negative Interest Rate Policy in The Euro Area and The Supply of Bank Loans", **Economic Review**, National Bank of Belgium, No. 3.

PRAET, Peter (2013), "Forward guidance and the ECB", <https://voxeu.org/article/forward-guidance-and-ecb>, (Erişim 14.03.2019).

ROUBINI, Nouriel – Stephen Mihm (2010), **Crisis Economics: A Crash Course In The Future Of Finance**, New York: The Penguin Press.

SCHINASI, Garry J. (2004), "Defining Financial Stability", **IMF Working Paper WP:04/187**.

SELÇUK, Bora (2010), "Küresel Krizin Türk Finans Sektörü Üzerindeki Etkileri", **Ekonomi Bilimleri Dergisi**, Cilt. 2, Sayı. 2, ss. 21-27.

SEREL, Alpaslan – Musa Bayır (2013), "2008 Finansal Krizinde Para Politikası Uygulamaları: Türkiye Örneği", **Yönetim ve Ekonomi Araştırmaları Dergisi**, Sayı. 19, ss. 59-80 , doi: <http://dx.doi.org/10.11611/JMER34>.

SHEEDY, Kevin D. (2017), "Conventional and Unconventional Monetary Policy Rules", **Journal of Macroeconomics**, Vol. 54, pp.1-31.

SHIRAI, Sayuri (2013), "Monetary Policy and Forward Guidance in Japan", Speeches at the International Monetary Fund and the Board of Governors of the Federal Reserve System.

SHIRAI, Sayuri (2015), "Unconventional Monetary Policies of the Bank of Japan and European Central Bank", Bank of Japan, September 2015.

SHIRAI, Sayuri (2018), **Mission İncomplete: Reflating Japan`s Economy**, Tokyo: Asian Development Bank İnstitute, Second Edition.

SİPHAİ, Nihal (2003), “Problemlı Kredilerin Yeniden Yapılandırılması Uluslararası Uygulamalar ve Türkiye Örneği”, Uzmanlık Yeterlilik Tezi, Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası Bankacılık ve Finansal Kuruluşlar Genel Müdürlüğü, Ankara.

SMAGHI, Lorenzo Bini (2009), "Conventional and unconventional monetary policy", Member of the Executive Board of the European Central Bank, **at the International Center for Monetary and Banking Studies (ICMB)**, Geneva, <https://www.bis.org/review/r090429e.pdf>, (Erişim: 12.04.2019)

STELLA, Peter (2009), "The Federal Reserve System Balance Sheet: What Happened and Why it Matters", **IMF Working Paper**, WP: 09/120,.

SUNGUR, Onur (2015), “2000 Sonrası Türkiye Ekonomisi: Büyüme, Enflasyon, İşsizlik, Borçlanma ve Dış Ticarete Gelişmeler”, **Toplum ve Demokrasi Dergisi**, Cilt. 9, Sayı. 19-20, ss. 243-269.

ŞAHİN, Begüm Erdil (2011), "Türkiye`nin Cari Açık Sorunu", **Ekonomi Bilimler Dergisi**, Cilt. 3, Sayı. 2, ss. 47-56.

TAKIM, Abdullah (2011), "Küresel Krizin Türkiye`de Finansal Kesim Üzerindeki Etkileri", **Elektronik Sosyal Bilimler Dergisi**, Cilt. Kış, Sayı. 35, ss. 337-352.

TBB (2002), “2001 Yılında Türk Bankacılık Sistemi “, **Bankacılar Dergisi**, Sayı. 42, ss. 1-19.

TBB (2009), Bankalarımız 2008, Yayın No: 264.

TCMB (1999), 2000 Yılı Enflasyonu Düşürme Programı: Kur ve Para Politikası Uygulaması, https://www.tcmb.gov.tr/wps/wcm/connect/555855c8-90e0-4740-9188-e5b03bdc96a8/baskan_ParaPol100.pdf?MOD=AJPERES&CACHEID=ROOTWORKSPACE-555855c8-90e0-4740-9188-e5b03bdc96a8-m3fB7oE, (Erişim: 02.03.2018)

TCMB (2001), Güçlü Ekonomiye Geçiş Programı, <https://www.tcmb.gov.tr/wps/wcm/connect/26640b7b-9641-4c35-99ec->

[cd10a9d4e51b/program.pdf?MOD=AJPERES&CACHEID=ROOTWORKSPACE-26640b7b-9641-4c35-99ec-cd10a9d4e51b-m3fB7oE](https://www.tcmb.gov.tr/wps/wcm/connect/098cd40c-d8e3-4197-8e31-3a4d0a9fbda7/kuresel.pdf?MOD=AJPERES&CACHEID=ROOTWORKSPACE-26640b7b-9641-4c35-99ec-cd10a9d4e51b-m3fB7oE), (Erişim: 30.05.2018)

TCMB (2002), “Küreselleşmenin Türkiye Ekonomisine Etkileri”, Ankara.
<https://www.tcmb.gov.tr/wps/wcm/connect/098cd40c-d8e3-4197-8e31-3a4d0a9fbda7/kuresel.pdf?MOD=AJPERES&CACHEID=ROOTWORKSPACE-098cd40c-d8e3-4197-8e31-3a4d0a9fbda7-m3fBaj9>, (Erişim: 03.03.2018)

TCMB (2002), 2001 Yıllık Raporu, Ankara,

TCMB (2003), 2002 Yıllık Rapor, Ankara.

TCMB (2005a), Enflasyon Hedeflemesi Rejiminin Genel Çerçevesi ve 2006 Yılında Kur ve Para Politikası, Sayı: 56.

TCMB (2005b), 2004 Yıllık Rapor, Ankara.

TCMB (2006a), Enflasyon Hedeflemesi Rejimi, Ankara.
<https://www.tcmb.gov.tr/wps/wcm/connect/TR/TCMB+TR/Main+Menu/Yayinlar/Kitap%2C+Kitapciklar+ve+Brosur/2006/> (Erişim: 16.05.2018)

TCMB (2006b), 2005 Yıllık Rapor, Ankara.

TCMB (2007), 2006 Yıllık Rapor, Ankara.

TCMB (2008a), 2009 Yılında Para ve Kur Politikası, Ankara, Aralık.

TCMB (2008b), Enflasyon Raporu 2008-IV, Ankara,
<https://www.tcmb.gov.tr/wps/wcm/connect/TR/TCMB+TR/Main+Menu/Yayinlar/Raporlar/Enflasyon+Raporu/2008/Enflasyon+Raporu+2008-IV> (Erişim: 17.04.2019)

TCMB (2009a), Enflasyon Raporu 2009-IV, Ankara,
<https://www.tcmb.gov.tr/wps/wcm/connect/TR/TCMB+TR/Main+Menu/Yayinlar/Raporlar/Enflasyon+Raporu/2009/Enflasyon+Raporu+2009-IV> (Erişim: 17.04.2019)

TCMB (2009b), 2008 Yıllık Rapor, Ankara.

TCMB (2009c), 2010 Yılında Para ve Kur Politikası, Ankara.

TCMB (2010a), 2009 Yıllık Rapor, Ankara.

TCMB (2010b), Zorunlu Karşılıklara İlişkin Basın Duyurusu, Sayı: 2010-68, Aralık.

TCMB (2011a), Merkez Bankaları ve İletişim - Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankasında İletişim Politikalarının Gelişimi, Ankara, <https://www.tcmb.gov.tr/wps/wcm/connect/TR/TCMB+TR/Main+Menu/Yayinlar/Kitap%2C+Kitapciklar+ve+Brosur/2011/> (Erişim: 18.05.2018)

TCMB (2011b), Basın Duyurusu, Sayı: 2011-21, Nisan, <https://www.tcmb.gov.tr/wps/wcm/connect/f39f3f6d-a45e-42f4-bce2-112e37fc2df7/DUY2011-21.pdf?MOD=AJPERES&CACHEID=ROOTWORKSPACE-f39f3f6d-a45e-42f4-bce2-112e37fc2df7-m3fC7.h>

TCMB (2011c), Enflasyon Raporu 2011-IV, Ankara, https://www.tcmb.gov.tr/wps/wcm/connect/3f038a60-2fd5-4e71-88bf-a5e69a08fa14/enf-ekim2011_tam.pdf?MOD=AJPERES&CACHEID=ROOTWORKSPACE-3f038a60-2fd5-4e71-88bf-a5e69a08fa14-m3fBaTm (Erişim: 24.05.2019).

TCMB (2011d), 2010 Yıllık Rapor, Ankara.

TCMB (2012a), 2011 Yıllık Rapor, Ankara.

TCMB (2012b), Merkez Bankası Bağımsızlığı, Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası ve Bağımsızlık, Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası, Ankara. <http://www.tcmb.gov.tr/wps/wcm/connect/40586e6c-06ff-47b6-9b2e-11d77611dfd6/01.pdf?MOD=AJPERES&CACHEID=ROOTWORKSPACE-40586e6c-06ff-47b6-9b2e-11d77611dfd6-m5lkoKU>

TCMB (2012c), Enflasyon Raporu: 2012-IV

TCMB (2013a), 2012 Yıllık Rapor, Ankara.

TCMB (2013b), Enflasyon Raporu: 2013-IV.

TCMB (2013c), Para Politikası Kurulu Kararı, Sayı: 2013-16, Mart, <https://www.tcmb.gov.tr/wps/wcm/connect/317cc197-49f4-45db-bfce-dc83cf61131f/DUY2013-16.pdf?MOD=AJPERES&CACHEID=ROOTWORKSPACE-317cc197-49f4-45db-bfce-dc83cf61131f-m3fBdSd> (Erişim: 03.05.2019).

TCMB (2013d), Para Politikası Kurulu Kararı, Sayı: 2013-25, Nisan, <https://www.tcmb.gov.tr/wps/wcm/connect/c958b4e9-8e97-40c1-86c4->

[1c184895f9bc/DUY2013-25.pdf?MOD=AJPERES&CACHEID=ROOTWORKSPACE-c958b4e9-8e97-40c1-86c4-1c184895f9bc-m3fBdSe](https://www.tcmb.gov.tr/wps/wcm/connect/54a01310-2f97-4332-aeaa-592eb7ef5ce2/DUY2013-25.pdf?MOD=AJPERES&CACHEID=ROOTWORKSPACE-c958b4e9-8e97-40c1-86c4-1c184895f9bc-m3fBdSe) (Erişim: 03.05.2019).

TCMB (2013e), Para Politikası Kurulu Kararı, Sayı: 2013-31, Mayıs, <https://www.tcmb.gov.tr/wps/wcm/connect/54a01310-2f97-4332-aeaa-592eb7ef5ce2/DUY2013-31.pdf?MOD=AJPERES&CACHEID=ROOTWORKSPACE-54a01310-2f97-4332-aeaa-592eb7ef5ce2-m3fBdSf> (Erişim: 08.05.2019).

TCMB (2013f), Para Politikası Kurulu Kararı, Sayı: 2013-51, Temmuz, <https://www.tcmb.gov.tr/wps/wcm/connect/b9baa00b-81de-4535-8d74-a827c581839e/DUY2013-51.pdf?MOD=AJPERES&CACHEID=ROOTWORKSPACE-b9baa00b-81de-4535-8d74-a827c581839e-m3fBdSe> (Erişim: 24.05.2019).

TCMB (2014a), 2013 Yıllık Rapor, Ankara.

TCMB (2014b), Bülten, Sayı: 35, <https://www.tcmb.gov.tr/wps/wcm/connect/9275f9d6-8c0b-4f7e-b275-c4461e4deb0e/BULTEN35.pdf?MOD=AJPERES&CACHEID=ROOTWORKSPACE-9275f9d6-8c0b-4f7e-b275-c4461e4deb0e-m3fB9EI> (Erişim: 14.05.2019)

TCMB (2014c), Para Politikası Kurulu Kararı, Sayı: 2014-07, Ocak, <https://www.tcmb.gov.tr/wps/wcm/connect/363912b7-90c9-49b1-97a8-3946b26a0364/DUY2014-07.pdf?MOD=AJPERES&CACHEID=ROOTWORKSPACE-363912b7-90c9-49b1-97a8-3946b26a0364-m3fBdZB> (Erişim: 24.05.2019).

TCMB (2014d), Para Politikası Kurulu Kararı, Sayı: 2014-36 Mayıs, <https://www.tcmb.gov.tr/wps/wcm/connect/4ffc98b8-0cad-45dd-a8f8-e945bb718cb6/DUY2014-36.pdf?MOD=AJPERES&CACHEID=ROOTWORKSPACE-4ffc98b8-0cad-45dd-a8f8-e945bb718cb6-m3fBdZC> (Erişim: 16.05.2019).

TCMB (2014e), Para Politikası Kurulu Kararı, Sayı: 2014-46, Haziran, <https://www.tcmb.gov.tr/wps/wcm/connect/e69a09ca-8e67-401c-85ba->

[bfd218a430fe/DUY2014-46.pdf?MOD=AJPERES&CACHEID=ROOTWORKSPACE-69a09ca-8e67-401c-85ba-bfd218a430fe-m3fBdZE](https://www.tcmb.gov.tr/wps/wcm/connect/ca389452-edc4-42a8-bd99-e12810550d5b/DUY2014-46.pdf?MOD=AJPERES&CACHEID=ROOTWORKSPACE-69a09ca-8e67-401c-85ba-bfd218a430fe-m3fBdZE) (Erişim: 09.05.2019).

TCMB (2014f), Para Politikası Kurulu Kararı, Temmuz, <https://www.tcmb.gov.tr/wps/wcm/connect/ca389452-edc4-42a8-bd99-e12810550d5b/DUY2014-52.pdf?MOD=AJPERES&CACHEID=ROOTWORKSPACE-ca389452-edc4-42a8-bd99-e12810550d5b-m3fBdZD> (Erişim: 24.05.2019).

TCMB (2015a), 2014 Yıllık Rapor, Ankara.

TCMB (2015b), Para Politikası Kurulu Kararı, Sayı: 2015-02, Ocak, <https://www.tcmb.gov.tr/wps/wcm/connect/tr/tcmb+tr/main+menu/duyurular/basin/2015/duy2015-02> (Erişim: 24.05.2019).

TCMB (2015c), Para Politikası Kurulu Kararı, Sayı: 2015-13, Şubat, <https://www.tcmb.gov.tr/wps/wcm/connect/tr/tcmb+tr/main+menu/duyurular/basin/2015/duy2015-13> (Erişim: 24.05.2019).

TCMB (2015d), Basın Duyurusu, Sayı: 2015-56, Ağustos, <https://www.tcmb.gov.tr/wps/wcm/connect/3631c17c-e0cf-4bb4-bb9e-5a93abe5f38d/DUY2015-56.pdf?MOD=AJPERES&CACHEID=ROOTWORKSPACE-3631c17c-e0cf-4bb4-bb9e-5a93abe5f38d-m3fC937> (Erişim: 24.05.2019).

TCMB (2016a), 2015 Yıllık Rapor, Ankara.

TCMB (2016b), Para Politikası Kurulu Kararı, Sayı: 2016-13, Mart, <https://www.tcmb.gov.tr/wps/wcm/connect/tr/tcmb+tr/main+menu/duyurular/basin/2016/duy2016-13> (Erişim: 15.05.2019).

TCMB (2016c), Basın Duyurusu, Sayı: 2016-56, Kasım, <https://www.tcmb.gov.tr/wps/wcm/connect/17ca204c-b2d2-4f67-bf29-bde6bb833d1e/DUY2016-56.pdf?MOD=AJPERES&CACHEID=ROOTWORKSPACE-17ca204c-b2d2-4f67-bf29-bde6bb833d1e-m3fC935> (Erişim: 24.05.2019).

TCMB (2016d), Para Politikası Kurulu Kararı, Sayı: 2016-59, Kasım, <https://www.tcmb.gov.tr/wps/wcm/connect/tr/tcmb+tr/main+menu/duyurular/basin/2016/duy2016-59> (Erişim: 24.05.2019).

TCMB (2017a), 2016 Yıllık Rapor, Ankara.

TCMB (2017b), Para Politikası Kurulu Kararı, Sayı: 2017-04, Ocak, <https://www.tcmb.gov.tr/wps/wcm/connect/tr/tcmb+tr/main+menu/duyurular/basin/2017/duy2017-04> (Erişim: 24.05.2019).

TCMB (2018a), 2017 Yıllık Rapor, Ankara

TCMB (2018b), Basın Duyurusu, Sayı: 2018-56, Ağustos, <https://www.tcmb.gov.tr/wps/wcm/connect/5e42b77d-616b-49ff-9a0b-3acb620e3d94/DUY2018-30.pdf?MOD=AJPERES&CACHEID=ROOTWORKSPACE-5e42b77d-616b-49ff-9a0b-3acb620e3d94-mkFBRTC> (Erişim: 24.05.2019).

TCMB (2018c), Para Politikası Kurulu Kararı, Sayı: 2018-23, Haziran, <https://www.tcmb.gov.tr/wps/wcm/connect/tr/tcmb+tr/main+menu/duyurular/basin/2018/duy2018-23> (Erişim: 24.05.2019).

TCMB (2018d), Para Politikası Kurulu Kararı, Sayı: 2018-38, Eylül, <https://www.tcmb.gov.tr/wps/wcm/connect/tr/tcmb+tr/main+menu/duyurular/basin/2018/duy2018-38> (Erişim: 24.05.2019).

TCMB (2019a), 2018 Yıllık Rapor, Ankara

TCMB (2019b), Para Politikası Kurulu Kararı, Sayı: 2019-23, Haziran, <https://www.tcmb.gov.tr/wps/wcm/connect/tr/tcmb+tr/main+menu/duyurular/basin/2019/duy2019-23> (Erişim: 24.05.2019).

TEPAV (2008), “2007-08 Küresel Finans Krizi ve Türkiye: Etkiler ve Öneriler”, Küresel Kriz Çalışma Grubu, 2008.

TEPAV (2009), Türkiye Ekonomisi için Kriz Önlemleri, TEPAV Küresel Kriz Çalışma Grubu Raporu.

The Financial Crisis Inquiry Commission (2011), "The Financial Crisis Inquiry Report: Final Report of the National Commission on the Causes of the Financial and

Economic Crisis in the United States", ed. Official Government, Public Affairs, Perseus Book Group.

THORNTON, Daniel L. (2014), "QE: Is There a Portfolio Balance Effect?", Federal Reserve Bank of St. Louis, Vol. 96, No. 1, pp. 55-72.

TOKUCU, Erkan (2012), "Hyman Minsky'nin Finansal İstikrarsızlık Hipotezi Çerçevesinde Finansal Krizler ve Çözüm Önerileri", **Ankara Üniversitesi SBF Dergisi**, Cilt. 67, No .2, ss. 189-212.

TRICHET, Jean-Claude (2009), "The ECB's response to the crisis", ECB speech. <https://www.bis.org/review/r090224a.pdf> (Erişim: 12.12.2018).

TUNÇ, Hakan (2003), "The Lost Gamble: The 2000 and 2001 Turkish Financial Crisis in Comparative Perspective", In **The Turkish Economy in Crisis**, ed. Öniş, Ziya and Rubin, Barry, London: Frank Cass&Co. Ltd., ss. 31-52.

TURAN, Zübeyi (2015), "2002-2012 Yılları Arasında Türk İktisat Politikasındaki Gelişmeler", **Niğde Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi**, Cilt. 8, Sayı. 1, ss. 223-235.

TÜSİAD (2011), Türkiye Ekonomisi 2012, Ekonomik Araştırmalar Bölümü, No: TÜSİAD-T/2011-12/525, İstanbul, <https://tusiad.org/tr/yayinlar/raporlar/item/5220-turkiye-ekonomisi-2012>, (Erişim: 04.05.2019).

TÜSİAD (2012), Türkiye Ekonomisi 2013, Ekonomik Araştırmalar Bölümü, No: TÜSİAD-T/2012-12/539, İstanbul, <https://tusiad.org/tr/yayinlar/raporlar/item/6337-turkiye-ekonomisi-2013>, (Erişim: 12.05.2019).

TÜSİAD (2013), Türkiye Ekonomisi 2014, Ekonomik Araştırmalar Bölümü, No: TÜSİAD-T/2013-12/548, İstanbul, <https://tusiad.org/tr/yayinlar/raporlar/item/7354-turkiye-ekonomisi-2014> (Erişim: 24.05.2019).

UÇKAÇ, Aynur (2017), "Kapitalizmin Üçüncü Krizi Karşısında Türkiye Ekonomisi", **Çalışma ve Toplum Dergisi**, Cilt. 53, Sayı. 2, ss. 645-665.

UEDA, Kazuo (2011), "The Effectiveness of Non-traditional Monetary Policy Measures: The Case of the Bank of Japan", **Center for Advanced Research in Finance**, CARF Working Paper.

UEDA, Kazuo (2012), "Japan's Deflation and the Bank of Japan's Experience with Nontraditional Monetary Policy", **Journal of Money, Credit and Banking**, Vol. 44, No. 1, pp. 175-190.

UĞURLU, Erginbay – Bedriye Saraçoğlu (2010), "Türkiye'de Enflasyon Hedeflemesi ve Enflasyonun Öngörüsü", **Dokuz Eylül Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi**, Cilt. 25, Sayı. 2, 57-72.

UYGUR, Ercan (2001), "Krizden Krize Türkiye: 2000 Kasım ve 2001 Şubat Krizleri", **Türkiye Ekonomi Kurumu Tartışma Metni**, Sayı: 1 <http://www.tek.org.tr/dosyalar/KRIZ-2000-20013.pdf> (Erişim: 23.03.2018).

UZAY, Nisfet (2012), "Finansal Krizin Reel Sektör Üzerindeki Etkileri ve Kriz Sonrası Temel Göstergelerdeki Değişim: Kayseri Örneği", **Süleyman Demirel Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Dergisi**, Cilt. 17, Sayı. 2, ss. 121-143.

ÜNSAL, Hilmi (2003), "Türkiye'de Finansal Serbestleşme Sürecinde İç Borçlanma ve Sermaye Piyasası Üzerindeki Etkileri", **Gazi Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi**, Cilt. 5, Sayı. 3, ss. 191-205.

VOYVODA, Ebru – Erinç Yeldan (2006), "Macroeconomics of Twin-targeting in Turkey: Analytics of a Financial Computable General Equilibrium Model", June http://yeldane.bilkent.edu.tr/econmodel/Voyvoda&Yeldan_AltIT-Turkey_2006.pdf (Erişim: 02.06.2018).

VURAL, Umut (2013), "Geleneksel Olmayan Para Politikalarının Yükselişi", TCMB Uzmanlık Yeterlilik Tezi, Ankara.

WHITE, Lawrence J. (2009), "The Credit Rating Agencies and the Subprime Debacle", **Critical Review**, Vol. 21, No. 2, pp. 389-399, doi: 10.1080/08913810902974964.

WHITESSELL, William (2006), "Interest Rate Corridors And Reserves", **Journal of Monetary Economics**, Vol: 56, No: 6, pp. 1177–1195.

WOODFORD, Michael (2013), "Forward Guidance by Inflation-Targeting Central Banks", Columbia University, pp. 1-61.

YAKUPOĞLU, Alper (2010), “Merkez Bankasının 2002-2009 Yılları Arasında Uyguladığı Para Politikası ve Kur Rejiminin Genel Bir Analizi”, **Maliye ve Finans Yazıları**, Cilt. 1, Sayı. 88, ss. 35-54.

YALÇIN, Alper, – Sevda Yalçın (2017), "Dünya Bankası ve IMF Verileri Işığında Türkiye'nin Ekonomik Görünümü (2000-2015)", **Hukuk ve İktisat Araştırmaları Dergisi**, Cilt. 9, Sayı. 1, ss. 63-87.

YAVUZ, Arif (2010), "Küresel Kriz ve İstihdama Etkisi", **Sosyal Siyaset Konferansları Dergisi**, Cilt. 0, Sayı. 58, ss. 1-32.

YAY, Gülsün Gürkan (2001), “1990’lı Yıllardaki Finansal Krizler ve Türkiye Krizi”, **Yeni Türkiye Dergisi**, Ekonomik Kriz Özel Sayısı II, Yıl. 7, Sayı. 42, <http://gulsunyay.com/portal/documents/files/yeniturkiye2.pdf> (Erişim: 13.05.2018).

YAY, Gürkan Gülsün (2006), "Para Politikası Stratejileri ve Enflasyon Hedeflemesi", **İktisat Dergisi**, Sayı. 470-471, ss. 3-24.

YAY, Turan – Gülsüm Gürkan Yay – Ensar Yılmaz (2001), **Küreselleşme Sürecinde Finansal Krizler ve Finansal Düzenlemeler**, İstanbul Ticaret Odası Yayınları, No: 47, İstanbul.

YELDAN, Erinç (2001a). **Küreselleşme Sürecinde Türkiye Ekonomisi: Bölüşüm, Birikim ve Büyüme**, 12. Baskı, İstanbul: İletişim Yayınları, 2001

YELDAN, Erinç (2001b), "On The IMF-Directed Disinflation Program In Turkey : A Program For Stabilization and Austerity Or A Recipe For Impoverishment and Financial Chaos?", ss. 1-27. <http://repository.bilkent.edu.tr/handle/11693/51909> (Erişim: 25.04.2018).

YELDAN, Erinç (2002), “İstikrar Kim İçin? Kriz İdaresi Üzerine Değerlendirmeler”, **Birikim Dergisi**, Sayı. 163- 164, Kasım-Aralık, <http://yeldane.bilkent.edu.tr/Birikim2002Kasim.pdf> (Erişim: 12.05.2018).

YİĞİTOĞLU, Ali İhsan (2005), “2001 Krizi Sonrası Dönemde Türkiye Ekonomisinin ve Bankacılık Sektörünün Değerlendirilmesi”, **Sosyo Ekonomi Dergisi**, Cilt.1, Sayı. 1, ss. 115-125.

YILDIZ, Fazlı (2014), "Türkiye'de 1990-2012 Döneminde Kamu Borç Yönetimi ve Kamu Borç Yapısındaki Değişim Üzerine Bir İnceleme", **Sakarya İktisat Dergisi**, Cilt. 3, Sayı. 4, ss. 67-104.

YILMAZ, Canan Binal – Eyüp Kahveci (2014), "Merkez Bankası İletişiminde Yeni Bir Araç: Sözle Yönlendirme (Forward Guidance) Ülke Örnekleri ve Türkiye Uygulamaları", **Bankacılar Dergisi**, Sayı. 88, ss. 5-27.

YILMAZ, Cihan – Ünzüle Kurt (2012), "Küresel Ekonomik Kriz Döneminde Türkiye Ekonomisinde Meydana Gelen Reel Daralma ve Cari İşlemler Hesabı İlişkisi", **II. Bölgesel Sorunlar ve Türkiye Sempozyumu**, ss. 303-311.

YILMAZ, Durmuş (2009), "Küresel Kriz, Etkileri ve Para Politikası Uygulamaları", TCMB, İstanbul.

YÜCEMEMİŞ, Başak Tanınmış – Ufuk Alkan – Canan Dağıdır (2015), " Yeni Bir Politika Aracı Olarak Faik Koridoru: Türkiye'de Para Politikası Kurulu Faiz Kararlarının Enflasyon Üzerinde Etkisi", **Finansal Araştırmalar ve Çalışmalar Dergisi**, Cilt. 7, Sayı. 13, ss. 449-478.

BURSA ULUDAĞ ÜNİVERSİTESİ

TEZ ÇOĞALTMA VE ELEKTRONİK YAYIMLAMA İZİN FORMU

Yazar Adı Soyadı	Faig GULUZADE
Tez Adı	2008 Finansal Krizin Ardından Türkiye`de Uygulanan Para Politikaları
Enstitü	Sosyal Bilimler Enstitüsü
Anabilim Dalı	İktisat
Tez Türü	Tezli Yüksek Lisans
Tez Danışman(lar)ı	Dr. Öğretim Üyesi Meryem FİLİZ BAŞTÜRK
Çoğaltma (Fotokopi Çekim) İzni Kısıtlama	<input type="checkbox"/> Patent Kısıt (2 yıl) <input 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.

Tarih : 31.07.2019

İmza :

