

T.C.
İSTANBUL ÜNİVERSİTESİ
SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ
İKTİSAT ANA BİLİM DALI

DOKTORA TEZİ

2008 KÜRESEL FİNANS KRİZİNİN
TCMB’NİN PARA POLİTİKALARINA ETKİSİ

MESUT ALTAR KAPLAN

2502010141

TEZ DANIŞMANI
PROF. DR. HALİL TUNALI

İSTANBUL - 2019



T.C.
İSTANBUL ÜNİVERSİTESİ
SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ

DOKTORA
TEZ ONAYI



ÖĞRENCİNİN;

Adı ve Soyadı : MESUT ALTAR KAPLAN Numarası : 2502010141
Anabilim Dalı / Anasanat Dalı / Programı : İKTİSAT Danışmanı : PROF. DR. HALİL TUNALI
Tez Savunma Tarihi : 01.11.2019 Saati : 10.30
Tez Başlığı : 2008 KÜRESEL FINANS KRİZİNİN TCMB'NİN PARA POLİTİKALARINA ETKİSİ.

TEZ SAVUNMA SINAVI, İÜ Lisansüstü Eğitim-Öğretim Yönetmeliği'nin 50. Maddesi uyarınca yapılmış, sorulan sorulara alınan cevaplar sonunda adayın tezinin KABULÜNE OYBİRLİĞİ / OYÇOKLUĞUYLA karar verilmiştir.

JÜRİ ÜYESİ	İMZA	KANAATİ (KABUL / RED / DÜZELTME)
1- PROF. DR. AHMET İNCEKARA		Kabul
2- PROF. DR. YUSUF TUNA		KABUL
3- PROF. DR. ERİŞAH ARICAN		KABUL.
4- PROF. DR. FERDA YERDELEN TATOĞLU		KABUL
5- PROF. DR. HALİL TUNALI		Kabul

YEDEK JÜRİ ÜYESİ	İMZA	KANAATİ (KABUL / RED / DÜZELTME)
1- PROF. DR. NADİR EROĞLU		
2- DOÇ. DR. SELMAN YILMAZ		

ÖZ

2008 KÜRESEL FİNANS KRİZİNİN TCMB’NİN PARA POLİTİKALARINA ETKİSİ

MESUT ALTAR KAPLAN

Dünya ekonomisinin son 20-25 yılında ciddi bir finansallaşmanın gerçekleştiği ve bu hızlı finansallaşmanın etkisiyle sıklıkla finansal krizlerin yaşandığı görülmektedir. Bu krizlere ise para politikaları aracılığıyla tepki gösterilmeye çalışılmaktadır. Bu çalışmada 2008 küresel finans krizinin para politikaları açısından bir değerlendirmesi yapılmıştır. Bu değerlendirme yapılırken öncelikle kriz ve finansal kriz kavramları üzerinde durulmuş; kriz kavramının tarihsel süreci, finansal krizle ilgili yaklaşımlar, finansal krizin çeşitleri ve modelleri gibi konular ele alınmıştır. Devamında para politikaları konusu üzerinde durulmuş ve para politikasının ne demek olduğu, para politikasının amaçları ve araçlarının neler olduğu, para politikasıyla ilgili stratejiler ve kuramsal tartışmaların neler olduğu konuları detaylıca ele alınmıştır. Sonrasında ise 2008 küresel finansal krizi ayrıntılı biçimde ele alınmış; krizin nasıl başladığı, kronolojisi, sebepleri, ülkelere yayılışı, kriz döneminde alınan tedbirler ve krizin dünya ekonomisine etkileri gibi konular üzerinde durulmuştur. Çalışmanın son bölümünde ise para politikaları açısından 2008 krizinin değerlendirmesi yapılarak çalışma noktalanmıştır.

Anahtar Kelimeler: Kriz, Finansal Kriz, Para Politikası, 2008 Küresel Finansal Krizi

ABSTRACT

THE EFFECT OF THE 2008 GLOBAL FINANCE CRISIS ON MONETARY POLICIES OF THE CBRT

MESUT ALTAR KAPLAN

It is observed that in the last 20-25 years of the world economy, there has been a serious financial crisis and financial crises have been experienced frequently due to this rapid financialization. These crises are reacted through money politics. In this study, a global financial crisis was assessed in terms of monetary policy. When this evaluation is made, firstly the concepts of crisis and financial crisis are emphasized; historical process of crisis concept, approaches about financial crisis, types of financial crisis and models. Later on, the issue of monetary policy was addressed and details of what monetary policy means, the aims of monetary policy and what instruments are, the strategies of monetary policy and theoretical debates. Then, the 2008 global financial crisis was discussed in detail; how the crisis started, chronology, reasons, spreading to the countries, measures taken during the crisis and the effects of the crisis on the world economy. In the last part of the study, the evaluation of the 2008 crisis was made in terms of monetary policy and the study was concluded.

Key words: Crisis, Financial Crisis, Monetary Policy, 2008 Global Financial Crisis

ÖNSÖZ

2008 Küresel Finans Krizi Amerika Birleşik Devletleri’ni etkilediği kadar Türkiye de dâhil olmak üzere tüm dünya ülkelerini derinden etkilemiştir. Krizin ortaya çıkışı ile birlikte iktisat biliminde de önemli tartışmalar ortaya çıkmış ve yaygın kanı halinde olan fiyat istikrarı sağlandığında finansal istikrarın kendiliğinden sağlanacağı düşüncesi yerle bir olmuştur. Bu düşüncenin yıkılışının ertesinde tüm ülkelerde merkez bankaları finansal istikrarı dikkate alan politika arayışlarına girmiştir. Biz de bu çalışmada küresel kriz sonrasında Türkiye özelinde ortaya çıkan yeni para politikası arayışlarını irdelemeye çalıştık.

Öncelikle çalışma konusunun belirlenmesinde ve çalışmanın hazırlanma sürecinin her aşamasında bilgilerini, tecrübelerini ve değerli zamanlarını esirgemeyerek çalışmaya katkıda bulunan kıymetli danışman hocam Sayın Prof. Dr. Halil Tunalı’ya teşekkürü bir borç bilirim.

Ayrıca çalışma süresi boyunca göstermiş oldukları anlayış ve yardımları nedeniyle İstanbul Vergi Dairesi Başkanlığı Tahsilat Takip Koordinasyon ve Değerlendirme Müdürlüğü çalışanları olan tüm mesai arkadaşlarıma teşekkür ederim.

Son olarak her türlü maddi manevi desteğini benden esirgemeyen ve açıkçası onun bu yönde dirayetli arzusu olmasa gerçeğe dönüşmesi mümkün olmayan bu çalışmayı bitirebilmemde katkısını ifade etmeye kelimelerin kâfi gelmediği sevgili eşim Seyide Kaplan’a müteşekkirim.

Mesut Altar KAPLAN

İstanbul

01.11.2019

İÇİNDEKİLER

ÖZ	iii
ABSTRACT	iv
ÖNSÖZ	v
İÇİNDEKİLER	vi
TABLolar LİSTESİ	xi
ŞEKİLLER LİSTESİ	xii
KISALTMALAR LİSTESİ	xiii
GİRİŞ	1
BİRİNCİ BÖLÜM	
KRİZ VE FİNANSAL KRİZ	7
1.1. Tarihsel Süreçte Kriz Kavramı	7
1.2. Krizin Özellikleri	8
1.3. Finansal Krizin Tarihsel Aşamaları	10
1.4. Finansal Krizleri Anlamaya Yönelik Davranışlar	12
1.4.1. Finansal Dalgalanma Kuramları	12
1.4.1.1. Finansal Dalgalanma Tanımı	13
1.4.1.2. Finansal Dalgalanma Kuramlarının Sınıflandırılması	14
1.4.1.2.1. Matematiksel Teoriler	14
1.4.1.2.2. İçsel Dalgalanma Kuramları	15
1.4.1.2.2.1. Keynes Ve Ekonomik Dalgalanmalar	15
1.4.1.2.2.2. Eksik Tüketim Kuramları	18
1.4.1.2.2.3. Yatırımlarla İlgili Kuramlar	20
1.4.1.2.2.4. Parasal Kuramlar	21
1.4.1.2.3. Dışsal Dalgalanma Kuramları	24
1.4.1.2.3.1. Reel Dalgalanma Kuramları	25
1.4.1.2.3.2. Tarımsal Ya Da Fiziki Kuramlar	27
1.4.1.2.3.3. Psikolojik Kuramlar	29
1.4.1.2.3.4. Diğer Dışsal Dalgalanma Kuramları	30
1.4.1.3. Finansal Dalgalanma Aşamaları	30

1.5.	Finansal Krizin Çeşitleri	33
1.5.1.	Para Krizleri	33
1.5.2.	Bankacılık Krizleri	35
1.5.3.	Sistemik Finansal Krizler	37
1.5.4.	İç Borç Krizleri	39
1.5.5.	Dış Borç Krizleri	39
1.6.	Finansal Kriz Modelleri	40
1.6.1.	Birinci Nesil Kriz Modelleri	40
1.6.2.	İkinci Nesil Kriz Modelleri	42
1.6.2.1.	Bulaşma Etkisi	44
1.6.3.	Üçüncü Nesil Kriz Modelleri	45
1.7.	Finansal Krizin Göstergeleri	47
1.8.	Finansal Krizlerin Boyutları	49
1.8.1.	Bölgesel Kriz	49
1.8.2.	Ulusal Kriz	49
1.8.3.	Küresel Kriz	50

İKİNCİ BÖLÜM

PARA POLİTİKALARI.....	51
2.1. Para Politikasının Tanımı	51
2.2. Para Politikasının Amaçları.....	52
2.2.1. Ekonomik Büyüme	53
2.2.2. Fiyat İstikrarı.....	55
2.2.3. Ödemeler Bilançosu Dengesi	59
2.2.4. Tam İstihdam	60
2.3. Para Politikası Araçları	61
2.3.1. Dolaylı Para Politikası Araçları	62
2.3.1.1. Zorunlu Karşılıklar Politikası.....	64
2.3.1.2. Reeskont Oranı.....	66
2.3.1.3. Açık Piyasa İşlemleri	67
2.3.1.4. Rezerv Opsiyon Mekanizması	68
2.3.2. Doğrudan Para Politikası Araçları	69

2.3.2.1.	Disponibilite Uygulaması	71
2.3.2.2.	Özel Mevduatlar.....	71
2.3.2.3.	Finansal Aracıların Portföylerinin Yeniden Düzenlenmesi	72
2.3.2.4.	Tüketici Ve Gayrimenkul Kredilerinin Kontrolü.....	72
2.3.2.5.	Farklılaştırılmış Reeskont Kotaları	73
2.3.2.6.	Ticari Banka Kredilerinin Selektif Kontrolü.....	73
2.3.2.7.	Tüketici Kredileri Kontrolü	74
2.4.	Para Politikasına İlişkin Kuramsal Tartışmalar	74
2.4.1.	Monetarist Yaklaşım	76
2.4.2.	Yeni Klasik Yaklaşım	77
2.4.3.	Reel İş Çevrimleri Yaklaşımı.....	78
2.4.4.	Yeni Keynesçi Yaklaşım.....	79
2.5.	Para Politikası Stratejileri.....	80
2.5.1.	Parasal Hedefleme Stratejisi	80
2.5.2.	Nominal Milli Gelir Hedeflemesi	81
2.5.3.	Döviz Kuru Hedeflemesi Stratejisi	82
2.5.4.	Enflasyon Hedeflemesi Stratejisi	83
2.6.	Para Politikalarının Değişen Yüzü	84

ÜÇÜNCÜ BÖLÜM

2008 KÜRESEL FİNANS KRİZİ	86
3.1. 2008 Küresel Finans Krizinin Başlangıç Aşamaları	86
3.2. Küresel Durgunluğun Ortaya Çıkışı	88
3.3. 2008 Küresel Finans Krizinin Kronolojisi	90
3.4. Krizi Anlamak Ve Mortgage Sisteminin Tüm Boyutları	92
3.4.1. Minsky Anı	95
3.5. 2008 Küresel Finans Krizinin Nedenleri.....	100
3.5.1. Çok Başlı Denetim Sistemi	100
3.5.2. ABD’deki İkiz Açıklar	104
3.5.3. Menkul Kıymetleştirme Ve Kredi Türev Piyasalarının Genişlemesi	106
3.5.4. Eşik Altı Krediler, Konut Ve Emtia Fiyatlarındaki Balon.....	108
3.5.5. Saydamlığın Eksikliği	109

3.5.6.	Aşırı Likidite	110
3.5.7.	Regülasyon Eksiklikleri	110
3.5.8.	Derecelendirme Kurumlarının Eksiklikleri.....	111
3.5.9.	Mortgage Kredilerinin Kompozisyonun Değişmesi	111
3.6.	2008 Küresel Finans Krizinin Diğer Ülkelere Yayılması	113
3.6.1.	Krizin Türkiye Ekonomisine Başlıca Yansımaları	113
3.7.	ABD’de Kriz Döneminde Alınan Tedbirler.....	116
3.7.1.	Sermaye Desteği.....	117
3.7.2.	Toksik Atıkların Alınması	117
3.7.3.	Faiz Oranı Değişikliği	117
3.7.4.	Mevduat Garantisinin Arttırılması	117
3.7.5.	İpotekli Konut Kredi Tahvillerinin Alınması.....	118
3.8.	Diğer Ülkelerin Aldıkları Önlemler	118

DÖRDÜNCÜ BÖLÜM

2008 KRİZİNİN PARA POLİTİKALARI AÇISINDAN DEĞERLENDİRİLMESİ

4.1.	Türkiye’de Kriz Öncesi Dönemde Para Politikası Uygulamaları	122
4.1.1.	Geleneksel Para Politikası Stratejisi.....	122
4.1.2.	Geleneksel Para Politikası Stratejisinin Amaç Ve Araçları	123
4.2.	Geleneksel Olmayan Para Politikalarının Etkileri	125
4.3.	2008 Küresel Finans Krizi Süresince Para Politikaları Uygulamaları	126
4.3.1.	Dengeleyici Para Politikası	126
4.3.2.	Dengeleyici Maliye Politikası	127
4.3.3.	Merkez Bankasının Önlemleri	128
4.4.	Dünya’nın Krize Yönelik Para Politikası Tepkisi.....	129
4.5.	Türkiye’nin Krize Yönelik Para Politikası Tepkisi.....	131
4.6.	2008 Küresel Finans Krizi Sonrası Tcmb Para Politikası Uygulamaları	132
4.6.1.	Geleneksel Olmayan Faiz Koridoru.....	132
4.6.2.	Farklılaştırılmış Reeskont Oranları	135
4.6.3.	Rezerv Opsiyon Mekanizması	136
4.7.	TCMB Para Politikası Uygulamalarının Faiz Geçişkenliği Modeli İle Değerlendirilmesi.....	137

4.7.1.	Model	138
4.7.2.	Veriler	140
4.7.3.	Tanımlayıcı İstatistikler Ve Birim Kök Testi.....	143
4.7.4.	Eşbütünleşme Analizi.....	147
4.7.5.	Geleneksel Para Politikası Döneminde Politika Faizinin Geçişkenliği ...	150
4.7.6.	Geleneksel Olmayan Para Politikası Döneminde Politika Faizinin Geçişkenliği (A).....	154
4.7.7.	Geleneksel Olmayan Para Politikası Döneminde Marjinal Fonlama Oranının Geçişkenliği (B).....	155
SONUÇ.....		159
KAYNAKÇA		165
ÖZGEÇMİŞ.....		191

TABLÖLAR LİSTESİ

Tablo 1: Küresel Finansal Kriz Döneminde Alınan Önlemler.....	121
Tablo 2: Tanımlayıcı İstatistikler (2006:M1-2010:M12 Dönemi İçin).....	144
Tablo 3: Tanımlayıcı İstatistikler (2011:M1-2017:M12 Dönemi İçin).....	144
Tablo 4: ADF Birim Kök Testi Sonuçları (2006:M1-2010:M12 Dönemi İçin)	146
Tablo 5: ADF Birim Kök Testi Sonuçları (2011:M1-2017:M12 Dönemi İçin)	146
Tablo 6: 2006:M1-2010:M12 Dönemine İlişkin Eşbütünleşme Testi Sonuçları	151
Tablo 7: 2006:M1-2010:M12 Dönemine ait ARDL (5,1,3) Modelinden Hesaplanan Uzun Dönem Katsayıları.....	152
Tablo 8: ARDL (4,0,2) Kısa Dönem (Hata Düzeltme) Modeli	153
Tablo 9: 2011:M1-2017:M12 Dönemine İlişkin Eşbütünleşme Testi Sonuçları	154
Tablo 10: 2010:M1-2017:M12 Dönemine İlişkin Eşbütünleşme Testi Sonuçları ..	156
Tablo 11: 2011:M1-2017:M12 Dönemine ait ARDL (2,3,0) Modelinden Hesaplanan Uzun Dönem Katsayıları.....	156
Tablo 12: ARDL (4,0,2) Kısa Dönem (Hata Düzeltme) Modeli	157

ŞEKİLLER LİSTESİ

Şekil 1: Federal Rezerv Fon Oranları (%) (Ocak 2000 - Aralık 2017)	86
Şekil 2: Eşik Altı Konut Kredilerinin (Subprime Mortgages) Toplam Konut Kredileri İçindeki Payı (%) (1999-2009).....	88
Şekil 3: ABD’de Satılan Yeni Evlerin Fiyatları (\$) (Ortalama ve Ortanca Değer)...	89
Şekil 4: Federal Rezerv (Fed), Japon Merkez Bankası (BoJ) ve Avrupa Merkez Bankası’nın (ECB) Aktif Büyüklükleri (2007-2017)	90
Şekil 5: ABD’deki Çok Başlı Denetim Yapısı	102
Şekil 6: ABD İkiz Açıkları (Bütçe Açığı ve Cari Açık) (GSYİH’nin %’si olarak) (1960-2016).....	105
Şekil 7: ABD’nin Borç/GSYİH Gelişimi	106
Şekil 8: Türkiye Ekonomisinin Büyüme Oranları (%) (2003-2017).....	114
Şekil 9: Sanayi Üretim Endeksi Değişim Oranı (%) (2006-2017)	115
Şekil 10: İşsizlik Oranları (%) (2005-2017)	116
Şekil 11: Geleneksel Olmayan Faiz Koridoru Dönemine İlişkin Faiz Verileri.....	134
Şekil 12: Zorunlu Karşılık Oranları (2010-2016).....	135
Şekil 13: Küresel Kriz ve Para Politikasındaki Değişim Tarihleri	138
Şekil 14: Politika, Mevduat ve Marjinal Fonlama Faiz Oranları (2006:M1-2017:M12).....	141
Şekil 15: Politika Faiz Oranı ve Mevduat Faiz Oranı.....	142
Şekil 16: Mevduat Faiz Oranı ve Marjinal Fonlama Faiz Oranı	142
Şekil 17: Schwarz Bilgi Kriteri İle Gecikme Uzunluğu Seçimi (Model 1).....	151
Şekil 18: ARDL(5,1,3) Modelinin CUSUM Testi Sonuçları	152
Şekil 19: Schwarz Bilgi Kriteri İle Gecikme Uzunluğu Seçimi (Model 2).....	154
Şekil 20: Schwarz Bilgi Kriteri İle Gecikme Uzunluğu Seçimi (Model 3).....	156

KISALTMALAR LİSTESİ

a.e.	: Aynı eser
a.g.e.	: Adı geçen eser
a.g.m.	: Adı geçen makale
a.y.	: Aynı yer
ABD	: Amerika Birleşik Devletleri
BDDK	: Bankacılık Düzenleme ve Denetleme Kurumu
Bkz.	: Bakınız
bs.	: Baskı
Erişim	: Erişim Tarihi
FED	: Amerikan Merkez Bankası
GSMH	: Gayri Safi Milli Hâsıla
Haz.	: Hazırlayan
HEDGE	: Serbest Yatırım Fonları
IMF	: Uluslararası Para Fonu
IMKB	: İstanbul Menkul Kıymetler Borsası
KDV	: Katma Değer Vergisi
M.Ö.	: Milâttan önce
M.S.	: Milâttan sonra
OPEC	: Petrol İhraç Eden Ülkeler Örgütü
ÖTV	: Özel Tüketim Vergisi
s.	: Sayfa
SEC	: ABD Sermaye Piyasası Kurulu
SPK	: Sermaye Piyasası Kurulu
TCMB	: Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası
TEFE	: Toptan Eşya Fiyat Endeksi
TMSF	: Tasarruf Mevduatı Sigorta Fonu
vb.	: Ve benzeri
v.d.	: Ve diğerleri

“Cehennemin en kavuran yerleri,
büyük kriz zamanlarında tarafsızlığını koruyanlara ayrılmıştır.”

Dante Alighieri



GİRİŞ

Genel olarak dünya ekonomisine bakıldığında, son çeyrek yüzyılda oldukça hızlı bir finansallaşmanın yaşandığı ve bu finansallaşmanın kendisiyle birlikte gittikçe daha yaygın hale gelen ve sıklaşan finansal krizleri doğurmakta olduğu görülmektedir. Bu krizler genellikle finansal piyasalardan kaynaklanmış olup, sonrasında ekonominin durgunlaşmasına ve küçülmesine sebep olmuşlardır. Global ekonomideki temel problem ise finansal istikrarsızlıktan çok bu istikrarsızlığın sebep olduğu ekonomik küçülme olarak kendini göstermektedir.

Yaşanan ekonomik krizlere gösterilen tepkilerin ilk başta para politikası yoluyla gerçekleştiği görülmektedir. Ancak krizlerin fazlasıyla uzun sürmesi ve pek çok ülkeyi etkilemesiyle birlikte kriz sürecinde uygulanan para politikalarının istenilen etkiyi yaratmamış olması, para politikalarına ve merkez bankacılığına yönelik olumsuz eleştirilerin artmasına sebep olmuştur.

Para politikası konusuna genel olarak bakıldığında, son dönemlerde iktisatçılar arasında bu konudaki görüş birliğinin gittikçe arttığı görülmektedir. Bu görüş birliği ise fiyat istikrarının para politikasının temel amacı olması gerektiği düşüncesi üzerinde yoğunlaşmakta olup, bu düşünce ile ilgili görüş birliği yaygınlaşmaktadır. Ancak her ne kadar bir görüş birliği olsa da para politikasıyla alakalı bir takım sorunların henüz tam olarak netlik kazanamadığı da görülmektedir. Fiyat istikrarı dışında para politikasının başka amaçlarının da söz konusu olup olmayacağı sorusu konu üzerinde tam uzlaşma sağlanamamasının temel noktası olarak karşımıza çıkmaktadır. Bu soruyu takip eden bir başka soru ise eğer para politikasının fiyat istikrarı dışında başka amaçları olacaksa bu diğer amaçlara ne ölçüde önem ve ağırlık verilmesi gerektiği sorusudur. Bunun peşinden ise farklı ekonomik ortamlarda hangi amaçların daha öncelikli olacağı sorusu gelmektedir. Para politikalarındaki nihai amacın ekonomik refah düzeyinin artırılması olduğu genel olarak açıktır. Durum böyle olunca yalnızca fiyat istikrarına yönelmek şeklindeki tavrın, para politikasının önemini azaltıyor olabileceği düşüncesi ise bir başka soru işareti yaratmaktadır.

Tüm bunlara bağılı olarak yaşanan krizlerle beraber merkez bankalarının uygulamakta olduğu para politikaları kuramsal bir takım değişimler yaşamıştır. Para politikaları ile ilgili, pek çok iktisadi ekolün modeller geliştirmekte olduğu bu süreçte Yeni Keynesyen, Yeni Klasik, Post-Keynesyen gibi kuramsal yaklaşımlar ön plana çıkmıştır. Para politikalarının uygulanma aşamalarında ise bu ekoller tarafından geliştirilmiş olan modeller uygulanmış ve geçerli olan modelin mevcut durumdaki sorunları çözmekte yetersiz kaldığı hallerde devreye yeni modeller girmiştir. Merkez bankacılığı ve para politikası alanında oldukça hızlı dönüşümler yaşanması, ulusal boyutta olan çoğu iktisadi faaliyetin uluslararası bir nitelik kazanması ve finansal piyasaların oldukça hızlı gelişme göstermesinden kaynaklanmaktadır. Para politikalarının enflasyon, finans ve üretim üçgeninde yürütölmeleri gittikçe zorlaşmaktadır.

Kriz konusu ile ilgili olarak ise öncelikle ekonomik krizlerin, ekonomi ve insanlık tarihi içerisinde dönem dönem yaşanmakta olan bir olgu olmakla birlikte insanların göstermekte oldukları yerel ekonomik faaliyetlerden kaynaklanan bir problem olmaktan çıkarak dünyanın tamamını etkisi altına alabilmek gibi büyük bir güce sahip oldukları göze çarpmaktadır. İnsanlık tarihi incelendiğinde böyle bir durumun yeni bir olgu olduğu görölmektedir. İnsanların doğa üzerinde değişiklikler yapmaları ve onu şekillendirmeleri, ticaret yapmaya başlamaları, bilimsel ve teknolojik yenilikler ve bunun gibi sebepler dünya ekonomilerinin etkileşimli ve birbirine bağımlı hale gelmelerine sebep olmuştur. Ancak bu bağımlı durumdaki yapıda ortaya çıkan problemler, hem insanların üretim gücü ve bu gücün yönlendirilmesiyle, hem de ekonomik sistemlerle de bağımlıdır.

Ekonominin tarihsel gelişimi kısaca incelendiğinde insanlık tarihinin başlangıç zamanından günümüze kadar ekonomik koşulların bir takım süreçlerden geçmiş olduğu rahatça görölmektedir. Geçirilmiş olan bu süreçler içerisinde ekonomik yapı bölümlere ayrılmış durumdadır.

M.Ö. 4 ve 5 bininci yıllar arasındaki dönem, ilkel ekonomik dönem şeklinde isimlendirilmektedir. Bu dönemi izleyen dönem, kölecü üretim dönemidir. M.Ö. 3 ve

2 bininci yıllardan başlamış olan ve M.S. 5. yüzyıla kadar süren köleci üretim döneminin ardından ise feodal ekonomik dönem gelmektedir. M.S. 5. yüzyılda başlamış olan feodal ekonomik dönem 17. yüzyıla kadar devam etmiştir. 17. yüzyıldan sonra ise sanayi devrimiyle sanayi üretim dönemi başlamış olup bu dönemin sonrasında da iletişim, bilgi ve teknoloji dönemine geçiş yapılmıştır. Bu son dönemlerde güç mücadeleleri, hâkimiyet mücadeleleri, sınıf çatışmaları ve işgalcilik devam etmiş olup, bunlarla birlikte emperyalizm ve kolonyalizm gibi yeni yöntemler ve olgular ortaya çıkmıştır.

Tarihteki sınıflar arası çatışmalar ve ekonomik hâkimiyet mücadelelerinin varlığı, sanayi devrimi sonrasındaki şartlar altında meydana gelmiş olan Fransız İhtilali ile birlikte yeni ve farklı bir yapıya bürünmüştür. O dönemde ticaret faaliyetlerinin dünya genelinde kolay hale gelmesi ve yaygınlaşmasıyla güçlenmiş olan, üretimi, dağıtımı ve ticareti yönlendiren birey ve gruplar, yani burjuvazi sınıfı feodal düzende güç sahibi konumunda olan aristokrasinin yerini almıştır. Sanayileşen ve pazarı yönlendiren bu yeni gücün karşısında büyük toprak sahiplerinin pek bir şansları kalmamış, toplumları hem yönetme hem de yönlendirme gücünü de bu söz konusu olgulardan dolayı yaşamış olan savaşlar neticesinde bu gruplara devretmek mecburiyetinde kalmıştır.

Coğrafi keşifler, sanayi devrimi, ticaret yollarının gelişimi, üretim, ticaret ve sanayiye geliştirecek nitelikteki teknolojik ve bilimsel buluşlar, nüfusun fazlaşması ve hareketli bir duruma gelmesi, bazı düşünce hareketleri, Avrupa'da ortaya çıkan Rönesans ve Reform hareketleri ve bunların sonucunda yaşanmış olan aydınlanma gibi etmenlerle birlikte gelişmiş olan dönüşüm ve bilgi birikimi ile yeni çalışma alanları, insanlar arasındaki sınıf çatışmaları ve ekonomik ilişkiyi ve dünyadaki ekonomik döngüyü bu yeni olgular doğrultusunda şekillendirirken bir taraftan da ekonomik alandaki faaliyetlerde yaşanan problemlerin de farklılaşmasına sebep olmuştur. Ticari yenilenme ve sanayi devrimiyle beraber kapitalist ekonomik ilişkiler çerçevesi içinde zamanla piyasa, pazarlama, para, işletmecilik, finans gibi yeni kavramlar meydana çıkmış olup, ekonomideki dinamikler bu yeni ekonomik yapı sayesinde değişmiştir.

Bu yeni dönemle birlikte tarihin değişik dönemlerinde yaşanmış olan ekonomik krizlerin daha farklı bir şekil almış oldukları görülmektedir. Yeni oluşmuş olan düzen o güne kadar hiç yaşanmamış toplumsal başkaldırılara ve yepyeni ekonomik krizlere sebep olmuştur. Daha önceki dönemlerde yaşanan krizler yalnızca üretim yetersizliklerinden dolayı meydana gelirken, yeni oluşan düzende bu düzenin gereği durumundaki unsurlar krizlerin nedeni olmuştur. Daha çok üretim fazlalığına karşılık tüketimle ilgili problemler bu defa krizlere sebep olmakla beraber sistemin bizzat kendisi de toplumsal çalkantıya ve krizlere eğilimli bir yapı meydana getirmiştir. Yeni oluşan düzende para, yönetimde ve ekonomik ilişkilerde, her türlü alacak ve verecek işleminde, planların ve hesapların oluşturulmasında kullanılmaya başlanmıştır. Piyasadaki para arttığında veya azaldığında, değerinde değişimler görüldüğünde vs. zaman zaman çok ciddi problemler yaşanmıştır.

Bankacılık sistemi, bu yeni sistemin oldukça önemli bir unsurudur ve bu sistem İngiltere’de başlamıştır. İngiltere’de 1694 yılında ilk banka kurulmuştur. Söz konusu yeni düzende finans sistemleri ve bankacılık, reel ekonomik yapıyı etkileyecek bir hale gelmiştir. Finansal sistemler ve finansal sistemlerin işleyişiyle alakalı kararlar, ülke ekonomilerinde mevcut durumdaki işletmelerin süreklilikleri ve geleceklerinde, bütün ekonomik unsurlarda ve nihai olarak bütün dünyadaki insan hayatı üzerinde belirleyici nitelikte roller oynamaktadır.

Günümüzde ekonomik hayatta işlemler piyasalarda, aracı kurumlar ve bankalar aracılığıyla gerçekleşmektedir. Alıcılar ve satıcılar, alım ve satım işlemlerinde kullanılmakta olan araçlar, piyasaları meydana getirmektedir. Alınan ya da satılan, nesne ya da araca göre iki grup halinde bulunmaktadır. Bunlar nihai mal ve hizmetlerin, üretiminde kullanılmakta olan üretim faktörlerinin hem alımlarının hem satımlarının yapıldığı reel piyasalar ile fon arz ve talebinin yaşanmakta olduğu finansal piyasalardır.

Bir sistem olarak finans, bankacılığın gelişmesiyle birlikte ortaya çıkmıştır. Finans, unsurlarının işleyişini düzenlemekte olan idari ve hukuki kurallardan meydana gelen bir yapıdadır. Para ya da çeşitli amaçlarla kullanıma hazır durumdaki

metaya ya da nakde çevrilebilen bir değeri ifade etmekte olan fonun arz ve talebi, finans piyasalarında gerçekleşmektedir. Günümüzdeki krizlerin en büyük tetikleyicisi olan yapı da bu finansal yapılardır. Finans piyasaları, spekülative kazançları kapsayan fazlasıyla belirsiz durumdaki unsurları içerisinde barındırmaktadır.

2008 küresel ekonomik krizi, daha önceki krizler gibi benzer şartların etkisiyle şekillenmiş olup, emeğe dayanmayan kazançların fazlaştığı, sınıflar arasındaki eşitsizliklerin ve gelir farklılıklarının daha da arttığı, dünya ekonomilerinin böylesi bir ekonomik ilişki içerisinde birbirine daha çok bağımlı hale gelmeye başladığı ve bu bağımlılık içinde, insanoğlunun hem psikolojik hem de sosyo-psikolojik yapısının kötüye gittiği bir ortamda ortaya çıkmış olup, ekonomi tarihinin en önemli krizlerinden biri durumundadır.

2008 küresel ekonomik krizi, faiz oranlarının etkin bir biçimde kullanılmakta olduğu bir dönemde gerçekleşmiş, faiz aracı kriz süresince kendinden beklenmekte olan etkiyi gösterememiştir. Kriz döneminde Yeni Keynesyen temelli olan para politikalarının başarısız olması ve krizden çıkış amacıyla alternatif para politikası araçlarıyla beraber maliye politikalarına başvurulmuş olması, ana akım merkez bankacılığının yeniden ele alınmasını gerektirmiştir. Yapılan eleştirilerin bir kısmı teorinin öngörmüş olduğu politika araçlarıyla reel ve finansal piyasalar arasındaki uyumsuzluğa dikkat çekerken diğer kısmı ise ana akım para politikasının sunmakta olduğu modelin kuramsal yönüyle ilgilenmiştir.

Faiz geçişkenliği, merkez bankası tarafından belirlenen faizlerde bir değişiklik (örneğin artış) olduğunda ticari bankaların faiz kararlarının ne yönde ve ne derece değiştiğini ifade eden bir kavramdır. Eğer aynı yönde ve eşit miktarda bir değişiklik meydana gelirse tam faiz geçişkenliği, eğer daha az bir değişiklik meydana gelirse tam olmayan faiz geçişkenliği olarak ifade edilir. Kriz öncesinde TCMB tarafından belirlenen faiz politika faiz oranıdır. Kriz sonrasında ise faiz koridoru uygulamasına geçerek aynı anda birden çok faiz belirlemeye başlamıştır. Bu faizlerin ağırlıklı ortalaması ise marjinal fonlama oranıdır. Çalışmada bu iki faizin ticari

bankaların mevduat faizini ne derece etkilediği üzerine odaklanılmıştır. Model olarak Woodford (2003) tarafından geliştirilen ve Kwapil ve Scharler (2010) tarafından genişletilen faiz geçişkenliği modeli kullanılmıştır. Yöntem olarak ise Pesaran vd (2001) tarafından geliştirilen sınır testi yaklaşımı benimsenmiştir. TCMB'nin elektronik veri dağıtım sisteminden (EVDS) elde edilen veriler açık enflasyon hedeflemesi dönemi olan 2006-2017 yıllarını kapsamaktadır. Aylık frekanstaki veriler ticari bankacılık sektöründeki mevduatlara uygulanan ortalama faiz oranından, geleneksel para politikası dönemini ifade eden Ocak 2006 – Eylül 2010 dönemi için gecelik politika faiz oranından, geleneksel olmayan para politikası dönemini ifade eden Ekim 2010 – Aralık 2017 dönemi için haftalık politika faiz oranından ve yine geleneksel olmayan para politikası döneminde etkili olma ihtimali yüksek olan marjinal fonlama oranından oluşmaktadır. Kontrol değişkeni olarak beklenen enflasyon oranı kullanılmıştır. ARDL modelinden elde edilen bulgular TCMB'nin kriz öncesi dönemde geleneksel para politikası aracı olan politika faiz oranı ile faiz geçişkenliğini sağlayabildiğini, ancak kriz sonrası dönemde bu aracın etkinliğini kaybettiğini göstermiştir. TCMB önlem olarak geleneksel olmayan para politikası döneminde faiz koridoru uygulamasına geçmiş ve bir kaç faizi aynı anda kullanmaya başlamıştır. Bu faizlerin ağırlıklı ortalaması marjinal fonlama oranıdır. Bu politika değişikliği ile TCMB faiz geçişkenliğini sağlama kabiliyetine tekrar kavuşmuştur. Bu bulgu TCMB'nin fiyat istikrarını ve finansal istikrarı aynı anda etkileyebilme ihtimalinin mevcut olduğunu göstermiştir.

BİRİNCİ BÖLÜM

KRİZ VE FİNANSAL KRİZ

1.1. Tarihsel Süreçte Kriz Kavramı

Kriz kavramının etimolojik kökeni ele alındığında Yunancadaki “Krinein” kökünden türeyerek Yunanca ve Latince ‘deki “krisis” kelimesinden gelerek “karar vermek” anlamında kullanılmıştır (Aslan, 2017: 5). Genellikle sosyal bilimlerde kullanılan bu kavram “buhran” veya “bunalım” kelimeleriyle aynı anlamda kullanıldığı da görülmektedir. Kriz kelimesi olan “karar vermek” son dönemlerde “belli bir zaman aralığında oluşan ani dönüşüm noktası, iktisadi ve siyasi alanlardaki istikrarsız ve tehlikeli niteliklerdeki bir durumu anlatan zorlu dönem” olarak tanımlanmaktadır (Ağören, 2015: 3). Ekonomik temelli kriz tanımında ise bir malın, ürünün, hizmetin, üretim etmeninin veya döviz piyasası içerisindeki fiyatların ve miktarların belli oranda değişme sınırlarının dışına çıkarak meydana getirdiği şiddetli dalgalanmalara dayanmakta olup makroekonomik düzlemdeki kriz çeşitleri genel olarak iki temel başlık olan reel sektör krizleri ile finansal krizler olarak toplanmaktadır (Dağıstan, 2003: 4).

Bir yandan dış kaynaklı etkenlere dayanarak oluşan ani değişme ortamında meydana gelen zorlu bir dönem olarak çıkan kriz kavramı, diğer yandan belli birtakım çevrelerce bir fırsat ve yeni baştan yapılanmaya dayalı bir imkân açısıyla oluşmaktadır. Kriz kavramı her ne kadar belli yönlerden tanımlanmış olsa da özellikle ekonomist ve yazarlar için farklı formlarda ortaya çıkmakta ve kendi içlerinde de belli anlamlara çıkmaktadır (Aslan, 2017: 6). Ekonomik düzlemde gerçekleşen bir olay sonrasında bu durumun kriz olarak adlandırılabilmesi için daha öncesinden bilinmeyen ya da tahmin edilemeyen bazı değişimlere dayanan makro ölçekte devleti mikro ölçekte ise firma ve şirketleri etkileyebilecek sonuçların var olması gerekmektedir (Demirci, 2016: 3). Finansal kriz açısından ele alındığında ise, verimli ve potansiyel yatırım imkânlarını barındıran finansal piyasaların yapısında belli bir süreç içerisinde oluşabilecek ters seçim ve ahlaki tehlikelerin piyasadaki

ekonomik birimlere yönlendirilememesinden dolayı durumun daha olumsuz bir çizgi izlemesiyle meydana gelen tutarsız bir bozulmaya dayanmaktadır (Kadıoğlu, 2010: 6).

Mishkin'e göre finansal krizin asimetrik bilgi problemi göz önünde bulundurularak finansal piyasalar içerisinde gerçekleşen işlemler sırasında ciddi boyutlarda dikkat ve ilgi gerekmektedir. Bu aşamada borç veren tarafın çoğu zaman borç alan tarafa ait etkinlikleri, çalışmaları ve yatırım planları hakkındaki bilgisizliğinden veya bilgi yetersizliğinden kaynaklı olarak iki katı sorun yaşaması söz konusudur. Yaşanılan sorunların çözümü için borç veren tarafın hem potansiyel oluşturabilecek ters seçimi engelleyebilmek adına geri dönmeyebilecek olan kredinin meydana getireceği kayıpları minimuma indirmek ve potansiyel borç alanlar konusunda seçici olmak, hem de kredi sağlanması sonrasında kredi ödemelerinde sıkıntı yaşanmaması için borç alanların eylemleri üzerinde yoğunlaşma (ahlaki risk sorunu) davranışları sergilediği görülmektedir (Dağıstan, 2003: 5).

1.2. Krizin Özellikleri

Olağan durumların aksine kriz anında öncelikli olarak acil şekilde yanıt verme ve bu doğrultuda hızlı harekete geçme zorunluluğu mevcuttur. Kriz durumlarında işletme ve firmaların etkilenmesinin yanı sıra bünyesindeki yönetici, hissedar ve personelin de ciddi anlamda etkilenmeleri söz konusudur. Krizden etkilenen bu kişilerin aynı zamanda kriz durumunun oluşturucuları olduğu da görülmektedir. Bu kimselerce krizin tespitinin yapılmamasının yanında kriz anındaki karar alma ve sorunlara yanıt verme konusundaki yetersizlikleri ve eksikleri de kriz durumunu doğurmaktadır. Birçok faktörün birleştirdiği ve bunun sonucunda karmaşık bir yapı olarak meydana gelen kriz kendine has özelliklere sahiptir (Cebeci, 2015: 3). Bu özellikler;

- Kriz durumu tahmin edilemeyen ve bazı durumlarda bilinmeyen bir durumdur.

- Kriz durumu çabukluk ve acele karar verilmesi gibi hıza dayalı bir müdahale biçimi gerektirmektedir.
- Kriz anında bu durumu aşabilmek adına takip edilmesi gereken yöntemlerin ve çözüm yollarının kıyaslanması ve analiz edilmesi için ihtiyaç duyulan zaman ve yeterli bilgi sağlanamamaktadır.
- Organizasyonun kriz durumunda onu tahmin etme ve önleme konusundaki mekanizmaları yeterli performansı gösterememektedir.
- Kriz durumunda karar mekanizmasını yürüten kişiler içerisinde gerilim seviyesini arttırmaktadır.
- Bazı krizler anlık olarak meydana gelirken bazılarında ise uzun bir süreç sonrasında ortaya çıktığı görülmektedir.
- Krizin kesin bir çözümü olmadığından tekrar etme olasılığı olan bir durumdur.
- Her zaman kesin bir felaket ve olumsuz bir durum olarak görülmediğinden fırsatlara dönüştürülme imkânı vardır.
- Kimi durumlarda ise, potansiyel fırsatların değerlendirilmesi açısından bilinçli olarak kriz ortamı doğrulanabilmektedir (Küçükkaya, 2011: 5-6).

Finansal krizin özellikleri ele alındığında,

- Krizler, kurumlar ve kişiler açısından tehlikeli bir durum yaratarak varlıklarını tehdit etmekte bunun yanı sıra fırsat imkânları da sunmaktadır. Bu yüzden kriz genel olarak finansal açıdan da olumlu veya olumsuz nitelik taşıyan iki uçlu bir durumdur.
- Finansal krizler, daha öncesinde öngörülemeyen bir durum olarak ortaya çıkar.
- Finansal krizler, yayılma özelliğine sahip yapıdadırlar.
- Süreç olarak uzun veya kısa zaman diliminde faaliyet gösterebilirler. Krizin süreç uzunluğu, kurum ve organizasyonların almaları gereken tedbir ve önlemlerin karar alma ve pratiğe dökme konusundaki davranışlarına bağlıdır (Sarı, 2006: 5).

1.3. Finansal Krizin Tarihsel Aşamaları

19. yüzyılda ortaya çıkan Sanayi Devrimi ile dünya genelindeki mevcut ekonomiye dayanan işleyiş tarzı daha önce yaşanan kriz durumlarından çok daha fazla etkili ve geniş kitleleri etkileyen bir durumdadır. Daha öncesinde gerçekleşen krizlerin ana nedenleri savaşlarla meydana gelen olumsuzluklar dâhilinde kötü hasada ve açlığa dayalıyken, 19. yüzyılda bu nedenlerin yanı sıra büyük bir etki alanına sahip nitelikteki devletlerin gerçekleştirdiği hatalı yatırımlar ve bunların sonucunda yaşanan başarısızlıklar da kriz olgusunu beslemektedir (Erkuş, 2010: 20).

20. yüzyıla gelindiğinde sanayileşme ve modernleşmenin ortaya çıkmasıyla devletlerin artık dünya sahnesinde rol oynaması ve çalışmalarını bu seviyede gerçekleştirmesi ticari yapıdaki ilişkileri yaygınlaştırmış ve geliştirmiştir. Uluslararası çerçeveye oturan faaliyetler finans birimlerinin giderek kendi özerk varlıklarını oluşturmasıyla krize yeni bir ortam oluşturarak farklı biçimlere yerleştirmektedir (Aslan, 2017: 11). Bununla birlikte bu dönemde ortaya çıkan “küreselleşme” kavramı ile ekonominin geniş çaplı bir kimliğe bürünmesiyle oluşabilecek ekonomik krizlerin yapısı genellikle yeni ve etkin rol oynayan finansal boyutla iç içe geçmektedir (Bilge, 2009: 27).

Kapitalizmin adım adım geliştiği yıllarda yaşanan en büyük kriz olarak gösterilen “Kara Perşembe” adlı 29 Ekim 1929 tarihinde meydana gelen krizdir. Finansal zemine dayanan borsanın çökmesiyle gerçekleşen Büyük Buhran dönemi, sanayileşmiş bölgeleri de vurarak işsizliğe, çeşitli alanlardaki faaliyetlerin durmasına ve tarım gibi alanlarda da çöküşe sebebiyet vermiştir (Demirci, 2016: 9-10). 1929 Büyük Buhran krizinden 1960’lı yıllara kadar pek çok kriz yaşanmış olsa da dünya ekonomisinde çok büyük çapta bir ekonomik ve finansal temelli kriz gerçekleşmemiştir. Fakat etki alanı giderek artan “küreselleşme” olgusunun yayılımı ve etkilerinin reel dünyada yavaş yavaş gün yüzüne çıkmasıyla birlikte gerçekleşen krizlerin de gücü ve etkileme alanı artış göstermiştir. Bu yönden, özellikle 1990’lar sonrası gerçekleşen krizler daha hızlı bir biçimde hareket etmiş ve etkisini daha geniş çapta yansıtmıştır (Erkuş, 2010: 22).

Son yüz yılda dünyada meydana gelen belli başlı global etkili ekonomik krizler şu şeklide özetlenebilir:

- Büyük Ekonomik Buhran (1929-1932): Büyük Ekonomik Buhran 21-29 Ekim 1929 tarihinde meydana geldi. Bu kriz sonucu dünyada 50 milyon insan işsiz kalmış, dünyadaki toplam üretim %42, dünya ticareti ise %65 oranında azalmıştır. Bu ekonomik krizin başlıca nedeni, ABD bankalarında meydana gelen likidite sıkışıklığıdır. Kriz makineleşmenin etkisiyle oluşan aşırı üretim ve buna karşılık yetersiz talebin etkisiyle ortaya çıkmıştır.
- Petrol Krizi (1973): OPEC'in (Petrol İhraç Eden Ülkeler Birliği) 15 Ekim 1973 tarihinde uyguladığı ambargo sonucu çıkan ekonomik krizdir. OPEC Yom Kippur Savaşında ABD'nin İsrail Ordusuna destek vermesini gerekçe göstererek İsrail'e destek veren tüm ülkelere petrol ambargosu ilan etmiş ve bu ambargo sonucu petrol fiyatları kısa sürede büyük artış göstermiş; nihayetinde dünya borsalarında büyük çöküşler yaşanmıştır.
- Doğu Asya Mali Krizi (1997): Bu kriz Temmuz 1997'de Tayland'da başlamış akabinde Asya ülkelerinin paralarının değer kaybetmesi ekonomik krizi derinleştirmiştir. Kriz Endonezya, Güney Kore ve Tayland'a sıçramış ve bu ülkelerin ulusal para birimleri dolar karşısında büyük değer yitirmiş; borsalarında düşüşler yaşanmıştır. Bu krizin artçı şokları zamanla Hong Kong, Malezya, Laos ve Filipinler'de de hissedilmiştir. Japonya'da etkileri hissedilmeyen bu kriz Çin Halk Cumhuriyeti, Tayvan, Singapur ve Vietnam da ise kısmen hissedilmiştir. Doğu Asya ekonomik krizinin etkileri zamanla Brezilya ve Rusya'da da görülmüştür.

Asıl önemlisi 1990'lı yıllarda uluslararası mali nitelikteki piyasalar içerisindeki işlem hacimlerinde ciddi derecelerde meydana gelen sürpriz artışlar ortaya çıkarak gelişmekte olan ülkelerin büyük bir çoğunluğunu sermaye hareketleri üzerindeki kısıtlamalarını ve sınırlandırmalarının büyük bir kısmını kaldırarak dışa

açılmalarına neden olmuştur. Sermaye hareketlerinin yapısında gerçekleşen serbestleşme, söz konusu finansal piyasaların en önemli fonksiyonlarından birisinin gelişmekte olan ülkelere fon sağlıyor olmasına rağmen bu piyasalar süreç içerisinde bir istikrarsızlığa sürüklenmiştir. Bununla birlikte yabancı yatırımcılar da mevcut istikrarsızlıktan kaynaklı olarak finansal piyasalardan desteklerini ve faaliyetlerini çekmişlerdir. Bu gelişmelerle birlikte dünya ekonomisindeki tüm dengelerin bozulmasıyla dış kaynak kullanımında artış ortaya çıkmıştır. İstihdam, üretim ve gelir dağılımına bakıldığında pozitif yönde gelişmelerin olması konusundaki beklentiler içindeyken bu ülkelerde gerçekleşen enflasyonla birlikte ve buna ek olarak enflasyonun düşürülememesinden kaynaklı olarak bu ülkelerde dolar değeri yükselmiş ve sermaye hareketlerinde çatlaklar oluşmuştur (Aslan, 2017: 13).

1.4. Finansal Krizleri Anlamaya Yönelik Davranışlar

Finansal krizlerin yapılarına, gelişimlerine, oluşlarına ve getirilerine göre bunları incelemeye ve elde edilen bilgiler doğrultusunda belli sistemler ve davranışlar elde edilmeye çalışılmaktadır. Finansal alandaki krizlerin yapılarına dayanarak ne şekilde davranılması gerektiğine dair ortaya çıkan kuramlar, bu alandaki zorlukları en aza indirmek ve olumsuz durumları fırsata çevirmeye yönelik çalışmalardır.

1.4.1. Finansal Dalgalanma Kuramları

Ekonomik alana genişçe bir perspektiften bakıldığında ekonomik ve finansal etkinlik hacimlerindeki seviyelerin sabit bir şekilde tek bir çizgi üstünde gitmediği görülmektedir. Etkinlik ve eylem hareketlerinin gelişiminin dalgalanmalar halinde değişimler göstermesiyle bu konuda birçok fikir ortaya konmaktadır (Aydın, 2003: 6). Tarihin ekonomi alanında gerçekleşen devamlı düzen dışı gelişmelerin getirileri olan duraklama ve krizler ile ilgili bir mücadele yöntemine gereksinim duyulmaktadır. Bu şekilde ekonomik ve finansal alanlarda gerçekleştirilecek müdahaleleri doğru ve işe yarar bir biçimde uygulayabilmek adına dalgalanmaların

detaylı bir şekilde incelenmesi ve belli politikalar geliştirebilmek için verilerin elde edilmesi gerekmektedir (Polat, 2004: 3).

1.4.1.1. Finansal Dalgalanma Tanımı

Tarih boyunca dalgalanma hareketlerini ifade eden “konjonktür” kavramı farklı tanımlar almasıyla etkin bir yapıya sahip olduğunu göstermektedir. Dalgalanmaların ekonomik ve finansal hareketler içerisinde değişiklik göstermesi onun belli şekillerde kategorileştirilmesine neden olabilmektedir. Bu şekilde dalgalanma hareketi mevcut bir yasa ve düzene tabi ise, sistematik bir dalgalanma olarak tanımlanırken, tam tersine bir hareket sergilediğinde değişken kurala tabi olmamasından kaynaklı olarak tesadüfi dalgalanma olarak tanımlanmaktadır (Aydın, 2003: 7).

Günümüz dünyasına nazaran eski dönemlerde ekonomik dalgalanma olarak görülen bu kavram, yeni dönemde ekonomik alanla sınırlı kalmayarak pek çok etmeni içinde bulunduran bir kavram haline gelmiştir. Bu dalgalanma hareketleri içerisinde sürekli olarak bir iniş-çıkış durumu belirtilmekte ve devresel bir özelliğinin dile getirilişi ilk olarak Juglar tarafından yapılmıştır. Bu şekilde dalgalanmada faaliyete bağlı hacimde hem dip hem de doruk olarak iki kutuplu nokta ifade edilmektedir (Karalı, 2012: 4).

Dalgalanmaların meydana geldiği ve bulunduğu yapıya bakıldığında kendisine kapitalist ekonomik ortam içerisinde bir yer bulduğu ve ülkelerin tarihindeki her döneminin değişken yapısına göre yapılan çalışmalar doğrultusunda periyodik olmayan bir hareket olarak görülmektedir. Bunun yanında dalgalanma dönemlerinin süreleri ve döngü zamanları öngörülememekte ve dalgalanma içerisindeki her bir dalganın büyüme ve küçülme hareketleri uzunluğu konusunda değişken yapısından dolayı dalga salınımı buna bağlı olarak simetrik olmayan bir biçimde ilerlemektedir (Türkmen, 2017: 8).

1.4.1.2. Finansal Dalgalanma Kuramlarının Sınıflandırılması

Dalgalanmanın genel yapısında devamlı nitelikteki değişim ve karmaşık bir süreç izlenmesi kendi ekonomik yapısının yanı sıra birçok siyasal ve sosyal unsuru da barındırmaktadır. Büyük çoğunluğunda ise kamu alanındaki politikaların ve özel sektör içerisine uygulanan yanlış kararlar ile dış etkenlerden dolayı olarak kontrol altına alınamayan nedenlerden ötürü bu dalgalanmalar ortaya çıkmaktadır (Polat, 2004: 23). Pek çok neden tarafından oluşan dalgalanmaları da çeşitli yazarlar farklı faktör ve şartlara dayalı olarak sınıflandırmaya gitmektedirler (Çağıl, 2008: 57). Gün geçtikçe artan dalgalanma kuramlarına bakıldığında ise hepsinin tek tek incelenmesinin olanaksız olmasından dolayı bu kuramların kategorilere ayrılması çok daha kolay bir yöntem olmaktadır (Aydın, 2003: 10).

Dalgalanmaların iç ve dış dalgalanma kuramları olarak ikiye ayrılmasıyla birlikte bu başlıklar altında da pek çok kuram üretilmiştir. İçsel dalgalanma kuramı, sistemin bünyesinde var olan unsurlara dayalı bir kuram iken, dışsal dalgalanma kuramında sistemin dışındaki unsurları göz önünde bulundurmaktadır (Karalı, 2012: 18).

1.4.1.2.1. Matematiksel Teoriler

Dalgalanma kuramlarından biri olan matematiksel teori, genel anlamda dalgalanma hareketini, olayların birbirlerine bağlanma durumunu, matematiksel zeminde formüller aracılığıyla açıklama yöntemini kullanmaktadır. Bu teori kendi içerisinde iki şekilde açıklanmaktadır (Aydın, 2003: 26). Ama belli bir durum veya olayın çözümlemesini yapamamasından dolayı pek başarılı olduğu söylenememektedir. Nesnel bir görüş benimsemesi sayesinde durum ve olayları kısa, açık ve seçik sembollerle belirtmesinden dolayı durum ve olaylar arasındaki ilişki ve bağlantıları tespit edebilmektedir (Polat, 2004: 96).

Teorilerinden biri “rasyonel” yani akılcı temelde tündengelim yöntemi kullanarak matematikten yararlanarak deney öncesi durumların ve olayların tespit

edilmesine dayanmaktadır (Çağıl, 2008: 58). Diğer teoride ise tümevarım yöntemini kullanarak deneysel bir tutumla yaşanan durum ile olaylar ve elde edilen veriler ışığında determinist bir bakış açısıyla değerlendirilmektedir (Aydın, 2003: 26).

Mikro düzeyden makro düzleme geçiş yapmasıyla bu teori, eskiden edindiği mevcut verilerle değişken unsurları elde etmesinden kaynaklı olarak gelecek zamanda oluşabilecek değer ve durumları öngörebilmektedir. Model içerisindeki çalışmalarla birlikte var olan durumlarda psikolojik ve dış etkenli unsurlardan da yararlanmaktadır (Polat, 2004: 96).

1.4.1.2.2. İçsel Dalgalanma Kuramları

Ekonomideki canlanma, duraklama, refah ve bunalım gibi evrelerini oluşturan nedenler genel olarak dalgalanma içerisinde tanımlanmaktadır. Dalgalanmanın başlangıcından itibaren belli bir yöne ilerleyen hareket daha sonrasında ise dönme noktasına varmasıyla ters istikamete doğru hareket etmektedir. Bu hareketler doğrultusunda sistem içindeki unsurlar göz önüne alınıp dalgalanma ve dönme noktaları araştırılarak ilişkiler bütünü içerisinde kurulan dinamik bir kuram oluşturulmaktadır (Çetin, 2011: 24). Dalgalanmaların meydana geliş tarzını ve yapısını içsel nedenlere bağlayan bu kuram, sistem bünyesindeki hassas ve en önemli bölgeyi bulup etkileme yöntemlerini ifade ederek sistem içindeki dalgalanma olgusunu açıklamaktadır (Öztürk, 2002: 30).

1.4.1.2.2.1. Keynes Ve Ekonomik Dalgalanmalar

Büyük Buhran (1929) zamanında meydana çıkan sonuçlar doğrultusunda mevcut sistemin eleştirilere maruz kalmasıyla birlikte yeni bakış açıları aranmasına yol açmıştır. Bu dönemde Keynes kimi görüşleriyle birlikte “Genel Teori” adlı kitabıyla dalgalanmaların ve krizlerin önüne geçilebilecek yeni bir ekonomik yaklaşım ortaya atmıştır. Keynes görüşünde, sistem içerisindeki verileri çözümleyerek var olan pratiklerin, durumların ve olayların değerlendirilmesi

sonucunda kısmi olarak kurulan düşünceler ile bağlanmasından yola çıkarak hareket etmektedir (Polat, 2004: 92).

Keynes'in görüşüne göre, genel fiyat seviyesinde meydana gelen herhangi bir artış ivmesi, reel ücretlerin düşüş göstermesine sebep olmakta buna karşın, istihdam edilen kişiler var olan parasal ücret üzerinden çalışmaya devam etmektedirler. Bu nedenle birlikte gönüllü işsizlik durumundan bahsedebilmek adına fiyatların yükselmesi ve reel ücretlerin azalmasına dayanarak istihdam edilen kişilerin çalışmayı reddetme durumu ortaya çıkmaktadır. Keynes, çalışan kişilerin para aldanmasına (İngilizce literatürde geçen adıyla 'money illusion') inanarak bu aldatmacanın peşinden gittiğini iddia ederek parasal değerdeki ücretler grafiğinde gerçekleşen aşağı yöndeki hareketlerde keskinlikler olduğunu ve çeşitli becerilere sahip çalışan topluluklarının nispi suretteki ücretleri göz önünde bulundurduğunu savunmaktadır. İşgücü piyasası konusunda klasik iktisatçıların iddia ettiği şekilde tam rekabetçi bir yapıda olmamakla birlikte eksik rekabetçi yapıda etkinlik gösterdiği söylenebilir. Buradan yola çıkarak Keynes, kriz zamanlarında parasal değerdeki ücretlerde düşme hareketi uygulayarak istihdamın korunumunun olanaksız olacağını ve bunun tam istihdamı gerçekleştiremeyeceğini savunmaktadır (Yıldırım, 2011: 46).

Keynes'in teorisine göre, dalgalanmanın ana düzleminde makro düzeydeki ekonominin efektif talebe dayalı olmasından dolayı buradaki efektif talep özünde toplam arz ve toplam talep işlevlerinin denk geldiği yerde toplam talebin değeri olarak görülmekte ve istihdam düzeyini belirlemektedir. Buna dayanarak arzın taleple uyumluluk göstermesi neticesinde istihdamı genel hatlarıyla belirleyen talebin kendisidir. Sistemin stratejik noktası, toplam arzın ve toplam talebin beklentiler açısından ifade edilmesidir. Üretim veya istihdam belli bir süreç isteyen bir hareket olmasından kaynaklı firmalar veya işletmeler malı ve hizmeti tüketiciye arz ettikleri andan itibaren karşı karşıya kalabilecekleri talebi belirleyebilmek adına en iyi ve yakın tahmini ortaya koymaya çalışmaktadırlar. Firmalar kendilerine ait ekipman ve stoklar aracılığıyla kısa vadede ortaya çıkan beklentilere göre günlük bazda üretim

kararları almakta ve ekipman ve stoklar için ise geçmiş vadedeki beklentilerini yansıtmaktadır (Kartal, 2010: 56-57).

Teorinin temelinde, yatırım harcamalarındaki dalgalanmaların çıkış noktası olarak yatırımcıların yatırım konusundaki kararlarını, onların ileriki zamanlarda elde edecekleri kârlılık payına dayanarak, beklentileri üzerinden belirlediklerini, bunun da “beklentileri” ifadesi nedeniyle bünyesinde istikrarsızlığı barındırdığı fikri yatmaktadır. Bu nedenle Keynes’e göre, girişimcilerin yaşadıkları iyimserlik veya kötümserliklerin etkisiyle taşıdıkları gelecek zaman kaygısı yüzünden yatırımlarda dalgalanmalar, toplam talepte ve bununla birlikte toplam arzda değişimin yaşanması kaçınılmazdır (Çetin, 2011: 14).

Keynes’in dalgalanmalarda etkili olan efektif ilkesinin bağlı olduğu yatırım harcamaları, öncelikli olarak yatırımların kârlılık beklentisine dayalı borç maliyetlerinin faiz oranı ile ilişki halindedir. Yatırımcılar tarafından beklenen kârlar, sermayenin marjinal etkinliği olarak ifade edilirken, sermaye mal bakımından beklenen kazanç ve sermaye malının yenilenme maliyeti arasındaki ilişkisine dayanmaktadır. Sermayenin marjinal etkinliği, paranın yeni üretilen bir mal üzerine yatırılma durumunda o üretim malından elde edilebilecek beklenen getiri oranına bağlıdır. Bu şekilde herhangi bir dönemde, içerisinde belirli bir sermaye cinsinde yapılacak olan yatırımda bir yükseliş ivmesi kaydedilmesi durumunda sermayenin marjinal etkinliği, bir biçimde sermaye arzı artmasıyla beraber beklenen kazançta bir düşüş yaşanmasında dolayı ve de bunun yanı sıra sermayenin ortaya çıkarılması için gerekli görülen üretim unsurları üzerindeki baskılar sermayenin yenileme maliyetinin ya da başka bir deyişle arz fiyatının yükselme ihtimalinin yüksek olmasından dolayı azalma hareketi gösterecektir (Bulut, 2015: 121).

Genel olarak dalgalanmaların temelindeki ana unsur beklentilerdeki değişkenliklerle alakalıdır. Dalgalanma kuramının destekleyici gücü gelecek zamandaki satışlara ve kâr oranına yönelik beklentilerden oluşmaktadır. Keynes’in kuramına göre, dalgalanma mekanizmasının 2 ana bileşeni bulunmaktadır. Bu bileşenlerden birincisi yatırımlar üzerindeki değişimlerin meydana getirdiği çarpan

etkisine dayanırken, ikinci bileşeni toplam talepteki değişimin karşılığında toplam arzın göstermiş olduğu tepkidir (Çetin, 2011: 14). Keynes ekonomik dalgalanmaların sebebini gelecek zamandaki belirsizlikler ve beklentiler olarak görmesiyle birlikte bu beklentilerin biçimine dayanarak beklentiler sistemini denge kurucu veya denge bozan olarak ifade etmektedir. Beklentiler iyimser doğrultuda ilerlerken canlanma olarak ortaya çıkarak bir zaman sonra beklentiler üzerinde karamsarlık baş göstererek ekonomik açıdan daralmalar ve kriz ortaya çıkabilmektedir. Bu noktadan sonra ise çeşitli politikalarla müdahale ihtiyacı meydana gelmektedir (Kartal, 2010: 58).

Daralma ve krizler nedeniyle gerçekleştirilen ekonomideki müdahaleler devlet tarafından para veya maliye politikaları yoluyla yapılagelmektedir. Keynes’e göre, para politikalarıyla faiz oranlarını düşürme yolundaki uygulamalar yatırımlar üzerinde hatırı sayılır bir etki gösterecek ve bu yüzden para politikalarının etki alanı da sınırlı bir çerçevede kalacaktır. Para politikalarının etkin durumunun düşük olması üç nedene bağlıdır. Birincisi, yatırımların beklentilere karşı genel olarak faiz oranlarından daha fazla duyarlı olmasıdır. İkincisi ise, ekonominin kötü dönemlerinde ev içindeki popülasyonun ve bankaların gelecek vadede olacılara karşı aldıkları önlem para taleplerini artırmaları ve para arzındaki yükselişlerin yatırım ve toplam talep üzerindeki etki alanlarının çok küçük çapta kalabilmesidir. Üçüncü nedeni, Keynes’in merkez bankerlerinin para politikalarının doğru zamanda ve doğru şekilde yönettiğine dair kuşkulara sahip olmasından ileri gelmektedir (Yıldırım, 2011: 48).

1.4.1.2.2.2.Eksik Tüketim Kuramları

Üretim ve tüketim arasındaki aktüel olarak var olması gereken denge için kurulan eksik tüketim teorisi, üretimin beşeri davranışların haricinde kalan nedenlerle bağlantısının yanı sıra tüketim davranışı bireyin gelirine göre ele almaktadır. Bu yüzden gelir dağılımındaki olası dengesizlik, tüketim ve üretim arasındaki dengeyi bozabilmektedir. Ama eksik tüketim kavramı kuram tanımlamalarında çeşitli şekillerde kullanılmıştır. İlk olarak kullanıldığı anlamda

eksik tüketim, teknoloji ve gelişmelerle birlikte artan sermaye birikiminin katkı sağlayacağı üretim seviyesinin tüketim seviyesini aşmasıdır. İkincisi, bir satın alma gücünün talebe dönüşmemesinden kaynaklı olarak tüketim malları pazarına yarar sağlamamasıdır. Üçüncü anlam ise, süreç içerisinde artan sermaye birikimi, malların da artan üretimini absorbe etmek için satın alma gücünün de devamlı bir çizgide artmamasından dolayı durgunluk halinin oluşması ve fiyatlardaki düşüştür (Aydın, 2003: 18-19). Bu anlamların bir kenara bırakıldığında, eksik tüketim dengesizliklere dayalı bir kuram olup devresel dalgalanma teorisinden ziyade ekonomik bunalım teorisi kategorisine girmektedir (Benli, 1999: 43).

Eksik tüketim teorisine göre tasarruflardaki artış, tüketim malları üreten sektörler ve alanlarda üretim kayıplarına neden olabilmektedir. Gelirden büyük pay alan grup ile küçük pay alan grubun tüketimleri ve buradan yola çıkarak oluşan tasarrufları farklıdır. Gelirden büyük pay alan grubun, lüks nitelikteki tüketim mallarına karşı talepleri mevcutsa bile tasarrufları tüketimlerinden çok daha fazla bir oranda artış göstermektedir. Yani ortalama tüketim eğilimi ters orantı yaparak gelir artış gösterirken düşmektedir. Bu genel tasarruf seviyesinin ve bundan kaynaklı olarak yatırımların ve üretimin artmasıyla bir sonuca varmaktadır. Fakat gelirlerinin ciddi bir bölümünü tüketime ayıran küçük gelirli grubun tüketimleri diğer grubunki gibi aynı oranda artmamaktadır. Bu şekilde tüketim mallarındaki arz ile talep arasında dengesizlik ve tüketim malları üreten alanlarda ekonomik üretim süreçleri zinciri ile ekonomik çevreyi etkilemesinden dolayı iktisadi krizler ortaya çıkmaktadır (Yıldırım, 2011: 32). Sismondi'nin görüşüne göre ise, kapitalist sistem bünyesinde gerçekleşen sosyal olaylar, durumlar ve ilişkiler, tüketimin üretime eş olarak gelişmesine imkân vermemektedir. Bunun nedeni, gelir dağılımındaki adaletsizlikten kaynaklanmaktadır. İki kutba ayrılma büyük ve küçük gelir sahipleri arasında gerçekleşmekte ve mevcut dengesizliklerde artış eğilimi ortaya çıkmaktadır (Öztürk, 2002: 33).

Sistemdeki dengesizliğin nedeni olan toplumun sınıflara bölünmesi, giderek bunalımlı bir hale varmasından dolayı Marx bunu üretimdeki anarşiye ve kâr elde etmek amacıyla bir savaşın içine girilmesine bağlamaktadır. Belirli bir zaman

içerisindeki elde edilen karın toplam sermayeye oranı olarak kâr oranı artı değerlerin yanı sıra sermayenin organik bileşimini de kapsamına almaktadır. Ancak teknolojik gelişmeler ve teknik yeniliklerle birlikte sermaye birleşimi vücut değiştirerek kâr oranında bir azalma gerçekleşebilmektedir (Aydın, 2003: 20).

1.4.1.2.2.3. Yatırımlarla İlgili Kuramlar

İçsel dalgalanma kuramlarının yatırımlarla ilgili olan bu ayağı, denge faktörlerine göre kurulmaktadır. Sanayi ve teknolojinin gelişimiyle yatırım işlerinin de hareketlenmesi sermayenin arttırılmasında rol oynamaktadır. Üretim ve yatırımlar eş zamanlı davranış sergilemeseler de üretimdeki artış yatırımda gerçekleştirilen artışın biraz rötarlı bir biçimde olsa da ardından gelmektedir. Bu gecikmeli durum yüzünden bazı zamanlarda ekonomide dengesiz bir ortam oluşmaktadır (Polat, 2004: 80). Bir ekonomik sistem içerisinde gerçekleştirilen yatırımların genel olarak ihtiyaçları tamamıyla karşılaması her zaman uygun ortamı bulamayabilir. Yatırımlar kimi zaman normalinden fazla yapıldığından, mevcut tüketim durumuna kıyasla, sistemde kapital fazlalığı veya eksikliği meydana gelmektedir. Buradan yola çıkılarak, “aşırı kapital (surcapitalisation)” ve “eksik kapital (sous-capitalisation)” kavramları literatür içinde çoğunlukta yer almaktadır (Kartal, 2010: 49).

Aşırı kapital durumunda yatırımların fazlalığından kaynaklı olarak talepleri aşan bir üretim seviyesi mevcutken; eksik kapital durumunda taleplerin gösterdiği düşük seviyeler yüzünden yatırımlar aşırı derecede üretim gerçekleştirmektedirler. Ekonomik durumların o andaki yapısı ve düzeylerine göre taleplerin artış göstermesi sırasında bunlara karşı yanıt verememesi, sistem içerisinde enflasyon ve eksik üretim gibi sonuçlarla ortaya çıkmaktadır (Aydın, 2003: 20).

Dalgalanma kuramları arasındaki sıkı tartışmalar içinde yatırım ile ilgili kuramların sermaye ve yatırım malları üretimi yapan alanların daha etkili bir durumda olduğu savunulmaktadır. Ekonomi içerisindeki gelişmelerin sürecinde tutarlı bir yükselmenin değil de daha çok atılımlar ve sıçrama hareketlerinin olmasından kaynaklı olarak belli aksaklık ve duraksamaların olması olası

görülmektedir (Öztürk, 2002: 36). Yatırım kuramının temel ilkesi olarak hızlandıran ilkesini ele alan Aftalin, dalgalanmalarda bu etkiyi önemli bir yere yerleştirmektedir. Aftalin'in görüşüne göre, ekonomi; tüketim malları üreten ve yatırım malları üretenler olmak üzere iki kısma ayırmaktadır. Ekonomide tüketim mallarının talepleriyle gerçekleşen herhangi bir yükselme hareketi mevcutsa üretim alanında da artışı sağlayabilmek adına yatırım hareketlerinin de arttırılması gerekmektedir. Buradaki üretim, mal kısmındaki taleplerin yükseltilmesindeki önemli nokta, ekonomik sistem içerisinde kapasitedeki herhangi bir boşluk olmayıp üretim sisteminde üretim unsurlarının tam kapasiteyle çalışmasından ileri gelmektedir. Bu şekilde yatırım talepleri, mal taleplerinin ivmesine göre değişkenlik göstermektedir. İvmeye bağlı değişkenliğin oranına bakıldığında ise, nihai mal taleplerinde gerçekleşen herhangi küçük çapta ve şiddet yönünden az bir değişiklik, yatırım mallarının taleplerinde büyük bir yankı olarak ve şiddetli bir dalgalanma olarak etkisini ortaya çıkarmaktadır (Benli, 1999: 47).

Dalgalanmaların yükseliş dönemlerinde üretim yapan yerler tam kapasitede çalışırken tüketime artmasıyla birlikte üretimde de yükselişler meydana gelmektedir. Yatırımlar ve yeni üretim sahaları açmakla üretimde artış sağlanırken, tüketim mallarındaki yükseliş, hızlandıran ilkesine dayalı olarak üretim mallarında kendisine dönük artıştan daha fazla miktarda yükselişe neden olmaktadır. Buradaki söz konusu yükselme dalgalanma içinde bir uyarıcı kuvvet olarak görülmekte ve bununla birlikte üretim ve tüketim arasındaki dengesizlik de olumsuz ekonomik bir durum doğurmaktadır (Polat, 2004: 82).

1.4.1.2.2.4.Parasal Kuramlar

Büyük Buhran sonrasında Keynes'in kendi görüşlerine göre dalgalanma hareketlerini açıklamada parasal unsurları dikkate almaksızın tüm odağını reel unsurlara yöneltmesi, parasal unsurların ekonomik dalgalanmalarda sorumluluğunu aldığı görevin görmezden gelinmesine neden olmuştur. Keynes'in etkisiyle birlikte gelir ve istihdam alanlarındaki dalgalanmaların temel yapı taşının yatırımlar olduğu konusu iktisatçılar arasında geniş çaplı olarak kabul edilmiştir. Paracı iktisatçılardan

olan Friedman'a göre bu durum dalgalanma hareketlerinin çözümlenmesinde paranın rolünün basit bir seviyede gösterilmesinden ve gereken şekilde ayrıntılı olarak incelenmemesinden kaynaklanmaktadır (Yıldırım, 2011: 55).

Parasal dalgalanma kuramında ana hareket ettirici kuvvet, para miktarının büyüme oranı olarak öne çıkmaktadır. Ekonominin yapısındaki parasal alandaki büyümenin hızlanmayla birlikte genişleme, parasal alandaki büyüme oranındaki yavaşlamayla ise resesyon meydana gelmektedir. Para miktarında meydana gelen büyümedeki değişikliğin ana unsuru merkez bankasının para politikası konusundaki davranışından kaynaklanmaktadır. Parasal büyüme oranı yükseliş gösterdiği andan itibaren ekonomideki reel para miktarı artış göstermekte ve faiz oranları düşerek ekonomideki reel para ankesleri artmaktadır. Benzer biçimde döviz kuru da bu etkilerden etkilenecek düşüş sergilemekte ve döviz piyasasındaki paranın değerinde azalma görülmektedir. En başta finansal nitelikteki piyasalarda oluşan etkiler diğer piyasalara doğru genişlemeye ve onları etkilemeye başlamakta, yatırım talebi ve dış ticarette artış gözlemlenerek tüketicilerin daha fazla dayanıklı tüketim malı almasına yol açmaktadır. Harcamalarda öncelikle oluşan bu değişiklik ve gelişmeler aynen Keynes'in kuramında da olduğu gibi bir çarpan etkisi doğurur. Parasal büyümedeki bu yükselme hareketi toplam talep eğrisini sağa kaydırarak ekonominin genişlemesine sebep olacaktır. Aynı biçimde parasal büyümedeki bir azalma hareketi, toplam talep eğrisini sola doğru kaydırıp resesyona sebep olacaktır (Kartal, 2010: 66).

Parasal dalgalanma kuramlarının en bilindiklerinden biri olan Salt Parasal Dalgalanma Kuramı, dalgalanma hareketlerini para ve kredi faktörlerine dayandıran Hawtrey kuramıdır. İktisatçı Hawtrey'e göre, para ve kredi faktörleri sistem bünyesinde oluşan bunalım, deflasyon ve enflasyon durumlarına neden olmaktadır. Ekonomide beliren iyimser ve kötümser iniş-çıkışların oluşum sebepleri genellikle bankaların uyguladığı politikalarla ilişkilidir. Bu şekilde para ile belirtilen mal talepleri artmasıyla birlikte üretimde ve fiyatlarda artış görülmektedir. Tam tersi durumda ise, talep yönünden bir azalma olduğunda iş ve çalışma oranında düşüş yaşanmakta ve üretim sınırlanarak fiyatlar da düşmektedir (Benli, 1999: 40). Buna

karşılık parasal nitelikteki genişlemenin gidişatı daha stabil bir duruma getirildiğinde dalgalanmalar ortadan kalkacaktır. Bankaların kredi kapasitelerindeki şiddet seviyesini belirlemesi ile para hareketlerindeki istikrasız yapının sorumlusu olduğu ortaya çıkmaktadır. Hawtrey'in bankaların uyguladığı faiz oranlarını istikrarlı bir yapıda görmesine karşın, faiz oranlarındaki ufak çaplı bir düşüş ya da kredi konusunda yapılan kolaylıklar, kredilerin oranında bir yükselmeye neden olmaktadır. Ayrıca kredilerin kapasitesinin genişletmesi de kolay kredi şartlarının ve verilen garantiler aracılığıyla kredi vadelerinin uzatılması yönündedir. Diğer taraftan üretimde sonsuz biçimde genişleme görülemeyeceğinden dolayı tam kapasite sınırına ulaşıldığında fiyatlarda yükselme hareketi daha hızlı bir seviyeye ulaşacaktır. Şartların ve davranışların bu yönde olmasıyla faiz oranlarındaki ufak bir yükselmenin bile yeni oluşabilecek kredi taleplerini durdurmaya gücü yetmeyecektir (Barutca, 2000: 75).

Parasal kuramların devresel dalgalanmalar türünden olmasıyla birlikte yükselme aşamasında kredilerin yükselmesi ve kredilerin gelişme yolunda yükselme hareketi devam etmektedir. Bu aşamada gerçekleşen küçük çaplı bir faiz düşüşü, kredi artışı ve gelir-gider dengesinde tüketimin artarak stokların bitmesine neden olacaktır. Bu şekilde aşamaların uzunluğu veya süreci, gelişim aşamasında kredilerin verilmesi ve daralma aşamasında kredilerin geri çekilmesiyle belirlenmektedir. Kullanımda olan para miktarından daha fazla mal talebi önem arz etmekte ve borç vermek, bankalar açısından kâr kaynağı olarak görülmektedir. Bu sebeple bankalar imkânları olduğu sürece en yüksek miktarda borç verme niyetindedirler (Çetin, 2011: 17).

Parasal kuramların bir diğeri olan Wicksell'in faiz haddine dayanan görüşü ekonomi alanındaki para sorunlarının, piyasa içerisindeki faiz oranları ve doğal faiz oranından kaynaklandığını savunmaktadır. Doğal faiz haddi, fon arzı ile yatırım taleplerini eşit bir seviyede tutan faiz haddi olarak tanımlanırken, piyasadaki faiz haddi bankaların uygulamaları ve politikalarıyla gerçekleşmektedir. Buradaki faiz oranının belirlenimi bankanın ödünç olarak verebileceği fon ile ödünç alabileceği mevduat durumuna göre yapılmaktadır. Piyasa faiz haddi, bankaların kredilere

uyguladıkları faiz oranı olduğundan, piyasa faiz haddi genel olarak doğal faiz haddinden daha fazladır. Bu kuramda belirtilen düşünce temellerine göre piyasadaki faiz haddinin yüksek seviyede olması yatırım uygulamalarında artış göstererek ekonomiyi dinamik bir hale getirecektir. Daha sonrasında fiyatların yükselmesiyle birlikte kredilerde de bir artış ve piyasadaki faiz haddinde de yükselme görülmektedir. Bahsedilen iki faiz türünde de eşitlenme görüldüğü takdirde ekonomide durgunluk safhası görülür (Polat, 2004: 90).

İki faiz oranı arasındaki farka bakıldığında doğal faiz oranının yararına sürdükçe toplamdaki talepler, arzdan fazla olarak yatırım işlemleri artmakta ve kâr düzeyleri yükselmektedir. Genel olarak bankaların gerçekleştirdiği faiz oranlarındaki düşüş, üretimde ve milli gelir seviyesinde artış olarak yansımaktadır. Tam tersi bir yükselişte ise, üretim faaliyetleri ve milli gelir seviyesinde düşüş gerçekleşecektir. Piyasadaki faiz oranının doğal faiz oranının altında kalmasıyla sermayenin marjinal etkinliği ve kârlılık oranı yüksek seviyeye çıkmaktadır (Öztürk, 2002: 32).

Sanayicilere temin edilen gerekli sermaye, uzun ömürlü olamayacağından boş hacim problemi ortaya çıkarak yatırım malları sanayisindeki maliyetler yükselecektir. Bu yüzden dalgalanmanın en az seviyeye indirgenebilmesi için o noktadaki depresyon hali, dönüm noktasından sonraki aşamada fiyatlar devamlı surette yükselmeyeceğinden aşılabacaktır. Fiyat artışlarındaki duraksama ise, pesimistlikten optimist çizgiye geçilerek piyasa faiz oranı, denge faiz oranı altına düştüğü an canlanma durumuna geçecektir (Benli, 1999: 42-43).

1.4.1.2.3. Dışsal Dalgalanma Kuramları

Ekonomik dalgalanmaları ele alan bir diğer dalgalanma ise sistemin dışındaki unsurların dikkate alındığı dışsal dalgalanma kuramlarıdır. Buradaki ana fikir, sistemin düzeninin istikrar gözettiği ve dalgalanmalardan sorumlu tutulmadığı görülmektedir (Benli, 1999: 35). Dalgalanma ve bunalım halini meydana getiren öğeler genel olarak sistemin dışında bulunarak içteki diğer öğelerle etkileşim haline

geçmemektedirler. Bu yüzden içsel ve dışsal unsurların arasındaki ilişkilerde doğan problemler dalgalanma kuramlarıyla aşılmaya çalışılmaktadır (Öztürk, 2002: 26).

1.4.1.2.3.1.Reel Dalgalanma Kuramları

Dalgalanmaların etkileri olarak değişikliklerin ve yeniliklerin görüldüğü bu kuramda yeniliklerin ekonomik sisteme girmesiyle birlikte ortamda oluşan canlanma ve refah durumu söz konusudur. Kapitalizm değişken yapısının beraberinde birçok yenilik getirmesiyle sistem içerisindeki yıkımlara da neden olmaktadır. Dönemin kapitalist sistemine karşı olan Marx'tan etkilenen Schumpeter, teknik açıdan gerçekleşen yeniliklerin dalgalanmaların nedeni olduğunu belirtmekte; ondan etkilenen Hansen'e göre ise, refah ortamı ve ekonomik krizlerin nedeni de yeniliklerden ortaya çıkmaktadır. İlk olarak sistem içerisinde gerçekleşen yenilikler her ne kadar gelişimi körüklese de yeniliklerin artması üretimdeki artışın tüketimdeki kapasiteyle olan dengesinde bozulmalar yaratarak durgunluk dönemlerini tetiklemektedir (Polat, 2004: 71). Reel dalgalanma kuramının açıklamaları, bu konuda en önem taşıyan iktisatçılar olan Kydland-Prescott ve Long-Plosser'in düşüncelerinden ileri gelmektedir (Kartal, 2010: 73).

Reel dalgalanma kuramında piyasaların tam rekabetçi nitelikte olması ve ekonomik yapıların eksiksiz veriye sahip olması, toplam talebin dalgalanma hareketleriyle etkileşiminin olmamasına neden olmaktadır. Toplam arz reel hâsılanın belirleyicisi olarak rol almakta ve Neo-klasik büyüme modeline benzer bir biçimde emek ve sermaye miktarı ile teknoloji seviyesi tarafından belirlenmektedir. Buradan yola çıkılarak dalgalanma hareketlerinin odak noktası toplam arzdaki değişikliklere bağlıdır. Kuramın en önemli verisi olarak reel unsurlardan biri olan teknoloji (verimlilik) şoklarının dalgalanma hareketlerinin temel noktası olmasıdır. Dalgalanmadaki hareketleri engelleyebilmek adına, toplam talep üzerinde etkiye bulunmaya çalışan devlet müdahalelerine dayalı politikalar amacına ulaşamamakla beraber piyasalar üzerinde de bozulmalara ve hâsıla oranının düşmesine neden olmaktadır (Yıldırım, 2011: 79). Ekonomiye etki eden reel şoklar, öncelikle teknoloji şoku olarak, dalgalanmaların ana merkezine yerleşir. Reel şoklar üretim işlevini,

emek kapasitesini, tüketicilerin tasarruf ve yatırım kararlarını ve kamu satın alımlarının miktarını etkilemektedir (Kartal, 2010: 74). Reel şokların ilkeleri ise;

- Ekonomi, eksiksiz olarak istihdam içinde olmakla beraber doğal oran hipotezi kullanılmaktadır.
- Reel değişkenler para politikalarından etkilenmemektedirler.
- Ekonomi içinde olan kişiler sınırlı kaynaklar üzerinde kâr veya yarar maksimizasyonunu hedeflemektedir.
- Rasyonel beklenti söz konusuysa, asimetric bilgi aynı durumda değildir. Bunun yanında şahısların noksan bilgi durumu potansiyeli her zaman mevcuttur.
- Model içerisinde içsel ve dışsal para arzı kullanılmaktadır.
- Fiyat ve ücretler esnek bir yapıdayken, denge ve piyasa açıklığı konusu varsayımlar tarafından garantilenmektedir. Varsayımlar içerisinde ücret esnekliği varsayımı üzerine özellikle çalışma yapılmıştır.
- İstihdam ve toplam çıktı açısından gerçekleşen dalgalanmalar kullanılabilir üretim içerisinde geniş çaplı rastgele değişkenler tarafından devam ettirilmektedir.
- Monetarist ekonomistler tarafından kabul gören kısa-uzun dönem ayrımı, Reel Konjonktür Teorisi ekonomistleri tarafından kabul edilmemektedir. İşgücünün arzı hem cari seviyedeki ve istihdamdaki hem de üretimdeki değişikliklere karşı yanıt olarak ortaya çıkmaktadır. Ekonominin bünyesindeki şoklara karşı emek arzı kullanılmakta ve yeniden doğal seviyeye ya da tam istihdama geçilmektedir.
- İstihdam içerisindeki dalgalanmalar, çalışmak isteyen kişilerin saatlerinin miktarındaki gönüllü değişimi göstermektedir. Çalışma ve boş zaman uzun dönem içerisinde kendisine yer bulmalıdır.
- Üretim işlevlerinin aşağı ya da yukarı doğru kayma hareketlerine dışsal etkenli teknoloji şokları sebep olmaktadır. Bu dışsal teknoloji

şoklarının çıktı üzerindeki etkisine bakıldığında, boş zamanın diğer zamanlarla olan yer değiştirmesiyle birlikte şiddetlenmektedir. Üretimdeki bir artış boş zamanın maliyetinde artış sergilemekte ve istihdamı yükseltmektedir.

- Ev halkı ve firmalar kaynak ve teknoloji sınırları çerçevesinde hedef işlevlerini en yüksek seviyede gerçekleştirmektedirler (Karalı, 2012: 32-33).

Teknik yeniliklerin sistem içerisinde faal olmasıyla birlikte bir dönem boyunca gelişme ve canlanma olmakta sonrasında yerini bunalıma bırakmaktadır. Burada yenilikler ve gelişmeler iki açıdan ortaya çıkmakta ve hem dengeyi bozan hem de kuran bir olgu olarak göze çarpmaktadır. Modern ekonomik yapılara bakıldığında bu durum denge ve dengesizlik arasında el değiştiren dönemler zinciri olarak görülmektedir. Sistemin müdahalesinde kullanılan dışsal şoklar genel olarak tesadüfi olarak ortaya çıkmaktadır. Bunun yanı sıra zaman ve yer bakımından düzenli bir şekilde hareket etmediklerinden dolayı, aşamalarının uzunlukları veya kısalıkları aynı boyutlarda olmamaktadır. Bu yüzden yeniliklerin sıçrama hareketleriyle meydana gelmesi halinde üzerine yapılan tahminler de pek tutarlı olmayacaktır (Aydın, 2003: 14). Bu kuram üzerine yapılan çözümlemelerde çevredeki değişikliklerin asıl sebebinin teknolojik yenilikler olduğu söylene de değişikliklerin asıl sebebi, zevk veya tercihlerin farklılığına dayanmaktadır. Buradan yola çıkarak talep şoklarının varlığı da sistem içerisine dâhil edilmektedir (Karaoğlu, 2015: 78).

1.4.1.2.3.2. Tarımsal Ya Da Fiziki Kuramlar

Ekonomik dalgalanma kuramı ile ilgilenen ilk kuramcılar çoğunlukla dışsal dalgalanmalar üzerine kuramlar geliştirmişleridir. Sistem içerisindeki dalgalanmaların kaynakları tıpkı meteorolojik unsurlara dayandırılma çabaları gibi doğada bulunan diğer dışsal dalgalanmalarla bağlantılı olarak görülmektedir. Bu, doğal olaylar, hasatlar, afetler, yağmur gibi somut durumları ve insanların psikolojik

durumları gibi soyut şeyleri etkilemekte ve bunlar daha sonrasında gözlemlenen dalgalanmaları meydana getirmektedir (Güneren, 2009: 22).

Tarımsal ya da fiziki dalgalanma kuramı ilk olarak Jevons tarafından öne sürülmüş ve Moore tarafından savunulmuştur. Bu kurama göre, tarımsal ürün kapasitesinde emek unsurunun dışında kalan olay ve durumlara bağlı olarak dalgalanmaların oluştuğu görülmektedir. Jevons'a göre, güneşin yüzeyinde meydana gelen lekelerin farklı aşamalarına bağlı olarak dünya üzerindeki doğa ve iklim olayları etkilenmekte ve bu şekilde yıllara göre tarımsal alandaki üretimin fazla ya da az olduğunu açıklamaktadır. Moore ise bu dalgalanma ve sistem içindeki dengeleri yağmurun etkisinde kaldığı Venüs hareketlerine göre belirlemektedir (Benli, 1999: 35).

Bu kuramın mümkün olamayacağını söyleyen istatistiki çalışmalara göre ise, tarımsal üretim ile dalgalanma arasında yeterli ilişki kurulamamıştır. Tarımsal kuramın eleştirileri birkaç temel düşünce üzerinden yapılmaktadır:

- Kurama göre tarımsal üretim genel olarak tüm ülkeler bazında aynı şartlar içerisinde gösterilmektedir. Ama her ülkenin kendisine özgü doğal koşulları ve iklim şartları nedeniyle ürün yelpazesi değişiklik gösterdiğinden ve bu nedenle üretimi farklı olduğundan kuramdaki gibi bir durum söz konusu olmamaktadır.
- Tarımsal üretimin genel ekonomiyi etkileme alanı aslında ekonomik pastanın ufak bir kısmını oluşturmaktadır. Gün geçtikçe teknolojinin gelişmesiyle birlikte tarımsal üretimin önemi düşmekte ve ekonomideki etki alanı daha da azalmaktadır.
- Tarımsal alanlarda yeni teknolojik aletlerin ve makinaların kullanılmasıyla birlikte üretimde gerçekleşen dalgalanmaların şiddetinde de azalma görülmüş ve üretim alanında görülen istikrarsız duruma karşın stoklama, fiyat dalgalanmalarına ufak çapta da olsa bir istikrar kazandırmaktadır (Aydın, 2003: 12).

1.4.1.2.3.3. Psikolojik Kuramlar

Sistem içerisindeki dalgalanmaları psikolojik ve sosyal faktörlere bağlayan bu kuram, fiziksel ortamın sahip olduğu sınırlar gibi belirlenmesi kolay bir ortam olmadığından dalgalanma hareketlerini açıklamakta pek elverişli değildir. Psikolojik kuramlar genel olarak tüketicilerin ve şahısların davranış ve eylemlerini psikolojik temelde incelemektedir. Bu yüzden psikolojik faktörler, parasal ve iktisadi alanlarda kullanılmaktadırlar. Bu kuramın önemli tarafı davranışlar, varsayımlar ve hataların dikkate alınmasıdır (Aydın, 2003: 12).

Psikolojik kuramın kurucu olan Pareto'nun savunduğu fikirlere göre, bunalımlar insanın iç dünyasını temsil etmektedir. İnsan umutlarından, korkuya veya güvensizliğe geçmektedir. İnsanın başarısı yüzünden kendisini güçlü ve yenilmez hissetmesi ve bunun devamında umut beslemesiyle iyimser bir psikolojik durum olarak ve başarısızlıkla birlikte gelen moral bozukluğu, cesaretsizliğin getirdiği kötümserlik hali ise dalgalanmaların nedeni olarak görülmektedir. Ekonomik durumların kökeni olarak görülen psikoloji, borsadaki dalgalanmaların da insanın moral yapısından ileri gelen yasalarca gerçekleştiğini savunmaktadır (Benli, 1999: 36).

Şahıslar yalnızca girişimci olmakla kalmayıp tüketici ve tasarruf sahibi bireyler olarak da eylemlerde bulunurlarken psikolojik unsurlardan kaçamamaktadırlar. Bu sebeple psikolojik unsurlar banka mevduatı, dolaylı olarak kredilerin kapasitesi üzerinde ve paranın tedavül hızında büyük etken olarak belirleyici olmaktadır. Kriz aşamasında; fiyatların hızla azalması ve stoklardaki artış bir anlamda tüketicilerin istediği durumlardan olup tüketici fiyatlardaki durgunluğun süreceği kanısındadır. Buradan yola çıkılarak taleplerde de azalma görülür. Yükselme aşamasında ise, fiyatlardaki yükselme hareketi tüketicide stok yapma konusundaki isteğini ve taleplerdeki artış seviyesi de fiyatlardaki artışı daha da yükseltmektedir. Bankacıların kredi konusundaki imkânlarını gereği gibi düzenleyememeleri de dalgalanmaların oluşum sürecini hızlandırmaktadır (Kartal, 2010: 82).

Dalgalanmaların, psikolojik ve sosyal etkileri dışında reel faktörlerin de üzerinde etkisi olduğu görülmektedir. Fakat bu kuramın içerisinde reel faktörleri tamamıyla gözden çıkarması, bu kuramın en önde eleştiri konularından biridir. Ayrıca bu eleştirinin yanı sıra kuram devresellik durumuna tam bir açıklama getirememekte ve kötümserlik aşamaları zincirinin nasıl işlediği konusunda da bir yanıt verememektedir. Tarımsal ya da fiziki kuramlarda da görüldüğü gibi psikolojik kuramlarda dalgalanma konusunda fazla açıklayıcı bir nitelik taşımamakta ve içsellik-dışsallık türlerinde de tartışma konusu haline gelmektedir (Öztürk, 2002: 28).

1.4.1.2.3.4. Diğer Dışsal Dalgalanma Kuramları

Dalgalanma hareketlerinin dışsal kuramlarının yanı sıra dışsal faktör olarak görülen politika da etki alanındaki yerini almaktadır. Dalgalanmalara etkide bulunan politika genel olarak bir ülke sınırları içerisinde gerçekleşen çeşitli politik zemindeki olayların ekonomiye yansımalarından ibarettir. Bu türdeki politik kuramlar genel olarak devresellikten ziyade şokları açıklamakla ilgilenmektedirler. Politik gelişmelerin niteliği hangi yönde olursa olsun ekonomi alanında önemli derecede belirlenimlere sebebiyet vermekte ve kimi politik ortamlardaki dalgalanmalardan kaynaklı tıkanmaların da oluştuğu görülmektedir. Dalgalanmalara etkisi olan politik yöndeki dalgalanmaların yanı sıra vergi, mevzuat ve reformlardan dolayı yenilik ve gelişmelerin de ekonomiyi etkilediği gözlenmişse de bu gelişme ve yeniliklerin devresellik yarattığından bahsedilmemektedir (Aydın, 2003: 14).

1.4.1.3. Finansal Dalgalanma Aşamaları

Dalgalanma hareketlerinde tarihsel sürece bakıldığında deneyim ve tecrübelerle dayalı deneysel bir fenomen olarak ortaya çıktığı görülürken, toplumsal olayların gidişatına paralel olarak ekonominin de olumlu ve olumsuz dönemlere girdiğini de göstermektedir. Ortaya çıkan dalgalanmaların şiddet açısından gösterdiği düzenli performans sonrasında nitelenen dalgalanma şekli devresel olarak tanımlanırken, zaman açısından düzenli performans gösterilmesiyle birlikte periyodik olarak bir dalgalanma şekli meydana gelmektedir. Ama bunların yanı sıra

dalgalanmalar genel olarak ne devresel ne de periyodik olarak net bir çizgi içerisinde yer almamaktadır (Öztürk, 2002: 6).

Dalgalanmaların aşamalarına bakıldığında ise dört ana aşamadan oluştuğu ve bu aşamaların birbirlerini takip ettiği görülmektedir. Dalgalanmaların hem genişleme hem de daralma aşamalarında ekonominin bütününe etkileyen niteliği geçici iken sonucunda trend seviyesine geri dönmesi beklenmektedir. Fakat bu dönem uzun bir süreci içerisine aldığından dolayı ekonomideki bu iniş ve çıkışların sebeplerinin belirlenmesi ve dalgalanmaların her aşamasının ne kadar sürmesi gerektiğini öngörmek oldukça önemli bir durum teşkil etmektedir (Koyuncu, 2009: 9).

- Genişleme (Fiyat ve üretim seviyesindeki artış, düşük seviyedeki faiz oranları): Bu aşamanın genel öne çıkan özelliklerinden biri üretimdeki ve satışlardaki artışın giderek daha da güçlenmesidir. Üretim alanında büyüme gerçekleşirken fiyatlar üzerinde de artma hareketi gözlemlenmektedir. Ücretlerde ve karda yükseliş yaşanması talebi de beraberinde getirmektedir. Bu hareketlerin toplamının ekonomiye yansması ise ekonomik olarak bir genişlemeye tekabül etmekte ve finansal açıdan da bankaların para yaratması ve paranın hızlı bir biçimde el değiştiriyor olması parasal etmenlerdeki gelişmelere de etki etmektedir (Barutca, 2000: 7-8).
- Kriz (Borsadaki çöküşler ve toplu halde firma iflasları): Bunalım aşaması olarak geçen bu sürede üretimde ve satışlardaki düşüş, işsizlikteki durumun son raddeye kadar gerilemesiyle birlikte kamu alanındaki gelirlerdeki azalma sonucunda kâr paylarının giderek düşmesinden dolayı zararlar ve iflaslar meydana gelmektedir. Bu süreç içerisinde tasarruf sahipleri ve bankalarda mevcut bulunan varlık fazlası olmasına rağmen, bu varlıklara karşı taleplerde de bir düşüş ve bireylerce bankadaki varlıkların kullanılmasında isteksizlik göze çarpmaktadır. Bu şekilde yatırım davranışlarındaki faaliyetler durmakta ve fiyatların minimum seviyelere indiği görülmektedir

(Öztürk, 2002: 7). Krizin göstergelerinden biri de ekonomideki kâr paylarındaki düşüş ve bu düşüşle birlikte ortaya çıkan zarar ve iflaslardır. İflaslarla birlikte başlayan işsizlik ve yanı sıra gelir seviyesindeki düşüş genel olarak bir bunalıma yol açmaktadır. Yatırımların da durma noktasına gelmesiyle toplum içerisinde güven kaybı ve umutsuzluk baş gösterir. (Çetin, 2011: 11).

- Resesyon (Fiyat ve üretimdeki azalmalar ve yüksek seviyedeki faiz oranlar): Yatırım hareketleri çok düşük düzeylerde seyretmektedir. Ekonomideki her şeyin olumsuzla doğru gittiği, toplam talebin ve gelirin ciddi ölçülerde azaldığı bir ortamda, enflasyon oranının ise yüksek olduğu gözlemlenmektedir. Ödemeler bilançosu açık verdiği müddetçe politik nitelikte bir yardım söz konusu değildir. Bu sebeple problemlerin kontrol altına alınması belli bir süreç gerektirmektedir. Firmalar veya şirketler ise stoklarının arttığını görerek üretimlerine sınırlama getirmektedirler. Hatta maliyetlerini azaltmak için stoklarını en az seviyeye indirgemektedirler. Üretimin yükseltilememesi ve kilit noktadaki sektörlerle yapılan yatırımın karşılığının alınması konusunda sorunların yaşanması, kâr konusundaki beklentileri azaltarak üreticileri olumsuzluğa sürüklemektedir (Özata, 2007: 13).
- Düzelme (Fiyat ve gelirlerdeki artışlardan kaynaklı borsanın düzelmesi): Bu aşamada var olan üretim hacmi en üst seviyede kullanılmasından dolayı istihdam ve milli hâsıla düzeyi en üst seviyelere kadar çıkmaktadır. Düzelme veya canlanma aşaması içerisindeki en üst nokta, zirve noktası olarak tanımlanmaktadır. Bu noktada kalifiye işgücü kıtlığı gözlemlendiğinden yüksek ücret artışları görülür ve ayrıca hammaddelerde darboğaz durumları yaşandığından belli bir raddeden sonra kapasite kullanımını yükseltmek, kapasitenin sınırlarını genişletmek, istihdam ve üretimi artırmak olası görülmemektedir (Atay, 2010: 29). Düzelme aşamasındaki istihdam, üretim ve kâr paylarındaki yükselmenin

nedeni ise, girişimcilerin gelecekteki taleplerin artması yönündeki beklentileri ve tüketimdeki hızlandıran etkisinden dolayı yatırım hareketlerindeki hızlı artıştan kaynaklanmaktadır (Öztürk, 2002: 8).

1.5. Finansal Krizin Çeşitleri

Gelişim gösteren piyasalarda genellikle görülen finansal krizler temel çizgileriyle para, bankacılık, dış borç, iç borç ve sistemik finansal krizler olarak adlandırılmaktadır. Bu krizler çoğunlukla birbirinin ardı sıra gelen bir süreç içerisinde hareket ettiklerinden kesin sınırlarla ayırım yapılamamaktadır. Krizlerin birbirinden bağımsız olmadan, birçok durumda ve çeşitli alanlarda başlaması, diğer kriz çeşitlerini de tetiklemektedir. Finansal ve finansal olmayan bilançolarda bozulmaların görüldüğü başlama aşamasını, ikinci aşamada bir para krizi aşaması izlemektedir. Üçüncü aşama, para krizinden sonra meydana gelen finansal ve finansal olmayan bilançoların daha ileri derecede bozulmasıdır. Bu aşama ekonominin yıkıcı ve olumsuz nitelikteki sonuçları olan net bir finansal krize girme aşaması olarak görülmektedir (Evrano, 2012: 125-126). Finansal krizlerin, özellikle de döviz krizlerinin meydana gelişi, geçirdiği aşamalar ve sonuçlarını farklı birtakım modellerle öngörmek olası bir durumdur. Finansal krizler birçok sorunun toplanması ile ortaya çıktığı için krizin görünmeyen ve daha dipte yatan nedenlerinin net bir biçimde tanımlayabilmek zor ve çoğunlukla mümkün görülmemektedir (Dülger, 2015: 51).

1.5.1. Para Krizleri

Bir para biriminin değişim değeri üzerindeki spekülasyon saldırı hareketleri, para biriminin değer yitirmesine veya paranın değer yitimini engelleyebilmek adına önemli miktarlarda döviz rezerv paylarında azalmaya veya faiz rakamlarında aşırı seviyelerdeki artışlardan kaynaklı para krizi, özellikle sabit döviz kuru mekanizmalarında piyasadaki katılımcıların taleplerini ani bir şekilde yerel para ile değiştirilmiş aktiflerden yabancı paraya sahip aktiflere kaydırmaları sonucunda merkez bankasındaki döviz rezervlerinin tükenmesi ile meydana gelen krizler olarak

tanımlanmaktadırlar (Çetin, 2011: 53). Bir ülkeye ait parasına karşılık yapılan spekülative biçimdeki saldırıya bağlı olarak, ülke parasında ciddi derecelerdeki resmi kimliğe sahip otoritenin devalüasyona başvurduğu veya ülke parasının büyük oranlarda değer kaybettiği veya ülkenin sahip olduğu geniş ölçekli uluslararası rezervleriyle veya faizlerde keskin bir yükselişle parasını savunmasından ileri gelmektedir (Dalyancı, 2010: 17).

Para krizlerini ödemeler dengesi krizleri ve döviz kuru krizleri şeklinde kategorize etmek daha uygun görünmektedir. Sabit kur pratiğini uygulayan ülkelerde döviz rezervlerindeki düşüş değer elde etmekten para krizleri ödemeler dengesi krizleri olarak da tanımlanmaktadır. Esnek kur sistemi kullanan ülkelerde ise, para krizleri döviz kuru krizi olarak gösterilmiş olsa da kur hareketlerine vurgu yapmak istenmiştir. Para krizlerinin belirleyici faktörleri ise beş grup şeklinde ele alınmaktadır (Topallı, 2006: 8) :

- Zayıf nitelikteki makroekonomik göstergeler ve yanlış ekonomi politikaları,
- Finansal alt yapı konusundaki yetersizlikler,
- Etik anlamda tehlike ve simetrik olmayan enformasyon,
- Piyasa içerisindeki kreditorlerin ve uluslararası nitelikteki kuruluş ve kurumların yanlış yöndeki his ve sezgileri,
- Beklenmedik şekilde gelişen olay ve tesadüfler.

Para krizlerine genel olarak neden olan eylem ve hareketlerin en önde geleni, spesifik olarak sabit döviz kuru politikasını benimseyen ekonomilerde görülmektedir. Bu ekonomilerde, piyasa içerisindeki yatırımcıların elindeki yerel para birimi tarafından sabitlenmiş olan aktiflerden, yabancı para birimi ile değerlendirilmiş olan aktiflere doğru yapılan hareketler ile döviz rezervlerini tüketmeleri ile para krizleri meydana gelmektedir. Bir diğer nedeni ise, para birimlerine uygulanan spekülative saldırı sonucunda yüksek ve ani değer kayıplarıdır. Buna karşın olarak merkez bankaları sahip oldukları büyük çaplardaki rezervi satmak ya da faiz oranlarındaki rakamları yükselterek paranın değer yapısını korumak durumundadırlar (Dülger, 2015: 53). Sabit kur sistemlerinin pratiklerini kullanan ülkelerdeki para krizleri,

ödemeler dengesi krizi diye tanımlanırken, dikkat döviz rezervi düşüşlerine çekilmekte ve esnek kur sistemi pratiklerini uygulayan ülkelerdeki krizlere ise döviz kuru krizi adı verilerek dikkat rezerv düşüşlerine karşılık kur değişmelerine çekilmektedir. Doksanlı yılların sonrasında gelişmekte olan ülkelerde gerçekleşmiş olan para krizlerinin büyük bir kısmında krize neden olan öğeye bakıldığında bunun yüksek sermaye hareketliliğinin oluşturduğu sermaye hesabı krizleri olduğu görülmektedir. Kuramsal olarak, sermaye akımları içerisinde gerçekleşen herhangi bir tersine dönme hareketi para krizlerini başlatabilmekte ve dış finansman kaynaklarının tükenmesinden kaynaklı olarak cari hesap açıklarında bir düşüş de görülebilmektedir (Evrano, 2012: 127).

1.5.2. Bankacılık Krizleri

Ticari nitelikteki bankalar borçlarının vadelerinin daha uzun süreye yayılamamasından dolayı veya vadesiz mevduatlardaki ani çekme taleplerini karşılayamamaları nedeniyle nakde kolay çevrilebilecek kaynak problemlerine düşmeleri ve daha sonrasında iflas etmeleri gibi bir durum oluşmaktadır. Başka bir ifadeyle, bankacılık krizleri, bankacılık alanındaki başarısızlıklar, bankaların sahip oldukları yükümlülükleri ve sorumlulukları yerine getirememesi veya hükümetin bu mevcut başarısızlığı engelleyememesi olarak da tanımlanmaktadır. Finansal piyasaların aktif olarak etkinlik göstermesini önleyen sistematik finansal krizler, reel ekonomi üzerinde oldukça etkili finansal bozulmalar olarak da görülmektedir (Çetin, 2011: 54). Bankacılık krizleri ekonomik koordinasyon problemleri olarak geçmekte ve buna bağlı olarak işletmelerin ve bankaların kaderleri ekonominin genel rotasına göre değişiklik göstermektedir. Bu durum bir açmaz olarak görülmekte ve bu tür krizlerin meydana gelmesinin öncelikli nedeni olarak ekonomik sistem içerisinde mevcut olan yetersizlikler ve kurumsal alanda gerçekleşen zayıf noktalar olduğu düşünülmektedir. Bu durumda ekonominin genel durumunun iyileştirilmesinin yanı sıra sistemde de köklü değişikliklerin ve değişimlerin çabuk bir biçimde yapılması önerilmektedir (Dölger, 2015: 57).

Sermaye işlemlerine bağlı olan kontroller ve başka nedenlerle ortaya çıkan kısıtlamalar sebebiyle bankacılık krizleri 1950’li ve 1960’lı yıllarda yaygın olarak görülmesine de 1970’lerden itibaren sık sık ve para krizleriyle devamlı olarak meydana gelmeye başlamışlardır. 1970’lerden 1990’lara kadar geçen süreç içerisinde yapılan çalışmaların sonuçlarında, 1970-1985 arasında daha fazla para krizleri ortaya çıkmaktadır. 1980’lerin ortalarıyla beraber bankacılık krizlerinin de sayısında artış olduğu görülmektedir. Bankacılık krizlerinin sebep olduğu yüksek derecedeki maliyetlerden olabildiğince kaçınabilmek adına, bu krizlerin meydana gelmesinde ana unsurların tespiti önemlidir. Bu konuda yapılan çalışmalar ise, krizlerin tek bir sebepten dolayı değil, pek çok sebebin birleşiminden kaynaklandığını göstermektedir (Evrano, 2012: 129). Bankacılık krizi, batma raddesine kadar gelen veya batma sınırına gelme ihtimali olan bankaların, yükümlülüklerini veya borçlarını çevirme niteliklerini yitirdiği veya devletin geniş ölçekli müdahale çalışmalarıyla destek vermek mecburiyetinde kaldığı bir durum olarak tanımlanabilir. Bankacılık krizlerinin nedenlerine bakıldığında, bunun makroekonomi ve mikroekonomi seviyesinde incelenebilecek bir kriz olduğu görülmektedir (Tunalı, 2007). Makroekonomi seviyede, yurtiçi veya yurtdışından kaynaklı olarak, ekonomik sistemin dalgalanma formu, toplam arz, milli gelir, toplam talep, uluslararası ticaret ve para-kur-faiz-maliye konusundaki politikalar, finansman yapısı, ülke ekonomisinin yapısal zayıflıkları ve problemleri, faiz oranları, finansal serbestleşme, döviz kurları, sermaye hareketleri vb. unsurlardaki aniden gelişen şokların, bankacılık sektörünü negatif yönde etkileyerek bir dizi bankacılık krizine neden olabilmesidir. Mikroekonomik bakımından bakıldığında, bankacılık sektörünün genel olarak kendi kurumsal yapısı, işleve dayalı mekanizmalarından meydana gelen ve bankacılık sektörüne has, sermaye yeterliliği riski, döviz kuru riski, piyasa riski, kredi riski, likidite riski, operasyonel risklerin idare edilemeyecek duruma gelmesine bağlı olarak bankacılık sektörüne ait güvensizlik, belirsizlik, bilanço bozulmaları gibi unsurlardaki aniden gelebilen şoklar, bankacılık sektörüne kadar genişleyerek bir bankacılık krizine neden olabilmektedir (Dalyancı, 2010: 38).

1.5.3. Sistematik Finansal Krizler

Finansal piyasaların potansiyel açıdan ciddi şekillerde bozulmasını belirten bu kriz çeşidi ekonomik, politik ve sosyal hayatın formundan ve değişkenliğinden meydana gelmektedir. Sabit bir döviz kuru veya konvertibilite taahhüdü gibi unsurlar merkez bankasının mutlak ödünç merkezi olma kabiliyetini daha dar bir kapsamda sınırlayarak bir ödemeler bilançosu sorununu, bir bankacılık sorununa döndürmektedir. Belli bir seviyedeki sabitlenmiş döviz kurları ticari açıkların yükselmesine neden olmakta ve bu durum da engellenemez bir biçimde ilgili paraya doğru spekülasyon bir saldırıya, döviz rezervlerinde ise bir kayıp durumuna ve döviz kurlarında uyum sağlayıcı nitelikteki bir azalmayı meydana getirmektedir (Evranoğlu, 2012: 132).

Gelişmekte olan ülkelerde yüz yüze gelinen krizlerin başlıcalarından olan sistemik finansal krizler, yapısal ekonomik problemlere, zayıflıklara ve minimum derinliğe sahip finansal mekanizmalı ekonomik yapıların doğru bir şekilde idare edilememiş ve yapılandırılmamış bir finansal serbestleşmeye kayması sonucunda oluşmaktadır. Bunun nedeni bu zaman zarfı içerisinde bir taraftan yurt içerisinde fon talep edenlerin yanlış şekilde borçlanmaları ve kaynakları uygun ve müsait sahalara yatırım olarak yönlendirememeleri, diğer taraftan ise fon arz eden şahısların kısa vadeli ve yüksek dalgalanmaya sahip olan bir fon arzı sergilemeleridir. Tüm bunların ileri aşamasında ise devamlı finansal ve reel kırılganlığa sahip olan iktisadi yapı, düşük seviyelerde bile olsa finansal, ekonomik, politik ve küresel şoklara karşın ekonomide büyük bir kırılganlığa neden olmaktadır. Bu nedendir ki finansal kırılganlık, yapısal istikrarsızlığa sahip olan gelişmekte olan ülkelerin ekonomilerine bakıldığında, sürdürülmesi zorlu tasarımlara sahip ekonomiye dayalı politikaları, küresel yüksek seviyedeki istikrarsızlık arz eden finansal serbestleşme dönemine girildiğinde, sistemik finansal kriz risklerine açık duruma gelmektedir (Dalyancı, 2010: 42).

Sistemik olayın temel özellikleri olarak ise şunlar sıralanabilmektedir:

- Başlangıç ve devingen bir çok bulunmaktadır. Bu şokun niteliği sistematik olabileceği gibi kendine özgü de olabilir.
- Minimum sayıda firmayı değil, daha çok sayıda firmayı ve tüm sistemi negatif yönde etkilemektedir. Başka bir deyişle, tüm finansal sistem ölçülerinde veya büyük bir bölümünde etkili olmaktadır. Pek çok sayıda firmanın başarısızlığına veya piyasanın çöküşüne sebep olabilmektedir.
- Doğası bulaşıcı bir karaktere sahiptir. Başlangıç şoktan etkilenen firma ya da çok sayıdaki firmanın başarısızlıkları birbirine bağlı biçimde ve şiddetli bir domino taşı etkisiyle diğer firmaları da etkilemekte ve sağlam yapıdaki firmalara da bulaşarak onları da başarısızlığa itmektedir. Sistemik olay genel olarak finansal piyasalar arasında da bulaşıcı bir karaktere sahip olup, yani bir piyasa içerisindeki sistemik olay diğer bir piyasaya da geçerek çöküşe sebep olmaktadır. Aynı biçimde finansal piyasadaki çöküşler ile firma başarısızlıkları arasında hem birinden diğerine doğru bir geçiş hem de zıt yönde şiddetli bir bulaşıcılık özelliği görölmektedir. Geniş çaplı bir firmadaki başarısızlık bir diğer firmayı da başarısızlığa ve nihayetinde birbirinden etkilenerak takiben, şiddetli domino taşı etkisi yaratarak yaygın finansal firma veya kurum başarısızlıklarına veya piyasada olası bir çöküşe neden olabilmektedir.
- Sistemik olay yapısı itibariyle finansal mekanizmaya yönelik genel güvenin azalmasına ya da genel güvensizliğin ortaya çıkmasına neden olmaktadır.
- Sistemik olay oluşmaya başladığında finansal sistem faaliyetlerini ciddi biçimde yitirmektedir. Bu açıdan genel ödemeler sisteminde karmaşa oluşur ve kesinti yaşanır. Sistemik olay oluşmaya başladığında hem finansal mekanizmanın reel sektöre finansman geçişinin engellenmesi hem de sağlam finansal firmalardan ödünç alınan fonların kaybedilmesi gibi sonuçlarla da karşılaşılabilir.

- Sistemik olay güçlü ve geniş çaplı olduğundan sadece finansal firmalarla kalmayıp aynı zamanda da reel sektör firmalarını da son derece ciddi şekilde etkilemektedir. Sistemik olay, finansal firmalar içerisinde iflaslara ve bunun yanı sıra hem reel sektörde hem de makroekonomide ciddi bir daralmaya neden olabilmektedir (Samur, 2008: 47-48).

1.5.4. İç Borç Krizleri

Hükümetin, borçlanılan para birimi ya da borç verenlerin ülkesi dikkate alınmaksızın ulusal yargı organlarının denetimi altında bulunan bütün borçlarına iç borç ismi verilmektedir. İç borç krizleri, iç borçla ilgili yükümlülüklerin yerine getirilmediği durumlarda patlak vermektedir. Genellikle iç borç krizleri çok daha yıkıcı olmaktadır. Ancak aynı ölçüde, iç borç krizleriyle alakalı veri toplama zorlukları bulunmaktadır; çünkü tarihsel olarak iç borç verilerinin pek çoğu şeffaf değildir (Şengöz, 2014: 159).

1.5.5. Dış Borç Krizleri

Dış borç krizleri, ülkenin; genel, kamu veya özel kısmına ait dış borçlarını veya borçluların sahip olduğu sermaye ve faiz ödemelerini belirtilen zaman içinde ödeyememesi olarak belirtilmektedir. Borç krizleri, ticari kredi verenlere karşın dış yükümlülükler ve sorumluluklar üzerindeki sermaye ya da faiz borcu miktarının, toplam ticari borç kalan oranının %5 sınırını geçmesi veya ticari kredi veren şahıslarca borcun tekrardan yapılanamaması ve ödeme zamanlarının ayarlanamaması biçiminde de tanımlanmaktadır (Topallı, 2006: 37).

Özellikle devlete ait dış borçların çevrilmesi ve yeni dış kredi bulma açısından problem yaşamaları sebebiyle dış borcun daha sonraki yeni ödeme planlarına eklenmesi veya yükümlülüklerin ve sorumlulukların ertelenmesi veya geciktirilmesi olarak da meydana gelmektedir. Borçlanan şahıs borçlarını ödeyemediğinde veya borç veren şahıslar borçların ödenmeme ihtimali olduğunu göz

önünde bulundurarak yeni kredi olanakları sunmayıp, var olan kredileri geri almaya yeltendiklerinde borç krizleri meydana gelmektedir. Bu belirtilen krizler özel veya kamu borcundan da oluşabilme potansiyeline sahiptirler. Kamu sektörüne ait geri ödeme yükümlülüklerini ve sorumluluklarını gerçekleştiremeyeceği biçimindeki risk algılamalarının etkileri özel sermaye girişlerinde kuvvetli bir azalmaya ve bir para krizine sebep olabilmektedir (Evrano, 2012: 132).

1.6. Finansal Kriz Modelleri

Finansal krizlerin nicel analize dayanan metotlar tarafından açıklanabilmesi ve yorumlanabilmesi mümkün görünmektedir. Bunun nedeni ise devletler ve işletmelerin sahip olduğu varlık ve harcamalarının kaydedilmesi gibi işlemlerin gerçekleştirildikleri piyasalardaki eylemlerinin sayısal anlamda takip edilebilmesidir. İnsan ve çevresel unsurların nicel analize dayanan metotlar tarafından dile getirilmesindeki yetersizlikten kaynaklanan finansal krizleri açıklamaya yarayan birçok kuramsal model bulunmakta ve sayı olarak her geçen gün de artmaktadır. Bu yükselmenin nedeni metodolojik yanlışlar veya anlaşmazlıklar olmamakla birlikte, her krizin çeşitli dinamiklerinin olmasından kaynaklanmaktadır. Her krizin benzer noktaları bulunmasına karşın her biri kendilerine has olaylar olup hepsini açıklayabilecek tek bir modelin var olması beklenmemelidir (Dölger, 2015: 47).

1.6.1. Birinci Nesil Kriz Modelleri

1976 yılında Krugman tarafından para krizlerinin açıklanmasında kullanılan birinci nesil kriz modeli, daha sonrasında Salant ve Handerson'ndan itibaren daha çok hükümet politikalarına doğru yön değiştiren bir hal almıştır. Bu şekilde model sabit döviz kur pratikleri ve genişlemeci politikalarla alakalı olarak görülmekte ve özel sektörün politika tutarsızlıklarına dayanmaktadır (Topallı, 2006: 10).

Birinci Nesil Kriz Modelleri ya da diğer adıyla spekülasyon atak modellerindeki krizlerin yapılarına bakıldığında, yapısal çerçevedeki dengesizlikler ve sürdürülebilir olmayan politikalardan dolayı oluşan ve sabit kuru korumanın olanaklı olmadığı yani

diğer şekilde rezervlerin bitme noktasında meydana çıkabilen öngörülebilir bir nitelikteki olgu olarak tanımlanmaktadır. Krugman açısından nominal döviz kurunu, reel döviz kuru seviyesinin aşağılarında tutma bakımından takip edilecek bir baskılama politikasının sonucunda döviz krizleri oluşabilmektedir. Model açısından bütçe açıklarının sonucunda para arzı ve döviz kuru üzerinde baskı meydana gelecektir. Bunun yanı sıra merkez bankasına ait rezervlerin kuru koruyup kollayamayacak seviyelere düşmesi kriz için bir başka neden olarak görülmektedir (Kahraman, 2009: 76).

Birinci Nesil Kriz Modelleri'ndeki mevcut politikaların tutarsızlığından doğan krizler şu şekilde oluşmaktadır:

- Belli bir ekonomi içerisindeki sermaye hareketlerinin serbest niteliklerde olmasından kaynaklı olarak çözüm getirebilme adına bütçe açıklarının para basılarak finanse edilmesi konusundaki hareketler,
- Rezerv kaynaklarındaki düşüşlerden dolayı sabit kurun sürdürülebilmesi için yaratılan baskı,
- Yurt içinde gerçekleşen kredi artışlarının yerleşkeler içerisinde ulusal nitelikteki para birimi yerine yabancı para biriminin elde edilme konusunda kullanması,
- Merkez bankasındaki kuru sabitlemek maksadıyla rezervlerinin kullanılması ve rezervlerde düşüşün meydana gelmesi (Kansu, 2004: 61).

İlk başlarda Paul Krugman tarafından ortaya atılan ve daha sonralarda Flood ve Garber tarafından 1984 yılında yeniden konu edinilen modelde belirtilen, hükümet bütçe açıklarını kontrolsüz ve devamlı surette para basarak finanse etmektedir. Diğer yönden ise döviz kurunu sabit olarak tutabilmek için devamlı olarak döviz alım satımı gerçekleşmektedir. Bundan dolayı piyasadaki mevcut açıkları kapatabilmek için para basımından meydana gelen bir kredi büyümesi gerçekleşecektir. Spekülatörler durumu analiz etmekle birlikte merkez bankasının rezervlerinin mevcut durumu koruyabilmek adına azalma göstereceğini ele alarak sabit döviz

kurunun üstesinden gelebileceği şeklinde bir beklentiye girmektedirler. Çünkü artış gösteren para miktarı ülkenin genel olarak parasının değerini düşürmekte ve dolayısıyla sabit döviz kuru üzerinde bir baskı faktörü olarak var olmaktadır. Merkez Bankası oluşan baskıyı ortadan kaldırabilmek için piyasaya devamlı olarak döviz satmaktadır. Merkez bankasının piyasaya döviz satması ve kurun realistik miktarlarda olmaması sebebiyle kontrol altında bulundurulmuş cari kur üzerinden işlem görmemesinin başlaması ile krizin baş gösterdiği anlaşılmaktadır. Bu sırada cari döviz kurundan yalnızca merkez bankası ulusal para satın alabilmektedir. Bu nedenle spekülâtörler sahip oldukları ulusal parayı merkez bankasına vererek bunun karşılığında döviz almaktadırlar. Merkez bankası belli bir raddeye kadar tahammül göstererek ulusal parayı destekleyebilmektedir. Ulusal parayı destekleme ve ulusal paranın dövize karşılık olarak satılması arasındaki oluşan mücadele genel olarak merkez Bankası açısından olumsuz sonuçlanmaktadır (Erdoğan, 2006: 37).

1.6.2. İkinci Nesil Kriz Modelleri

Birinci nesil kriz modellerinin en önemli noksanı olarak hükümetlerin otomatik yönden bütün bütçe açıklarına karşılık para bastığı ve merkez bankasının iktisadi gelişmeleri önemsemeksizin rezerv satımının döviz kuruna karşılık baskı yaptığı tahminlerinden ortaya çıkıyordu. Buradan yola çıkılarak, bütçe açıklarının devamlı surette olduğu dönemlerde dahi açıklara karşı para basmanın ötesinde başka çözümler de bulunmaktadır. Realistik olmaktan uzak bu tahminler, birinci nesil açıklamalarına ve yapılan yorumlara karşı duyulan güveni sarsmakta ve ayrıca farklı ülkelerde olmak üzere özellikle 1990'lı yıllardan başlayarak yüz yüze kalınan finansal krizlerin geçmiş zamandaki teorilerle açıklama yapılamaması, başka açıklama biçimlerine olan gereksinimi de arttırmaktadır (Akdiş, 2000: 96). Bu modele göre krizler, realistik olmayan döviz kuru politikalarının takip edilmesi ve kısa vadeli dış borçların sakıncalı sınırlara ulaşmasından ileri gelmektedir. Kötü karakterdeki bir dış borç yönetimi ve ekonomik veya mali dengesizliklerden ortaya çıkan ülkenin kredibilitesinin düşüşe geçmesiyle birlikte var olan rezerv ve döviz gelirlerinin durumu karşılayamamasıyla kambiyo krizi ortaya çıkmaktadır (Tunahan, 2002: 33).

Birinci nesil para krizi modellerine bakıldığında para krizinin gerçekleşip gerçekleşmeyeceği daima ve sadece makroekonomik temellerin sağlamlığını-zayıflığını belirleyerek sınırlamaktadır. İkinci nesil para krizi modellerinde ise temel bir belirleyici ve sınırlayıcı olarak başka bir faktör olarak ortaya çıkan beklentilere de yer vermektedir. İkinci nesil para krizi modelinde iki uç durumda da para krizinin oluşup oluşmayacağı konusunda makroekonomik temeller tekrardan ve sadece tek başına belirleyici rol oynamaktadır. Ancak düşünülen iki uç durum arası, yani diğer bir deyişle gri durumda ise ikinci nesil para krizi modellerinde, makroekonomik temellerin sağlamlığı bakımından orta seviyelerde olduğu veri iken, para krizinin ortaya çıkması konusunda beklentiler ana unsur olarak göze çarpmaktadır. Buradan yola çıkılarak, gri durumda makroekonomik temellerin değerinin ve öneminin olmaması gibi bir sonucun çıkarılmaması gerekmektedir (Samur, 2008: 100).

Belli bir para krizinin barındırdığı beklentilerin devalüasyon oluşturacak şekilde meydana geldiği görülmektedir. Bu kısımda ise, döviz kurunu desteklemek maliyetli bir durumdur. Para krizinin bu biçimde ele alınmasıyla birlikte öncelikli avantajı iki farklı oynaklık arasında yapılabilen ayrıma dayanmaktadır. Birinci oynaklığa bakıldığında, finansal piyasalarla ilgili olduğu görülürken, ikinci oynaklıkta ise makroekonomik göstergelere vurgu yapılmaktadır. Birinci oynaklık ikincisini hayli etkilemektedir. Piyasa bünyesinde oluşabilecek durumlara karşı beklentilerin aniden yön değiştirmesi krizin oluşmasında ciddi bir etken olarak ortaya çıkmaktadır. Bu şekilde ikinci nesil modeller global finans piyasalarının niteliklerini daha iyi ve verimli bir biçimde yansıtmaktadırlar. Beklentiler eşliğinde gelişen ekonomik sonuçlar arasındaki etkin iletişim ikinci nesil modellerin odak noktasında yer almaktadır. Piyasa içerisindeki beklentiler dolaysız şekilde makroekonomik politika kararlarına etkide bulunmaktadır. Bu modellerde ön plana çıkarılan, yatırımcıların sahip oldukları beklentiler ile ortaya çıkan siyasi sonuçların etkileşimi krizlere açık kapı bırakmaktadır (Evrano, 2012: 116).

1.6.2.1. Bulaşma Etkisi

Dünyanın belirli bir yerinde meydana gelen bir olayın etkilerinin, ülkeler arasındaki mali ya da ticari ilişkiler yoluyla diğerlerine yansması küresel finansal krizlerin en çarpıcı neticelerinden biri durumundadır. Ülkeler arasında kurulmuş olan ekonomik bağlar, krizlerin bir ülkeden bir başka ülkeye geçmesinde oldukça büyük bir rol oynamaktadır (İmer, 2003: 27-28).

Spekülatif atakların kendi kendilerini beslemekte olan bir sürece girmesi, makro ekonomik göstergelerde görülen gelişmelerden bağımsızdır. Tamamen dövizye yönelik olan spekülatif atakların neticesinde döviz krizinin oluşma ihtimali, bulaşıcılık etkisinden kaynaklanabilmektedir. Temel ekonomik büyüklükler, sürü psikolojisi, reel bütünleşme ve kurumsal açıdan olmak üzere toplamda dört çeşit bulaşıcılık etkisinden söz edilebilmektedir. Bu etkiler şu şekildedir (Doğanlar, Bal ve Özmen, 2007: 266-267):

- Temel ekonomik büyüklüklere bağlı olarak krizin yayılması: Ülkelerin aynı dış şoklara maruz kalmaları ya da benzer ekonomik büyüklüklere sahip durumda olmaları ile kriz bir ülkeden bir başkasına geçiş yapabilmektedir. Ülkede finansal kriz meydana geldiğinde, spekülatörler ve yatırımcılar diğer ülkelerde olan risklere karşı daha fazla duyarlı hale gelmektedirler. Krizin başlamış olduğu ülkedeki gibi zayıf olan ekonomik göstergelerin benzerlerine sahip durumda olduğuna inanılan ülkelerdeki portföylerini çekmeleri veya azaltmalarıyla kriz yayılmaktadır.
- Sürü psikolojisine bağlı olarak ortaya çıkan kriz: Yatırımcıların ilk elden bilgileri elde etmeden veya kendi beklentilerini oluşturmadan diğer yatırımcılardan elde etmiş oldukları duyumlara göre davranışlarını belirlemeleri durumunda oluşmaktadır. Bu davranış tamamen mantıksız değildir; küçük yatırımcıların bu bilgilere ulaşabilmesi yüksek maliyetli olabildiğinden dolayı piyasada yer alan büyük yatırımcıların izlenmesi tutarlı bir davranış şeklinde kabul

edilebilmektedir. Bu duruma dayanarak piyasadaki bazı büyük yatırımcıların kötümser beklentileri piyasalarda hareketlenme meydana getirebilmekte ve krizlerin kendi kendilerini beslemekte olan sürece girmelerine sebep olabilmektedir. Spekülatif atakların başarılı olabilmesi için bu davranışlar özellikle gerekmektedir. Çünkü spekülatörler yeterli sayıda yatırımcıyı hareketlendirerek ellerinde olan yerli paraları dövize dönüştürmelerini sağlayıp rezervleri azaltmak yoluyla hükümetleri devalüasyona zorlayabilmelidirler.

- Reel bütünleşme açısından krizin yayılması: Ekonomik göstergeler iyi durumda olsa bile reel büyüklüklerle birbirleri ile bütünleşmiş olan iki ekonominin birinde ortaya çıkan kriz, diğer ekonomiye de yansiyacak olduğu beklentisinden ötürü bu ülkede de krizi başlatabilmektedir.
- Bulaşıcılık etkisinin kurumsal olması: Bir ülkede meydana gelen mali kriz, menkul kıymetler piyasasında düşüş yaşanmasına yol açmaktadır. Bu da yatırımcıların öteki ülkelerin menkul kıymetler piyasalarında bulunan yatırımlarını çekmelerine sebep olmaktadır. Yatırımcılar başlangıçta etkilenmeseler bile krizin bu ülkenin finans piyasalarına da sıçrayabileceği beklentisi doğrultusunda yatırımcıların fonlarını çekmeleri nedeniyle krizin başlamamış olduğu ülkenin ekonomik göstergeleri olumlu durumda bile olsa tıpkı reel bütünleşmede olduğu gibi kriz bu ülkeye de yayılabilmektedir.

1.6.3. Üçüncü Nesil Kriz Modelleri

Üçüncü nesil kriz modelleri olarak da adlandırılan ahlaki risk modelleri, istikrarsızlığın muhtemel çıkış noktasının bankacılık sektörü olduğu fikrini öne sürmektedir. Bunun nedeni ise modellere göre, devlet eliyle tüm risklerin koruma altına alınması halinde mantıksal bir açıdan şahısların ve işletmelerin risk seviyelerini aşırı derecede arttırmaları ile devlet garantisi ve etik tehlike sorununa neden olabilmektedirler. Ekonomik ajanların çıkara dayalı maksimizasyonuna doğru yönelen davranışlarının ve hareketlerinin, etkinliklerini bütün sonuçlarını göze almaksızın diğerlerine zarar verebileceği düşünülmektedirken, bu faktör saflıktan

doğan bir tehlike olarak da belirtilmektedir (Avcı, 2012: 34-35). Bu model çeşidinde krizin altında yatan bir başka unsur da asimetrik bilgi kavramı olarak gösterilmektedir. Piyasalar bünyesindeki alıcı ve satıcıların çeşitli düzeylerdeki edinmiş oldukları bilgiler, finans kurumları ve kuruluşlarını ters seçime götüren bir sebep olarak belirtilmekte ve finans sektöründe bulunan kaynaklar edilgen sahalara geçmekte, gerçek yatırımlara ihtimal vermemektedir. Bankaların kaynaklarını bu şekilde etkin olmayan yatırımlara aktarmaları ve ciddi açık pozisyonlara girmeleri, bankacılık sektörünün kırılganlığının ve krizin etkilerinin derinleşmesinin nedenidir (Kurt, 2012: 14).

Bireylerin akılcı olmayan eylemler veya parasal fon yöneticilerinin karşı karşıya geldikleri asimetrik güdüler sebebiyle yatırımcılarda gerçekleşen akılcı olmayan beklentilerin dahil krizlerin geniş alanlara yayılmasını etkilediği benimsenmiştir. Bu çeşit modellerde, bankacılık ve finans sektöründeki kırılganlığı genel olarak firmalara yönelik kredi miktarını düşürmekte ve kriz olma olasılığını yükseltmektedir. Bu modellerde, para krizinin düşük devlet gelirleri, yüksek borç, yükselen devalüasyon beklentisi ve düşük rezervler için yapılan borçlanmadaki sınırlamaların bir farklı bileşimleri sonucunda gerçekleşebileceği belirtilmektedir. Üçüncü nesil kriz modelleri, para politikalarına karşın sabit döviz kurunun devredilmesi kararıyla birlikte aksak finans piyasasında birbirine kenetleyici bir kredi limitiyle kendini göstermektedir. Yurt içerisinde, kredi seviyeleri nominal faiz oranıyla etkileşimli olduğundan, merkez bankası kimi zamanlarda firmaların ve kurumların yatırımdan vazgeçmelerine sebebiyet vermektedir. Para krizi için düşünülen çözüm ise, faiz oranlarının ve yurt içerisinde paraya yönelik olan taleplerin artırılması iken; üçüncü nesil kriz modellerinde faiz oranları rakamlarında bir yükselme hareketi kredi miktarını etkilemekte ve firma bünyelerindeki finansal sermayeye ulaşmasını engellemektedir (Evrano, 2012: 117).

Güncel finans dünyası gözlemlendiğinde, bankaların fon kaynaklarının ve kullanım sahalarının çeşitli para birimlerinden meydana gelmesi, vade ve kur riskinin bir arada var olmasına neden olabilmektedir. Bu risk durumu birbirlerini geliştirerek, bankalar bakımından likidite sorununu ortaya çıkarmakta ve ülkenin ana makro

iktisadi göstergelerinde genel bir problem olarak yer etmese bile krizin oluşmasını göstermektedir. Finansal sektör sorunları paranın yapısını zayıflatırken, belli bir devalüasyon da banka konumlarını önemli ölçüde zayıflatmaktadır. Bir başka deyişle, ortadaki olay engellenemez bir döngüye evirilmektedir. Bu açıdan dış kaynaklı unsurlara vurgu yapan modellerde ise, bilhassa gelişmekte olan ülkelerde gerçekleşen krizlerde dış kaynaklı unsurların belirleyiciliği ve sınırlayıcılığı referans noktası olmaktadır (Kartal, 2010: 94).

1.7. Finansal Krizin Göstergeleri

Finansal krizleri meydana getiren sebepler incelenirken, bu finansal krizlerin daha önceden tahmin edilebilir olup olmadığının ve eğer tahmin edilebilir durumdaysa öngörülebildiklerinde hangi göstergelerin belirleyici rol oynadığının üzerinde durulması gerekmektedir (Avcı, 2012: 84).

Bir ülkenin bankacılık ya da para krizini aşabilme veya kriz halinde olabilme durumunu gözetleme konusunda yardımcı olabilecek güvenilir ve etkin bir sistemin oluşturulması nedeniyle erken uyarı sistemi kurulmuştur. Uygulamada yeteri kadar verinin bulunamaması ve verilerin kalitesi ile ilgili önemli sınırlamalara sahip olunmasına rağmen politika yapıcılarına erken uyarı göstergelerinin bir finansal krizin ortaya çıkabilmesi riskine karşı ve kriz zamanının öngörülebilmesi için gerekli olan önlemleri alabilmelerinde erken uyarı sistemi kolaylık sağlayacaktır (Avcı, 2012: 84). Bu duruma rağmen finansal kriz konusunda kabul görmüş olan genel kanı, krizin göstergelerinin ve ortamının olduğu ancak krizin zamanını öngörmenin ve kesin olarak gerçekleşip gerçekleşmeyeceğinin bilinmesinin mümkün olmadığı şeklindedir (Uygur, 2001: 9-10).

Özellikle 1990'lı yıllarda ortaya çıkmış olan finansal krizlerin sonrasında para krizlerinin öngörülmesine yönelik olan deneysel çalışmaların artış gösterenlerinden bazıları bir ülkenin sahip olduğu ekonomik değişkenleri kullanmak suretiyle para krizlerini öngörebilmeyi amaçlarken, bazıları ise fazla sayıda ülkeyi

içerisine alarak para krizlerini açıklayabilmede anlamlı olabilecek olan değişkenleri araştırmıştır (Altıntaş ve Öz, 2007: 25-26).

Finansal krizler ile ilgili temel göstergeler ve ön göstergeler olmak üzere iki çeşit gösterge cinsinden söz edilebilmektedir. Temel göstergeler, yaşanan krizin boyutları ile ilgili bilgi vermekte olan göstergelerdir. Ön göstergeler ise ülke koşullarının yatırım riskinin yükselmekte olduğunu gösteren ve dolayısıyla bir finansal krizin ortaya çıkacağı ile ilgili beklentileri beslemekte olan göstergelerdir. Başlıca temel göstergeler; gecelik faizlerde gerçekleşen aşırı yükselmeler, döviz rezervlerindeki önemli oranda azalmalar ve döviz kurlarındaki büyük dalgalanmalardır. Ön göstergelerin başında ise; uluslararası rezervlere olan M2 para arzının oranında ve/veya cari açıkların milli gelire olan oranında gerçekleşen aşırı yükselmeler gelmektedir (Eren ve Süslü, 2001: 662-663).

Öncü göstergelerin krizlerin habercisi olabilmeleri için kritik değerler arasında seyir izliyor olmaları gerekmektedir. Bu değerler sayesinde de makroekonomik politika seçimi belirlenmektedir. Reinhart, Lizondo ve Kaminsky'nin yaklaşımına göre, değişkenlerin her biri analiz edilerek en uygun eşik değerleri hesaplanmalıdır ve buna göre göstergelerden herhangi biri kritik değerin üzerinde bir seviyeye çıktığında bunu takip eden iki yıllık süre içerisinde finansal bir krizin meydana gelebileceği olasılığı görünmektedir. Göstergelerde yer alan değişimler bir sene öncesinin değerleri göz önüne alınarak hesaplanmakta ve yüzde cinsinden değerlendirilmektedir. Göstergelerin herhangi birinde gerçekleşen değişme, kritik değeri, eğer %10 ile %20 arasında bulunan kritik değeri aşıyorsa bu durum kriz sinyali şeklinde algılanmakta ve yirmi dört ay içinde bir kriz olasılığının bulunduğu öngörülebilmektedir (Karaçor ve Alptekin, 2006: 242-243).

Finansal krizler için öncü göstergeler olarak kabul edilen göstergeler şu şekildedir (Avcı, 2012: 85):

- İthalat ve ihracat artışı
- M1 ve M2 artışı

- Reel döviz kuru
- Dış ticaret hadleri
- M2 uluslararası rezervler
- M2 para çarpanı
- Döviz rezervlerindeki artış
- Yurtiçi kredi
- Mevduat ve kredi faiz oranı farkı
- Hisse senedi fiyatında değişme
- Kamu borcu
- Sanayi üretim artışı
- Yurtiçi reel faiz oranları
- Dünya petrol fiyatları artışı

1.8. Finansal Krizlerin Boyutları

Finansal krizler, etkilerine göre bölgesel kriz, ulusal kriz ve küresel kriz olmak üzere üçe ayrılarak sınıflandırılmaktadır.

1.8.1. Bölgesel Kriz

Bir ekonomide başlamış olan kriz, ilişkili olduğu diğer ekonomilere de sıçramak suretiyle bölgesel kriz durumuna gelebilmektedir. Bölgesel krize örnek olarak 1997 Asya krizi gösterilebilir. Tayland'da başlamış olan kriz Hong Kong ve Singapur gibi bölgedeki güçlü ekonomilere sıçramış olup kriz, bütün işlemlere ve bütün bölgeye yayılarak küreselleşme eğilimi göstermiştir (Eğilmez, 2009: 52).

1.8.2. Ulusal Kriz

Krizin çıkmış olduğu ülke eğer küçük sayılabilecek bir ekonomiye ve dünya ticaretinde küçük oranda bir paya sahip durumda ise kriz, o ülke ve o ülkenin yakın ekonomik ilişkiler kurmuş olduğu ülkelerle sınırlı kalabilmektedir. Bu şekildeki

krizlere ulusal kriz ismi verilmektedir. Ulusal krize örnek olarak 2001 Türkiye krizi verilebilir. Türkiye’de gerçekleşen bankacılık krizi Rusya ve Türkiye’ye komşu durumdaki Ortadoğu ülkeleri üzerinde bir takım etkiler ortaya çıkarmıştır ancak daha ileri sıçramamıştır (Eğilmez, 2009: 52).

1.8.3. Küresel Kriz

Kapitalizmin küreselleşmesi ve sermaye hareketlerinin serbest hale gelmesi ile özellikle büyük durumdaki ekonomilerde ortaya çıkmış olan ekonomik krizler, küresel alana hızlı ve kolay bir şekilde yayılmaktadır. ABD’de 2007 yılında başlamış olan ekonomik kriz İngiltere sıçramış ve sonrasında 2008 yılının ilk çeyreğinin ardından küresel bir kriz durumuna gelmiştir (Eğilmez, 2009: 53).

İKİNCİ BÖLÜM

PARA POLİTİKALARI

2.1. Para Politikasının Tanımı

Para politikası kavramı oldukça eski zamanlardan beri kullanılmakta olmasına rağmen sistematik bir şekilde incelenmeye başlanması 19. yüzyılda gerçekleşmiştir. Çeşitli şekillerde tanımlanması mümkün olan para politikası en geniş anlamıyla; mevcut koşullarda ekonominin harcama potansiyelini yani likiditesini azaltmak ya da arttırmak amacıyla uygulanmakta olan politikalardır (Eroğlu, 2014: 140). Başka bir ifadeyle para politikası, ülke ekonomisindeki faaliyet hacmi toplamını amaçlanan yönde etkilemek için merkez bankasının kredi ve para hacmini değiştirici nitelikte politikalar izlemesidir. Bir diğer tanımlamayla ise para politikası, paranın maliyetini ve elde edilebilirliğini etkilemeye yönelik olarak alınan kararları ifade etmektedir (Önder, 2005: 24).

Para politikası, fiyat mekanizmasının serbestçe işlediği, yani serbest piyasa ekonomisinin egemen durumda olduğu ülkelerde geçerli olabilen bir politikadır. Para politikasındaki esas nokta, hükümetin yalnızca faiz haddini ve para miktarını belirlemekle yetinmesi, ancak paranın nerelerde kullanılacağı konusuna karışmamasıdır. Bu özelliğinden dolayı para politikası, serbest piyasa ekonomisi mantığına en uygun olan politika çeşidi sayılmaktadır (Çolak, 2007: 42).

Para politikasının bir diğer özelliği ise, genel nitelikli bir yapısının olması, yani ekonominin her türlü faaliyet alanını etkileyerek, bunlar arasında bir ayrım yapmaya elverişli durumda olmamasıdır. Paranın her alanda kullanılabilen bir araç olmasından dolayı bunun yalnızca verildiği amaç doğrultusunda kullanılıyor olmasını sağlamak, hükümetin serbest piyasa ekonomisi mantığı ile bağdaşmayacak derecede iş hayatına müdahale etmesini gerekli kılmaktadır (Çolak, 2007: 43).

Para politikasını bir ekonomide uygulamakla görevli olan kuruluş, merkez bankasıdır. Ekonomik hedefler doğrultusunda merkez bankaları, faiz oranları ve para arzı gibi değişkenleri yönlendirmek suretiyle fiyatların genel seviyesi ve ekonomik faaliyet hacmi üzerinde etkili olmaktadır. Merkez bankaları günümüzde yeni finansal araçların ve modern bankacılık aktivitelerinin çoğalmasına bağlı olarak yalnızca doğrudan para politikasıyla ilgili araçları değil, bununla birlikte dolaylı araçları da kullanmak durumundadır. Finansal sistemin gelişmesiyle birlikte ekonomi üzerinde para politikasının etkisi daha karmaşık bir duruma gelmekte ve parasal kontrolün sağlanabilmesinde merkez bankasıyla bankacılık sektörünün ilişkileri yanında kredi kullanmakta olanların davranışları da belirleyici bir rol oynamaktadır. Kısacası para politikasının ekonominin harcama potansiyeli seviyesi üzerinde etkili olabilmesinde, kredi talebinin faiz esnekliği, ödünç alanların ve bankaların parasal değişiklikler karşısındaki tutumları ve bankacılık sektörünün gelişmişlik düzeyi gibi faktörler etkili olmaktadır (Eroğlu, 2004: 141).

2.2. Para Politikasının Amaçları

Bir ekonomide uygulanmakta olan ekonomi politikaları genel olarak; tatmin edici olan bir ekonomik büyümeyi, fiyat istikrarını, ödemeler bilançosu dengesini ve tam istihdam sağlamayı hedeflemektedir. Bu temel amaçlara ulaşabilmek; bir ülkenin kültürel ve siyasi yapısı, jeopolitik konumu gibi pek çok faktörle beraber yine bu faktörlerden oldukça yoğun biçimde etkilenen merkezi yönetimin uygulamakta olduğu para ve maliye politikalarına bağlı durumdadır (Çolak, 2007: 44). Yapısal şartlar veri olarak alındığı takdirde, ekonomi politikalarının başarılı olmasında etkili olan birimler; maliye politikasının uygulanmasından sorumlu durumdaki hükümet ve para politikasının uygulanmasından sorumlu durumdaki merkez bankasıdır (Eroğlu, 2004: 142).

Uygulanan ekonomi politikalarının başarılı olabilmesi için maliye ve para politikalarının birbirleriyle uyumlu ve koordineli olmaları gerekmektedir. Bu çerçevede, hükümetin uygulamakta olduğu maliye politikalarını ve ülkenin

ekonomik koşullarını veri almak suretiyle merkez bankası, para politikasının temel amaçlarını belirlemektedir (Önder, 2005: 1).

Para politikası uygulamaları vasıtasıyla gerçekleştirilmesi hedeflenen amaçların zaman içerisinde büyük farklılıklar gösterdiği görülmektedir. 1. Dünya Savaşı öncesinde para politikasındaki temel amaç, fiyatların genel seviyesinin istikrarını korumak olarak belirlenmiştir. Savaş sonrasında ise işsizliğin artması ve Amerika Birleşik Devletleri'nde 1946 yılında çıkarılmış olan İş Kanunu ile birlikte, iş bulmanın artık milli ekonomi politikası amacı durumuna gelmesi, istihdam amacının da para politikası amaçlarına eklenmesini gerekli hale getirmiştir (Çolak, 2007: 45). Savaş sonrasında Japonya ve Avrupa'nın iktisadi büyüme oranlarının, Amerika Birleşik Devletleri'ni tehdit edecek biçimde artmasıyla para politikasının bir diğer amacı olan iktisadi büyüme ön plana çıkmıştır. 1950'li yılların sonrası ve 1960'lı yılların başlarında ise, para politikasının ulaşmak istediği amaçlar arasında dış ödemeler dengesinin sağlanması yer almıştır (Karluk, 2002: 65).

2.2.1. Ekonomik Büyüme

Bir ülkedeki milli gelirin bir önceki seneye göre artış oranına ekonomik büyüme ismi verilmektedir. Ekonomik büyüme iki şekilde ölçülmektedir: nominal büyüme oranı ve reel büyüme oranı. Örneğin, Türkiye gayrisafi milli hasılasının 2000 yılında cari fiyatlarla olan büyüme oranı %60,9 iken sabit fiyatlarla büyüme oranı %6,4 olmuştur. Belirli bir yıl baz alınarak hesaplanmakta olan sabit fiyatlarla büyüme reel büyümeyi göstermektedir. Cari fiyatlarla büyüme oranı ise nominal büyümeyi göstermektedir (Eğilmez ve Kumcu, 2000: 98-99).

Genel olarak ekonomik büyüme, kişi başına reel gelirin yükseliş oranı şeklinde de incelenmekte olduğundan; para politikasının ekonomik gelişmeyi ve dolayısıyla kişi başına reel gelirin artmasını desteklemesi, genel dengeleri etkilemek suretiyle para politikasının toplam sistemi etkiliyor olmasından dolayı konunun çok yönlü olarak incelenmesi gerekmektedir (Aziziov, 2007: 10).

Ekonomide fiyat istikrarının gerçekleştirilebilmesi için ulusal gelirdeki artışa paralel olacak şekilde para arzının artırılması gerekmektedir. Ancak, ekonomik kalkınmanın gerçekleştirilmesine yönelik olan hedef bunu engelleyebilmektedir (Aziziov, 2007: 10). Zira ekonomik kalkınma, özellikle gelişmekte olan ülkelerde kaynakların yetersiz olması sebebiyle enflasyonist yollardan fiyat istikrarını ve finansmanı bozucu nitelikte etkiler meydana getirebilmektedir. Bunu önlemek amacıyla para arzının arttırılması ise ekonomiyi küçültmekte ve daraltmaktadır. Bu bakımdan para politikasının, kalkınma ve fiyat istikrarı hedefiyle çelişmeyecek şekilde düzenlenmesi oldukça önemlidir (Kara ve Orak, 2008: 84).

Kısa dönemde enflasyoncu politikalarla ekonomik büyüme sağlanabilmektedir. Ancak uzun vadede, parasal gelişmelerle ekonomik büyümenin gerçekleştirilmesi desteklenebilir bir politika durumunda değildir. Öyleyse para politikasının ekonomik gelişmeyi destekleyici bir amacının olması gerekmektedir. Ancak para politikasıyla hangi büyüme oranının desteklenecek olduğu konusu belirsizdir ve bu konu parasal taban politikasındaki en zor alanlardan birisidir (Kara ve Orak, 2008: 85). Gelişmekte olan ülkelerde büyüme amacıyla kalkınma amacı beraber ele alınmaktadır. Kalkınma ve büyüme hızları aslında kişi başına düşen reel artışın oranı şeklinde belirlendiğinden dolayı aynı ekonomik değişkenlerle ölçülmektedir. Ancak anlam olarak kalkınma daha kapsamlı durumdadır ve ekonomik yapı değişikliğini de içermektedir (Çınar vd., 2010: 25).

Parasal politikalar ile ekonomik büyüme amacının teşvik edilmesinde şu hedefler olabilir (Aziziov, 2007: 11):

- Atıl tasarrufları yatırımlara dönüştürmek
- Örgütlenmemiş durumdaki para piyasalarının varlığını azaltmak

İktisadi büyüme trendinin istikrarlı bir seviyede sürdürülmesi, elverişli durumdaki finansman imkânlarının sağlanması ile beraber, parasal genişleme miktarının ılımlı bir seviyede tutulmasını zorunlu kılmaktadır. İktisadi büyüme oranını para politikası uygulamaları ile etkilemek, ya ılımlı bir mali genişleme

trendini sürdürmek ya da faiz oranlarını etkilemek suretiyle mümkündür (Kara ve Orak, 2008: 85).

Keynesyen iktisatçılara göre yatırım düzeyi, faiz oranlarında para politikası aracılığıyla değişiklikler meydana getirilip değiştirilebilir. Yeni Klasik ve Monetarist iktisatçılar ise iktisadi büyümeyi yönlendirmek amacıyla para politikasının kullanılabileceği argümanına karşı çıkmaktadırlar (Çınar vd., 2010: 25). Özellikle Yeni Klasik iktisatçılar için para politikası uygulamaları ile reel etkiler meydana getirmek kısa dönemde bile olası durumda değildir. Diğer taraftan enflasyonu parasal bir olay şeklinde değerlendirdiklerinden monetarist iktisatçılar, sağlıklı bir büyüme trendinin yakalanabilmesi için ılımlı bir mali büyüme oranını tavsiye etmektedirler (Aziziov, 2007: 11).

2.2.2. Fiyat İstikrarı

Fiyat istikrarını sağlamak, para politikasının amaçları içinde en önemli olanlardan biridir. Fiyat istikrarının sağlanması, deflasyonla ya da enflasyonla mücadele etmeyi gerektirmektedir. Fiyat istikrarsızlıklarının günümüzde fazlasıyla görülmesi, çoğunlukla toplam talep fazlalığının sebep olduğu sürekli fiyat yükselişleri sebebiyle olmaktadır (Aziziov, 2007: 12). Bu fiyat istikrarsızlıklarının giderilebilmesi için toplam talebi daraltıcı nitelikteki para politikalarının uygulanması yönünde politikalar mevcuttur. Enflasyonun parasal bir olgu olmasından dolayı para politikası fiyat istikrarında oldukça önemli bir yer tutmaktadır (Paya, 2002: 148).

Başka bir açıdan fiyat istikrarı, istihdam ve büyüme gibi para politikasının uzun dönemli amaçlarına yönelik olarak ekonomideki birimlerin karar alma süreçleri üzerinde etkili olmayacak ölçüde istikrarlı ve düşük bir enflasyon oranını ifade etmektedir (Paya, 2002: 149).

Günümüzde fiyat istikrarı, para politikasının temel ve en önemli amacı niteliği taşımaktadır. Sürekli artmakta olan fiyatlar ya da enflasyon, paranın satın

alma gücünü azaltmaktadır. Özellikle 1970’li yılların başında bütün dünya genelinde beklenmedik bir biçimde yükselmiş olan enflasyon sebebiyle fiyat istikrarı amacı para politikasında ön plana çıkmıştır (Özden vd., 2009: 354).

Genel bir tanım çerçevesinde fiyat istikrarı, insanların tasarruf, tüketim ve yatırıma yönelik olan kararlarında dikkate almaya ihtiyaç duymadıkları oranda düşük olan bir enflasyon oranını ifade etmektedir. Günümüz için gelişmiş ülkelerde yüzde 1 ile yüzde 3 arasında seyreden enflasyon oranlarının düşük enflasyon oranları olarak kabul edildiği görülmektedir (Özden vd., 2009: 354).

Dolayısıyla fiyat istikrarı kapsamında yalnızca düşük enflasyon oranına ulaşmak değil; o oranın sürdürülmesi de bulunmaktadır. Ancak, belirli bir süre de olsa düşük enflasyon oranının sürdürüldüğü ortamlar, söz konusu amaç olan fiyat istikrarının sağlanmış olduğu ortamlar olarak kabul edilmektedir (Özden vd., 2009: 354). Bir başka ifadeyle, enflasyonun %1 ile %3 arasında olduğu düşük seviyelere ulaşp sonrasında %10’un üzeri gibi yeniden yüksek seviyelere çıkması, fiyat istikrarının sağlanmış olduğu anlamına gelmemektedir (Paya, 2002: 150).

Fiyatlar genel seviyesindeki artışlar ya da değişmeler, ekonomide belirsizlik ortamı meydana getirerek iktisadi karar birimlerinin gelecek dönemle ilgili sağlıklı kararlar alabilmelerine engel olmaktadır. Bu noktada enflasyon düzeyinden daha çok enflasyon düzeyindeki istikrarsızlığın daha önemli olduğunun belirtilmesi gerekmektedir (Paya, 2002: 148-149).

Fiyat istikrarı sağlanırken, hangi fiyat düzeyinde fiyat istikrarının sağlanacak olduğu konusu önemli bir konudur. Enflasyonun sıfır olması durumu, ekonominin durgunluk ortamına çekilmesine sebep olabilmektedir. Enflasyon oranının %1 veya %2 olduğu bir ekonomide fiyat istikrarının sağlanmış olduğu kabul edilebilmektedir. Gelişmekte olan bir ekonomide ise bu oranın %5 seviyelerinde olması normal kabul edilmektedir. Enflasyonun normal kabul edilen seviyenin üzerine çıkması fiyat istikrarını bozmakta ve böylelikle paranın servet biriktirme işlevini bozmaktadır.

Aynı zamanda paradan kaçış sürecini de başlatarak tasarruf oranını olumsuz yönde etkilemektedir (Eroğlu, 2004: 149-150).

Değişken durumdaki bir enflasyon ortamı, enflasyonist oluşumların ön görülebilmesini zorlaştırmakta ve geleceği planlamanın mümkün olamamasına, iş dünyasında sorunlar yaşanmasına sebep olmakta ve enflasyon seviyesindeki sürprizleri karşılayacak şekilde risk primlerini çoğaltmaktadır. Ayrıca alacaklı ve borçlu ilişkilerini zorlamakta, finansal sistemin gelişimini engellemektedir. Bu süreçte para ikamesi hızlanmaktadır; ülkede yabancı parayı gömüleme durumu, yani yastık altlarında döviz saklama eğilimi artar (Orhan ve Erdoğan, 2008: 67). Benzer şekilde enflasyonun değişken olması vergi rejimini bozmaktadır. Bazı yönleriyle enflasyonist süreç vergi gelirlerini arttırırken, bazı diğer yönleriyle de kamu gelirlerini olumsuz yönde etkiler, oldukça yüksek seviyedeki vergi oranlarında kamunun vergi hasılatını büyük ölçüde azaltır (Paya, 2002: 150).

Fiyat istikrarı amacının gerçekleştirilebilmesi, para politikası ve maliye politikası arasındaki koordinasyonu mecburi kılmaktadır. Maliye politikası ve para politikasının koordinasyonu, her iki politikanın da aynı amaç doğrultusunda kullanılması ile mümkün olmaktadır (Paya, 2002: 150). Örneğin, enflasyonist eğilimlerin yükselmekte olduğu bir dönemde uygulanan daraltıcı nitelikteki para politikasının, aynı niteliği taşıyan maliye politikası ile desteklenmesi gerekmektedir. Buna göre, toplam talep seviyesini baskılamak maksadıyla ekonomide kredi ve para hacmi daraltıldığında, vergi oranlarının arttırılması ve kamu harcamalarının kısılması suretiyle bütçe fazlasının meydana çıkarılması gerekmektedir (Orhan ve Erdoğan, 2008: 67-68).

Fiyat istikrarını sağlamada para politikasının gücünü arttıran en temel faktör ise merkez bankasının bağımsız ve güvenilir olmasıdır. Merkez bankasının uygulamaya koymakta olduğu politikalardan şüphe duyulmaması gerekmektedir (Eroğlu, 2004: 150).

Fiyat istikrarının sağlanamaması durumunda bazı olumsuz etkilerin meydana çıktığı görülmektedir. Bu olumsuz etkiler şu şekilde sıralanabilir (Serdengeçti, 2002: 3):

- Enflasyonist ortamlarda, ekonomide karar almakta olan bütün birimler, tüketim ve yatırım kararlarını alırken görece fiyat değişimlerini rahatça tahmin edemezler ve sağlıklı şekilde karar alabilmeleri için gerekli ve yeterli bilgiye sahip olamazlar.
- Yatırımcılar, özellikle uzun vadeli olan yatırımlarının getiri oranlarına ek olarak enflasyon ortamının yaratmakta olduğu belirsizlik sebebiyle risk primi talep ederler. Bunun neticesinde, yüksek risk primi içermekte olan reel faiz oranları yüksek seviyede seyreder.
- Finansal aracılık sisteminin verimliliği ve buna bağlı olarak kredi hacmi düşüşe geçer.
- Tüketici açısından bakıldığında yüksek faizler, ev sahibi olmak isteyenler gibi uzun vadeli finansman gereksinimi olan kişilerin kredi temin etmelerini engeller. Üretici açısından bakıldığında ise firmaların kredi taleplerini kısıtlar.
- Yüksek enflasyon ile yaşamakta olan ülkelerin ortalama büyüme hızları düşük kalmaktadır.
- Yüksek enflasyon, işgücü piyasasının da etkili biçimde çalışmasını engellemektedir.
- Ülke ekonomisinde bulunan toplam kaynaklar göz önünde bulundurulduğunda, yatırımların kısa vadeye yönelmesi sebebiyle ülkenin gerçekleştirebilecek olduğu üretimden daha düşük seviyede üretim yapmasına sebep olur.
- Yüksek enflasyon yaşamakta olan bir ekonominin dış piyasalardaki rekabet gücü zayıflamakta ve ülke dışı olan sermaye piyasalarına erişimi zorlaşmaktadır. Ayrıca, üretken alanlarda kullanılacak olan uzun vadeli yabancı sermayenin de girişi azalmaktadır. Yurt dışından ekonomiye gelen sermayenin büyük ölçüde spekülasyon amaçlı ve kısa

vadeli olması, ülke ekonomisinin dış şoklara karşı kırılgan olması sonucunu doğurmaktadır.

2.2.3. Ödemeler Bilançosu Dengesi

Genellikle ödemeler bilançosu, bir ülkedeki yerleşik kişilerin belirli bir dönem süresince yabancı ülkede bulunan yerleşik kişilerle yapmış oldukları bütün ekonomik işlemlerin sonucunu göstermekte olan sistematik bir kayıt şeklinde tanımlanmaktadır. Ödemeler bilançosunun kayıtları genellikle bir yıllık olmaktadır (Seyidoğlu, 2003: 397).

Ödemeler bilançosunda denkliğin sağlanması, para politikasının amaçlarından biri olduğundan, ödemeler bilançosunun fazlasını ya da açığını denkleştirmek için para politikası kullanılabilir (Aziziov, 2007: 12).

Ödemeler bilançosundaki açık, ticaret bilançosu açığından ileri geldiğinden, doğal olarak ihracattan fazla ithalat olduğu anlamına gelmektedir. İthalatın fazlası ise para arzının giderek daralmasına sebep olacaktır. Çünkü ithalat için gerekli durumdaki döviz, ithalatı yapana milli para karşılığında satılacaktır. Bu durum da, bir miktardaki satın alma gücünün piyasadan çekilmesi, dolayısıyla para arzının daraltılması anlamına gelecektir. Faiz haddi buna bağlı olarak yükselecek ve özellikle de yatırım harcamaları azalacaktır (Seyidoğlu, 2003: 398). Yatırım harcamalarının azalması da ödemeler bilançosunu dengeleyecektir. Ancak burada görülen karşılıklı etkiler konjoktürel bir olay olmalarından dolayı bunlar hemen ortaya çıkmayacaktır (Seyidoğlu, 2003: 396).

Bu gecikmelerin önlenmesi amacıyla daraltıcı olan para politikasına başvurulmaktadır. Para arzı azaltıldığında faiz haddi yükselmektedir ve yatırım harcamaları azalmaktadır. Bu durum gelirlerde bir daralma meydana gelmesine sebep olmaktadır. Bu daralma, toplam taleple beraber ithal talebinin de azalmasına yol açmaktadır (Osman, 2005: 217). Gelir düzeyinin düşmesi ve harcamaların azalması fiyatları olumsuz yönde etkilemekte ve bu yolla ihracatın artmasına imkân

verilebilmektedir. Böylece, para arzının daraltılmasıyla ödemeler bilançosunda denge sağlanabilecektir (Seyidoğlu, 2003: 398).

Ancak, dış dengeyi sağlamak amacıyla para politikasının kullanılması iç istikrarı bozucu nitelikte etkiler de yaratabilmektedir. Nitekim ödemeler bilançosunun açık vermesi durumunda, açığı kapatmak maksadıyla para stokunun düşürülmesi istihdam seviyesinin düşmesine ve üretim hacminin daralmasına sebep olabilir (Osman, 2005: 219). Bunun tam tersi durumda, yani ödemeler bilançosunun fazla vermesi halinde ise para stokunda genişleme yapılması gerekmektedir. Ne var ki bu durum da ekonomi üzerinde enflasyonist baskılara sebep olarak iç dengeyi bozabilmektedir. Bu bakımdan, dış dengeyi sağlamak amacıyla kullanılacak olan para politikası, istihdam ve üretim politikalarıyla çatışma halindedir (Yay, 2006: 9).

Böylesi bir çatışmanın varlığı ise siyasi karar alıcıyı bir seçimle karşı karşıya bırakmaktadır. Ya iç istikrarsızlığın yaşanması göze alınacak ve dış denge sağlanacak ya da bunun tam tersi olacaktır. Ancak çoğunlukla genel eğilim, dış dengeden özveride bulunma yönündedir. Zira işsizliğin yaratacak olduğu toplumsal baskılar, ülkeleri oldukça ağır maliyetlerin altında bırakabilmektedir. Bu sebeple, ödemeler bilançosunda denkliğin sağlanması amacıyla uygulanacak olan para politikası önlemlerinin yerine, dış ticaretin daraltılmasını ya da genişletilmesini sağlayacak olan önlemlerin alınması daha uygun görülmektedir (Osman, 2005: 219).

2.2.4. Tam İstihdam

Tam istihdamın para politikasında bir amaç olarak belirlenmesinin 1929 yılı dünya ekonomik krizine kadar uzanmakta olduğu bilinmektedir. Bu krizin oldukça büyük istihdam kayıplarına sebep olmuş olması, tam istihdamı sağlamak amacıyla devletin ekonomiye müdahale etmesinin yolunu açmıştır. Tam istihdamın sağlanması, bütün ekonomilerdeki en başta gelen amaçlardan biridir. Dar anlamda yalnızca emek faktörünün bütününün üretimde kullanılmasına, geniş anlamda ise ekonomide mevcut durumdaki üretim faktörlerinin kullanılmasına tam istihdam adı verilmektedir (Yay, 2006: 12-13). Bütün üretim faktörleri için tam istihdam

amaçlanmakla birlikte, esas üzerinde durulan nokta, emek faktörünün tam istihdamıdır. Ekonomideki bütün üretim faktörlerinin istihdam seviyesinin değerlendirilmesi için emek piyasasının istihdam durumu, temel olmuştur (Eroğlu, 2004: 151).

Ekonomide sıfır işsizlik, para politikasının amaçlamakta olduğu tam istihdamın hedefi değildir. Buradaki esas hedef olan, emek piyasasına arz edilmiş durumdaki işgücü miktarının, işgücü talebine olan eşitliğidir. Para politikası uygulaması bakımından tam istihdamın amacı, konjonktürel işsizliğin önlenmesini, arızı, mevsimlik ve yapısal işsizlik türlerinin ortadan kaldırılmasını ya da giderilmesini de içermektedir (Kaya, 2009: 46). Ancak, tam istihdamın ölçülmesinde, mevsimlik ve arızı işsizliğin tamamıyla ortadan kaldırılmasının zorluğu sebebiyle, kabul edilebilir bir asgari işsizlik oranı, tam istihdam olarak sayılmaktadır. Ekonomilerin normal çalışma tempolarındaki belirli bir işsizlik seviyesi doğal görülmektedir, ancak bu doğal işsizlik oranı çeşitli değerlendirmelere konu olmaktadır. Ekonomilerin bütünü için standart bir doğal işsizlik oranının belirlenmesi anlamsız ve zor olmakla birlikte, gelişmekte olan ülkelere göre gelişmiş olan ülkelerde bu oran daha düşük seviyededir (Oktar ve Dalyancı, 2011: 52).

Ortalama %3 oranındaki bir işsizlik, gelişmiş olan bir ekonomide normal kabul edilmektedir. Diğer yandan gelişmekte olan ülkelere %5 oranındaki bir işsizlik normal karşılanabilmektedir. O halde ilgili oranlara ulaştıklarında bu ülkeler tam istihdama ulaşmış sayılabilmektedirler (Kaya, 2009: 47). Ülkelerin gelişmişlik durumlarına göre bu oranlar değişiklik gösterebilir. Gelişmekte olan ülkelere %5-9 sınırlarında değişiklik gösteren oran normal kabul edilebilir. Gelişmiş olan ülkelere ise bu oranın %3-6 sınırlarında olması normal görülebilmektedir (Yay, 2006: 17).

2.3. Para Politikası Araçları

Para politikası araçları, dolaylı ve doğrudan para politikası araçları şeklinde iki gruba ayrılmaktadır. Her ne kadar bu iki grup araç birbirinden ayrı gibi

gözüküyor olsa da aslında birbirlerinden kesin sınırlarla ayrılmamışlardır. Bu iki temel grup şu şekilde sınıflandırılmaktadır (Şıklar, 2009: 98):

- Dolaysız para politikaları, para çoğaltanını ve merkez bankasının parasal tabanını etkilemek suretiyle para arzını, buna bağlı olarak finansal sistemde yer alan kurumların, yani ticari bankaların bilançolarını etkilemeye çalışmaktır. Dolaylı para politikası araçları ise merkez bankası imkânlarıyla fiyatları ya da merkez bankası bilançosunu etkilemeye çalışmaktadır.
- Doğrudan para politikası araçları kredinin ve paranın ya miktarını ya hacmini ya da fiyatlarını, yani faiz oranlarını sınırlandırır ya da belirlerken, dolaylı para politikası araçları, piyasadaki arz talep şartlarından etkilenecek yürütülmektedir.

Türkiye Cumhuriyeti Merkez Bankacılığı tarihi incelendiğinde, finansal piyasaların gelişmediği, sermaye hareketlerinin kontrol edildiği ve kamu müdahalesinin ekonominin genelinde yoğun olduğu dönem olan 1970’li yılların öncesinde doğrudan para politikası araçlarının oldukça yoğun olarak kullanıldığı görülmektedir (Oktaylar, 2010: 49-50). Daha sonraki yıllarda liberal ekonomi anlayışının gelişmesi ve bu gelişmeye bağlı olarak piyasa mekanizmasının etkinliğinin yükseltilmesine yönelik olarak yapılmış olan yapısal reformlara bağlı olarak sermaye hareketlerinin artışına ve finansal piyasaların gelişmesine yol açılmıştır. Böylece merkez bankaları kredi kontrolleri, 1970’li yılların sonlarına doğru doğrudan krediler ve faiz oranı tavanları gibi dolaysız para politikası araçlarını kullanmayı bırakmış ve reeskont imkanı, munzam karşılıklar, açık piyasa işlemleri gibi dolaylı para politikası araçlarına yönelmiştir (Önder, 2005: 56).

2.3.1. Dolaylı Para Politikası Araçları

Dolaylı para politikası araçlarının hedefi piyasa mekanizmaları aracılığıyla işlem tesis etmektir. Bir başka ifadeyle dolaylı para politikası araçları, merkez bankasının bir aracı gibi piyasalara girerek işlem sapmasını sağlayan ve inisiyatifi

piyasalara bırakan araçlardır. Dolaylı araçlar, piyasa bazlı araçlar olarak da bilinmektedir. Bu, piyasada yer alan katılımcıların gönüllü bir şekilde piyasa fiyatlarıyla yaptıkları işlemler neticesinde bankaların likit durumlarını değiştirebilmekte oldukları anlamına gelmektedir. Netice itibarıyla gelişmekte olan pek çok ülke, makroekonomik hedeflerine ulaşabilmek maksadıyla piyasa bazlı araçların kullanımını daha aktif hale getirerek, kullanmakta oldukları parasal kontrol sistemlerini yeniden yapılandırma yoluna gitmişlerdir (Önder, 2005: 65).

Dolaylı para politikası araçlarını kullanarak merkez bankası, bankalar arasındaki para piyasası faiz oranı gibi kısa vadeli kritik faiz oranlarını ve piyasadaki rezervlerin elde edilebilirliğini etkileyerek para politikasını yürütebilmektedir (Özatay, 2011: 58).

Doğrudan para politikası araçlarının etkinliklerinin azalmasıyla ve uluslararası sermaye hareketlerinin üzerinde uygulanan kısıtlamaların azaltılmasıyla beraber, para politikasının yürütülmesinde dolaylı para politikası araçları para otoritelerinin büyük esneklikler kazanmasını sağlamıştır (Önder, 2005: 88).

Bir yandan kayıt dışı olan finans sektörünün büyümesine engel olduğu için, diğer yandan mali aracılık hizmetlerinin daha etkili kullanılmasını sağladığı için doğrudan araçlara göre dolaylı araçlar daha etkin durumdadır (Choudhry ve Mirakhor, 1997: 28).

Para politikasının oluşturulmasında ve kredi dağılımında piyasa egemenliği söz konusu olduğundan, dolaylı araçlar, hem siyasi baskıların azalmasına hem de ekonomik sinyallerin temel kaynağı durumundaki finansal piyasaların gelişmesine yardımcı olmaktadır. Dolaylı para politikası araçlarının merkez bankası tarafından doğru analizlerle ve uygun bir kapasiteyle kullanılması durumunda merkez bankası, para politikası araçlarından en yüksek derecede faydalanacaktır. Piyasaların serbestleşmesiyle birlikte dolaylı araçların kullanılmasının en temel kazanımı tasarrufların yükselmesiyle birlikte yatırımların etkinliğinin artması olmuştur (Günel, 2001: 99).

Dolaylı para politikası araçlarını kullanarak merkez bankası, rezerv parayı (parasal tavanı) belirleyebilmektedir. Bundan dolayı da bankaların likidite pozisyonlarını merkez bankası etkileyebilmekte ve böylelikle piyasa faiz oranlarında yeni dengeler oluşmaktadır. Merkez bankası, finansal sistem aracılığı ile sistemin tamamının likidite ihtiyacını belirleyebilmekte, ancak belirlenmekte olan bu likiditenin dağılımı ise piyasanın kendisi tarafından yapılmaktadır (Tokel, 2011: 9).

Dolaylı para politikası araçlarının etkili bir şekilde kullanılabilmesi için en önemli etki mali disiplinin sağlanmasıdır. Dolayısıyla dolaylı para politikası araçları, sürdürülebilir mali politikalara ve istikrarlı ekonomik koşullara ihtiyaç duymaktadır. Bunun için de merkez bankası tarafından hükümetin mali açıklarının parasal finansmanına kesin surette bir takım kısıtlamaların koyulması, merkez bankası tarafından yürütülmekte olan para politikası için oldukça faydalı olacaktır (Parasız ve Özer, 2005: 219).

Netice itibariyle gelişmiş ülkelerdeki merkez bankaları para politikasının yürütülmesi amacıyla aşağıda sıralanan dolaylı para politikası araçlarını kullanmaktadırlar (Parasız ve Özer, 2005: 219):

- Zorunlu karşılıklar politikası
- Reeskont oranı
- Açık piyasa işlemleri

Bu üç dolaylı para politikası araçlarından açık piyasa işlemleri ve reeskont oranı para tabanını, zorunlu karşılık oranları ise parasal çarpanı etkileyebilmek amacıyla kullanılmaktadır (Parasız ve Özer, 2005: 220).

2.3.1.1. Zorunlu Karşılıklar Politikası

Bankaların pasiflerinde bulunan bazı yükümlülüklerin belirli bir oranının genellikle faizsiz ve nakit olarak merkez bankasında bloke edilmesine zorunlu karşılıklar denilmektedir. İngiltere’de uzun yıllar geleneksel bir şekilde uygulanmış

olmasına rağmen konuyla alakalı kanun çerçevesinde uygulama ve ilk yönetmelik 1913 yılında Amerika Birleşik Devletleri'nde yürürlüğe girmiştir. Aşırı mevduat çekilişlerinde bankalara likidite, güvenilirlik ve borçlarını ödeme yeteneği sağlama amacıyla geliştirilmiş olan zorunlu karşılıklar politikasının günümüzdeki en önemli işlevi, para arzını kontrol etme aracı olmasıdır (Gafuroğlu, 2007: 45-46).

Bu para politikası aracı, reeskont politikası ve açık piyasa işlemlerinden farklı olarak, bankaların rezervleri yerine mevduat çarpanını etkilemektedir. Bankacılık kesiminin yaratabilecek olduğu mevduat miktarı, yani para arzı çarpanı, zorunlu karşılık oranının değiştirilmesiyle etkilenmektedir. Merkez bankasının karşılık oranlarını düşürmesi durumunda kaydi para yaratma gücü desteklenmekte ve para arzı genişlemektedir. Karşılık oranının yükseltilmesi durumunda ise, tedavülde olan para azalmakta ve buna bağlı olarak banka sisteminin kaydi para yaratma ve kredi verme gücü frenlenmektedir (Günel, 2001: 101).

Ekonomideki para arzını ayarlamak, zorunlu karşılık politikasındaki tek amaç değildir. Bankacılık sisteminin vade ve kredi riskini azaltmak, sektörel kredi dağılımını etkilemek ve kamu sektörüne fon sağlamak gibi amaçlar da bu politikanın amaçları arasındadır. Aynı zamanda merkez bankaları söz konusu karşılıklara piyasa faizlerinin aşağısında faiz vermek ya da faiz vermemek suretiyle bir gelir sağlamaktadır. Böylelikle zorunlu karşılıkların gelir yaratmakta olan bir fonksiyonu da meydana çıkmaktadır (Parasız, 2007: 301).

Zorunlu karşılıklar politikası aracı, para arzı üzerinde oldukça güçlü etkilere sahip durumdaki bir araçtır. Zorunlu karşılık oranlarında oluşabilecek en küçük değişiklikler bile para stokunda oldukça büyük değişiklikler görülmesine sebep olabilmektedir. Bu politika para arzında arzu edilenin haricinde sapmalara neden olabilecek nitelikte olduğundan, merkez bankaları tarafından çok sık kullanılmamaktadır. Merkez bankasının kullanmak için başvuracak olduğu en son araç zorunlu karşılık oranlarıdır. Kullanımı basit ancak sonuçları oldukça güçlü olan bu araç bütün banka sistemini etkilemektedir (Parasız, 2007: 301).

2.3.1.2. Reeskont Oranı

Merkez bankası tarafından belirlenmiş olan finansal kurumlara verilen likidite ihtiyacını gidermeleri amacıyla kullanılan kredilere reeskont kredisi denilmektedir. Teminat olarak belirlenen varlıklar ve reeskont faizi sayesinde ekonominin likiditesi ayarlanmaya çalışılmaktadır (Özatay, 2011: 433).

Bankaların merkez bankasıyla olan rezerv borçları, merkez bankasının politikasında ortaya konmaktadır. Reeskont oranı, bankaların aldıkları kredilere uygulanmakta olan faizdir. Bu krediler rezerv ihtiyacını karşılamaya yönelik durumda olduğundan çok kısa vadeli dirler. Merkez bankasının, bankacılık sistemi içerisinde beklenmeyen olaylar gerçekleştiğinde likiditenin son kaynağı olarak rezerv aktarmak ve yaratmak görevi mevcuttur. Bu durum merkez bankasının kârlılık değil, ihtiyaç açısından sunmakta olduğu imkânları göstermektedir (Şıklar, 2009: 101).

Reeskont oranı değiştirilirken merkez bankası pasif bir durumdadır. Reeskont oranları düşürülebilir ancak finansal kurumları borçlanmaya zorlayamaz. Sonrasında ise bankaların tercih ve kararları önem kazanmaktadır (Alkin, 2004: 396). Bankalar reeskont kotaları, mevcut risk değerlendirmeleri, likidite açıkları ve amaçlarına göre kendileri tercihte bulunmaktadırlar. Bankalar kullanırmakta oldukları reeskont kredileri ile belirlenmiş olan sektörlerle destek sağlamaktadırlar (Önder, 2005: 64).

İskonto politikası da merkez bankası tarafından piyasa işlemleri yürütülürken kullanılmaktadır. Kredi hacmini daraltmak istediğinde merkez bankası iskonto yüzdelerini yükselterek beraberinde piyasaya tahvil satmaktadır (Alkin, 2004: 397). Kredi hacmini genişletme amacı olduğunda ise iskonto yüzdelerini azaltarak piyasadan bu sefer tahvil satın almaktadır. 1211 sayılı Türkiye Cumhuriyeti Merkez Bankası kanununda açık piyasa işlemlerini yapma konusunda merkez bankasına tam yetki verilmiştir (Özatay, 2011: 434-435).

Diğer taraftan merkez bankasının belirlemiş olduğu faiz oranını baz alarak kısa vadeli olan senetleri iskonto ettirmek yoluyla bankalar likidite elde

etmektedirler. Merkez bankası bu politika sayesinde bankalar aracılığıyla firmalara kredi kullandırmaktadır (Parasız, 2011: 180). Bankalar merkez bankasına ödemekte oldukları faiz oranına kendi komisyonlarını da eklediklerinden dolayı, ekonomi üzerinde faiz oranı ve para arzında da belirli değişikliklere sebep olmaktadırlar (Unay, 2001: 266-267).

2.3.1.3. Açık Piyasa İşlemleri

Dolaşımdaki para miktarını kontrol edebilmek amacıyla merkez bankasının menkul değer alıp satmasına açık piyasa işlemleri ismi verilmektedir. Bir başka ifadeyle açık piyasa işlemleri, devlet tahvili, merkez bankası senetleri, hazine bonusu, 1. Derece özel sektör senetleri gibi menkul değerlerin merkez bankası tarafından açık piyasada ya birincil ya da ikincil piyasada satılarak ya da alınarak piyasanın toplam rezervlerini genişletmek ya da daraltmak suretiyle ülkedeki toplam para arzını etkileyebilmesidir (Özatay, 2011: 437-438). Bir diğer tanıma göre ise açık piyasa işlemleri, menkul kıymetler ve para pazarlarının tam anlamıyla gelişerek aktif biçimde kullanılmakta olduğu ülkelerdeki bankacılık sisteminde bulunan toplam rezervlerin, merkez bankası tarafından menkul kıymetlerin piyasa fiyatlarından alınmasını ve satılmasını ifade etmektedir (Önder, 2005: 66).

En etkin ve en önemli dolaylı para politikası aracı açık piyasa işlemleridir. Merkez bankası, oldukça geniş bir tahvil portföyü ve hisse senedine sahip olduğundan dolayı piyasada birincil belirleyici durumdadır (Alkin, 2004: 400). Piyasadaki para hacmini azaltmak istediğinde merkez bankası, elinde olan menkul kıymetlerin bir bölümünü satarak piyasadan para çekmektedir. Eğer merkez bankası, dolaşımda olan para miktarını arttırmak istiyorsa da piyasadan menkul değer satın almakta ve piyasaya efektif para arz etmektedir (Şıklar, 2009: 103).

Açık piyasa işlemleri aracının en önemli özelliklerinden birisi de menkul değerlerin fiyatlarını, dolayısıyla da faiz oranlarını etkiliyor olmasıdır. Şöyle ki merkez bankası piyasadan senet almaya başladığında, bu durum senet fiyatlarının yükselmesine sebep olur. Senetlerin getirmekte olduğu gelir sabit durumda

olduğundan senet fiyatlarındaki yükselme, faiz oranının düşmesi anlamına gelecektir. Ters durumda ise faiz oranları yükselecektir (Parasız ve Özer, 2005: 373).

Merkez bankasının yapmakta olduğu açık piyasa işlemleri hem hücumaya yönelik (ofansif) hem de savunmaya yönelik (defansif) amaçlarla yapılabilmektedir. Piyasada herhangi bir dengesizlik bulunmaksızın sırf parasal tabanı değiştirmek amacıyla merkez bankası açık piyasa işlemlerini yapıyorsa buna hücumaya yönelik işlemler denilmektedir (Cox ve Leach, 1964: 77). Ancak merkez bankasının yapmakta olduğu açık piyasa işlemleri ilkinden farklı olarak parasal tabanı değiştirmeye yönelik olan etkenlere karşı savunma niteliği taşıyor ise yapılan işlemlere savunmaya yönelik işlemler ismi verilmektedir (Unay, 2001: 270).

Açık piyasa işlemleri uygulamada sürekli bir nitelik taşıyabileceği gibi geçici nitelik de taşıyabilmektedir. Menkul değerlerin alınmaları ve satılmaları süreklilik ifade edebilmektedir, ancak buna karşılık olarak ters repo ve repo uygulamaları ise geçici işlemler şeklinde olan uygulamalar olarak ifade edilebilmektedir (Tokel, 2011: 11).

Merkez bankasının yapmakta olduğu açık piyasa işlemlerinin fiyat etkisi ve miktar etkisi olmak üzere iki türlü etkisinden söz edilebilmektedir. Açık piyasa işlemleri, öncelikle banka likiditesini, sonrasında ise para arzını kredi çoğaltarı yoluyla etkilemektedir. Bu etkiye miktar etkisi ismi verilmektedir. İkinci etki olan fiyat etkisi ise merkez bankasının piyasada bulunan menkul değer arzını ve talebini değiştirerek menkul değerlerin fiyatlarını etkilemesidir (Chick ve Dow, 2002: 603).

2.3.1.4. Rezerv Opsiyon Mekanizması

Dolaylı para politikası araçları arasında yer alan ancak sadece Türkiye’de uygulamada bulunan araç ise rezerv opsiyon mekanizmasıdır (ROM: Reserve Option Mechanism). TCMB tarafından geliştirilen bu araç zorunlu karşılık oranı ile yakından ilişkilidir. 2009 krizi sonrasında geliştirilen bu araç ile hedeflenen amaç,

politika faizi değişikliğine ihtiyaç kalmaksızın ani sermaye giriş ve çıkışlarını yumuşatmaktadır.

Bu aracın geliştirilmesinin temel nedeni finansal istikrar ve fiyat istikrarı arasındaki çatışmayı azaltmaktır (Değerli ve Fendoğlu, 2015). TCMB yöneticileri tarafından yazılan birçok çalışmada fiyat istikrarını sağlayan faiz oranı ile finansal istikrarı sağlayan faiz oranının birbirinden farklı olabileceği vurgulanmıştır (Alper, Kara ve Yörükoğlu, 2013; Aslaner vd., 2015) . Bu farklılık faiz oranının tek başına etkin bir araç olarak kullanılmasını engellemektedir. Bu sebeple araçların bir arada kullanılması gerekmektedir. Sermaye girişlerinin yoğun olarak yaşandığı bir dönemi ele alalım. Böyle bir dönemde finansal istikrar hedefleyen bir merkez bankasının faiz oranlarını hızla düşürerek sermaye hareketlerindeki girişi frenlemesi gerekmektedir. Ancak faiz oranlarındaki düşüş ekonomide talebi arttırarak fiyatların artmasına neden olabilir. Bu da fiyat istikrarının iskanmasına sebep olabilecektir. Bu ikilemi ortadan kaldırmak için geliştirilen bir araç olan rezerv opsiyon mekanizması ise aşağıdaki şekilde çalışmaktadır.

Ticari bankalar kendilerine yatırılan mevduatların bir kısmını Türk lirası cinsinden zorunlu karşılık olarak tutarlar. Rezerv opsiyon mekanizmasında ise merkez bankası ticari bankaların TL cinsinden tuttıkları rezervlerin belirli bir kısmının yabancı para veya altın cinsinden tutulmasına imkân vermektedir. Sermaye girişlerinin yoğun olduğu bir dönemi ele alalım. Böyle bir dönemde merkez bankası ticari bankaların rezervlerinin daha fazla kısmını yabancı para veya altın cinsinden tutmasına izin verebilir. Böyle bir durumda ülkeye giren yabancı para bankacılık sistemi tarafından emilir ve merkez bankasının kasasında rezerv olarak tutulur. Piyasaya çıkan fazla TL'yi ise merkez bankası açık piyasa işlemleriyle piyasadan çekebilir ve döviz girişinin fiyatlar üzerinde baskı yapması engellenmiş olur.

2.3.2. Doğrudan Para Politikası Araçları

Para politikası araçları genel olarak, merkez bankasının bağımsız olarak belirlediği hedeflerine ulaşabilmek maksadıyla kullanılmakta olan ve merkez

bankasının kontrolü altındaki değişkenleri ve büyüklükleri ifade etmektedir. Para politikasının doğrudan araçları ise merkez bankasının para politikası uygulamalarını piyasanın yasal düzenlemeler yoluyla yerine getirmesini veya ara hedefleri doğrudan kontrol etmekte olan araçları ifade etmektedir (Önder, 2005: 69). Bir başka ifadeyle anlatılması gerekirse doğrudan para politikası kontrolleri genellikle ticari bankalardaki mevduat ve kredinin miktarının ya da fiyatının merkez bankası tarafından doğrudan kontrol edilmesini ifade etmektedir. Bankanın mevduat veya kredi oranlarına üst sınır konulması, faiz kontrollerine örnek gösterilebilir. Miktar kısıtlamalarına örnek olarak ise banka mevduatlarının veya kredilerinin artışına tavanlar konulması gösterilebilir (Günel, 2001: 105).

Doğrudan para politikası araçlarının teker teker ele almadan önce ne gibi avantajları ve dezavantajları olduğunun belirtilmesi gerekmektedir. Doğrudan para politikasının avantajları şu şekildedir (Cioran, 2014: 49):

- Merkez bankasının kredi ve mevduat miktarının en yüksek büyüklüğünü ya da olası krizler karşısında fiyatları kontrol edebilmesinin en etkili yolu doğrudan politikalardır.
- Finansal piyasaların istenilen seviyede gelişmemiş olduğu ülkelerde merkez bankası tarafından dolaylı para politikası araçlarının kullanılması teknik olarak mümkün olmuyorsa doğrudan para politikası araçları faydalı ve etkin olabilmektedir.

Doğrudan para politikasının dezavantajları şu şekildedir (Choudhry ve Mirakhor, 1997: 28):

- Etkin bir bankacılık için rekabet, daha yüksek mevduat ve daha düşük kredi faiz oranlarının oluşmasına olanak sağlamamaktadır. Doğrudan para politikası, finansal sistem içerisinde oluşması muhtemel rekabetçi yapının ortadan kalkmasına sebep olmaktadır.

- Bazı bankalar selektif (bölgesel–sektörel) kredi kontrolleriyle piyasaları bozmakta ve ortaya çıkan olumsuzluğun maliyeti ölçülememektedir.
- Doğrudan para politikalarının uygulanmakta olduğu ülkelerde, denetimsiz veya yasa dışı piyasaların oluşmasına engel olunamamaktadır.

2.3.2.1. Disponibilite Uygulaması

Disponibl değerler, likide en yakın ve likide dönüştürebilir değerler olarak ifade edilmektedir. Böyle olunca da merkez bankası, ticari bankaları, ellerinde bulunan fonların belirli bir oranı ile öngördüğü bono-tahvil gibi menkul değerleri satın almaya, kasalarında nakit olarak ve merkez bankasında serbest tevdiat olarak bulundurmaya zorlayabilir (Paya, 2002: 79).

Disponibilite uygulaması, bankalardaki likiditeyi ve dolayısıyla bankaların aktif yapısını düzenlemekte olan zorunlu bir araçtır. Eğer piyasa faiz oranları, satın alınmış olan Devlet İç Borçlanma Senetlerinin faiz oranlarından düşük durumda ise, bu yolla piyasa faiz oranlarının üzerinde bir faiz oranı ile bazı fonlar kamu sektörüne aktarılmamış olacaktır (Alper, 2014: 12). Bu durum, bankaların fonlama maliyetini düşürecektir. Tersisi durumda ise bankaların fonlama maliyetini yükseltici nitelikte etki yapacaktır. Uygulanış şekline göre disponibilite uygulaması hem dolaylı para politikalarına hem de doğrudan para politikalarına örnek olarak gösterilebilmektedir (Paya, 2002: 79).

2.3.2.2. Özel Mevduatlar

Özel mevduatlar, ticari bankalar tarafından açılması zorunlu durumda olan ancak bu mevduatların merkez bankasında tutulmasıyla para arzında yaşanan genişlemeyi sınırlamakta olan araçlardır. İthalat teminatları bu araçlara en güzel örnektir (Eroğlu, 2004: 169).

Özel mevzuatlar, yasal karşılık oranlarında değişiklik yapmanın bir alternatifidir ve çoğu merkez bankası tarafından bu alternatif uygulanmaktadır (Önder, 2005: 64).

İthalatın sürekli artış göstermesi karşısında gerek vergi gerekse kur politikaları yetersiz kalmakta ve öte yandan para arzı sürekli artmakta ise, merkez bankasının alacak olduğu ithalat teminatı oldukça önemli bir politika aracı olarak kullanılabilmektedir (Tokel, 2011: 17).

2.3.2.3. Finansal Araçların Portföylerinin Yeniden Düzenlenmesi

Bankaların portföylerinde bulunduracakları menkul kıymetlerin bileşimi merkez bankaları tarafından belirlenebilmektedir. Bu yolla, finansal kuruluşların ellerinde bulunan fonların, ekonomik büyümeye katkıda bulunabilecek olan sektörlere transfer edilmesi sağlanabilir (Akdiş, 2006: 279).

Bu finansal aktörlerin satın alacak oldukları hisse senedi ve tahvil gibi menkul kıymetlerin hangi faaliyet alanlarına ait olacağı ve bunların portföyleri içerisinde hangi miktarda ve oranda bulunacak olduğu merkez bankası tarafından tayin edilebilmektedir. Bu politikanın başarılı şekilde uygulanabilmesi, ekonomide yer alan menkul kıymet çeşitlerinin alışverişlerinin sınırlı durumda olmamasına bağlıdır (Tokel, 2011: 18).

2.3.2.4. Tüketici Ve Gayrimenkul Kredilerinin Kontrolü

Apartman dairesi ve konut da dahil olmak üzere çeşitli dayanıklı tüketim mallarını arz etmekte olan firmalar, uzun vadeye dayanan sözleşmelerle ya da kampanyalarla mal satışı yaparak piyasada olağanüstü bir talebin meydana çıkmasına neden olabilmektedirler (Çolak, 2007: 89). Bu yolla ortaya çıkmakta olan talep hacmini ve dolayısıyla enflasyonu kontrol altında tutabilmek isteyen merkez bankası, tüketiciler için açılacak olan kredi miktarını, müşterilerin peşin olarak ödeyeceği

asgari para miktarını ve vadesini, bununla birlikte bu amaçla verilmekte olan kredilerin faizlerini değiştirerek söz konusu olan mallara karşı talebi kısıtlayabilmekte veya teşvik edebilmektedir (Parasız ve Bildirici, 2003: 72).

2.3.2.5. Farklılaştırılmış Reeskont Kotaları

Bankaların amaçlarına, likidite ihtiyaçlarına ve risk durumlarına göre reeskont kotaları banka bazında belirlenebilmektedir. Belirlenen bu kotalar aracılığıyla bazı bankalara bu reeskont kotalarından daha fazla faydalanmaları ve bu yolla da belirlenmiş olan bazı sektörlerin desteklenmeleri amaçlanmaktadır (Önder, 2005: 59). Örneğin sanayi sektörüne kredi vermekte olan bankaların reeskont kotaları yüksek tutularak sanayi sektörünün desteklenmesi amaçlanabilir. Bununla birlikte tahsis edilen bu kotaların kullanılabilmesi için, desteklenmekte olan sanayi sektöründen reeskonta kabul edilebilecek olan menkul kıymetlerin kapsamı genişletilebilmektedir (Çolak, 2007: 94).

2.3.2.6. Ticari Banka Kredilerinin Selektif Kontrolü

Merkez bankası, bankacılık kesiminin açacak olduğu kredileri faiz, vade ve miktar oranları açısından kontrol edebilmektedir. Çeşitli ekonomik faaliyetlerle ilgili olarak ticari bankaların açacak oldukları kredilere merkez bankası bir tavan getirebilmekte ve bazı faaliyet alanları için uzun ve orta vadeli kredi imkânlarını genişletebilmektedir (Gafuroğlu, 2007: 57-58).

Merkez bankaları tarafından kredi tavanları, ticari bankalara uygulanmaktadır. Temelde üç çeşit kredi tavanı şu şekildedir (Saydam, 2012: 69):

- Ticari bankalara merkez bankalarının verdiği krediler, bu ticari bankaların pasifinde bulunan mevduatlarla sınırlanabilmektedir.
- Ticari bankaların vermekte oldukları krediler, kredi alanlar için sınırlandırılabilir.

- Ticari bankaların kredileri, kendi öz kaynaklarının belirli bir katkıyla sınırlandırılabilir.

Bu tür uygulamalar sayesinde banka fonlarının istenilen sektörlere yönlendirilmesi amaçlanmaktadır. Buradaki temel problem, ekonomik büyümeyi sağlayacak olan sektörlerin politika yapıcılar tarafından doğru bir şekilde tespit edilebilmesidir. Ayrıca, kredi kontrollerinde çoklu bir yapıya sebep olabilen bu uygulamalar, parasal koşullarda bozulmaya ve etkinsizliğe yol açabilmektedir (Chaibi ve Ftiti, 2015: 8).

Faiz tavanları ve kredi tavanları arasında benzerlik bulunmaktadır. Buradaki temel fark, kredi tavanlarının faiz tavanlarından daha kesin bir parasal kontrol aracı olmasıdır. Bu yolla da teşvik edilmesi arzu edilen sektörler verilecek olan kredilerin faiz oranları daha düşük seviyede tutulabilmekte, farklı sektörler için değişik faiz oranları uygulanabilmekte ve sonuçta kaynakların diğer sektörler kayması ya da bu sektörler aktarılmasının engellenmesi amaçlanmaktadır (Oktaylar, 2010: 63).

2.3.2.7. Tüketici Kredileri Kontrolü

Başta konut ve diğer dayanıklı tüketim mallarının taksitli yapılan satışlarında merkez bankası, müşteriler tarafından ödenecek olan asgari peşinat miktarını ortaya koyarak, vade yapısını ve bu amaçla verilmekte olan kredilerin faizlerini değiştirerek, bahsi geçen mallara olan talebi azaltabilir ya da arttırabilir (Bernanke ve Gertler, 1995: 33).

2.4. Para Politikasına İlişkin Kuramsal Tartışmalar

İktisat biliminin geçirmiş olduğu tarihsel gelişim incelendiğinde, para politikasının etkinliği ile ilgili birbirinden farklı pek çok yaklaşım olduğu görülmektedir. Söz konusu yaklaşımlardan bazıları, genel ekonomik dengeler üzerinde para politikasının bir etkisinin olmadığını savunurken bazı diğer yaklaşımlar bunun aksine genel ekonomik dengeler üzerinde para politikasının

oldukça önemli etkilerinin olduğunu vurgulamaktadır. Temelde iki farklı gruba ayrılmış olan bu tartışmaların özellikle 1970’li yıllarda gittikçe yoğunlaşmış olduğu görülmektedir (Akçay, 2009: 14). Bu yıllarda para politikası anlayışı ile ilgili Paracı Devrim ve Yeni Klasik Devrim olmak üzere iki önemli devrim ve Keynesçi Değişim isminde bir başkalaşım süreci yaşanmıştır. Bu yaşanan sürecin arkasında ise yeni mikroekonomi anlayışı yatmaktadır. Gerçek yaşamın aslında bir belirsizlik ortamı olduğu düşüncesinden hareket eden yeni mikroekonomi, bu belirsizlik ortamının özellikleri kapsamında analizlerini gerçekleştirmektedir. Bu yeni yaklaşımlar aslında, yeni mikroekonomi doğrultusunda eski yaklaşımların tekrar yorumlanmaları sürecini kapsamaktadır (Paya, 2002: 7).

Keynesçi yaklaşım, 1970’li yıllara kadar maliye ve para politikaları ile makroekonomik istikrarın sağlanması ve toplam talebin yönetilmesi konusunda fazlasıyla başarılı olmuştur. Söz konusu dönemde, Phillips Eğrisi anlayışının doğrultusunda işsizlik ve enflasyon arasında bir çeşit değiş-tokuş ilişkisinin bulunduğu kabul edilmiş olup, enflasyonun azaltılabilmesi için işsizliğin artırılması veya tersi gerekmiş, politikaların uygulanması da bu değiş-tokuş ilişkisine uygun olarak gerçekleştirilmiştir. Ancak 1970’li yıllarda yaşanmış olan stagflasyon (yüksek enflasyon + yüksek işsizlik) ve arz şokları olgusu doğrultusunda Phillips Eğrisi’nin öngörmüş olduğu bu değiş-tokuş ilişkisinin ortadan kalkmış olması, Phillips Eğrisi’ne yönelik olan eleştirilerin ve yeni kuramsal yaklaşımların gelişmesine neden olmuş, Keynesçi iktisat politikalarının ise değerini kaybetmesine yol açmıştır (Akçay, 2009: 15).

Bu süreç içerisinde, Monetarist yaklaşımın ve Monetarist yaklaşım çerçevesinde gelişmiş olan reel iş çevrimleri yaklaşımı ve Yeni Klasik yaklaşım ile Yeni Keynesçi yaklaşımın öne sürdüğü görüşler doğrultusunda ortaya çıkmış olan Yeni Neo-Klasik Sentez, fiyat istikrarının para politikasının temel amacı olarak kabul edilmesi, kuralla ilgili politikaların ön plana çıkması ve fiyat istikrarını sağlama amacı doğrultusunda parasal hedefleme, enflasyon hedeflemesi ve döviz kuru hedeflemesine ulaşmakta olan para politikası stratejilerinin gelişimini de içermektedir (Heron ve Carre: 2006: 73-74). Dolayısıyla geliştirilmiş olan yeni

yaklaşımlar, para politikasıyla nelerin yapılabilip yapılamayacağını anlaşıldığı bir süreci gözler önüne sermektedir. Söz konusu kuramsal tartışmalardan sırasıyla Monetarist yaklaşım, Yeni Klasik yaklaşım, Reel İş Çevrimleri yaklaşımı ve Yeni Keynesçi yaklaşım ele alınacaktır.

2.4.1. Monetarist Yaklaşım

Geleneksel Keynesçi yaklaşıma yönelik olan eleştirilerden ilk ve en önemlileri Monetarist yaklaşım tarafından getirilmiştir. Bu yaklaşımın önemli temsilcileri olan iktisatçılar arasında K. Brunner, A. Meltzer ve M. Friedman gibi isimler bulunmaktadır (Arnold, 2008: 322). Keynesçi yaklaşım, ekonomik istikrar açısından para politikasının önemli olmadığını savunurken Monetarist yaklaşım, ekonomi üzerinde para politikasının oldukça güçlü etkilerinin bulunduğu vurgu yapmaktadır. Ancak ekonomi üzerinde para politikasının etkileri, belirli bir zamansal gecikmeyle meydana gelmektedir. Para politikasının etkileriyle ilgili gecikmeler üç kısma ayrılmıştır: Teşhis gecikmesi olarak isimlendirilen birinci gecikme, bir politika değişikliği yapılmasına gereksinim duyulduğu zaman ile bu gereksinimin fark edildiği zaman arasındaki gecikmedir. İkinci gecikme ise, politikada değişiklik gereksiniminin fark edildiği an ile politikanın aktif olarak değiştirildiği zaman arasında gerçekleşen gecikme olup, uygulama gecikmesi şeklinde isimlendirilmiştir. Üçüncü ve son gecikme, politikanın değiştirilmesi ile politikanın etkilerinin meydana çıkması arasında yaşanan gecikmedir ki buna da etki gecikmesi denilmektedir (Akçay, 2009: 16).

Monetarist yaklaşım tarafından para politikası, orta vadeli bir bakış açısıyla değerlendirilmektedir. Para politikasının kısa vadeli sonuçları bu yaklaşıma göre bir takım belirsizlikler içermektedir. Ancak para politikasının orta vadeli olan sonuçları ise oldukça açıktır. Monetarist yaklaşıma göre orta vadede fiyatlar genel düzeyi ile para arzı arasında oldukça istikrarlı bir ilişki vardır. Bu sebeple Monetarist yaklaşım, enflasyona yol açmamak için “*sabit parasal büyüme kuralı*”nın uygulamaya koyulmasını önermektedir. Bu kural, yıllık para arzı artışı hızının değişmeyen bir oranla arttırılmasını önermektedir. Sabit parasal büyüme oranının belirlenmesi,

yaklaşık olarak ekonomideki yıllık büyüme oranına göre yapılmaktadır. (Arnold, 2008: 326) Monetarist yaklaşıma göre, sabit parasal büyüme kuralının uygulanması durumunda, para otoritesinin performansını ölçebilme konusunda oldukça iyi bir kriter sağlanacağı ve otoritenin yaptığı politik baskılardan kaçınılmasına fırsat tanınacağı ve uygulanmakta olan iktisat politikalarına belirlilik kazandırılacağı belirtilmektedir (Orhan ve Erdoğan, 2008: 185).

Para politikası ile alakalı olarak Monetarist yaklaşımın yaptığı katkılar doğrultusunda, kural politikaları ön plana çıkarken, 1970’li yıllarda yaşanmış olan yüksek enflasyon problemi para politikasının fiyat istikrarı amacına yönelmesine sebep olmuştur. Bu süreç içerisinde, Yeni Klasik yaklaşımın yaptığı katkılar, Monetarist yaklaşım tarafından getirilen Keynesçi yaklaşıma yönelik eleştirileri daha da güçlendirmiştir (Orhan ve Erdoğan, 2008: 186).

2.4.2. Yeni Klasik Yaklaşım

1970’li yıllarda yaşanmış olan işsizlik, stagflasyon ve enflasyon gibi temel ekonomik problemler karşısında izlenmiş olan Keynesyen iktisat politikalarının uğradığı başarısızlığa tepki olarak Yeni Klasik yaklaşım ortaya çıkmıştır. Dünya görüşü olarak temelde liberal bir duruşa sahip olmaları sebebiyle, bir ölçüde Monetarist görüşe benzemekle birlikte, izlenmekte olan iktisat politikalarına yöneltmiş oldukları eleştiriler bakımından Monetaristlerden çok daha ileri bir aşamada yer almaktadırlar. Yeni Klasik yaklaşımın öncülüğünü yapan başlıca iktisatçılar Robert Lucas, Robert Barro, Thomas Sargent, Neil Wallace ve Edward Prescott’tur (Taban ve Kara, 2006: 15).

Yeni Klasik yaklaşımın anıldığı bir diğer isim ise rasyonel beklentileri içeren genel denge yaklaşımıdır. Çünkü bu yaklaşımda ekonominin genel dengesinin sağlanması konusunda rasyonel beklentiler hipotezine oldukça önem verilmektedir. Rasyonel beklentilere göre, ekonomik beklentilerini oluştururken bireyler, mevcut olan bütün bilgileri doğru şekilde yorumlamakta ve sistematik yanlışlar yapmaktan kaçınabilmekte, dolayısıyla da isabetli tahminlerde bulunabilmektedirler (Dinler,

2009: 346). İstikrar politikaları ile ilgili olarak ise, hükümet tarafından izlenmekte olan politikaların başarılı sonuç vermesi için, işverenlerin ve işçilerin enflasyon beklentisinin, hükümetçe sebep olunan cari enflasyondan daha düşük durumda olması gerekmektedir. Yani, beklenen enflasyon oranı ile enflasyon oranı arasındaki farklılık, o istikrar politikalarının yalnızca kısa dönemde başarı gösterebilmesini sağlamaktadır. Yeni Klasik yaklaşımın dayanmakta olduğu rasyonel beklentilere göre ise, toplumun beklemekte olduğu enflasyon oranı ile cari enflasyon arasında farklılık olması, ancak tesadüf eseri meydana gelmektedir. Bu sebeple, izlenmekte olan istikrar politikaları toplum açısından bir sürpriz yaratmadıkça, ekonomide reel sonuçlar oluşturması söz konusu olmamaktadır (Akçay, 2009: 31).

Yeni Klasik yaklaşımı benimseyen iktisatçılar, Keynesyen teoriye ve Keynesyen makro modellere yönelik eleştiriler getirmektedir. Bunun temel sebebini 1960'lı yıllarda başlamış olan ve şiddeti giderek artan işsizlik ve enflasyon oluşturmuştur. Bu sorunlar, modası geçmiş sayılan dengeli bütçe ve sıkı para politikası gibi klasik ilkelerin bir neticesi olarak ortaya çıkmamıştır. Aksine modern Keynesyen öğretinin, enflasyon riski taşıyor olmasına rağmen artan istihdamı ve reel büyümeyi taahhüt eden yüksek oranlı parasal genişlemeyi ve geniş bütçe açıklarını gerektirmekte olan politikaları sonucu meydana çıkmıştır (Büyükalın, 2007: 7-8).

Yeni Klasik yaklaşımda, özel kesimin ekonomik faaliyetleri kamu harcamaları tarafından dışlanmaktadır. Çünkü Yeni Klasik yaklaşımdaki iktisatçılara göre, hükümet harcamaları tarafından toplam özel tasarruf, ya borçlanmayla ya para arzı artışı ile ya da vergilerle emilmektedir. Bununla beraber hükümet harcamalarının finanse ediliş biçimi kamu harcamalarının etkinliğini belirlemekte olan önemli bir faktör durumundadır (Taban ve Kara, 2006: 15).

2.4.3. Reel İş Çevrimleri Yaklaşımı

Keynesçi yaklaşıma yönelik olan eleştiri dalgalarından biri durumundaki reel iş çevrimleri yaklaşımı, E. Prescott, C. Plosser ve F. Kydland gibi iktisatçılar tarafından 1980'li yıllarda geliştirilmiştir. Reel iş çevrimleri yaklaşımı, Monetarist

ve Yeni Klasik yaklaşımda olduğu gibi piyasaların temizlenmesi ve fiyatların esnekliği varsayımlarını kabul etmekte; ancak ekonomik dalgalanmaları açıklama konusunda para politikasının rolünü ihmal eden bir tavır sergilemektedir (Mankiw ve Mark, 2006: 7).

Reel iş çevrimleri yaklaşımına göre ekonomi, Klasik dikotomiye uygun durumdadır. Buna göre, fiyat düzeyi ve para arzı gibi nominal değişkenler, istihdam ve üretim gibi reel değişkenler üzerinde herhangi bir etki gücüne sahip değildir. Bu anlamda uzun ve kısa dönemde para, süper yansızdır. Paranın süper yansız durumda olması, para miktarının uzun sayılabilecek bir süre yükseltilmesine rağmen, reel değişkenler üzerinde hiçbir etkisinin bulunmadığını ifade etmektedir (Ataç, 2006: 22).

Reel iş çevrimleri yaklaşımına göre, cari ücret seviyesinde çalışmak istğinde olan herkes iş bulabilmektedir. İstihdamda yaşanan dalgalanmalar, faiz oranları ve ücretlerdeki değişmelerin işgücünün zamanlar arasında ikame edilmesine sebep olmasından ötürü meydana çıkmaktadır. Örneğin, ücretlerin geçici olarak yükselmesine ya da faizlerin yükselmesine sebep olan şoklar, insanların daha çok çalışmalarına sebep olabilmektedir (Ataç, 2006: 23). Bu analiz, insanların kendi istekleri doğrultusunda çalışma sürelerini ayarlayabilme imkânına sahip oldukları tezini öne sürmektedir.

2.4.4. Yeni Keynesçi Yaklaşım

1980’li yıllarda ortaya çıkmış olan Yeni Keynesçi yaklaşım, Yeni Klasik yaklaşıma karşı olarak geliştirilmiştir. Yeni Keynesçi yaklaşım, bir yandan Yeni Klasik yaklaşımdaki rasyonel beklentiler teorisini kabul etmektedir, ancak öte yandan Yeni Klasik yaklaşımdaki piyasaların daima rekabetçi olduğu ve hızlı bir şekilde dengeye ulaştığı konusundaki görüşleri reddetmektedir (King, 2002: 234). Bu yaklaşım, Keynesçi yaklaşımda bulunan ancak yeteri kadar açıklanamamış olan fiyat rijitlikleri ve nominal ücret, fiyat ve ücret ataleti, mönü maliyetleri, etkin ücret teorisi, çakışan ücret sözleşmeleri gibi kavramları kullanmak suretiyle Keynesçi

yaklaşımına yöneltilen, bu yaklaşımın mikro ekonomik temeller bakımından yoksun olduğu şeklindeki eleştirileri ortadan kaldırmayı hedeflemektedir (Froyen, 2002: 288).

Yeni Keynesçi yaklaşımda piyasalar, sürtünmeler, rijitlikler ve yapışkanlıklarla şekillenmektedir. Bu yaklaşımda karşımıza çıkan en önemli kavramlar eksik piyasalar, eksik rekabet, reel ve nominal rijitlikler, asimetrik bilgi, ücret ve fiyat yapışkanlığı gibi kavramlardır (Akçay, 2009: 27).

Yeni Keynesçi yaklaşım, istihdam ve üretimdeki dalgalanmaların açıklanmasında fiyat ve ücret yapışkanlıklarına önem vermekte olup, ekonominin istikrarını sağlamada para politikasının aktif olarak kullanılabileceğine vurgu yapmaktadır. Ancak para politikasının bünyesinde taşımakta olduğu belirsizliklerin büyüklüğü ve değişken ve uzun gecikmelere sahip olması sebebiyle politika yapımından sorumlu kişilerin gelecekteki maliye ve para politikaları ile alakalı değişimlerin nasıl etkiler yaratacağını tam olarak öngörebilme yeteneklerinin olması gerektiğini savunmaktadır (Dinler, 2009: 344).

2.5. Para Politikası Stratejileri

Para politikasının uygulayıcısı konumundaki merkez bankası, bir takım hedeflere ulaşabilmek amacıyla para politikasını kullanmaktadır. İncelendiğinde genel kabul gören en önemli hedefin fiyat istikrarının sağlanması ve korunması olduğu görülmektedir. Merkez bankasının nihai hedefe ulaşmak maksadıyla uygulayacak olduğu stratejiyi önceden belirlemesi, para politikasının başarılı olabilmesi için gerekmektedir. Bu bağlamda dört temel hedefleme stratejisi dikkat çekmektedir. Bu hedef aşağıda tarihsel sıralama biçiminde verilmiştir.

2.5.1. Parasal Hedefleme Stratejisi

Parasal hedefleme stratejisinde amaç, para arzını kısa vade içerisinde yönlendirmek ve enflasyonist beklentileri kontrol altında tutarak enflasyon oranını

düşük ve istikrarlı bir düzeyde tutmaktır. Klasik miktar teorisine göre, parasal büyüme ve enflasyon arasındaki ilişki sayesinde önemi artmaktadır. Merkez bankası üzerindeki politik baskılar, para miktarı önceden belirlendiği için azalacaktır (Erdoğan, 2005: 40).

Miktar teorisine göre ekonomide paranın dolaşım hızı ve reel üretim düzeyi sabitken para arzındaki artışlar uzun dönemde doğrudan fiyatlara yansımaktadır. Bu durumda enflasyon oranı, para arzındaki artış oranı kadar artacaktır. O halde enflasyon oranını örneğin %5 düzeyinde tutmak isteyen bir merkez bankası para arzı artış oranını da %5 düzeyinde belirlemelidir. Monetarist iktisatçılar tarafından modernize edilen miktar teorisinde para talebinin istikrarsız ancak tahmin edilebilir olduğu kabul edilmektedir. Bu durumda paranın dolaşım hızının da tahmin edilebileceği varsayılmaktadır. Ancak 1970’li yıllarda yaşanan teknolojik gelişim, hane halkının tuttuğu para miktarının tahmin edilebilirliğini zorlaştırdığından parasal büyüklük hedefleme stratejisinden vazgeçilmek zorunda kalınmıştır (Judd ve Scatting, 1982).

Parasal hedefleme stratejisinin yararı, hedef olarak seçilmiş olan parasal büyüklüğün enflasyonla mücadele etme açısından çapa görevi görmesidir. Zararı ise, hedeflenmiş olan parasal büyüklüklerle enflasyon arasında bir tutarsızlık meydana getirmesidir. Öte yandan para, repo ve yatırım fonu gibi likit varlıkların piyasaya giriş yapması, ekonomide parasal büyüklüklerin değişmesine sebep olarak gerçek likidite değerinin bilinmesini zorlaştırmaktadır (Parasız, 2007: 101-102).

2.5.2. Nominal Milli Gelir Hedeflemesi

Parasal büyüklük hedeflemesinin arzulanan başarıya ulaşamamasının ardından 1970’li yılların sonlarında nominal milli gelir hedeflemesi uygulamalarına geçilmiştir. Bu sayede ekonomilerde merkez bankalarının temel hedefinin tekrardan milli gelir olması benimsenmiştir. Ancak bu uygulama çok fazla kabul görmemiştir. Kabul görmemesinin nedenlerinden biri, büyüme oranının nominal değil reel

değişkenlerle hesaplanır olması ve ekonomik birimlerin refah düzeyinin belirlenebilmesi açısından yetersiz bir gösterge olarak kalmasıdır (Clark, 1994).

2.5.3. Döviz Kuru Hedeflemesi Stratejisi

Parasal büyüklük hedefi uygulamasından vazgeçilmesinin ardından enflasyonu düşürme noktasında daha fazla kabul gören yaklaşım döviz kuru hedeflemesi olmuştur. Döviz kuru hedeflemesi stratejisinin amacı, enflasyon oranı düşük olan başka bir ülkenin para birimine ulusal parayı bağlamak ve bu sayede ithal malların fiyatlarının artmasını engelleyerek enflasyonun istikrarda kalmasını sağlamaya çalışmaktır (Paya, 2002: 101). Satın alma gücü paritesine dayalı geliştirilen bu politikanın teorik çerçevesinin sağlam bir zemine dayanıyor olması, özellikle gelişmekte olan ülkelerde bu stratejinin yoğun bir şekilde izlenmesini sağlamıştır.

Döviz kuru hedeflemesinde ülke parasının farklı bir ülkenin para birimine bağlanmasından kaynaklı olarak merkez bankası bağımsız bir para politikası izleyememektedir. Dış şoklara açık durumda olduğundan dolayı bu etkiyi azaltacak olan strateji geliştirilememektedir (Takım, 2011: 17). Döviz kuru hedeflemesi stratejinin sağladığı avantaj, dış ticarete konu durumundaki malların fiyatlarında azalma veya artmaya bağlı değişimler olduğunda yabancı paralar karşısında yerel paranın değerinin sabit olmasından ötürü enflasyonun kontrol altında tutulmasıdır (Özcan, 2006: 41).

1980’li yıllarda yoğun bir şekilde uygulanan döviz kuru hedeflemesi stratejisinin en büyük zaafı gelişmekte olan ülke ekonomilerini spekülative para hareketlerinden koruyamamasıdır. Birçok ülke merkez bankası bu ani para akışları karşısında çaresiz kalmış ve nihayetinde döviz kuru hedeflemesi stratejisini terk etmek zorunda kalmışlardır. 1990’lı yıllara gelindiğinde ise uygulanmaya başlanan strateji enflasyon hedeflemesi olmuştur.

2.5.4. Enflasyon Hedeflemesi Stratejisi

Merkez bankası tarafından kamuoyuna genel olarak bir taahhüt şeklinde ilan edilen belirli enflasyon aralığı ya da hedefleme stratejisine enflasyon hedeflemesi stratejisi denilmektedir (Paya, 2013: 463). Merkez bankası tarafından açıklanmış olan enflasyon hedefinin tutarlı ve doğru olması gerekmektedir. Genellikle yıllık değerler kullanılmaktadır. Hedefleme tespit edilirken çekirdek enflasyon ya da tüketici fiyat endeksi gösterge olarak alınmaktadır. Türkiye’de hedef enflasyon oranının belirlenmesi zor olmaktadır. Enflasyon hedeflemesinin tespit edilmesinde kullanılan tüketici fiyat endeksinin üzerinde mevsimsel etkilerin yüksek olması, gıda ve tarım fiyatlarını olumsuz yönde etkilemektedir. Bu durum pek çok mal fiyatının merkezi bir kararla verilmekte olduğunu göstermektedir (Korkmaz, 2004: 313).

Enflasyon hedeflemesi, hem gelişmiş hem de gelişmekte olan ülkelerde uygulanan, fiyat istikrarının sağlanması ve sürdürülmesine yönelik durumdaki bir para politikası stratejisidir. Bu politikaların sürdürülmesine yönelik ön koşulların meydana getirilmesi ve enflasyon hedeflemesinin beş temel şartı bulunmaktadır. Öncelikle kamuoyunun enflasyon hedeflerinden haberdar edilmesi gerekmektedir. Fiyat istikrarının temel amaç olduğunun sözünün verilmesi ve politika araçlarını meydana getirirken pek çok değişkenin kullanıldığı, son olarak para politikası stratejilerinin şeffaflığı ve güvenilirliği, merkez bankasının hesap verebilir nitelikteki bir kurum olmasından kaynaklanmaktadır (Barbaros ve Erol, 2007: 22).

Enflasyon hedeflemesi stratejisinde önemli olan nokta, uygulamaya geçebilmek için ön koşulları sağlayan tüm ülkelerin bu stratejiyi uygulayabilecek olmasıdır. Bir diğer konu ise, enflasyon hedeflemesi stratejisinin yalnızca enflasyonu düşürmek için değil, bununla birlikte bulunduğu seviyeyi koruma maksadıyla da kullanılmasıdır (Akyazı, 2002: 83).

Enflasyon hedeflemesinin uygulamada birçok türü bulunmaktadır. Açık enflasyon hedeflemesi, örtük enflasyon hedeflemesi, katı enflasyon hedeflemesi, esnek enflasyon hedeflemesi, nokta enflasyon hedeflemesi, koridor enflasyon

hedeflemesi bunlardan sadece birkaçıdır. Her ne kadar farklı türleri olsa da enflasyon hedeflemesi uygulamasının nihayetinde bir nominal çapa hedeflemesi stratejisi olduğu açıktır.

Nominal çapa hedeflemesi enflasyonu düzenlemek ve fiyat istikrarını korumak maksadıyla merkez bankaları tarafından kullanılan bir araçtır. Nominal çapaya başvurulmasında iki sebep bulunmaktadır: Birincisi nominal çapanın yurtiçinde para arzını daraltarak enflasyonist beklentileri engellemekte olması ve fiyat istikrarının sağlanmasını kolaylaştırmasıdır. İkincisi ise uygulamalarında bankaların sözde zaman tutarsızlığı problemine düşmelerine karşı bir önlem olarak yardımcı olmasıdır (Doğru ve Savrul, 2012: 2-3).

2.6. Para Politikalarının Değişen Yüzü

İktisat politikaları üzerinde finansal kesimin etkinliğinin artması, ihtiyari politikalara yönelik ileri sürülmüş olan görüşler ve enflasyonun ortaya çıkarmış olduğu maliyetler, uzun dönemde fiyat istikrarının para politikası için birinci derecedeki hedef olarak kabul edilmesine sebep olmuştur. Fiyat istikrarının birinci derecede hedef olarak kabul edilmiş olması, nominal bir çapanın seçilmesini para politikası için zorunlu kılmıştır. Bu çerçevede gündeme alternatif para politikası stratejileri gelmiştir. Fiilen uygulanmakta olan stratejiler üç ana başlık halinde şu şekildedir (Erdoğan, 2005: 1):

- Enflasyon hedeflemesi stratejisi
- Parasal hedefleme stratejisi
- Döviz kuru stratejisi

1970'lerin sonlarına gelindiğinde pek çok ülke tarafından parasal büyüklükler hedeflenmiştir. 1980'lerin ortalarından itibaren ise gelişmiş ya da gelişmekte olan birçok ülke yarı sabit ya da sabit döviz kuru hedeflemelerine yönelmiştir. Zaman içinde hepsinin başarısızlık ve başarıları ortaya çıkmıştır. Son yıllarda ise giderek yükselen sayıda ülkenin enflasyon oranını örtülü ya da açık şekilde doğrudan

hedeflemekte olduğu yeni bir para politikasının denenmekte olduğu gör÷lmektedir. Halen elde mevcut olan en iyi çözüm enflasyon hedeflemesi gibi gör÷lmekle birlikte, onun da birtakım sınırları olduğu ve her çeşit ekonomik konjonktüre uygun durumda olup olmadığının da henüz sınanmadığı bilinmektedir (Paya, 2002: 171).



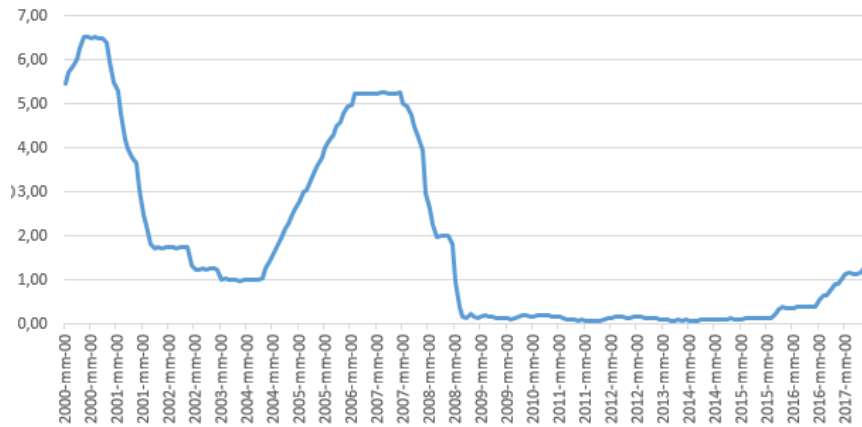
ÜÇÜNCÜ BÖLÜM

2008 KÜRESEL FİNANS KRİZİ

3.1. 2008 Küresel Finans Krizinin Başlangıç Aşamaları

2008 Küresel Finans Krizinin temeli 1990'lı yılların sonlarına doğru ortaya çıkmış olan teknoloji köpüğüne dayanmaktadır. Bu dönemde internet kurulum hisseleri yükselişe geçmiş ancak 2000 yılında bazı aşırılıkların ve düzenbazlıkların ortaya çıkması ile internet ticareti sektöre uğramış ve finansal açıdan bir sarsıntı yaşanmıştır (Betz, Schmidt, Magdoff vd., 2008:31). Amerikan Merkez Bankası Federal Rezerv'in (Fed) o dönemdeki başkanı olan Alan Greenspan ise ekonomideki durgunluğu önlemek için faizleri düşürmüştü bu da inşaat sektörünün genişlemesine neden olmuştur.

Fed, Mart 2000'de teknoloji balonunun patlaması sonucu yaşanan durgunluktan kurtulabilmek için Ocak 2001 ile Temmuz 2003 dönemleri arasında faiz oranlarını düşürmüştür. Aşağıda yer alan Şekil 1'de Fed fon oranlarında yaşanan düşüş gözlemlenebilmektedir.



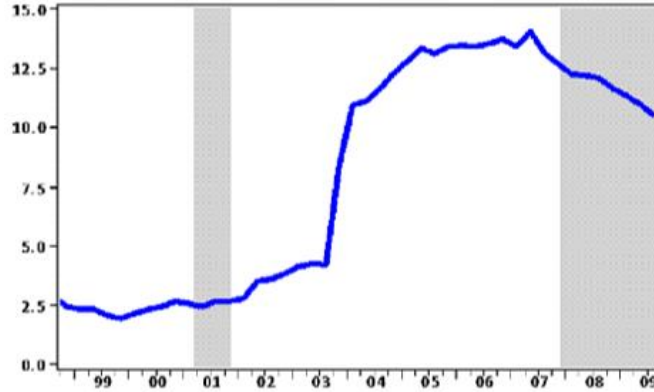
Şekil 1: Federal Rezerv Fon Oranları (%) (Ocak 2000 - Aralık 2017)

Kaynak: <https://fred.stlouisfed.org/series/FEDFUNDS> Erişim tarihi: 22/09/2019

ABD kaynaklı olan ve 2008 küresel finans krizi olarak anılan ve daha sonra bütün dünyayı olumsuz etkileyen küresel krizin nedenini konut kredisi (mortgage) piyasalarında yaşanan sorunlar oluşturmaktadır.

Fed, 2000 yıllarında para politikasında uygulamış olduğu esneklik ile faiz oranlarını düşürmüştür. Faiz oranlarındaki bu düşüş ile beraber, tüketici kredilerine talep yoğun bir şekilde artmış, bankalar tarafından gelir seviyesi düşük olan kişilere bile konut kredisi verilmeye başlanmıştır (İncekara, 2015). Bankalar zaman içinde uyguladıkları esnek kredi koşulları ile özellikle geri ödeme sıkıntısı yaşayacak tüketicilere de kredi kullandırarak konut kredilerine olan talebin artmasına neden olmuşlardır. Sonrasında bankalar kredilerden gelen alacakları teminat olarak göstererek emlak tahvili çıkartmışlar ve bu tahvilleri yüksek faiz ile hedge fonlarına satmışlardır.

2004 yılında faiz oranları Fed tarafından yükseltince, konut talebinde bir azalma meydana gelmiştir. Bu durum karşısında hiçbir önlem alınmadığı gibi tahvil satışlarına devam edilmiştir ve ilk olarak bu dönemde değişken faizli konut kredilerinin geri ödemesinde sorunlar yaşanmaya başlanmıştır. Bu sorun karşısında bankalar konut kredilerinde kısıtlama yapınca konuta olan talepte ve konut fiyatlarında bir azalma yaşanmıştır. Bu durum daha önce konut kredisi alanları korkutmuş ve evlerini satmalarına neden olmuştur. Ayrıca ödeme zorluğu yaşayanlar da evlerini bankalara devretmek zorunda kalmıştır. Bu da konut fiyatlarının daha da düşmesine neden olduğundan bankaların tahvillerin değerini karşılayamamasına neden olmuştur. Konut kredilerinin tahsilinde sorun yaşayan bankalar kaynak sıkıntısı yaşamaya başlamış, bu da mali sistemin durmasına sebebiyet vermiştir. Aşağıda yer alan Şekil 2'ye bakıldığında tüketici kredisi çekme kabiliyetinde olmayan kişilerin çekmiş olduğu konut kredilerinin (subprime mortgages) toplam konut kredileri içindeki payının özellikle 2003 sonrasında çok hızlı bir şekilde arttığı görülmektedir.



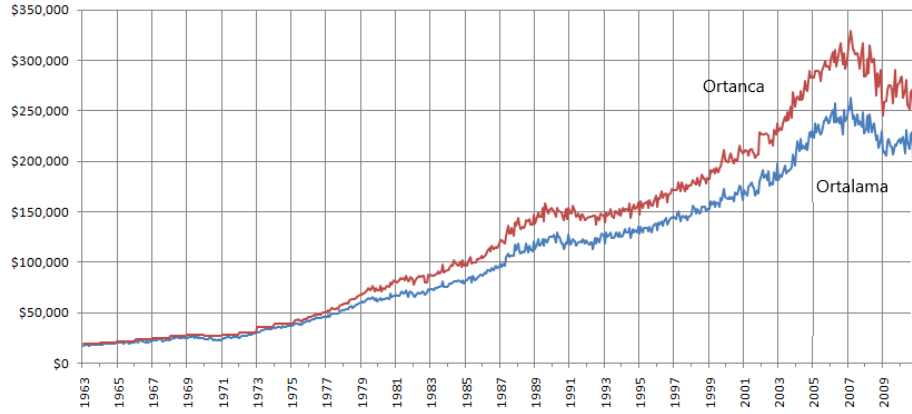
Şekil 2: Eşik Altı Konut Kredilerinin (Subprime Mortgages) Toplam Konut Kredileri İçindeki Payı (%) (1999-2009)

Kaynak: St. Louis Federal Rezerv Bankası ve Yazarın Hesaplamaları

Özetle Fed’in faizleri yükseltmesi ile daha önce yoğun olarak kullanılmış olan “değişken faizli” konut kredilerinin geri ödemelerinde sorun yaşanmaya başlanmış bu da krizin ortaya çıkmasına neden olmuştur (Sönmez, 2009: 25-26).

3.2. Küresel Durgunluğun Ortaya Çıkışı

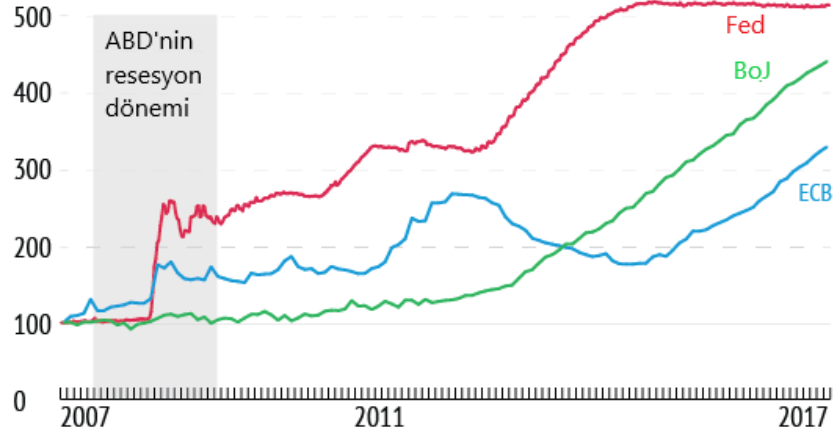
Küresel kriz sürecinde uluslararası piyasalarda ortaya çıkan gelişmeler iki yönden değerlendirilmektedir. İlk olarak Temmuz 2007’de başlayıp Eylül 2008’e kadar devam eden döneme bakıldığında, finansal piyasalarda dalgalanmaların yaşandığı görülmektedir. ABD’de krizden önce uygulanan düşük faizler, konut kredilerinde ve ev fiyatlarında büyük artışlara neden olmuştur. Ancak bu durum 2006 yılının sonlarına doğru tam tersine çevrilmiş ve faizlerin artmasının yanı sıra ev fiyatları da düşmüştür (Bkz: Şekil 3). Düşük kredi döneminde kredi alanların yüksek geri ödemelerinden ötürü yaşadıkları sorunlar nedeniyle icra yolu ile çok sayıda konut satışa çıkarılmış veya bankalara geri iade edilmiştir. Bu da faizlerin artmasına sebep olmuştur. Faizlerin artması ise özellikle değişken faize dayalı kredi alanları olumsuz etkileyerek küresel kriz sürecinin başlamasını sağlamıştır (Erdönmez, 2009: 86).



Şekil 3: ABD’de Satılan Yeni Evlerin Fiyatları (\$) (Ortalama ve Ortanca Değer)

Kaynak: St. Louis Federal Rezerv Bankası

Krizin ikinci boyutu ise, 2008 yılı Eylül ayından sonra ortaya çıkmıştır. Bu dönemde bazı finans kuruluşlarının ve bankaların özellikle de büyük yatırım bankası olan Lehman Brothers’ın iflas etmesi sonucunda ABD’de yatırım bankacılığı sistemi zarara uğramıştır. ABD’nin finans sektöründe gelişen bu olumsuzluklar, Ekim 2008’den sonra Avrupa’nın bankacılık sisteminde de etkili olmaya başlamıştır. Uluslararası alanda faaliyet gösteren birkaç Avrupa bankası devlet desteği ile kurtarılmıştır. Finans piyasalarında küresel olarak başlayan krizin, ekonomiye hızlı bir şekilde yayılması hem Avrupa’da hem de ABD’de de kredilerin durmasına neden olmuştur. Merkez bankaları, krizin neden olduğu zararları bir ölçüde hafifletebilmek için piyasaya büyük miktarda nakit sürmüşler ve faiz oranlarını düşürmüşlerdir (Erdönmez, 2009: 86).



Şekil 4: Federal Rezerv (Fed), Japon Merkez Bankası (BoJ) ve Avrupa Merkez Bankası'nın (ECB) Aktif Büyüklükleri (2007-2017)

Kaynak: St. Louis Federal Rezerv Bankası, Japon Merkez Bankası ve Avrupa Merkez Bankasından Alınan Verilerden Hesaplanmıştır

ABD'deki faizlerin krizi etkilemesi aynı zamanda diğer ülkelerin ABD finansal sistemdeki ürünlere yatırım yapması krizin büyümesine ve krizin dünya genelinde etkili olmasına yol açmıştır. Sonuç olarak, ABD'de mortgage kredilerinin sebep olduğu finansal dalgalanmalar önce gelişmiş ülkelerde görülmüş sonra çok kısa zamanda gelişmekte olan ülkelere de yayılmış ve küresel bir kriz haline gelmiştir (Tunalı, 2008). Krize neden olan faktörler arasında, risk profiline bakılmadan müşterilere kredi verilmesi, kredilere dayalı olan menkul kıymetleştirme işlemlerinin artması, kredi derecelendirme kuruluşlarında görülen yetersizlikler ve denetleyici kurumlar tarafından finansal piyasalara zamanında müdahale edilmemesi gösterilebilir (Alantar, 2008: 1).

3.3. 2008 Küresel Finans Krizinin Kronolojisi

2008 küresel finans krizi olarak anılan bu büyük durgunlukta görülen önemli bazı olaylar şu şekildedir (www.usatoday.com, 2013). 2007 senesinde, konut krizi giderek büyümeye devam etmiştir. Subprime mortgage'lara önemli yatırımlar yapan bankalar ile hedge fonlar, hacizlerin artması sonucunda ellerindeki değersiz

varlıklardan dolayı zarar etmişlerdir. Zarar, ABD'nin önde gelen finans kuruluşlarına kadar ilerlemiştir.

- 27 Şubat'ta Mortgage lideri Freddie Mac, çok riskli olan subprime kredileri almayacağını açıkladı.
- 2 Nisan'da Subprime mortgage sağlayıcılarından New Century Financial, iflas için başvuruda bulundu.
- 31 Temmuz'da önemli bir yatırım bankası olan Bear Stearns, subprime mortgage kredilerin'in desteklediği riskli iki hedge fonu ödedikten sonra tasfiye etti.
- 6 Ağustos'da mortgage uzmanı olan American Home Mortgage Investment, iflas için başvuru yaptı.
- 16 Ağustos'da derecelendirme kuruluşu olan Fitch Ratings, lider mortgage sağlayıcılarından Countrywide Financial'ın kredi notunu düşürerek en düşük üçüncü yatırım derecesine getirdi.

2008 senesinde yaşanan Subprime mortgage krizi, kredi piyasalarını olumsuz etkilemiş ve ABD'de ekonomik bir durgunluk yaşanmıştır. Bunun sonucunda:

- 11 Ocak'ta ABD'nin en büyük bankası Bank Of America, Countrywide Financial'ı 4 milyon dolara satın aldı.
- 16 Mart'ta Fed, Bear Stearn'a ait varlıkların 30 milyar dolarını, devlet desteği ile garanti altına aldı.
- 11 Temmuz'da Federal düzenleyiciler tarafından, Indy Mac Federal Bank'a el konuldu.
- 7 Eylül'de Mortgage'ın önde giden isimlerinden Fannie Mae ve Freddie Mac, hükümete devredildi.
- 15 Eylül'de Merrill Lynch, Bank of America tarafından 50 milyar dolara satın alındı.
- 15 Eylül'de Lehman Brothers iflas için başvuruda bulundu.

- 16 Eylül’de dünyanın dev sigorta şirketi olarak bilinen American International Group, hissesinin %80’ni devlete vermeyi kabul etti. Böylece 85 milyar dolarlık destek paketinden yararlanmış oldu.
- 21 Eylül’de Fed’in, kalan son iki bağımsız yatırım bankaları olan Goldman Sachs ve Morgan Stanley’i denetlemesine karar verildi.
- 25 Eylül’de Washington Mutual Bank’ın bütün varlıkları ve şubeleri, ABD Merkezli uluslararası bankacılık ve finansal hizmetler alanında faaliyet gösteren JP Morgan Chase’e satıldı. (Banka sektöründe ABD’de yaşanan en büyük başarısızlık.)
- 29 Eylül’de kongre tarafından, Sorunlu Varlıkları Kurtarma Programı (TARP)’nın 700 milyar dolarlık Wall Street finansal kurtarma paketi reddedildi.
- 3 Ekim’de Başkan Bush tarafından TARP’ın düzenlenmiş son hali imzalandı. Ve Batı kıyısının en büyük bankası Wells Fargo ve Wachovia’yı 14.8 milyar dolara satın aldı.
- 18 Kasım’da General Motors, Ford, ve Chrysler yöneticileri, federal kredi talebinden önce TARP’da kongrenin önünde tanıklık etti.
- 23 Kasım’da Citigroup’un teminatlar ve sermayeden meydana gelen bir kurtarma paketi ile kurtarılması kabul edildi.
- 19 Aralık’ta ABD hazinesi, General Motors için 13.4 milyar dolar ve Chrysler için 4 milyar dolar kredi verilmesini onayladı. Citigroup ise, kayıplara karşı yapılan 306 milyar dolarlık korumaya karşılık olarak Hazine ve FDIC’e istenilen hisselerini ihraç etti.

3.4. Krizi Anlamak Ve Mortgage Sisteminin Tüm Boyutları

ABD Mortgage sistemi, mortgage kredilerinin belirlendiği ve düzenlendiği “birincil piyasalar” ve bu kredilere bağlı olarak oluşan menkul kıymetlerin alınarak satıldığı “ikincil piyasalardan” meydana gelmektedir. İkincil piyasalarda, bireysel ve kurumsal yatırımcılar olduğu gibi yatırım bankalarının da olduğu çok sayıda katılımcı bulunmaktadır. ABD mortgage sisteminde mortgage kredileri üç kategoriye

ayrılmıştır. Bunlar üst gelir sınıfı (Prime ya da A kalite), orta gelir sınıfı (Alt A) ve alt gelir sınıfı (Subprime yani riskli grup) şeklindedir. Sistemin işleyişine göre, kredi talebinde bulunan kişilerin gelirlerine bakılmakta ve risk yapısına uygun faiz oranları belirlenerek bu faizler üzerinden kredi verilmektedir. Burada, alt gelir sınıfları için öngörülen Subprime Mortgage kredileri, büyük olasılıkla geri ödemede zorlanacak olanların ev sahibi olabilmeleri amacıyla ortaya çıkmıştır.

Birincil piyasada yer alan mortgage kredilerinin işleyişi, ikincil piyasada işlem görebilmesi için aracı olan menkul kıymetleştirme ve gayrimenkul ipotek edildikten sonra bedeli karşılığında banka tarafından menkul kıymet ihraç edilmesi şeklinde tasarlanmıştır. ABD’de birincil piyasadaki konut kredilerinin sürekliliği ve bu kredilere sağlanan finansal destek, mortgage kredilerinin menkul kıymetleştirilmesi ile finansal sistemin tabana yayılmasından elde edilen fonlarla yürütülmüştür (Öztürk ve Gövdere, 2010: 382-385).

Kredilerin denetimsiz bir şekilde pazarlanması, beraberinde sorunları da getirmiştir. Kredi kullandırılan alt gelir sınıfına dâhil olan kişilerin, ödeme zorluğu yaşayacakları bilindiği halde, kendilerine verilen senetler menkul değerlere dönüştürülerek diğer piyasalara satılmıştır. Yani krediyi ilk açan kuruluş açısından herhangi bir risk kalmamış, risk başkalarına geçmiştir. Bu satışlar sürekli bir şekilde ve üzerine yeni borçlar da eklenerek devam etmiş, el değiştirme işlemleri çoğaldıkça da toplam borç hesaplanamaz bir hale gelmiş ve spekülörler, bu durumdan faydalanarak daha çok finansal ürün satarak primlerini yükseltmişlerdir. Daha sonra satış işlemlerinin ABD’nin finans sisteminden diğer ülkelerin finans sistemine girmesiyle, küresel bir boyut kazanmıştır (Tunalı, 2008).

Denetimin yeterli olmaması, konut vurgunculuğuna, buna bağlı olarak da sistemde sorunlar oluşmasına neden olmuştur. Daha çok subprime ve değişken faizli mortgage kredilerindeki nakit akışı sorunu, menkul kıymet piyasalarına da olumsuz etki etmiştir. Alt gelir sınıfında olan kişilere yüksek faizlerle mortgage kredi verildiğinden daha sonra geri ödemelerde aksaklıklar yaşanmıştır. Ev fiyatlarındaki artışlar, 2007 yılının ortalarında subprime mortgage piyasasında yaşanan kayıplardan

dolayı çok sayıda finans kuruluşunu zarara uğratmış, giderek bu durum ekonomik bir kriz haline gelmiştir (siteresources.worldbank.org., 2008).

Faizler geçmiş dönemlerde oldukça düşük tutulduğundan düşük gelirli olanlar subprime mortgage kredilerinde genellikle değişken faizli kredileri kullanmışlardır. Ancak Fed, faizleri üst üste arttırınca bu kişiler kredilerini ödeyemez duruma gelmiştir. Krediler ödenemeyince de bunlara bağlı olan kâğıtlar değersiz hale gelmiş, bankaların dengesi bozulmuş ve finansal sistem çökmüştür (Sönmez, 2009: 28).

Piyasa ilk sarsıntıyı 2007 yılının Haziran ayında, ABD'nin büyük yatırım bankalarından olan Bear Stearns'ın mortgage destekli yaklaşık 10 milyar değerindeki yüksek riskli iki yatırım fonunun değer kaybetmesi ile yaşamıştır. Fonların gerçek değerinden işlem görmediği anlaşıncı finansal kurumlar bu durumdan korkmuş ve kredide çöküş meydana gelmiştir. 2007 yılının Aralık ayında hissedilen durgunluk çok sayıda banka ve finans kuruluşunun iflası ile sonuçlanmıştır. Kriz, bu tarihten itibaren bütün dünyada etkili olmaya başlamış ve krizin büyüklüğü böylelikle daha anlaşılır olmuştur (Sönmez, 2009: 28).

Tüm bu olumsuzluklar yüzünden finansal piyasalara olan güven yitirilmiş ve finansal kriz, çok hızlı bir şekilde gelişmekte olan ülkelere de yayılmıştır. 2008 yılının Ekim ayından sonra, Avrupa'da bu küresel krizden olumsuz etkilenmiş ve devlet desteği ile bazı bankalar kurtarılmak zorunda kalmıştır (Jackson, 2009:9).

Newsweek dergisinde, 2008 küresel krizi şu şekilde ifade edilmiştir (Tibuk, 2009: 9);

“11 Eylül’de ikiz kulelerin yıkılması Amerika’da yaşayan insanları ciddi anlamda etkilemiştir. Aynı dönemde ekonomide yaşanan olumsuzluklar yüzünden Amerikan devleti bir takım önlemler almıştır. İnsanlar gereksinimleri olmasa bile düşük kredi imkânları sunulduğundan ev ve araba almak için kredi almışlardır. Ancak bu sanal bir balonun oluşmasına neden olmuş ve zamanla ev fiyatları artmaya başlamıştır. Kredi alanlar ev fiyatları artınca yeniden kredi çekmek zorunda kalmışlar. Kredi alanların büyük çoğunluğu düşük gelir grubundan oldukları için geri ödemelerde aksamalar yaşanmıştır. 2008 küresel krizi, ilk önce ABD’nin

finansal piyasalarında görülmeye başlamış ve diğer ülkelere yayılmıştır. Kriz, 2009'da reel sektöre ait bir kriz haline gelmiştir.”

3.4.1. Minsky Anı

Amerikalı Hymnan Minsky (1919-96) her ne kadar kriz patladığında hayatta olmasa da, kriz ile birlikte yeniden keşfedildi. Birçok ekonomist, onun fikirlerinin olan biteni geleneksel açıklamalardan daha iyi tanımladığına inanıyordu. Hatta kriz için “Minsky Anı” isimlendirmesi yapanlar bile çıkmıştı.

1980’lerde, serbest piyasa ekonomisi geri dönüş yapmıştı. Ekonomistler, kendi haline bırakılırsa, ekonominin çılgın yükselişler ve düşüşler olmaksızın bir hayli istikrarlı olacağına inanıyorlardı. Minsky ise kapitalizmin krizlere gebe olduğunu düşünüyordu. Bu onu bir parça daha radikal yapıyordu. Bu tutumu Rus-Yahudi göçmeni sosyalist bir ailede yetişmiş olmasından kaynaklanmaktaydı. Ne var ki Minsky, Marx’dan etkilendiği kadar, kapitalist ekonomilerin ani düşüşler yaşadığına inanan Keynes’ten de etkilenmişti.

Minsky, Keynesçiler için bile sıra dışı bir ekonomistti. O, Keynesçi düşüncenin geleneksel yorumunun ihmal ettiğine inandığı bazı yönlerde vurgu yapıyordu. Bunlardan biri, yatırımın derin bir belirsizlik ortamında yapıldığı tespitiydi. Bugün bir fabrika kuracak olsanız, beş yıl içinde ne kadar para kazanacağınızı bilmezsiniz. O günkü pozisyonu kestirmenin yollarından biri, sonuçlara ilişkin bir dizi ihtimal olacaktır. Piyasanızın büyüme şansı da küçülme şansı da yüzde 50’dir. Derin belirsizlik farklıdır; çünkü ihtimalleri ya da sizi ne gibi sonuçların beklediğini bilemezsiniz. Bundan dolayı yatırım, gelecekteki kar ihtimalinin elverişli bir matematiksel hesaplamasına değil, insanların iyimser duygularına bağlıdır; Keynes buna hayvani ruh diyordu. İnsanların hayvani ruhları körelirse yatırımlar düşer, ekonomi de daralırdı.

Keynes, paranın zaman içinde, özellikle de gelecek belirsizken, alınacak ekonomik kararlara imkân verdiğini düşünür. Standart ekonomi teorisinin önemli bir kısmının şaşırtıcı bir özelliği, bu teorinin, tam da sizin ondan beklediğiniz şey

hakkında, yani para ve bankalar hakkında çok az şey anlatmasıdır. Bunun nedeni de, temel piyasa teorisinin reel şeylerin alımı ve satımıyla ilgili olmasıdır. Örneğin bir patates satarsanız bir eşarp alırsanız; önemli olan, bir eşarp almak için ne kadar patatese ihtiyacınız olduğudur. Burada para, eşarplar için patatesin değiş tokuşunu kolaylaştırır; ama kendi başına para pek bir işe yaramaz. Minsky'ye göre bu, meseleye tersinden yaklaşmak gerekir. Para ve kredi vererek alışverişin yaratılmasına yardımcı olan bankalar, ekonomiye güç veren şeylerdir ancak sonunda ekonomiyi krize sokanlar da onlardır.

Minsky'ye göre, kapitalizm geliştikçe istikrarsız bir hale gelir. İlk başta, bankalar kime borç verecekleri konusunda temkinli davranır. Bir getiri elde etmek umuduyla bir iş yeri açmaya karar verdiğinizde, gelecek üzerine bir bahis oynarsınız. Bir bankadan kredi alarak, oynadığınız bahsin bedelini ödersiniz. Banka sizin parayı geri ödeyip ödeyemeyeceğinizi bilmek ister. Kredi verirken de bu şartları taşıyıp taşımadığınızı, borcunuzu ödeyip ödeyemeyeceğinizi kontrol eder. Nihayet kredi almışsanız her ay bankaya ana paranızın bir kısmıyla beraber belli bir faiz de ödemeniz gerekir. Böylece kalan borç miktarı giderek azalır ve nihayet borcunuzu tamamen ödersiniz.

Minsky, zaman içerisinde temkinli kapitalizmin yerini cüretli kapitalizmin aldığını söyler: Daha çok insan borç almak istemektedir ve bankalar da bunlara kredi vermek istemektedir; çünkü bu onlara kazanç sağlamaktadır. Bankalar borç alanlarla yarışmaya başlarlar ve böylelikle geri ödeme ihtimali düşük olan borç para taleplerini karşılamak için yeni kredi türleri icat ederler. Borç alanların her ay yalnızca faiz ödemek zorunda olduğu krediler verirler. Asıl kredi borcunun ödenme zamanı geldiğinde banka bu zamanı uzatır. Finansal krize yol açan yıllarda, bankalar bu şekilde kredi vermektedir. Minsky buna “spekülatif borçlandırma” adını vermişti: Borçlar, ev fiyatlarının düşmeyeceği, faiz oranlarının yükselmeyeceği ve dolayısıyla da borç alanların borçlarını ödeme konusunda sıkıntıya düşmeyeceği üzerine oynanan bir bahistir.

Cüretli kapitalizm sonra pervasız kapitalizme dönüşür. Ekonomi almış başını gitmekte ve her gün daha fazla insan borç almak istemektedir. Bankalar çok düşük geri ödeme kabiliyeti olan insanlara da –en düşük gelirli borçlulara ya da geri ödeme sicili temiz olmayan insanlara- kredi vermeye başlar. Bunlar artık faizini bile ödemek zorunda kalmadıkları türden kredilerdir. Her ay banka ana para üzerine faizi de eklemektedir ve borcun miktarı büyüdükçe büyümektedir. Bankalar ve borç alanlar şuna güvenmektedir: Ev fiyatları sürekli olarak artacak ve bu artış sayesinde evlerin fiyatı ev sahiplerinin borçlarının toplam tutarından daha yüksek olacaktır. Birkaç yıl sonra, değeri borçtan yüksek olan evlerini satınca, borç alanların elinde borçlarını ödeyecek kadar para kalacaktır.

Bu durumda kredi verenler ile alanların hayvani ruhları coşmuştur. Bankalar ev fiyatlarının yükselişini sürdüreceği umuduyla kredi vermekte ve bu kadar çok para vererek de aynı zamanda ev fiyatlarının artmasına neden olmaktadır. 2018 krizine doğru gidilen on yıl içerisinde Amerika’da ev fiyatları ikiye katlanmıştı. Borç alanlar ile verenler, ekonomistlerin bazen balon dedikleri, kendi kendine kıvrılarak yukarıya doğru yükselen bir döngü yaratmışlardı. Minsky, bu pervasız borç verme sistemine, giderek artan sayıda saf yatırımcıyı içine çeken balonlar yaratmak suretiyle işleyen yalan dolan projelerin mimarı, meşhur İtalyan dolandırıcı Charles Ponzi’nin adından hareketle “Ponzi Finansmanı” adını vermişti.

Balonların en önemli sorunu bir gün patlamalarıdır. Kredi verenlerin ayakları yere bastığında ve borçlarının geri ödenmesini istemeye başladıklarında “Minsky anı” gelip çatar. Bankalar, borç isteyen riskli kişilere borç vermeyi artık kesmişlerdi ve ev fiyatları da o kadar hızlı yükselmüyordu. Bu, yüksek fiyat artışlarına bağlı olan Ponzi finansman sisteminin altını oymuştu. İnsanlar artık evlerini satmaya başlamış ve ev fiyatları da giderek düşmüştü. Borç alanlar borçlarını geri ödeyemez hale gelmiş ve bankalar evlerin mülkiyetini kendi üzerlerine almaya başlamıştı. İnşaat şirketleri yeni ev inşaatlarını durdurmuş, ekonomideki yatırım durmuş ve ülke ekonomisinde ciddi bir daralma söz konusu olmuştu.

Minsky, finansal piyasalardaki yeniliklerin spekülâtif borçlandırma ve Ponzi finansmanına yardımcı olduğunu söylüyordu. Finansal krize yol açan bu yeniliklerden en önemli bir tanesi “menkul kıymetleştirme”ydi (securitisation). Bir menkul değer, alınıp satılabilen bir şirketteki bir hisse gibi, finansal bir aktiftir. Bir şirket bir hisse satarsa, bu hisse için o şirkette kar payı hakkı kazandırır. Finansal kriz öncesi yıllarda ev kredileri, alınıp satılabilen menkul değerler oluşturmak için kullanılıyordu. Bu menkul değerler, farklı borçların finansal bir kokteyliydı.

Kim bir menkul değer satın alırsa, evlerin sahiplerinden borcun geri ödemesini de alıyordu. Gelgelelim bu kredilerin birçoğu “eşik-altı” kredilerdi; yani borçlarını geri ödeme kabiliyetinden yoksun, yüksek risk grubuna giren insanlara verilen kredilerdi.

Ev fiyatlarının bu kadar hızlı yükseldiği bir zamanda, menkul değerler oldukça lezzetli birer kokteyldi. Bunlar ayrıca inanılmaz derecede incelikli hazırlanmış kokteyllerdi. (Bu menkul değerlerden bazılarının muhteşemliğini hakkıyla anlayabilmek için bir milyon sayfa belgeyi okumanız gerekiyordu...) Dolayısıyla onları alan yatırımcılar, içeriğinde nelerin olduğunu gerçekten bilmiyordu ve onları alınca ne berbat bir baş ağrısına yakalanacaklarını kestiremiyorlardı. Temkinli kapitalizm zamanlarında, bankalar kredi verme işini sıkı tutuyor ve kredi verdikleri kişilerin geri ödeme yapabileceklerinden mümkün olduğunca emin olmak istiyorlardı. Bir zamanlar banka yöneticileri müşterilerini şahsen tanıyordu ve ancak güvenilir kişilere kredi veriliyordu. Krediler menkul değerler paketine sarılınca ve sonra da satılınca, dikkatli olmanın bir önemi kalmadı. Satın alanlar için, menkul değerler güvenli yatırımlara benziyordu. Sonuçta olan, finansal piyasalardaki enformasyon akışının durmasıydı ve enformasyon olmayınca piyasalar doğru düzgün çalışmaz hale gelmektedir.

Menkul kıymetlendirme nedeniyle, San Antonio’daki kadının kredi geri ödemesinin Teksas’taki bankasının San Antonio şubesi tarafından alınması gerekmiyordu. Bu borç, kadının borcunun içine karıştığı bazı menkul kıymetler satın almış, Londra’daki bir yatırım bankasına geçmişti. Bankanın kadın hakkında hiçbir

fikri yoktu, ama kadın parasını geri ödemeyi kesince banka para kaybediyordu. Lehman Brothers o kadar çok menkul değer satın almıştı ki, milyonlarca ev sahibi geri ödemeyi kesince banka batmıştı. Bankalar birbirlerine borç vermeyi kesmişti; çünkü diğer bankaların da iflas edeceklerinden korkuluyordu. Bankalar, borçlarını geri ödemede hiçbir sıkıntısı olmayan insanlara da kredi vermeyi durdurmuştu. Sonuçta bütün finans sistemi -tasarruf sahipleri parasını ev almak ya da iş kurmak için kullanacak olan insanlara kanallara eden sistem- çökmüştü.

Krize çare olarak Amerika, Çin ve Avrupa ülkeleri Minsky'nin entelektüel atası Keynes'in düşüncelerine dönüş sinyali veren politikaları uygulamaya koymuştu. Keynes'in tavsiye ettiği gibi, bu ülkeler ekonomiyi canlandırmak için harcamalara hız vermişti ve çabaları da işe yaramış gibi görünüyordu. Daralma dönemlerinde hükümetlerin açıkları – harcamalarıyla gelirleri arasındaki uçurum- tipik olarak artar; çünkü insanlar ile işletmeler daha az kazanır ve böylece toplanan vergi miktarı da azalır. Hükümetler aradaki uçurumu kapatmak için borç para alırlar ve dolayısıyla borçları da artar. Birkaç yıl uygulanan Keynesçi politikaların ardından Avrupa hükümetleri artan bütçe açıkları nedeniyle borçlardan endişe etmeye başlamıştı. Bu sefer dümeni tersine kırıp “kemer sıkma” politikalarına yönelerek, kamu hizmetleriyle sosyal yardımlar için yaptıkları harcamaları kesmişlerdi. Keynesçiler, çok erken kemer sıkmaya başladığını ileri sürüyordu. Açığı kapatma zamanı, onlara göre, ekonominin yeniden tam istihdam üzerinde olduğu zamandır. O zaman, yüksek istihdam ve kar elde eden firmalar vergi gelirini artırır. O zamana kadar, kemer sıkma politikası büyümeyi yavaşlatmaktan başka işe yaramaz.

Minsky teorisi bize, finansal krizin ve peşinden gelen daralmanın tam olarak bankacıların ya da borç alanların açgözlülüğü sonucunda ortaya çıkmadığını anlatıyordu. Asıl neden daha derinde yatıyordu; finans temelli kapitalizmin sonuçlarıydı bunlar. İkinci Dünya Savaşı sonrasında onlarca yıl süren ekonomik büyüme, krizin tohumlarını ekmişti. Bankacılık merkezleri –New York’da Wall Street ve Londra’da City- özellikle hükümetlerin bankalar üzerindeki sınırlamaları kaldırdığı 1980’lerden beri cazip finansal ürünlerle büyümeyi ateşlerken, kapitalizm daha da pervasız hale gelmişti. Belki sonrası için Minsky anı yerine bir Minsky

çağından bahsetmek daha doğru olacaktır. Nitekim temkinli kapitalizmden pervasız kapitalizme geçiş onlarca yıl almıştır. (Kishtainy 2018: 303-319)

3.5. 2008 Küresel Finans Krizinin Nedenleri

2008 senesinde ortaya çıkan krizin nedenleri arasında, çok başlı denetim sistemi, ABD'deki ikiz açıklar, menkul kıymetleştirme ve kredi türev piyasalarının genişlemesi olarak tanımlanmaktadır. Aşağıda bu nedenlerin açıklamalarına değinilecektir.

3.5.1. Çok Başlı Denetim Sistemi

Çıkış noktası ABD'de olan ve daha sonra bütün dünyaya sıçrayan küresel krizin ana nedenlerinden biri denetimin yeterli yapılmamış olmasından kaynaklanmaktadır. O dönemde aynı zamanda çok sayıda düzenleme getiren ve denetleme sağlayan kurumların olduğu da dikkat çekmektedir.

ABD'deki mortgage sektörünü incelediğimizde gayrimenkul alanlarla mortgage borçlanmayı sağlayan kurumlar arasında ve mortgage birincil piyasasındaki mortgage kredilerine aracı olan bazı kurumların da olduğu görülmektedir. Bu kurumların birçoğu farklı düzenleyiciler ve denetim güçleri tarafından takip edilmektedir. Bu kuruluşlar aşağıda yer almaktadır (AICPA, 2017: 64):

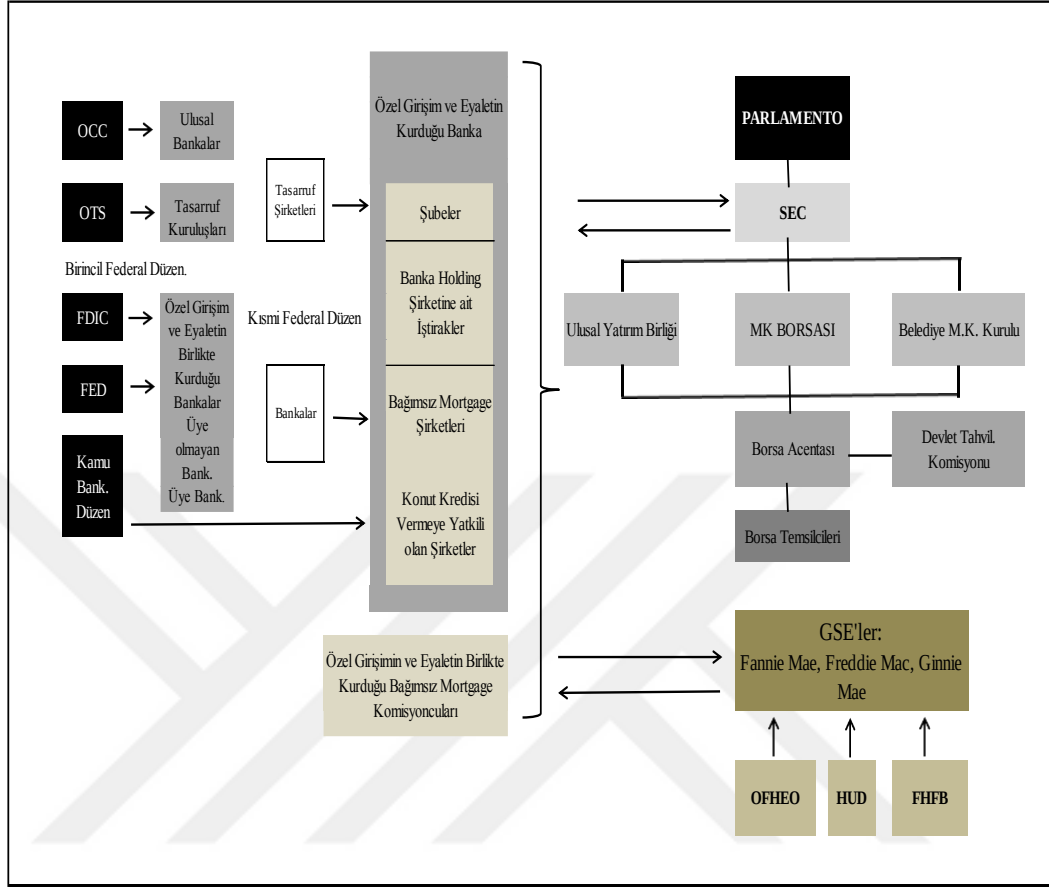
- Tasarruf ve kredi kuruluşları,
- Kredi birlikleri,
- Mortgage Bankacılık Şirketleri,
- Tasarruf Bankaları,
- Ticari bankalar,
- Merkezi ve yerel konut finansman kurumları
- Küçük bankalar

Fed, ABD'deki bankacılık sisteminin başı konumundadır. Yabancı bankaları, yabancı bankaların acentelerini ve şubelerini, aynı zamanda tasarruf kurumlarını OTS, OCC ve FDIC ile beraber düzenleme ve denetim yetkisine sahiptir.

OCC yalnızca Ulusal Bankalarını, Fed yalnızca Yatırım Bankaları ve Holding Bankalarını, OCC ise yalnızca tasarruf ve kredi birlikleriyle tasarruf bankalarını denetlemektedir. Burada ayrıca yabancı bankaların temsilciliklerinin şube ve acenteleri ile ayrı güçler tarafından denetlenmesi söz konusudur. Benzer şekilde eyalet bankaları da üye olanlar ile üye olmayanlar şeklinde ayrı ayrı otoriteler tarafından gözetilmektedir (BIS, 2010: 112). Dolayısıyla yapıyı bu şekilde ele aldığımızda, sistemde bir yetki karmaşası olduğu görülmektedir. Çok başlı bir denetim yapısında meydana gelen sorunları, iki örnek olay ile özetlememiz mümkündür (Akçayer, 2009: 36);

- SEC, Yatırım Danışmanlığı Kanunu'na dayanarak, 1 Şubat 2006 tarihinden sonraki dönem içerisinde kayıt yapma zorunluluğunu getirmiş ve bu doğrultuda varlıkları 25 milyon doların üstünde ya da 15'den fazla yatırımcısı olan hedge fonların yöneticilerinin kayıt edilmesini istemiştir. Ancak bu duruma karşı çıkan bir hedge fon yöneticisi, SEC tarafından çıkarılan bu kuralın iptali için mahkemeye başvurmuştur. Buna istinaden Haziran 2006'da, SEC'nin yeni düzenlemesine karşı yapılan iptal talebi bölgesel yüksek mahkemece kabul edilmiştir.
- ABD'de çok sayıda eyalet, yüksek risk taşıyan mortgage borçlarının menkul kıymetleştirilerek satılmasını önlemek istemiş, fakat büyük bankaların talepleri doğrultusunda ABD Hazinesi, federal yasalara aykırı davranıldığını ileri sürerek buna engel olmuştur.

Aşağıda yer alan Şekil 5'de çok başlı denetim ile oluşan yetki karmaşası anlatılmaktadır.



Şekil 5: ABD'deki Çok Başlı Denetim Yapısı

Kaynak: (Demir ve diğerleri, 2008).

Şekil 5'de adı geçen kurumlar ile ilgili genel bilgilere aşağıda yer verilmektedir.

- OCC (Para Denetleme Bürosu): 1863 senesinde kurulmuştur. Ulusal bütün bankaları düzenlemek ve denetlemek, yabancı ya da ulusal tüm banka şubelerinin parasal ürünler ile ilgili yapılan işlemlerde müşterilerine karşı adil olmalarını sağlamak OCC'nin önemli görevleri arasında bulunmaktadır (<https://occ.gov/about/what-we-do/index-what-we-do.html>, Erişim tarihi 12/09/2019).
- Fed: ABD'nin merkez bankasıdır ve 1913 senesinde kurulmuştur. Bankacılık faaliyetleri yürüten kuruluşların denetlenmesini ve

gözetimini sağlamak, fiyatlarda istikrar elde etmek ve bu istikrarın devamını sağlamak, parasal ve kredi ile alakalı bütün koşulların belirlenmesini sağlamak Fed'in görevleri arasında bulunmaktadır (FED, 2005: 1).

- FDIC (Federal Mevduat Sigorta Kurumu): Kongre tarafından 1933 senesinde kurulmuş bağımsız bir kurumdur. FDIC, ülkede finansal sistemin aksamadan işleyebilmesi için çalışmaktadır. Bu yönde de finansal kuruluşları denetlemek ve mevduatların sigortalanmasını sağlamak için çalışmalar yürütmektedir (<https://www.fdic.gov/about/history/>, Erişim tarihi: 12/09/2018).
- SEC (Menkul Kıymetler ve Takas Komisyonu): 1933 senesinde kurulmuştur. SEC'in amacı; bireylerin ya da işletmelerin yatırımları konusunda istenilen her türlü bilgiye daha kolay bir şekilde erişilmesini sağlamak ve bu konuda yürütülen bütün faaliyetleri düzenlemektir (<https://www.sec.gov/Article/whatwedo.html>, Erişim tarihi: 12/09/2019).
- OTS (Tasarruf Gözetim Ofisi): 1989 senesinde kurulmuştur ve tasarruf kurumları ile bu kurumlara bağlı olan şirketlerin denetimi ve gözetimi görevini üstlenmektedir. OTS'nin kurulmasının en büyük nedeni, mevduat toplayan ve sonra bunları ipotek karşılığında borç olarak veren kuruluşların çoğalmış olmasından dolayı artık bunların denetlenemez duruma gelmesidir (<https://www.treasury.gov/about/history/Pages/ots.aspx>, Erişim tarihi: 12/09/2019).

Tüm bu bilgiler doğrultusunda ABD'de çok sayıda kurum tarafından denetim yapıldığı görülmektedir. Bu durum, mevzuat ile ilgili düzenlemelerin yapılması noktasında yetki karmaşasına neden olmakta ve denetim mekanizmasının sağlıklı bir şekilde yürütülmesine engel olmaktadır. Ayrıca eyalet sistemine göre yönetiliyor olması, yani her eyalette bir merkez bankasının olması ve farklı düzenlemelerin olması, ABD'de yaşanan çok başlı denetim sistemini ve bu sistemin getirdiği zorlukları beraberinde getirmektedir.

3.5.2. ABD’deki İkiz Açıklar

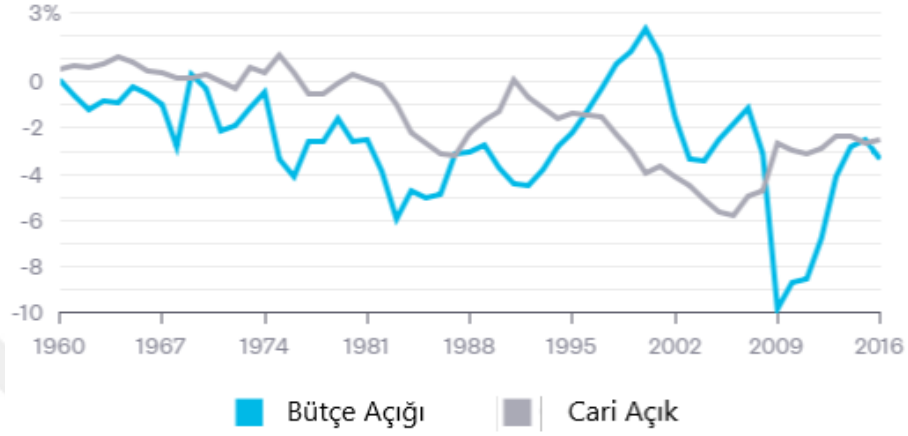
İkiz açıklar kavramı, cari işlemler hesabı ile bütçenin aynı zamanda açık vermesi olarak ifade edilmektedir. Literatürde ikiz açıkların ortaya çıkış sürecini açıklayan iki teori bulunmaktadır. Bu teorilerin ilki “Ricardocu Denklik Hipotezi”dir. İkincisi ise “Geleneksel Keynesyen Hipotez”dir. Ricardocu Denklik Hipotezine göre cari işlemler ile bütçe arasında herhangi bir ilişki yoktur. Geleneksel Keynesyen Hipoteze göre ise cari işlemler ile bütçe arasında pozitif bir ilişki mevcuttur (Barışık ve Kesikoğlu, 2010: 25).

ABD’de ikiz açıkların olmasının nedenleri şunlardır (Kalou ve Paleologou, 2012: 233):

- ABD’de ekonomiyi hareketlendirmek için yapılmış olan vergi indirimleri,
- ABD’deki verimlilik artışının tüketimi olumlu etkilemesi ve bunun varlık fiyatlarına yansımaları, hane halkının servetine olumlu etkisi,
- Dünya genelinde finansal piyasalardaki likidite fazlalığı,
- Petrol fiyatlarının yükselmesi,
- Petrol ihracatında bulunan ülkelerin petrol fiyatlarındaki yükselişten dolayı elde ettikleri geliri ABD’de değerlendirmek istemeleri,
- 11 Eylül İkiz Kulelerin yıkılmasından sonrası bazı alanlara destek yapılması,
- Irak ve Afganistan operasyonlarından doğan maliyetler,
- Savuma harcamalarında artışların olması,
- Asya Krizinden sonra Çin haricinde bütün Asya ülkelerinin yatırımlarında görülen yavaşlama,
- Bütçe açıklarının yüzyılın başlarından beri yükselerek devam etmesidir.

Şekil 6’da ABD’nin 2001–2009 yılları arasındaki bütçe açığı ve cari açıkları görülmektedir.

Veriler doğrultusunda bir değerlendirme yapıldığında söz konusu dönemde Amerikan ekonomisinin sürekli bir cari açığının olduğu ancak ABD bütçe açığı ile cari açıkları arasında önemli bir bağıntı olmadığı görülmektedir.



Şekil 6: ABD İkiz Açıkları (Bütçe Açığı ve Cari Açık) (GSYİH'nin %'si olarak) (1960-2016)

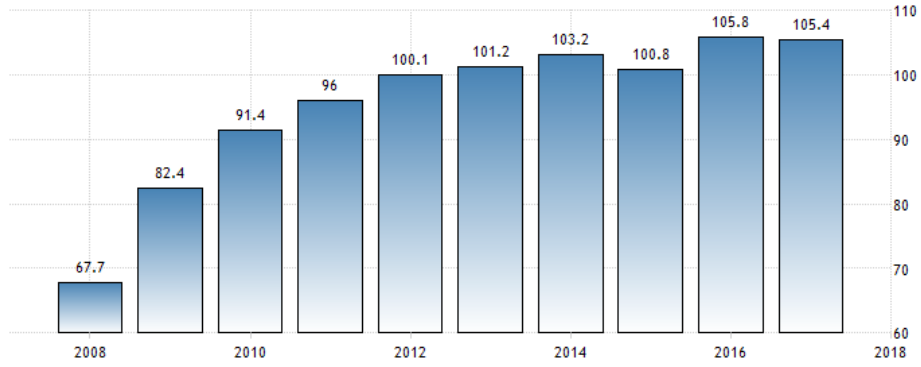
Kaynak: St. Louis Federal Rezerv Bankası ve Yazarın Hesaplamaları

ABD ekonomisinde görülen cari açıkların yüksek seviyelerde olmasının en büyük nedenlerinden birisi petrol fiyatlarında yaşanan artış olmuştur. Özellikle de Temmuz 2008'de ham petrol fiyatının 140 doları geçmiş olması, enerji konusunda bağımlı olan bütün ülkelerde aynı baskıyı hissettirmeye başlamıştır. Söz konusu bu dönemlerde Türkiye'de de benzer sorunlar yaşandığı bilinmektedir.

Petrol fiyatlarında yaşanan artış ile birlikte ABD'nin ciddi miktarlarda petrol ithalatı yaptığı gözlemlenmektedir. Bu yüzden petrol fiyatlarındaki artış, ABD ekonomisinde cari açıkların oluşmasına neden olmuştur.

Aynı zamanda ABD'deki cari açığın artmasına neden olan diğer bir faktörün ise tüketim harcamalarında görülen artış olduğu bilinmektedir. Harcamaların artması, ithalatın artmasına neden olmuş bu da cari açığı daha da yüksek seviyelere getirmiştir. Aynı dönemde Çin'de üretilen malların bütün dünyada pazar bulması ABD'nin Çin ile yaptığı ticarete olumsuz yansımıştır.

ABD hükümetinin bu cari açığı finanse edebilmek için borçlanmaya gittiği görülmektedir. Şekil 7’de görüleceği gibi ABD cari açığını, 2000 yılı itibariyle ihraç ettiği tahvillerle kapatmaya çalışmıştır. Ayrıca yine Şekil 7’den de anlaşılabileceği gibi krizin etkileri 2007 senesinden sonra başlamakta ve borçlanmanın GSYİH içindeki payı artmaktadır.



Şekil 7: ABD’nin Borç/GSYİH Gelişimi

Kaynak: St. Louis Federal Rezerv Bankası ve Yazarın Hesaplamaları

3.5.3. Menkul Kıymetleştirme Ve Kredi Türev Piyasalarının Genişlemesi

Menkul kıymetleştirme, firmaların elinde bulundurdukları kredi ve her türlü alacaklarının, kimi kurumlara (Special Purpose Vehicle-SPV) aktarılması ile menkul kıymet ihraç edilmesini sağlayan bir para ve kredi sağlama yöntemidir (Sönmez, 2009: 80).

Banka aracılığı ile sağlanan kredilerin, aracı kuruluşlara veya doğrudan yatırım maksatlı yerli/yabancı yatırımcılara uzun dönemli olarak satışı yapılmaktadır. Söz konusu menkul kıymetler, düzenin oluşturulma şartlarına bağlı olarak ya yatırımcıya uzun dönemli olarak satılmakta ya da yatırımcı ile banka arasında aracı görevi gören bir mortgage finansman kuruluşuna satılarak paraya çevrilmektedir. Bu yöntemle gayrimenkuller, menkule dönüştürülerek menkul kıymet ihracı ve dolaşımı gerçekleştirilmektedir (Demir ve vd., 2008: 3).

2008 krizinde bankalar, kredi alacaklarını menkul kıymetleştirme yöntemini kullanarak bir yatırım aracına çevirmiştir. Kredi sağlayan kurumlar, bu karmaşık sistemdeki yatırım araçları vasıtasıyla kendilerine büyük kâr sağlamıştır. Mortgage kredileri, kredi kartı alacakları, araba kredileri gibi rizikosu yüksek veya daha az rizikolu değişik türden borçların bir araya getirilmesi ile oluşturulmuştur. Mortgage kredileri daha çok kâr sağlamak arzusunda olan yatırımcılar için de hiç emek harcamadan kazanç sağlamanın bir fırsatı olarak değerlendirilmiştir (Gorton ve Metrick, 2012: 427).

Menkul kıymetleri satın alan milletlerarası yatırımcıların bunları güvence göstererek değişik kişi veya kurumlardan kredi çekmesi ve bu kredilere karşı da sigorta alınması sonucunda riskler daha da büyümüştür. Düzenin bu kadar karmaşıklaşmasının altında, firmaların ve yatırımcıların risklerini dağıtarak gerek piyasaların gerek ülke ekonomisinin daha güçlü bir duruma geleceği fikri yatmaktaydı. Ancak gayrimenkule dayalı menkul kıymetleri pazara süren bazı kuruluşların, kazançlı olması sebebiyle bu varlıkları bilânçolarında tutmaları da bu küresel krizden daha ciddi bir biçimde etkilenmelerine sebep olmuştur (Apak ve Ataç, 2009: 212).

Kredi türevleri, bir varlığın rizikosunun ve kazancının, söz konusu varlığın iyeliğini devretmeden bir yerden diğer bir yere transferi maksadıyla gerçekleştirilen tezgâh üstü araçlara denmektedir. Krediler, kredi borçlusunun istenen süre içinde ödemede bulunamaması, haciz gelmesi, zarara uğraması, sözleşme koşullarına uygun olmayan bir biçimde borcunu peşin ödemesi veya kur farklılıkları ya da pazar faiz farklılıkları gibi sebeplerle değişik riskler de barındırmaktadır. Bu sebeple kredilerden beklenen getiri her zaman gerçekleşmemektedir. Transfer edilen kredi riskinin kaynağı, kredi alacakları, özel sektör bonoları veya diğer türev işlemleri gibi tek bir varlığa özgü olabileceği gibi, bir havuzda toplanan birden fazla varlık da olabilmektedir. Farklı türev araçları kullanılarak, kredi riskinin kaynağı saptandıktan sonra risk devir edilebilmektedir (Canbaş ve Doğukanlı, 2001: 88–108).

Küresel finansal krizler incelendiğinde krizlerin en önemli nedeninin, sermaye dolaşımının kontrolsüz ve kuralsız bir biçimde gerçekleşmesi ve dünya finans düzeninde yeni oluşturulan türev ürünlerin, iktisadi sistemde daha çok yer verilerek miktarının hesaplanamayacak düzeyde artmasına rağmen kontrol mekanizmasının oluşturulmamış olmasıdır. Türev pazarlarının büyümesiyle oluşturulan sistem, “*para sermayesi*” için önemli bir fonksiyon elde etmiş ve tüketimin araç olmaktan amaç olduğu bu devirde tüketimi arttıran ve kaynak oluşturan bir pazara dönüşmüştür. Türev pazarlarındaki bu ani ilerleme ve para piyasası ile bütünleşmesi, ABD’de Freddie Mac ve Fannie Mae’de olduğu gibi, aracı kurumların yeni bir işlev yüklenmesini sağlamıştır. Bu aracı kurumlar devlet aracılığıyla özendirilmekte ve insanlar ipoteğe dayalı kredilere yönlendirilmektedir. Diğer taraftan bu ipoteğe dayalı kredi riskleri menkul kıymetleştirilerek yeni ve kolay bir para kazanma sistemi yaratılmıştır (Işık ve Tünen, 2010: 848).

2008 küresel finans krizinin en önemli sebebi sayılan türev ürünler ise kredi türevleridir (Işık ve Tünen, 2010; 848). İpoteğe endeksli menkul kıymetler ve onlara bağlı türev kâğıtları, özellikle mortgage kredilerine dayalı menkul kıymetler (Mortgage Backed Securities MBS) ve güvence verilmiş borç yükümlülükleri (CDO), krizin en önemli çıkış sebepleri arasında sayılmaktadır (Alptekin, 2009: 14).

Mortgage pazarında problemli kredilerin var oluşu, düzeni bozulmuş yapının varlığı, finansal raporlama düzenindeki eksiklikler ve sistemin işleyişindeki zayıflıklar, krizin çıkmasında ve dünyaya yayılmasında etkili olmuştur (BDDK, 2008: 14).

3.5.4. Eşik Altı Krediler, Konut Ve Emtia Fiyatlarındaki Balon

Faiz oranlarının az olduğu dönemlerde bireylerin kredi geçmişleri incelenmeden subprime (eşik altı krediler) mortgage krediler verilmiştir. Daha sonra faizlerin yükselmesiyle beraber ödemede gecikmeler ve icra vasıtasıyla satışların

sayısında çoğalmalar başlamış ve bu durum karmaşık türev araçları ile finansal sisteme genelleşerek dalgalanmaya sebep vermiştir (Aalbers, 2016: 47).

2008 küresel krizinde kredi derecelendirme kuruluşları, yüksek risk içeren mortgage kredilerine destek olmuş, düşük kalitedeki türev ürünlere yüksek puanlar vererek kredi pazarında ortaya çıkan balona yardımda bulunmuşlardır (Ryan, 2012).

Kredi derecelendirme kurumları, mortgage kredilerine endeksli olan tahvillerin puanını birbiri ardına düşürürken, yatırımlarını fonlardan çekmek isteyen yatırımcıların çoğalması ile beraber bu ürünleri paraya dönüştürmek oldukça zor olmuştur. Ayrıca kredi derecelendirme kuruluşlarının, söz konusu tahvillere olumlu notlar vermesinin üstünden fazla zaman geçmeden, birden puan indirmesi düzenin güvenilirliğini de sarsmıştır. Söz konusu yatırım araçlarının fiyatları düşmüş ve milyarlarca dolarlık fonlar değerini birden yitirmiştir (BDDK, 2008: 57).

Kredi değerlendirme kuruluşları, eşik altı ipotekli konut kredilerine endeksli menkul kıymetlerin değerlerinin aşırı düşmesi ile oluşacak problemin ciddiyetini kavrayamamıştır. 2008 senesinde, piyasaların çökmesiyle neticelenen ve 2007 senesinin Haziran ayında başlayan dalgalanmalar öncesinde, finans piyasaları çalışma grubu, kredi değerlendirme kurumlarının kredi riskini yok sayarak büyük bir hataya düştüklerini kamuoyuna açıklamıştır. Değerlendirme kuruluşları, yüksek maliyetli ve sorunlu varlığa dayalı menkul kıymetler için hatalı ve gerçek değer çok üstünde puanlamalarda bulunarak milyonlarca insanın konutlarını kaybetmesine neden olmuştur (Şimşek, 2009).

3.5.5. Saydamlığın Eksikliği

ABD’de farklı her işlev için ayrı bir mali kurum kurulmuş ve mali araçlar oluşturulmuştur. Bu kurum ve araçlar birbirleriyle bağlantılı ve çapraşık ilişkilere sahip olmaktadır. Bu zor yapı sebebiyle normal yatırımcılar, finansal araçları izlemekte zorlanmaktadır. Bundan dolayı da saydamlık sorunu yaşanmaktadır. Saydamlıktaki bir başka eksiklik ise “*asimetrik bilgi*” diye adlandırılmaktadır.

Piyasada var olan bilgi, yatırımcılara, işletmelere ve öteki aktörlere değişik hızlarla ve farklı şekillerde gelmektedir. Pek çok deneysel araştırma, 2008 küresel krizi ile saydamlık eksikliği arasında ters yönlü bir bağ olduğunu saptamıştır. Saydamlık çoğaldıkça daha az finansal kriz yaşanmaktadır. 2008 krizinin en önemli sebeplerinin başında, banka ve komisyoncuların; elinde bulundurdıkları varlıklar, bu varlıkların değerleri ve muhatabının kimler olduğu hakkında yeterince açık olmamaları bulunmaktadır (Hatipler, 2011: 199).

3.5.6. Aşırı Likidite

2000 senesinden 2006 senesinin sonlarına kadar finansal pazardaki likidite, devamlı yükselme eğilimi göstermiştir. 2008 küresel krizi öncesinde çoğalan bu likiditenin, kârlı işlemlere dönüştürülmesi bankacılık düzeninin karşı karşıya geldiği en ciddi problemlerden biri olmuştur. Bankalar, bir işi, bir kazancı veya hiçbir şeye sahip olmayan bireylere bile kredi vermişlerdir. Bütün bunlar, özellikle konut fiyatlarının ani bir biçimde fırlamasına neden olmuştur. Bir kesim konut kredisinde ortaya çıkan temerrüt sorunları, hacizli konut miktarının hızla artmasını sağlamıştır. Bankaların söz konusu konutları piyasaya sunması konut fiyatlarında düşüşe sebep olmuştur. Bu durumda halen kredisini düzenli ödemekte olan kimi ev kredisi kullanıcılarının sahip oldukları konutların değeri, geriye kalan kredi taksitlerinin net bugünkü değerinin altına düşmüştür. Bu durum karşısında insanlar konutlarını bankalara geri vererek kredi geri ödemelerinden feragat etmişlerdir. Söz konusu kredi geri ödemelerinin bankalar aracılığıyla başka finansal kuruluşlara satılması sonucu oluşan zararlar, domino etkisi yaratarak birçok mali kuruluşun iflas etmesine neden olmuştur (Mishkin, 2011: 51-52).

3.5.7. Regülasyon Eksiklikleri

2008 finansal krizinde; düzenleyici ve denetleyici kurumlar, sürekli değişen risk ortamını iyi analiz edememiş ve gereken önlemleri almada yetersiz kalmışlardır. Şöyle ki: Kriz yaşanmadan önce, ABD’de pek çok eyalet aşırı riskli mortgage borçlarının menkul kıymetleştirilerek satışını engellemek istemiş fakat ABD

Hazinesi, kimi büyük bankaların talepleri doğrultusunda federal kanunların hiçe sayıldığı gerekçesiyle buna itiraz etmiştir. Başka bir vaka da, HEDGE (Serbest Yatırım Fonları) Fon regülasyon talepleri ile alakalıdır. ABD Sermaye Piyasası Kurulu (SEC), 1 Şubat 2006 senesinden geçerli olmak üzere Yatırım Danışmanlığı Kanunu çerçevesinde kayıt zorunluluğu getirerek, varlıkları 25 milyon dolar veya yatırımcı sayısı 15 kişiyi geçen HEDGE fonların idarecilerinin kayıt altında tutulmasını talep etmiş fakat bu yeni kural bir HEDGE Fon idarecisi vasıtasıyla mahkemeye taşınmış ve Mahkeme bu yeni düzenlemeyi geçersiz saymıştır. Bu durum, 2008 krizinin yaşanmasında büyük bir rol oynamıştır (Hatipler, 2011: 200).

3.5.8. Derecelendirme Kurumlarının Eksiklikleri

Bankaları ve öteki mali kurumları değerlendirip onlarla ilgili notlar veren rating kurumları, yine aynı firmalar tarafından desteklenmektedir. Bu sebepten dolayı, derecelendirme kuruluşlarının tarafsız davranıp değerlendirmede bulunması mümkün olmamaktadır. Ayrıca derecelendirme kurumları, şirketlerin finansal sorunlarını zamanında ve doğru bir biçimde saptayamamaktadır. Bunun en güzel örneği Enron Şirketi'dir. Derecelendirme kuruluşları, Enron'un iflas müracaatından çok kısa bir zaman öncesine kadar şirketin sorunlu olduğunu belirleyememiştir. Derecelendirme kurumlarının sadece ödemede gecikme riskini derecelendiriyor olması da yapısal anlamda başka bir problemin kaynağını oluşturmaktadır. Ödemede gecikme riskinin yanında, likidite riski ve rating değiştirme riskinin de değerlendirilmesi gerekmektedir. 2008 küresel finansal krizi öncesinde derecelendirme kurumları etkin olamamış, sorunlu işletmelerin kredi puanları küresel finansal kriz başladıktan sonra düşürülmeye başlanmıştır (Karminsky ve Peresetsky, 2009: 89-91).

3.5.9. Mortgage Kredilerinin Kompozisyonun Değişmesi

ABD'nin mortgage pazarındaki mortgage kredilerinde; ödeme biçimine, faiz yapısına ve kredi isteğinde bulunan kişinin saygınlığına göre değişik ayrımlar dikkate alınmaktadır. Mortgage kredileri, A kalite (üst gelir grubu), alt A (orta gelir

grubu) ve Subprime ya da riskli grup (alt gelir grubu) olmak üzere üçe ayrılmaktadır. Bu ayrım, kredi almak isteyen bireyin içinde yer aldığı grubun risklerini değerlendirip, risk durumuna göre elverişli faiz oranlarının saptanarak kredi kullandırılması maksadıyla yapılmaktadır. Subprime mortgage kredileri, kredi ile alakalı risk etkenleri yüzünden, ödeyememe potansiyeli yüksek olan ABD'deki alt gelir sınıfına dahil olan bireylerin, konut sahibi olabilmesi için oluşturulmuştur. Menkul kıymetleştirme süreci, birincil piyasa ürünü olan mortgage kredilerinin ikincil piyasada işlem görmesine aracılık etmektedir. Bunun yanında gayrimenkul üzerine konulan ipotekten sonra, banka vasıtasıyla gayrimenkul ederi karşılığında menkul kıymet ihraç edilmektedir. Sistem, bankalar aracılığıyla verilen kredilerin, aracı kuruluşlara ya da doğrudan yatırım maksatlı yerli ve yabancı yatırımcılara, uzun dönemli olarak satılması şeklinde işlemektedir. Bu sistemin başka bir özelliği ise mortgage kredisi alanların, ödemekle yükümlü olduğu faiz giderini, menkul kıymete sahip olan tarafa faiz geliri olarak aktarmasıdır. Bu şekilde işleyen sistem sayesinde finansal aracı kurumlar, bilançolarındaki faiz riskini yayarak aracılık ve komisyon hizmetlerinden para kazanmaktadırlar. Bu sistemin esası, mortgage kredilerinin menkul kıymetleştirilerek sahip olunan bu fonlarla birlikte birincil piyasadaki konut kredilerinin finansmanının sağlanmasıdır. Fakat bu noktada kontrol eksikliği sebebiyle ev kredilerinin kullanım maksadı konut sahibi olma yerine konut spekülatoörlüğüne kaymış ve düzende problemler yaşanmaya başlanılmıştır. Özellikle alt gelir grubu mortgage kredilerinin nakit trafiğinin sekteye uğraması, bu pazarla alakalı menkul kıymet pazarlarını da olumsuz yönde etkilemiştir. Krizin ana nedeni, alt gelir grubu mortgage kredilerinin yapısı gereği riskli krediler grubuna dâhil olmasına karşın bu risklerin göz ardı edilerek kredilerin dağıtılmasıdır. Kredileri ödeyememe riski yüksek insanlara, faiz oranları daha yüksek mortgage kredisi verilmiştir. Yükselen faiz oranları ile birlikte faiz yükü ödenemeyecek kadar artmış, dolayısıyla faiz ve anapara ödemelerinde düzensizlikler ortaya çıkmıştır. Krizin çıkış noktasını oluşturan subprime mortgage kredileri, öteki kredi türlerini de etkileyerek, mortgage pazarının bütününün olumsuz yönde etkilenmesine yol açmıştır. ABD'de 2007 senesinde konut pazarında bir yıkılış ile baş gösteren küresel finansal kriz, kısa bir zaman içerisinde ciddi bir düzensizliğe sebep olmuştur. Bu düzensizlik ilerleyen

zamanlarda, likidite sorununa neden olmuş ve hızla bütün dünya ülkelerini etkisi altına alan küresel krizin temelini oluşturmuştur (Hatipler, 2011: 197).

3.6. 2008 Küresel Finans Krizinin Diğer Ülkelere Yayılması

Kriz öncesi ABD’de faizlerin çok düşük olması sebebiyle özellikle orta ve alt gelir grubunda yer alan insanlar, değişken faizli kredilerden yararlanmıştır. Fakat Fed’in faiz oranlarını yükseltmesi, konut piyasasının daralma sürecine girmesine neden olmuştur. Konut satış değerleri ile kira gelirlerinin de piyasa seviyesinin altında kalmasıyla, bu kredileri alan alt gelirli kesim, kredi ödemelerini düzenli bir şekilde yapamaz duruma gelmiştir. ABD’de bankalar ev kredilerinin finansmanını yatırım bankalarından ihraç ettikleri tahviller ile borçlanarak elde etmişlerdir. Fakat kredilerin ödenmesinde yaşanan aksaklıklar, yatırım bankaları ve ABD mortgage pazarını zora sokmuştur. 2008 küresel krizi, ilk başlarda bir mortgage krizi olarak görünse de ilerleyen zamanla birlikte likidite krizine dönüşmüş, finans ve sigorta, gayrimenkul, inşaat ve madencilik sektörlerini olumsuz etkileyerek ABD ekonomisinin büyüme hızını yavaşlatmıştır. İktisadi büyümenin yavaşlamasına sebep olan reel sektör, mortgage krizinden ciddi bir biçimde etkilenmiştir. Yatırımcıların riske girmeden büyük kârlar elde etme arzusu, maliyeti düşük ve kolay bir şekilde insanların yüksek miktarlarda borçlanmasına neden olmuştur. Bunlarla birlikte, krediler üzerindeki denetimsizlik, düzenin kırılganlığını arttırmıştır. ABD’de subprime borçlularının kredi ödemelerinde yaşadığı zorluklar ile ortaya çıkan kriz, bu kırılganlıklarla birlikte dalga dalga tüm dünyaya yayılmıştır (Uluyol ve Kaygusuzoğlu, 2011: 359).

3.6.1. Krizin Türkiye Ekonomisine Başlıca Yansımaları

Türkiye’de, küresel krizin etkileri, 2008 senesinin ikinci yarısından sonra görülmeye başlanmıştır (Ünal ve Kaya, 2009: 11). Ekonomik büyümenin yavaşlamasında, dışarıdan sağlanacak kaynaklardaki sorunlar ve dış talepte ortaya çıkan düşüşler büyük rol oynamıştır. Dış kaynak elde edilmesindeki güçlüklerin en başında, fiziki yatırımlar olmak üzere kimi iktisadi faaliyetlere engel olması, büyüme

oranı üzerinde yavaşlatıcı bir etki yapmıştır. IMF'nin yayınladığı “*Dünyanın Ekonomik Görünümü*” adlı raporda, Türkiye ekonomisi ile alakalı olarak olumsuz dış şartların ve yüksek ürün fiyatlarının, tüketim ve yatırımda yaşanılacak azalmalar yüzünden, Türkiye’deki büyüme oranlarının azalacağı beklentisine dikkat çekilmiştir (Selçuk ve Yılmaz, 2008: 348).

Global krizin etkisi ile birlikte 2008 ve 2009 senesi büyüme oranlarında ciddi düşüşler gerçekleşmiştir. 2006 senesinde %6,9; 2007 senesinde %4,7 büyüyen Türkiye ekonomisinin senelik büyüme oranı krizin ilk etkilerinin hissedildiği 2008 senesinde %0,66 oranında gerçekleşmiştir. Krizin gerçek etkileri 2009 senesinde yaşanmış ve Türkiye ekonomisi % 4,7 oranında küçülmüştür (TCMB, 2010). 2008 krizinin Türkiye ekonomisinin büyüme performansına etkisi Şekil 8 aracılığıyla görülebilmektedir.



Şekil 8: Türkiye Ekonomisinin Büyüme Oranları (%) (2003-2017)

Kaynak: TCMB, EVDS’den Alınan Veriler Aracılığıyla Yazar Tarafından Oluşturulmuştur.

Toplam GSYİH’nin dörtte birini oluşturan sanayi üretiminde, 2008’in ikinci çeyreğinden başlamak üzere önemli azalmalar yaşanmış ve bu durum ekonominin küçülmesinde büyük rol oynamıştır. Türkiye’nin sanayi üretim endeksi bilgilerine göre; Ocak 2008’de 104,2 olan endeks krizin etkisiyle Şubat 2009’da 84,6’ya düşmüştür. Türkiye imalat sanayi kapasite kullanımı oranında da aynı durum ortaya çıkmış ve 2008’in ikinci çeyreğinden başlamak üzere ciddi düşüşler yaşanmıştır. Ocak 2008’de % 80,3 olan imalat sanayi kapasite kullanım oranı Ocak 2009’da

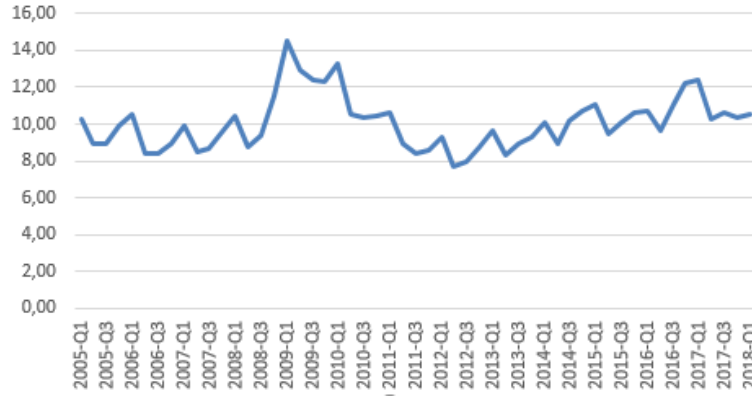
%63,8 seviyesine düşmüştür. Mayıs 2009'da ise imalat sanayi kapasite kullanım oranları %70,4'e yükselmiştir (TCMB, 2010). KDV ve ÖTV indirimleri bu iyileşmenin nedeni olarak gösterilmiştir (Alptekin, 2009: 9). Aşağıda yer alan Şekil 9'da sanayi üretim endeksinde çeyrek dönemde meydana gelen yüzdelik değişim verilmiştir. 2008 krizinin etkilerinin Türkiye'deki sanayi üretimine 2009 yılında yansıdığı şekilden de net bir şekilde görülebilmektedir.



Şekil 9: Sanayi Üretim Endeksi Değişim Oranı (%) (2006-2017)

Kaynak: TCMB, EVDS'den Alınan Veriler Aracılığıyla Yazar Tarafından Oluşturulmuştur.

Global ekonomik kriz, dünya ülkelerinin emek pazarlarıyla beraber Türkiye'deki emek piyasasını da ciddi bir biçimde etkilemiştir. Dünya çapında iktisadi faaliyetlerin aksaması ve talepteki azalma, Türkiye'nin de üretim sistemini olumsuz etkilemiştir. Bu ekonomik durgunluğa bağlı olarak bazı kurumlar işçi çıkartmıştır (Altuntepe, 2009: 142). Şekil 10'da yer alan veriler incelendiğinde Türkiye'de işsizlik oranının küresel finans krizinin etkilerinin yoğun bir şekilde yaşandığı yıllarda hızlı bir şekilde artış gösterdiği görülmektedir. Buna ilave olarak, Türkiye'de ihracata odaklı üretim yapan tekstil, beyaz eşya gibi sektörlerde de işten çıkarmalar yaşanmıştır (Ünal ve Kaya, 2009: 19). Diğer taraftan işsizliğin intihar vakaları üzerinde de son derece önemli etkileri olmuştur (Tunalı ve Özkaya, 2016).



Şekil 10: İşsizlik Oranları (%) (2005-2017)

Kaynak: TCMB, EVDS'den Alınan Veriler Aracılığıyla Yazar Tarafından Oluşturulmuştur.

Küresel finansal kriz en ciddi etkisini Türkiye'nin dış ticareti üzerinde göstermiştir. Küresel durgunluk; kişi başı küresel gelir seviyesinin azalması ve ürettiğimiz ürünlere karşı dünya talebinin azalmasını ifade etmektedir. İç talebin sabit kalacağı kabul edilse dahi, bu durum üretim ve istihdam seviyemizi negatif yönde etkileyecektir. Türkiye ekonomisinde cari açığın kapanması ve iktisadi gelişmenin devamı için ihracatın önemi büyüktür. Cari açığın önemli bir unsuru olan dış ticaret açığının, küresel kriz sonrasındaki ihracat düşüşleri sebebiyle yükselişe geçmesi, Türkiye ekonomisini güç durumda bırakmıştır (Selçuk ve Yılmaz, 2008: 349).

3.7. ABD'de Kriz Döneminde Alınan Tedbirler

Kriz ortaya çıktıktan sonra güvenin tekrar sağlanması açısından, milli ve milletlerarası düzeyde birçok önlem paketi uygulanmaya başlanmıştır. Kriz ilk olarak finansal piyasada ortaya çıkmış ve bu sebeple para politikası araçları krizin önlenmesinde kullanılmaya başlanmıştır.

3.7.1. Sermaye Desteği

Bankacılık düzenine likidite yardımları farklı yöntemlerle uygulanmıştır. Merkez bankaları sistematik olarak gerçekleştirdikleri ihalelerle likidite sağlamışlar ve/veya güvence olarak kabul edilen aktiflerin içeriğini genişletmişlerdir. Bunun yanında, Fed, ECB ve farklı ülke ekonomileri arasında karşılıklı swap anlaşmalarıyla da likidite sağlanmıştır. Kriz sonrası ABD, 700 milyar dolar değeriindeki yardım paketinin 250 milyar dolarlık kısmının bankaların yeniden sermayelendirilmesinde kullanılacağını bildirmiştir (Tabb, 2008: 7-11).

3.7.2. Toksik Atıkların Alınması

2000-2004 seneleri arasında mortgage kredileri üç trilyon dolar seviyesine yükselmiş ve bu krediler, türev ürünler olarak adlandırılan mortgage kredilerine endeksli olan ürünler (toksik olarak da adlandırılmaktadır) Avrupa'daki bankalar vasıtasıyla satın alınmıştır. Bu üç trilyon dolarlık kredi, yabancı sermaye ile finanse edilmiştir (Tabb, 2008: 7-11).

3.7.3. Faiz Oranı Değişikliği

Krizle birlikte ortaya çıkan talep daralması neticesinde enflasyonda ciddi miktarda gerileme yaşanmıştır. Esas görevi fiyat istikrarını sağlamak olan merkez bankaları, piyasaya likidite sunarak, faiz oranlarını indirmeye uğraşmışlardır. Bu dönemde, özellikle ABD, AB ve Japonya gibi gelişmiş devletler faiz oranlarında indirimlere gitmiş, pek çok ülke ise faiz oranlarını sıfır seviyesine çekmiştir (Vural, 2013: 8).

3.7.4. Mevduat Garantisinin Arttırılması

Dünya pazarlarında ortaya çıkan gelişmeler sonucunda piyasalarda likidite bulunmaması, problemlili aktiflerin ederi hususundaki belirsizlikler ve sermaye yokluğuna karşı hızlı bir şekilde önlem alınması gerekmiştir. Bu çerçevede mevduat

garantileri artırılmış, açığa satış yasaklanmış ya da kısıtlanmıştır. Fakat bu önlemler, finansal pazarlara olan itimadın yeniden kurulmasını ve piyasa şartlarının eski düzenine dönmesini sağlamamıştır (Tabb, 2008: 7-11).

3.7.5. İpotekli Konut Kredi Tahvillerinin Alınması

Amerikan Hazinesi aracılığıyla problemli aktiflerin rehabilitasyonu programı duyurulmuş, bu program içerisinde hükümetin 700 milyar dolar tutarında ipoteğe dayalı menkul kıymet almasının önü açılmıştır (Tabb, 2008: 7-11).

3.8. Diğer Ülkelerin Aldıkları Önlemler

Global kriz gerek gelişmiş gerek gelişmekte olan devletlerin büyüme, enflasyon ve ticaret hacmi dışında mali dengelerinde de olumsuzluklara neden olmuştur. Gelişmiş devletlerde kamu borcunun GSYİH'ye oranı 2007-2010 seneleri arasında iki misli yükselmiştir. Özellikle gelişmiş ülkelerde finansal kuruluşların devlet eliyle iflaslarının önlenmesi kamu borçlarını arttırmıştır. Ayrıca iktisadi faaliyetlerin azalması kamu gelirlerini düşürmüş, işsizlik ödemesi de artarak kamu harcamalarının artmasına neden olmuştur. Bununla birlikte vergi indirimlerini kapsayan finansal teşvik paketleri, bütçe dengesini olumsuz etkileyerek kamu borçlarını yükseltmiştir (Göker, 2014: 104)

Küresel kriz finansal sistemde başlamış ve zaman ilerledikçe reel sektöre ve oradan da tüm ekonomiye yayılarak tüm dünyayı etkisi altına almıştır. Bu kriz, geri ödenemeyen konut kredisi borçları sebebiyle birçok finans kuruluşunun batmasına neden olmuş ve pazarlardaki tüketici güvenini de kökten sarsmıştır (Önder, 2009: 17).

2006 senesinin sonunda, gelişmiş ülkelerin mali piyasalarında ortaya çıkan ve 2008 senesinin sonlarına doğru şiddetini arttıran finansal kriz sebebiyle dünya ekonomisi ciddi bir durulma sürecine girmiştir. Global kriz nedeniyle ortaya çıkan likidite ve güven sorunu, kısa dönemli para hareketleri (portföy yatırımları vb.) ve direkt yabancı sermaye yatırımlarını da düşürmüştür (Engin ve Yeşiltepe, 2009: 17).

Bu manada krize karşın ülkelerin aldıkları önlemleri şu şekilde sıralayabiliriz.

- Rusya devleti finansal pazarlara ve bankalara 120 milyar dolar aktarılacağını söylemiştir.
- Likidite sorunu çeken Dexia'yı iflastan kurtarmak için Belçika, Fransa ve Lüksemburg hükümetleri, 6,4 milyar Euro katkı sağlayacaklarını açıklamıştır.
- İrlanda kişisel, ticari ve interbank banka mevduatlarına sınırsız güvence getirildiğini ifade etmiştir. Aynı nlemler Avusturya, Danimarka, Almanya, Yunanistan, İzlanda, İtalya ve Portekiz'de de açıklanmıştır. İsveç, İngiltere ve Amerika'da mevduat güvence sınırları yükseltilmiştir.
- Alman Hükümeti ticari bankalar ve federal düzenleyicilerle beraber Hypo Real Estate için 50 milyar dolar tutarında kredi garantisi verileceğini duyurmuştur.
- İzlanda Merkez Bankası vasıtasıyla Rusya'nın, döviz rezervlerine katkı sağlamak için kendilerine 4 milyar Euro kredi sağlanacağı açıklanmıştır. İzlanda devleti İzlanda bankası Kaupthing'e 683 milyon dolar kredi vermiştir.
- İsveç Merkez Bankası İzlanda Bankası Kaupthing'in İsveç Birimine 700 milyon dolar kredi vereceğini açıklamıştır.
- İspanya hükümeti, İspanya Bankalarına ait aktifleri satın almak amacıyla 40 ila 68 milyar dolar değerinde acil fon oluşturmuştur.
- İngiltere hükümeti, ülkenin zorluk çeken bankalarına kısa dönem likidite sağlanmak amacıyla, 87.2 milyar dolar değerinde acil fon desteği sağlanacağını duyurmuştur.
- şili Hükümeti, küresel ekonomik krizle mücadele edebilmek amacıyla 4 milyar dolarlık önlem paketini duyurmuştur.
- İngiltere hükümeti, finansal kuruluşlara olan güvenin tekrardan sağlanabilmesi amacıyla 685 milyar dolarlık bir önlem planı duyurmuştur. Plan çerçevesinde bankaların verdikleri yeni kredilere

438 milyar dolar güvence sağlanmış ve 88 milyar tutarında öz sermaye sağlanması hedeflenmiştir.

- İngiltere hükümeti ülkenin üç en büyük bankasına 60 milyar dolarlık sermaye desteği sağlamıştır.
- IMF, Ukrayna Hükümeti ile 16,6 milyar dolar ve Macaristan Hükümeti ile 15,7 milyar dolar tutarında ekonomik destek programı üzerinde anlaşmaya varmıştır.
- Brezilya Merkez Bankası, piyasalara 46,1 milyar dolardan fazla sermaye desteği sağlamıştır.
- Macaristan Hükümeti IMF ile gerçekleştirdiği stand-by anlaşması kapsamında, fondan ve AB'den 25,1 milyar dolar kredi alacağını duyurmuştur.
- Polonya Hükümeti 24 milyar Euro tutarında iktisadi istikrar ve kalkınma paketi açıklamıştır.
- Yeni Zelanda; İsveç Merkez Bankası, İngiltere Merkez Bankası ve ECB gösterge faiz oranını indirmiştir.
- Fransa Hükümeti, Fransız ekonomisini canlandırmak amacıyla 26 milyar Euro'luk (32,9 milyar dolar) bir önlem planı duyurmuştur.
- İsveç Hükümeti, 1,1 milyar dolarlık iktisadi teşvik paketini açıklamıştır.
- Meksika Merkez Bankası, kredi piyasalarının sağlıklı çalışabilmesi amacıyla 11 milyar dolar değerinde bono alacağını açıklamıştır.
- İngiltere Hükümeti, küçük ve orta ölçekli firmalara kredi ve sermaye desteğini duyurmuştur.
- Danimarka, bankalar ve ipotekli konut kredisi kurumlarına yönelik 18 milyar dolarlık (100 milyar Danimarka kronu) kurtarma planı oluşturmuştur.
- Alman ipotekli konut kredisi kuruluşu Hypo Real Estate'e, Alman Devleti tarafından borçlarına ek olarak 12 milyar Euro güvence sağlanacağı duyurulmuştur.

- Japonya Hükümeti, finansal krizden ötürü nakit sıkıntısı çeken ve gelecekte problemlili duruma düşmesi olası firmalardan hisse satın almak amacıyla 16,7 milyar dolar tutarında bir program başlatmıştır.
- İsveç Hükümeti, yeniden kredi vermelerini sağlamak amacıyla bankalara 6 milyar dolar sermaye yardımı yapmıştır.
- Avustralya Hükümeti, küresel kriz ile savaşmak amacıyla 26 milyar dolarlık teşvik paketi hazırlamıştır. Söz konusu paketin önemli bir kısmı düşük ve orta gelirli ailelere nakit olarak verilmiştir (Erdönmez, 2009: 91-96).

Bu önlemlere ilaveten aşağıdaki önlemlerin alındığının da belirtilmesi faydalı olacaktır.

Tablo 1: Küresel Finansal Kriz Döneminde Alınan Önlemler

	ABD	AB/ECB	Almanya	Arjantin	Avustralya	Brezilya	Çek Cumhuriyeti	Çin	Endonezya	Fransa	Güney Kore	İngiltere	İsviçre	İtalya	İzlanda	Japonya	Macaristan	Meksika	Rusya	Türkiye
Likidite Desteği ¹	x	x	#	x	x	x		x	x	#	x	x	x	#		x	x		x	x
Faiz İndirimleri ²	x	x	#		x		x	x		#	x	x	x	#	x	x	x			x
Yurtiçi piy. likidite imkan. ilişkin düz. ³	x	x	#	x	x	x	x		x	#	x	x	x	#	x	x		x	x	x
Yabancı Para Swap işlem.baslatılması ya da artırılması ⁴	x	x	#		x	x			x	#	x	x	x	#	x	x		x		
Teminat Swapları ⁵	x											x	x	x						
Banka borç. tam/kısmi garanti	x	x	x		x					x	x	x		*					x	
Likit olm. varlık. doğrudan/dolaylı şekilde alımı ⁶	x	*	*		*													x		
Sermaye enjeksiyonu	x	x	x							x		x	x	*	x	*			x	
Kamulaştırma ⁷	x	*										x		*	x				x	
Açığa satılmalara getirilen kısıt. ⁸	x		x		x				x	x	x	x	x	x		x			x	
Mevduat güvencelerinin artırılması ⁹	x	x	x		x		x		x			x		*	x	*	x		x	*
IMF ile Stand-by Anlaşması ¹⁰															x		x			

Kaynak: İncekara, A. (2013). “2008 Küresel Finansal Kriz Sürecinde Dünya ve Türkiye Ekonomisi 2008-2009”, İktisadi Araştırmalar Vakfı Yayınları, <https://www.iav.org.tr/yonetim/dosya/makale/DDAV.ppt>

DÖRDÜNCÜ BÖLÜM

2008 KRİZİNİN PARA POLİTİKALARI AÇISINDAN DEĞERLENDİRİLMESİ

4.1. Türkiye’de Kriz Öncesi Dönemde Para Politikası Uygulamaları

Türkiye, 2001 yılında yaşanan bankacılık krizinin ertesinde merkez bankası işleyişinde, fonksiyonlarında ve bankacılık düzeninde radikal değişiklikler içeren *Güçlü Ekonomiye Geçiş Programı*’nı (GEGP) yürürlüğe koymuştur. 2001 senesinde Türkiye, örtük enflasyon hedeflemesi uygulamasını takip etmeye başlamış, 2006 senesinde ise açık enflasyon hedeflemesi stratejisine geçmiştir. TCMB 2008 senesinin Kasım ayına kadar sadece enflasyon hedefine odaklı bir para politikası yürütmüş, Küresel mali kriz döneminde fiyat kararlılığı ile birlikte örtük olarak ekonomiyi resesyondan kurtarmak için birtakım yöntemler uygulamaya başlamıştır.

4.1.1. Geleneksel Para Politikası Stratejisi

Enflasyon hedeflemesi; önceden belirlenmiş bir enflasyon oranının belirli bir sürede uygulamak amacıyla resmi bir amaç aralığının duyurularak üstlenilmesi ve uygulanacak para stratejisinin en ciddi amacının düşük ve istikrarlı bir enflasyon oranının sağlanması olduğunun önemle belirtilmesi ve bu amacın para otoritesince de kabullenilmesi biçiminde adlandırılan bir para politikasıdır (Gramlich vd., 2001: 1-21).

Mishkin’e göre enflasyon hedeflemesi rejimi beş ana unsurdan oluşmaktadır (Mishkin, 1-2):

- Belli bir enflasyon oranı hedefinin kamuoyuna duyurulması,

- Para politikası yöntemlerinin, ana hedefinin fiyat istikrarı olduğunun kurumsal taahhüdü,
- Para politikası araçlarının saptanmasında sadece parasal büyüklükler veya döviz kurlarının değil, pek çok değişkeni barındıran bilgilerin dikkate alınarak bir politikanın yürütülmesi,
- Merkez bankasının hedeflerine, almış olduğu kararlara ve bunların sebeplerine dair olarak kamuoyunu belli aralıklarla bilgilendirmesi, halkla iletişim kurarak açık bir para politikasının takip edilmesi,
- Merkez bankasının enflasyon hedeflerine erişmesinde hesap şeffaflığının sağlanmasıdır.

4.1.2. Geleneksel Para Politikası Stratejisinin Amaç Ve Araçları

Enflasyon hedeflemesinde, belirli bir zaman için saptanan enflasyon oranı, merkez bankasının uygulayacağı yöntemlerle gerçekleştirilmeye çalışılmaktadır. Merkez bankası, enflasyon hedeflemesi stratejisinde, herhangi bir ara hedef duyurmamaktadır. Para ile alakalı yöntemler, gerçekleşen enflasyon oranı ile amaçlanan enflasyon oranı arasındaki sapmaya göre belirlenmektedir. Hedeflerin kamuoyuyla paylaşılması ile kurumsal denge ve düzen şeffaf bir hal alır. Belirginlik, güvenilirlik, tam iletişim ve sorumluluk üstlenme gibi kavramlar önceliği oluşturmaktadır. Enflasyon hedeflemesinin başarılı olabilmesi için, politika otoritesi ile özel sektör arasındaki işbirliğinin geliştirilmesi ve uygulanacak para politikasındaki kurallara sıkı bir biçimde uymak gerekmektedir. Enflasyon hedeflemesi rejimi sadece bir enflasyon tahmini yapmanın ötesinde, merkez bankasının para politikası araçlarını sadece belirlenmiş enflasyon amacını gerçekleştirmek maksadıyla kullanacağını üstlenerek uyguladığı bir para politikası uygulama şeklidir (Telatar, 2002).

Enflasyon hedeflemesinde, merkez bankaları hedef doğrultusunda bir araç bağımsızlığı elde etmektedir. Başka bir ifadeyle, merkez bankaları, kur ve faiz

araçlarını enflasyonu denetleyebilmek amacıyla diledikleri şekilde kullanabilmektedirler. Bu tip uygulamalar, Türkiye’de olduğu gibi, bir ekonomideki bütün büyüklüklerin nominal çapa özelliğini yitirmesi neticesinde bir mecburiyet olarak da ortaya çıkabilmektedir (Arıcan ve Yücememiş, 2015).

Enflasyon hedeflemesinin temel ön koşulları aşağıda verilmektedir (Bernanke, Laubach, Mishkin ve Posen, 2001):

- Kamu maliyesinde düzen ve finansal kararlılık,
- Enflasyon ve para politikası araçları arasında sağlıklı ve kararlı bir bağ,
- Döviz kurlarının fiyatlar üzerindeki olumsuz etkisinin azalması,
- Fiyatların belirlenmesinde geçmiş enflasyon oranlarının dikkate alınmaması,
- Mal ve hizmet pazarlarında rekabetçi fiyatlama,
- Güvenilirlik (kredibilite), bağımsızlık, şeffaflık ve hesap verebilirlik

Herhangi bir ülke ekonomisinde, özelde bankacılık sektörü ve genelde mali düzen güçsüzse, yürütülen para politikaları etkili olmamakta ve başarısız olunmaktadır. Çünkü bu koşullar altında düzen iyi işleyememekte, çeşitli problemlerin ortaya çıkmasına neden olmakta ve dolayısıyla merkez bankasının fiyat istikrarına odaklanması imkân dâhilinde olmamaktadır. Bu tip bir ekonomide özellikle mali piyasalar gelişmemişse, o ülkenin enflasyon hedeflemesi rejimini başarısızlıkla sonuçlanmaktadır. Bu husus merkez bankasının açık piyasa işlemlerini yürütme becerisini de kısıtlamaktadır. Bununla birlikte, zayıf kalmış mali piyasalar denge faiz oranları konusunda düzgün haberleşme sağlamadığı gibi, kamu açıklarının finansmanına da yeterli gelmemektedir (Orlowski, 2000: 2).

Enflasyon hedeflemesi stratejisinde, hedef olarak kısa vadeli faiz oranları, orta vadeli hedef olarak beklenen enflasyon ve ilk amaç olarak da enflasyon hedefi kullanılmaktadır. En önemli amaç, belirlenen büyüklüklerin, iktisadi karar alma aşamalarında kaynak olarak kullanılmasını sağlamaktır. Para politikasının hedefine

erişmesi, önceden kararlaştırılanların ekonominin bütünü tarafından temel alınarak, fiyat, ücret artışı ve yatırım gibi kararlarını ortak olarak biçimlendirmeleri ile gerçekleşmektedir (Önder, 2005: 45).

4.2. Geleneksel Olmayan Para Politikalarının Etkileri

Küresel finansal krizi, pek çok ekonomistin fikirlerinde bazı köklü değişikliklere neden olmuştur. En ciddi değişiklik, fiyat kararlılığının gerçekleşmesi durumunda finansal kararlılığın da beraber sağlanacağı fikrinin artık benimsenmemesidir. Fiyat kararlılığının finansal istikrarı beraberinde getireceği fikri küresel kriz ile beraber dünya merkez bankaları tarafından artık kabul görmemektedir. Kişilerin yatırım, tüketim ve tasarruf aşamalarında hesaba katmayacakları kadar az bir enflasyon oranı olarak tanımlanan fiyat istikrarının (TCMB, 2006: 3) uzun vadede gerçekleşmesi varlık fiyatlarında bir şişkinlik oluşturmakta bu da varlıkların değerinin çok üstünde fiyatlandırılmasına sebebiyet vermektedir. Tam bu noktada mortgage kredilerinin geri ödenmesinde yaşanan güçlükler sonucunda kendini gösteren küresel finansal kriz, fiyat kararlılığı ile finansal kararlılık arasındaki uzun dönemli tutarsızlığı gözler önüne sermektedir. (Özatay, 2012: 5). Birlikte hem fiyat hem de finansal istikrarı gerçekleştirmeye çalışan merkez bankaları, çok farklı ve birbirinden karmaşık para politikası araçlarından yararlanmak zorunda kalmışlardır (Gertler ve Karadi, 2011: 18). Bu sebeple devletlerin merkez bankaları kendi iç dinamiklerinden doğan nedenlerle geleneksel olmayan para politikası araçları kullanmaya yönelmişlerdir.

Smaghi (2009, 2)'ye göre, geleneksel para politikası araçları, olağan olmayan dönemlerde, merkez bankalarının hedeflerine erişmesinde kâfi gelmemektedir. Bunun iki nedeni bulunmaktadır. Birincisi, iktisadi dalgaların şiddetli olduğu dönemlerde nominal faiz oranlarının sıfır seviyesine düşürülmesi gerekebilmekte ve sıfır seviyesinde olan faiz oranının daha da düşürülmesi imkân dahilinde olmadığından, bu durumda lüzumlu olan parasal hızlandırıcılar sadece ve sadece geleneksel olmayan politika araçları ile elde edilebilmektedir. İkincisi, şayet para politikası aktarım mekanizmaları ciddi derecede zarara uğramışsa geleneksel

olmayan politikalar, faiz oranı sıfır seviyesinin üstündeyken dahi etkin olabilmektedir. Bu koşullar içinde de merkez bankalarının iki alternatifi bulunmaktadır. Bunlar; nominal faiz oranlarında olağan koşullardan daha yüksek miktarda bir indirim uygulanması ve geleneksel olmayan politikaları hayata geçirerek aktarım aşamasında etkili olmaya çalışmaktır (Arıcan ve Yücememiş, 2015).

4.3. 2008 Küresel Finans Krizi Süresince Para Politikaları Uygulamaları

4.3.1. Dengeleyici Para Politikası

Küresel finansal kriz, politika faizine odaklı uygulanan para politikalarının kriz zamanlarında işlemediğini ortaya koymuştur. Bu sebeple merkez bankalarının yürüttükleri para politikalarında bazı değişikliklere gidilmesi mecbur hale gelmiştir. Kriz esnasında merkez bankaları olağan dönemlerde yürüttükleri politikaları terk ederek yeni politikaları uygulamışlardır. Merkez bankaları, bu politikaları birebir ülkenin içinde bulunduğu koşullara göre şekillendirip yürütmüşlerdir. Yürütülen bu politikalar kredi desteğinden miktar bakımından genişlemeyi, döviz piyasasına müdahaleden menkul kıymetler piyasasına müdahaleyi kapsamaktadır. Bütün bu yöntemlerin birleştiği nokta, finansal sistemin daha sağlıklı işlemesini gerçekleştirerek, reel ekonomilerde finansal çıkışlı krizlerin ortaya çıkmasını önlemek ve fiyat kararlılığını sağlamaktır (Trichet, 2013: 229-250).

Gelişmiş ülke merkez bankaları kriz zamanlarında geleneksel olmayan para politikası araçları olarak sıfır faiz uygulaması, likidite sağlayıcı önlemler, kredi olanakları, menkul kıymet alımları ve sözlü yönlendirme araçlarını devreye sokmaktadır. Merkez bankaları, sıfır faiz uygulamasıyla, ilk olarak finansal piyasaların sağlıklı işlemesini sağlamak amacıyla politika faiz oranlarını çok düşük seviyelere çekmişlerdir. ABD, Japonya, İngiltere ve Avrupa merkez bankalarının sıfır politika faizi uygulamasının arkasından geleneksel olmayan bir para politikası aracı olarak miktar bakımından genişleme politikaları devreye sokulmuştur. Bu

genişleme politikaları piyasalara likidite enjekte etmesinden dolayı piyasaları rahatlatırsa da gelişmekte olan devletler bakımından yararlı olmayan sonuçlara da neden olmaktadır. Misal olarak, faizler sebebiyle rizikosu ve kazancı fazla olan gelişmekte olan ülkelere doğru kayan sermaye, ülkenin milli parasının aşırı değerlenmesine neden olmakta ve bu durum dış ticarete pek istenmeyen sonuçlar doğurabilmektedir. (Trichet, 2013: 229-250).

4.3.2. Dengeleyici Maliye Politikası

Dünya çapında olumsuz etkilerini yansıtan ve dünya ekonomilerini durgunluğa sürükleyen finansal kriz, pek çok devletin üretimdeki küçülmeyi önlemek ve çoğalan işsizliğe çözüm yolu bulmak amacıyla mali canlandırma paketleri uygulamasıyla sonuçlanmıştır. IMF, enflasyonist baskı şeklindeki mali risklerin düşük olduğu gelişmiş devletlerde zamanının iyi ayarlanması ve amacının iyi belirlenmiş olması koşulu ile toplam talep eksikliğini ortadan kaldırmak maksadıyla bu tip maliye politikası önlemlerinin uygulanabileceğini, ancak kamu borçları çok olan ve yaşlı nüfusa sahip bulunan sanayileşmiş ülkeler için bu politikanın yanlış bir seçim olacağını ifade etmiştir (Batirel, 2009: 2-3).

Kriz zamanlarında çoğunlukla krizin çıkış noktalarına bağlı olarak para ve maliye politikalarının birlikte yürütülmesi tavsiye edilmektedir. Bu politikalar kapsamında, vergi oranlarının artırılması, kamu harcamalarının kısıtlanması ve piyasaya sürülen likiditenin kısılması gibi önlemler uygulanmaktadır. Bununla beraber faiz oranlarının yükseltilmesi, döviz kurunun dalgalanmaya bırakılması ve konvertibilitenin (değiştirilebilirlik) sağlanması gibi önlemler devreye sokulmakta fakat krizin oluşma sebeplerinin, ortaya çıkacak etkilerinin tam olarak saptanmadan bu önlemlerin alınması krizi daha da derinleştirmektedir (Şimşek ve Altay, 2009: 12).

Derinleşen finansal krizi engellemek amacıyla ülkeler, farklı kurtarma paketlerini uygulamaya başlamıştır. ABD 700 milyar dolar ve devamında 150 milyar dolarlık kurtarma paketlerini ilan etmiş arkasından diğer dünya ülkeleri küresel mali

krizi önlemek amacıyla çeşitli paketleri duyurmaya başlamıştır. Ödemede zorluk çeken kimi devletler ise IMF ile anlaşma yapmıştır. İzlanda, Ukrayna, Pakistan, Macaristan gibi ülkeler çıkar yol bulabilmek için IMF ile standby antlaşması gerçekleştirmişlerdir (Ünal ve Kaya, 2009: 6).

Küresel krizin etkilerini yumuşatmak amacıyla alınan önlemler bütün dünyada olduğu gibi ülkemizde de ilk olarak para politikası araçları ile sağlanmıştır. Alınan önlemlerin gerektiği kadar etkili olmaması karşısında maliye politikası önlemleri uygulanmaya başlanmıştır. Türkiye'nin krizin etkilerini hafifletmek için aldığı önlemlerin hemen hemen hepsi maliye politikası araçları olan gelirler ve harcamalar politikasından oluşmaktadır. Hükümeti bu önlemleri uygulamaya sevk eden ana neden, kapasite kullanım oranındaki azalış ve işsizlik oranındaki yükseliştir. Türkiye Cumhuriyeti Merkez Bankası, faiz indirimi ve likidite desteği gibi önlemler almıştır. Hükümet kimi sektörlerle KDV ve ÖTV indirimleri uygulamış, ayrıca bunlara ek olarak da bölgeler ve sektörler bazında yürütülecek teşvik paketlerini (istihdam paketi) duyurmuştur (Karakurt, 2010: 168).

4.3.3. Merkez Bankasının Önlemleri

Küresel kriz ile beraber finans pazarlarından kısa sürede likidite hızlı bir biçimde çekilerek ödeme düzeni ve finansal sistem üzerinde ciddi risklerin oluşmasına neden olmuştur. Bu sebeple merkez bankaları, likiditenin son kaynağı olma (lender of last resort) rolü kapsamında borç ödeme fonksiyonuna sahip olarak geçici fonlama sorunu olan bankalara likidite enjekte etmiştir. Bunun yanında merkez bankaları, ana piyasalarla kur takası (currency swap) hatları oluşturarak “likidite temin edici önlemler” kapsamında pazarlara müdahale etmişlerdir (IMF, 2013/b: 7-8).

Menkul kıymet firmaları, pazarlarda kriz sonucunda oluşan itimat kaybının yarattığı finansal düzensizliğin üstesinden gelmek amacıyla, banka harici finansal kuruluşların likidite problemlerine destek olmuştur. Repo işlemlerini, ticari senetleri ve varlığa dayalı menkul kıymetleri kapsayacak biçimde düzenlenmiş, finansal

sistemin sağlıklı çalışabilmesinin tekrardan sağlanabilmesi amacıyla belirlenmiş piyasalar fonlanmıştır (Santor ve Suchanek, 2013: 3-5).

Bankacılık sistemi aracılığıyla ekonomide kullanılan kredi miktarındaki ani azalış merkez bankalarını bu hususta da önlem almaya mecbur bırakmıştır. 2008 senesinde Fed, varlığa dayalı menkul kıymet ihracına ve para piyasalarına yardım etmek maksadıyla 90 günlük ticari senet alım programını yürürlüğe koymuştur (IMF, 2013/c: 17-18).

Gelişmiş devletlerin merkez bankaları, menkul kıymet alımı yaparak büyük miktarlarda uzun süreli devlet tahvili satın almışlardır. Bu yolla nominal faiz oranlarını, tahvil arzını, piyasadaki ortalama tahvil vadesini düşürerek kısa süreli tahvilin payını yükseltmeyi ve faiz riskini azaltmayı amaçlamışlardır (Baumeister ve Benati, 2010: 15-16).

2008 senesinin son çeyreği, bütün dünya merkez bankalarının para politikası kararları üzerinde yoğun bir biçimde konuşarak bunları uygulamaya koyduğu bir dönem olmuştur. Pek çok hükümet bu süreçte çeşitli kurtarma paketleri ilan etmiş, güç durumda olan finansal kurumlara orta ve uzun süreli kredi imkânları ile katkı sağlamıştır. Finansal yardımla kurtarılması zor durumlarda bulunan kuruluşlar ise kamulaştırılmıştır. Likidite problemlerini çözmek maksadıyla pek çok ülkede banka mevduatlarına sağlanan garanti oranı yükseltilmiştir. Bununla beraber mali krizle mücadele döneminde merkez bankalarının uyguladıkları bir başka araç faiz oranı politikası olmuştur. Böylece merkez bankaları faiz oranlarında oynayarak para piyasasını denetlemeye çalışmışlardır (Sarpkaya, 2009: 86).

4.4. Dünya'nın Krize Yönelik Para Politikası Tepkisi

Gerçekleşen bu finansal krizi önlemek amacıyla uygulanacak müdahalelerin de krizin büyüklüğü ile orantılı politikaları içermesi gerekmektedir. Hem ABD hem de Avrupa ülkeleri ve Japonya karşı karşıya kaldıkları bu ciddi durgunluk karşısında finans sistemindeki krizi engelleyecek veya hafifletecek önlemler, kamulaştırmalar,

destek programları ve merkez bankalarının faiz düşürmeleri yanında, doğrudan reel ekonomideki durgunluğu engelleyecek bazı önlemleri devreye sokmuştur (Hiç, 2009: 25).

Ülkelerin kriz karşısındaki ilk hamlesi faiz indirimlerini kapsayan para politikasını yürütmek olmuştur. Fakat varlık fiyatlarındaki ani düşüş; merkez bankalarının nakit para şeklinde olmayan varlık genişlemelerine müsaade eden olağan dışı uygulamalarını sürdürmesini ve ekonomideki düşüş eğiliminin önüne geçmek amacıyla radikal önlemler almasını gerekli kılmaktaydı. Bu sebeple birçok ülke milli piyasalarını harekete geçirmek amacıyla para politikaları ile birlikte büyük miktarda harcama ve vergi indirimini kapsayan maliye politikalarını uygulamaya sokmuştur (Frenkel ve Rapetti, 2009: 696).

Maliye politikası, krizin hızla etkilerini hissettirdiği bir ortamda, kısa vadede hâsıla zayıyatını giderecek en değerli politika seçeneği olarak uygulanmaya başlanmıştır. Küresel krizden en fazla etkilenen sanayileşmiş ülkeler ile birlikte birçok ülke, genişletici maliye politikası uygulamalarına öncelik tanımaya başlamıştır. Bunun üzerine 2009 yılının Nisan ayında gerçekleştirilen G-20 zirvesine iştirak eden ülkeler, ekonomik büyümenin sağlanması amacıyla mali genişlemenin gerekliliği üzerinde anlaşmaya varmışlardır (Bocutoğlu ve Ekinci, 2010: 67).

Krizin başladığı ülke olan Amerika'da, sadece Amerikan Kongresi aracılığıyla çıkarılan kanunlar tahmini olarak 780 milyar \$ değerinde teşvik paketlerini içermekteydi. İlgili kanun ile ABD Hükümeti geçmiş senelerde yürütülen yöntemlerden farklı olarak daha yüksek harcama ve daha düşük vergi indirimi ile krizden çıkmayı amaçlamıştır. Teşvik paketinin tahmini olarak üçte ikisi hükümet harcamaları ve transferlerini barındırmaktaydı (Congressional Budget Office, 2009).

Küresel krizin etkili olduğu dönemde, Fed önderliğinde pek çok ülke işleyişi bozulan finansal düzene doğrudan yardım etmek maksadıyla (Vural, 2013: 9):

- Mevduat garantileri,

- Yurtiçi likidite kolaylığı,
- Bankalarda yeniden sermayelendirme,
- Bankaların borçlarına devlet garantisi,
- Kredi garantileri,
- Riskli bankaların fona devredilmesi,
- Swap kanalı gibi önlemler almışlardır.

4.5. Türkiye'nin Krize Yönelik Para Politikası Tepkisi

Finansal krizle beraber gelişmiş devletlerin devreye soktukları yeni para politikalarının bir sonucu olarak Türkiye'ye giren yabancı sermaye miktarı yükselmiştir. Yabancı sermayenin girişiyle elde edilen bu kaynaklar yurt içi piyasalarda kredi olarak kullanılmıştır. Bu kaynakların kredi olarak kullanılması, bankaların bilançolarında ve kredi miktarlarında artışlara neden olmuş ve bunun sonucunda bankaların taşıdıkları kur riski ciddi oranda yükselmiştir. Büyük miktarda fon girişlerinin ülke ekonomisine bir başka önemli etkisi de dış istikrarsızlığın ve sermaye girdilerine karşı hassasiyetin artması biçiminde gerçekleşmiştir. Bu yüzden TCMB, 2010 senesinin sonundan başlamak üzere makro finansal riskleri de dikkate alan yeni bir para politikası belirleyerek finansal düzeni sağlamlaştıran ilave politika araçlarını yürütmeye başlamıştır. Bu kapsamda TCMB, politika faizi ile birlikte zorunlu karşılıklar ve likidite yönetimi gibi ilave politika araçlarını da etkin olarak uygulamıştır. Buradaki en temel fark, daha önceden politika aracı olarak bir haftalık repo faiz oranı kullanılıyorken, ortaya çıkan yeni durum karşısında politika aracı olarak politika faizi, zorunlu karşılıklar ve likidite yönetiminin birlikte kullanılmasıdır. TCMB 2011 senesindeki politikasını, dengeli enflasyon oranına bağlı olarak artan kredi yoğunluğunun koşulu olarak, daha düşük bir politika faiz oranı, daha yüksek zorunlu karşılıklar ve daha geniş faiz oranı koridoru olarak duyurmuştur (TCMB, 2013: 4).

4.6. 2008 Küresel Finans Krizi Sonrası Tcmb Para Politikası Uygulamaları

4.6.1. Geleneksel Olmayan Faiz Koridoru

TCMB, krizin olumsuz etkilerini yok etmek maksadıyla 2008 ve 2010 yılları arasında para ve maliye politikalarını birlikte uygulamıştır. Para politikasında izlenen tek yöntem politika faiz oranlarında hızlı düşüş olmuştur. 2008 yılının Temmuz ayında %22.50 düzeyinde olan gecelik faiz oranı bir sonraki yılın aynı ayında %10.75'e, 2010 yılının Eylül ayında ise %8.75'e düşürülmüştür. Ancak faiz oranlarındaki bu hızlı düşüş yurtiçi talebin hızla artmasına neden olmuş ve enflasyon oranı artış sürecine girmeye başlamıştır. TCMB bunun üzerine 2010 yılının son çeyreğinde bir dizi politika değişikliğine yönelmiştir. Bu değişikliklerin başında faiz koridoru uygulaması gelmiştir.

Faiz koridoru uygulamasında TCMB'nin elinde birden çok politika faizi yer almaktadır. Bunlar koridorun sırasıyla üst ve alt sınırını ifade eden gecelik borç verme ve gecelik borç alma faiz oranları, koridor içinde hareket etmesine izin verilen haftalık politika faiz oranı, bankaların gün sonu likiditelerini dengelemede kullanılan geç likidite penceresi ve bunların tümünün ağırlıklı kombinasyonu olan marjinal fonlama oranıdır. Faiz koridorunun temel amacı faiz konusunda haftalığa kıyasla günlük bazda belirsizlik yaratarak bankacılık sisteminin likiditesini dengelemeye çalışmaktır. Bir banka eğer likiditeye ihtiyaç duyarsa bu likiditeyi iki türlü karşılayabilir: ya faiz koridorunun üst sınırından günlük olarak merkez bankasından borçlanmak ya da haftalık bazda politika faiz oranından borçlanmak. Günlük borçlanmanın haftalık borçlanmadan daha maliyetli olduğu açıktır. O halde ticari bankalar kendi likiditelerini bu maliyet farkını dikkate alarak doğru bir şekilde belirlemelidir (Kara, 2012).

Faiz koridoru uygulamasının en önemli yararı sermaye giriş ve çıkış dönemlerinde karşımıza çıkmaktadır. Sermaye girişlerinin yoğun bir şekilde yaşandığı dönemlerde TCMB koridorun alt sınırını daha da düşürerek ticari

bankaların ellerindeki fazla fonları daha düşük faizden almayı taahhüt etmektedir. Şöyle açıklayalım. Yurtdışından ülkeye yoğun sermaye girişi olan dönemlerde bu para ilk etapta ticari bankaya girer. Ticari banka bu parayı gün içinde halka kredi olarak verir. Ancak elinde fazla para kaldığında bu fazla parayı koridorun alt sınırından TCMB'ye vermek ister. Ancak TCMB bu faizi düşürdüğünde ticari bankanın olası kazancı azalmaktadır. Bu da ticari bankanın yurtdışı fonlarını çok fazla talep etmemesine neden olmakta ve sermaye girişlerini sınırlandırmaktadır (Başçı ve Kara, 2011).

Yukarıdaki açıklamalardan da görülebileceği gibi faiz koridoru uygulaması iki amaca hizmet eden bir uygulamadır: haftalık politika faizi ile fiyat istikrarına, koridorun üst ve alt sınırı ile finansal istikrara. Ancak faiz koridorunun tek başına her iki istikrarı sağlaması mümkün değildir. TCMB bu araçlara ilaveten başka araçlar da kullanarak finansal istikrarı sağlamayı amaçlamıştır (Arıcan ve Yücememiş, 2016). Bunlardan biri de ağırlıklı ortalama faiz oranıdır. Ağırlıklı ortalama faiz oranı, TCMB tarafından uygulanan tüm faiz oranlarının bu faizlere konu olan miktarları üzerinden hesaplanan bir faiz oranıdır. TCMB haftalık politika faizini her ay yaptığı toplantıda belirlemektedir. Ancak sermaye girişlerinin ayın herhangi bir zamanında olması mümkündür. Bu durumda toplantının tarihi müdahale için geç olabilir. TCMB bunu engellemek için fonlama miktarında kısıtlara gitmektedir. Örneğin haftalık olarak borç vereceği miktarı günlük bazda belirlemekte, eğer bu miktar biterse bankaları koridorun üst sınırından borçlanmaya zorlamaktadır. Hatta bu miktar da biterse bankalar bu kez geç likidite penceresinden borçlanmaktadır. Bu durumda bankalar likidite ihtiyaçları için aynı anda üç farklı faizden borçlanabilmektedir. Bu üç faizin miktarları üzerinden ağırlıklandırılmış değerine marjinal fonlama oranı veya ağırlıklı ortalama faiz oranı adı verilmektedir. 2010 sonrası süreçte politika faizinden ziyade bu faiz oranının çok daha etkili olduğu üzerine araştırma sonuçları mevcuttur (Binici ve diğ., 2012).



Şekil 11: Geleneksel Olmayan Faiz Koridoru Dönemine İlişkin Faiz Verileri

Kaynak: TCMB, EVDS'den Alınan Verilerden Derlenmiştir.

Faiz koridoru uygulamasının en önemli özelliği geleneksel olmayan yapıda olmasıdır. Bu ifadeden kasıt koridorun alt ve üst sınırının aynı oranda değişmemesidir. Bu asimetrik yapı TCMB'nin sermaye giriş ve çıkışlarına farklı tepkiler verebilmesine olanak vermektedir. Yukarıda yer alan Şekil 11 incelendiğinde bazı dönemlerde koridorun üst sınırı sabitken alt sınırının değiştiği, bazı dönemlerde ise koridorun alt sınırı sabitken üst sınırının değiştiği görülmektedir. Bu durum bu dönemlerde ya sermaye girişlerinin ya da sermaye çıkışlarının yoğun olduğunu ve TCMB'nin bu giriş ve çıkışlara tepki gösterdiğini göstermektedir. 2014 yılının Ocak ayında ise koridorun üst ve alt sınırı aynı anda yükselmiştir. Bu durum izlenen koridor uygulamasının sermaye hareketlerini dengelemede yetersiz kaldığını göstermektedir.

Geleneksel olmayan faiz koridoru uygulaması her ne kadar kriz sonrasındaki para politikasının ana aracı olsa da bu politikayı destekleyen alternatif araçların bir arada kullanılması da gerekmektedir. Bunlardan biri farklılaştırılmış reeskont oranları uygulamasıdır.

4.6.2. Farklılaştırılmış Reeskont Oranları

Para politikası araçları arasında yer alan reeskont oranı, ticari bankalara yatırılan mevduatların bir kısmının merkez bankasında tutulması zorunluluğunu ifade etmektedir. Uygulamada dünyanın neredeyse tamamında bu aracın kullanımından vazgeçilmiştir (Mishkin, 2008: 145). Vazgeçmenin temel nedeni ise ticari bankaların tuttuğu serbest rezerv oranının zorunlu rezerv oranının zaten oldukça üzerinde olmasıdır. Buna ilaveten bu politikanın etkisinin kısa dönemden ziyade orta ve uzun dönemde görülebilmesidir. TCMB ise dünya merkez bankalarının aksine yeni politika bileşimi çerçevesinde zorunlu rezerv uygulamasını yeniden getirmiş, hatta farklı vadelere göre farklı reeskont oranı izleyerek bankaların likidite yönetimini etkin bir şekilde dizayn etmeye çalışmıştır.



Şekil 12: Zorunlu Karşılık Oranları (2010-2016)

Kaynak: TCMB, EVDS'den Alınan Verilerden Derlenmiştir.

Yukarıda yer alan Şekil 12'den de görülebileceği gibi farklılaştırılmış karşılık oranı uygulamasına 2010 yılının son çeyreğinde başlanmıştır. Bu tarihe kadar olan tek çizgi tüm mevduat hesapları için tek bir zorunlu karşılık oranı olduğunu göstermektedir. Bu tarihten itibaren ise vade türlerine göre farklı reeskont oranları uygulanmaya başlanmıştır. Kısa vadeli mevduatların zorunlu karşılık oranı yüksek,

uzun vadeli mevduatların ise düşüktür. Bu sayede gerek bankacıların gerekse de mevduat sahiplerinin kısa vadeden ziyade uzun vadeli mevduatlara yönelmesi hedeflenmektedir (Aslaner vd., 2015). Uzun vadeli mevduatların tercih edilmesi, likiditeye yönelik belirsizliklerin azalmasına neden olacaktır. Şekil 12’de yer alan gölgeli aralığın üst kısmı en kısa vadeli mevduatların zorunlu karşılık oranını gösterirken alt kısmı en uzun vadeli mevduatların zorunlu karşılık oranını göstermektedir. Mevduatlar vade ve miktar açısından ağırlıklandırıldığında ise ağırlıklı ortalama zorunlu karşılık oranı elde edilmektedir. Bu oranının gölgeli kısmın üst tarafına yakın bir yerde yer alması, Türkiye’de mevduatların çok önemli bir kısmının kısa vadeli mevduatlardan oluştuğu anlamına gelmektedir.

Her ne kadar zorunlu karşılık oranları likidite yönetimi ve finansal istikrar açısından önemli olsa da zorunlu karşılıkları daha önemli kılan rezerv opsiyon mekanizması uygulaması olmuştur. Bu nedenle bu iki aracın birlikte değerlendirilmesi daha doğru olacaktır. Zorunlu karşılık uygulamasının finansal istikrarı sağlamadaki başarısı, rezerv opsiyon mekanizmasının yapısı ile anlam kazanmaktadır. Bu nedenle kriz sonrasında uygulamaya konan bir diğer araç olan rezerv opsiyon mekanizmasının da doğru bir şekilde anlaşılması gerekmektedir (Değerli ve Fendoğlu, 2015).

4.6.3. Rezerv Opsiyon Mekanizması

Zorunlu karşılık oranı uygulamasında TCMB, ticari bankalara yatırılan mevduatların belli bir kısmını TCMB’deki kasalarında tutma zorunluluğu getirmektedir. Rezerv opsiyon mekanizmasında ise TCMB’de tutulacak bu miktarın Türk lirası yerine yabancı para veya altın cinsinden tutulmasına izin verilmektedir.

Bir ticari banka eğer TCMB’de zorunlu karşılık tutuyorsa TCMB bunun için bankalara herhangi bir faiz ödememektedir. Bu durum hane halkından mevduat toplayan bankaların kârlılığını azaltmaktadır. Çünkü ticari banka bu parayı TCMB’ye yatırmak yerine başka bir kişiye kredi vermiş olsaydı, bu krediden faiz kazancı elde edebilecekti. TCMB hem ticari bankaların bu eleştirisini dikkate almak

hem de finansal istikrara katkı sağlamak için rezerv opsiyon mekanizmasını uygulamaya koymuştur. Buna göre eğer bir banka TCMB'ye zorunlu karşılık yatırmak zorunda kalırsa, bu yatırmak zorunda olduğu tutarın belli bir kısmını isterse döviz veya altın cinsinden yatırabilecek, TCMB'de tuttuğu TL'yi geri çekip piyasaya TL cinsinden kredi verebilecektir. Bu sayede hem bankanın kârlılığı önünde engel kaldırılmış olmakta, hem de TCMB kasasında daha fazla döviz tutulabilmektedir.

Finansal istikrarsızlığa neden olan en önemli unsur sermaye hareketlerinin ani ve yüklü miktarda hareket etmesidir. Bankacılık sisteminin yurtdışından gelen bu fonları TCMB kasasında tutabilme imkânına kavuşması, hem TCMB'nin döviz piyasasına aktif müdahale zorunluluğunu ortadan kaldırmakta hem de TCMB kasasında ticari bankalar tarafından gönüllü olarak tutulan döviz miktarını artırarak sermaye hareketinin terse dönmesi durumunda ticari bankaların bu parayı kullanmasına imkân vermektedir. Bu sayede bankacılık sistemi, dolayısıyla da finansal sistem sermaye hareketlerindeki ani dönüşlere daha esnek bir şekilde cevap verebilecektir (Alper vd, 2013).

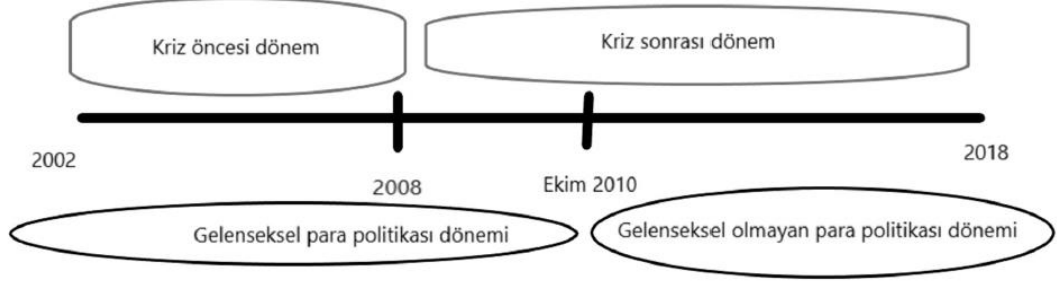
4.7. TCMB Para Politikası Uygulamalarının Faiz Geçişkenliği Modeli İle Değerlendirilmesi

TCMB tarafından belirlenen faiz oranlarının ticari bankalar tarafından belirlenen kredi ve mevduat faiz oranları üzerinde etkili olmasına faiz geçişkenliği adı verilmektedir. Faiz geçişkenliğinin yüksek olması, TCMB tarafından gerçekleştirilen bir faiz oranı değişikliğinin ticari bankaların faiz oranlarını yüksek oranda etkilediği anlamına gelmektedir ki bu da para politikasının etkin bir şekilde finansal birimlere aktarılabilmesini göstermektedir. Ancak bu oran düşük seyrederse bu durumda para politikasının aktarım kanalı tam anlamıyla çalışmıyor demektir.

Çalışmanın bu alt bölümünde para politikasının aktarım mekanizmasının kriz öncesi ve kriz sonrası dönemde nasıl çalıştığını, krizin bu mekanizmanın çalışma biçiminde bir değişikliğe neden olup olmadığını anlamaya çalışacağız. TCMB'nin finansal istikrar amacını da içeren bir politika bileşimine geçmesi, para politikasının

aktarım kanalında arzu etmediği bir durumla karşı karşıya kalmış olma ihtimalini doğurmaktadır.

Küresel kriz 2008 yılında ortaya çıkmasına karşın Türkiye’de geleneksel olmayan faiz koridoru uygulamasına Ekim 2010 tarihinde geçilmiştir. Bu durum 2008 ve 2010 arası dönemde faiz geçişkenliğinin sağlanamadığı düşüncesini doğurmaktadır. TCMB bu ihtimal nedeniyle geleneksel olmayan faiz koridoru uygulamasına geçmiş olabilir. Bu olasılıklar sebebiyle bu çalışmada açık enflasyon hedeflemesine denk gelen 2006-2018 döneminde TCMB tarafından izlenen geleneksel (gecelik repo faiz oranı) ve geleneksel olmayan (faiz koridoru) para politikası araçlarının ticari bankaların mevduat faizleri üzerindeki etkilerinin ekonometrik olarak test edilmesi amaçlanmaktadır.



Şekil 13: Küresel Kriz ve Para Politikasındaki Değişim Tarihleri

Kaynak: Yazar tarafından oluşturulmuştur.

4.7.1. Model

Faiz geçişkenliğinin hesaplanmasında kullanılacak model Woodford (2003) tarafından geliştirilen, Kwapil ve Scharler (2010) tarafından ise genişletilen bir modeldir. Yeni Keynesyen yaklaşım çerçevesinde geliştirilen bu modelde firmalar, hanehalkları ve finansal araçlar yer almaktadır. Ekonomide basitlik olsun diye tek bir finansal enstrümanın olduğu varsayılır: Tahvil (B). Tahvilin en önemli özellikleri risksiz, nominal ve bir yıl vadeli olmasıdır. Tahvil tarafından elde edilen getiri ise R harfi ile temsil edilmektedir. Bu getirinin oransal ifadesi ise tahvil faiz oranıdır (r^b).

Hanehalkı tahvili doğrudan talep edememektedir, ancak finansal araçlarda (bankalarda) mevduat (D) biriktirme ve mevduat faizi (r^d) elde etme şansına sahiptir. Finansal aracı olan bankalar bu mevduatlar ile tahvil satın alabilmektedir. Ticari bankaların satın aldığı tahvilden elde ettiği faiz kazancı (r^b) ile mevduata ödediği faiz (r^d) oranı arasındaki fark ($r^b - r^d$) ticari bankaların kârını ifade etmektedir ve ticari bankaların temel amacı bu kârı maksimize etmektir.

$$\text{Bankaların kârı} = r^b - r^d \quad (1)$$

Merkez bankaları tarafından izlenen para politikasında kullanılan açık piyasa işlemleri devlet tahvilleri üzerinden gerçekleştirilmektedir. Merkez bankaları ikincil piyasada devlet tahvillerini alıp satarak tahvil faizini belirlemektedir. Tahvil faizi üzerinde belirlediği hedef de politika faizidir. Bu durumda yukarıda yer alan tahvil faizi (r^b) terimini politika faizi (r^p) terimi ile değiştirmek mümkündür.

$$\text{Bankaların kârı} = r^p - r^d \quad (2)$$

Basitlik olsun diye bankaların kârının sıfır olduğunu kabul edelim. Bu durumda yukarıda yer alan eşitlik şu şekilde yazılır;

$$0 = r^p - r^d \quad (3)$$

Eğer mevduat faizini eşitliğin sol tarafına alırsak yukarıdaki eşitliği şu şekilde yazmak mümkün olur;

$$r^d = r^p \quad (4)$$

Dikkat edilirse mevduat faizi ile politika faizi bankacılık sektöründeki kârın sıfır olması durumunda birbirine eşittir. Bu eşitlik bize şu bilgiyi vermektedir. Eğer eşitliğin sağ tarafında yer alan politika faizinde bir artış olursa ($r^p \uparrow$) eşitliğin sol tarafında yer alan mevduat faizi de aynı oranda artış gösterecektir ($r^d \uparrow$). Bu ilişki literatürde faiz geçişkenliği olarak bilinmektedir. İki orandaki artışın birbirine eşit olması, r^p değişkeninin önünde 1 katsayısının yer aldığı anlamına gelecektir ve bu durum tam faiz geçişkenliği olarak ifade edilmektedir. Oysaki gerçek hayatta faiz geçişkenliği çeşitli nedenlerle eksik gerçekleşebilir. Bu nedenle faiz geçişkenliğinin

1'den küçük olma ihtimali mevcuttur. Bu durumu formülde ifade etmek için r^p değişkeninin önüne bir katsayı yazılır.

$$r^d = \beta_1 r^p \quad (5)$$

Denklemde yer alan β_1 teriminin 1'e eşit olması tam faiz geçişkenliğini, 1'den küçük olması ise eksik faiz geçişkenliğini ifade etmektedir. Yukarıda bankacılık sektörünün kârsız çalıştığını varsaymıştık. Şimdi bankacılık sektörünün sabit bir oranda bir kâr marjı ile çalıştığını varsayalım ve bu kâr marjını β_0 ile ifade edelim. Bu durumda modelimiz şu şekli almaktadır.

$$r^d = \beta_0 + \beta_1 r^p \quad (6)$$

Bazen merkez bankaları politika faizinde bir değişiklik yapmasa da veya bankaların kâr marjı değişmese de mevduat faizleri değişiklik gösterebilir. Örneğin enflasyonist ortamlarda ticari bankalar daha fazla mevduat bulabilmek için beklenen enflasyon oranında (π^e) meydana gelen değişimleri de faiz oranı değişkenine eklerler. Ancak bu değişikliğin her zaman birebir olması beklenmez. Bu nedenle mevduat faizlerini etkileyen bir başka değişken olarak beklenen enflasyon oranı da modele dâhil edilmelidir.

$$r^d = \beta_0 + \beta_1 r^p + \beta_2 \pi^e \quad (7)$$

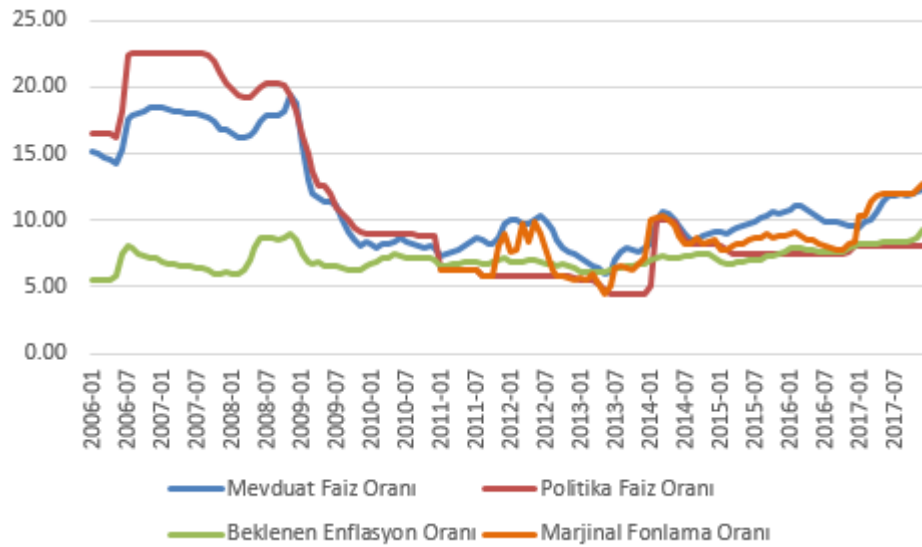
Çalışmanın bu bölümünde Denklem 7'de verilen modelin geçerliliği test edilmeye çalışılacak ve faiz geçişkenliğinin mevcut olup olmadığı, varsa hangi dönemlerde faiz geçişkenliğinin sağlanabilip sağlanamadığı değerlendirilecektir.

4.7.2. Veriler

Çalışmada kullanılan veriler TCMB'nin elektronik veri dağıtım sisteminden (EVDS) elde edilmiştir. Veri dönemi açık enflasyon hedeflemesi stratejisinin başladığı 2006 yılından 2017 yılının sonunu kapsamaktadır ve aylık frekanstadır. Verilerin aylık frekansta kullanılmasının nedeni verilerin daha düşük frekansta temin edilmesinin mümkün olmamasıdır. Çalışmaya konu olan veriler ticari bankacılık

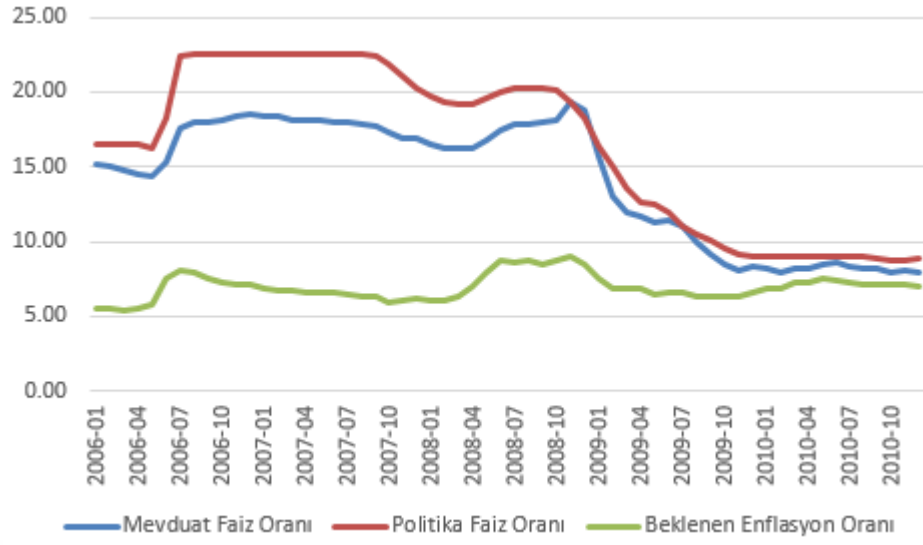
sektöründeki mevduatlara uygulanan ortalama faiz oranı (r^d), geleneksel para politikası dönemini ifade eden Ocak 2006 – Eylül 2010 dönemi için gecelik politika faiz oranı ve geleneksel olmayan para politikası dönemini ifade eden Ekim 2010 – Aralık 2017 dönemi için haftalık politika faiz oranı (r^p), geleneksel olmayan para politikası döneminde etkili olma ihtimali yüksek olan, TCMB tarafından bankacılık sisteminin likiditesinin belirlenmesi üzerine uygulanan tüm faiz oranlarının ağırlıklı ortalamasını ifade eden marjinal fonlama oranı (r^m) ve beklenen enflasyon oranıdır (π^e).

Bu değişkenlere ilişkin grafikler aşağıda sunulmuştur.



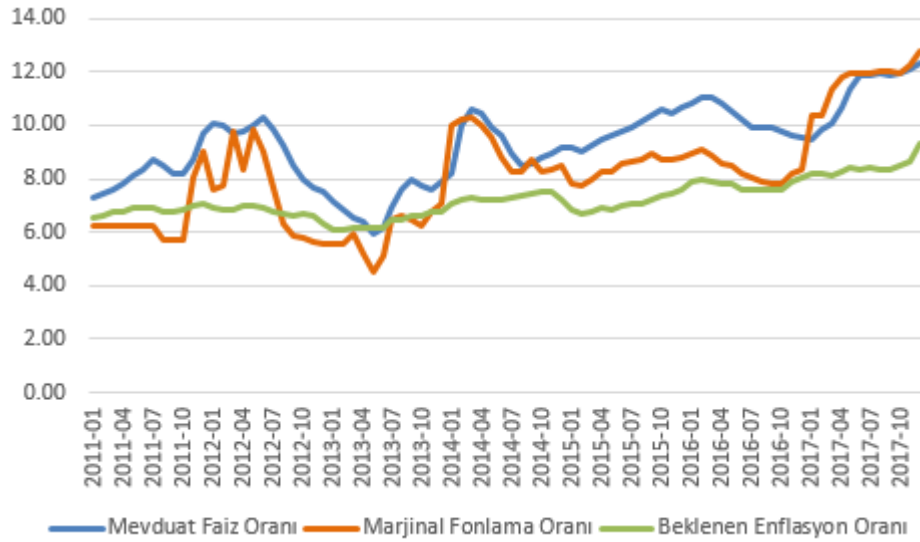
Şekil 14: Politika, Mevduat ve Marjinal Fonlama Faiz Oranları (2006:M1-2017:M12)

Kaynak: TCMB, EVDS'den Alınan Veriler Aracılığıyla Yazar Tarafından Oluşturulmuştur.



Şekil 15: Politika Faiz Oranı ve Mevduat Faiz Oranı
(2006:M1-2010:M12)

Kaynak: TCMB, EVDS'den Alınan Veriler Aracılığıyla Yazar Tarafından Oluşturulmuştur.



Şekil 16: Mevduat Faiz Oranı ve Marjinal Fonlama Faiz Oranı
(2011:M1-2017:M12)

Kaynak: TCMB, EVDS'den Alınan Veriler Aracılığıyla Yazar Tarafından Oluşturulmuştur.

Yukarıda yer alan Şekil 14 incelendiğinde mevduat faiz oranı ile politika faiz oranının geleneksel para politikası döneminde çok yakın bir ilişki sergilediğini, ancak geleneksel olmayan para politikası döneminde bu iki değişkenin birbirinde ayrışma gösterdiğini gözlemlemek mümkündür. Mevduat faiz oranının geleneksel olmayan para politikası döneminde, yani 2011 yılından itibaren marjinal fonlama oranı ile daha yakın bir seyir izlediği de göze çarpmaktadır. Bu iki durumun daha net görülebilmesi için Şekil 15 ve Şekil 16 oluşturulmuştur. Şekil 15 geleneksel para politikası dönemini ifade ederken Şekil 16 geleneksel olmayan para politikası dönemini ifade etmektedir. Şekil 15'te politika faiz oranının mevduat faiz oranından bir parça yüksek seyrettiği görülebilir. Bu durum politika faiz oranının mevduat faiz oranını yönlendirmek amacıyla belirlendiğini göstermektedir. İki değişkenin benzer patikayı izlemesi, bu amacın gerçekleştirilebildiğine işaret etmektedir. Şekil 14 incelendiğinde mevduat faiz oranı ile politika faiz oranı arasındaki ilişkinin zayıfladığı görülebilir. Bu durum politika faiz oranından mevduat faiz oranına geçişkenliğin azalmış olabileceği ihtimalini ortaya çıkarmıştır. Bu durumda mevduat faizine hangi değişken yön vermektedir. Aynı grafikte marjinal fonlama oranı ile mevduat oranının seyrine bakıldığında yine yakın bir hareketin söz konusu olduğu görülmektedir. Bu ilişki Şekil 16'da ayrı olarak da gösterilmiştir. Bu durumda geleneksel olmayan para politikası döneminde mevduat faizlerinin merkez bankasının birden çok faizinin bir kompozisyonu olan marjinal fonlama oranı tarafından yönlendirilebileceği ihtimali söz konusudur. Bu değişkenler arasında bir ilişkinin mevcut olup olmadığı ise ekonometrik analiz ile mümkün olacaktır.

4.7.3. Tanımlayıcı İstatistikler Ve Birim Kök Testi

Modelde yer alan verilerin analize uygunluğunu test etmek için ilk etapta tüm verilere ilişkin tanımlayıcı istatistikler sunulmuştur. Buna göre verilerin özellikleri analiz dönemleri itibarıyla aşağıdaki gibidir. Çalışmada ilk etapta geleneksel para politikası dönemi (2006:M1-2010:M12) ele alınacak ve politika faizinin mevduat faizi üzerindeki etkisine bakılacaktır. Sonrasında aynı analiz geleneksel olmayan para politikası dönemi için (2011:M1-2017:M12) yapılacaktır. Bu nedenle tanımlayıcı istatistikler her iki dönem için ayrı ayrı ele alınmıştır.

Tablo 2: Tanımlayıcı İstatistikler (2006:M1-2010:M12 Dönemi İçin)

	Mevduat Faiz Oranı	Politika Faiz Oranı	Beklenen Enflasyon Oranı
	r_t^d	r_t^p	π_t^e
Ortalama	14.1538	16.4157	6.9433
Medyan	15.9500	18.2100	6.8500
Maksimum	19.3300	22.5000	8.9500
Minimum	7.9300	8.7500	5.4400
Standart Sapma	4.1504	5.4309	0.8681
Çarpıklık	-0.4575	-0.3081	0.5334
Basıklık	1.5233	1.4601	2.8538
Jarque-Bera	7.5442	6.8776	2.8986
Olasılık	0.0230	0.0321	0.2347
Gözlem Sayısı	60	60	60

Tablo 2 incelendiğinde 2006-2010 döneminde ortalama politika faizinin ortalama mevduat faizinden yaklaşık 2 puan daha yüksek olduğu görülmektedir (Politika faizi %16.41, mevduat faizi ise %14.15’dir). Bu durum TCMB’nin politika faiz oranını belirlerken ticari bankalara yön verme amacıyla belirlediğini göstermektedir. Ticari bankaların da TCMB’nin politika faizini takip ettiğinin de bir işaretidir. Diğer bir özellik ise standart sapma değerlerindeki yüksekliktir. Faiz oranlarının standart sapma 4-5 aralığındadır. Bu durum bu dönemde gerek TCMB’nin gerekse de ticari bankaların faiz oranlarını önemli ölçüde değiştirdiğine işaret etmektedir. Nitekim bu değişim Şekil 15’ten de gözlemlenebilir. Jarque-Bera test sonucuna göre faiz oranlarının normal dağılım göstermediği de görülmektedir. 2011-2017 dönemine ait tanımlayıcı istatistikler ise Tablo 3’de sunulmuştur.

Tablo 3: Tanımlayıcı İstatistikler (2011:M1-2017:M12 Dönemi İçin)

	Mevduat Faiz Oranı	Politika Faiz Oranı	Marjinal Fonlama Oranı	Beklenen Enflasyon Oranı
	r_t^d	r_t^p	r_t^m	π_t^e
Ortalama	9.3127	6.9163	8.2163	7.2165
Medyan	9.6000	7.5000	8.2700	7.0450
Maksimum	12.3600	10.0000	12.7500	9.3000
Minimum	5.9500	4.5000	4.5200	6.0700
Standart Sapma	1.4816	1.4020	1.9793	0.6804
Çarpıklık	-0.1395	0.0380	0.4112	0.6278

Basıklık	2.4950	2.3714	2.5423	2.9371
Jarque-Bera	1.1648	1.4030	3.1004	5.5309
Olasılık	0.5586	0.4958	0.2122	0.0629
Gözlem Sayısı	84	84	84	84

Tablo 3 incelendiğinde 2011-2017 döneminde ortalama politika faizinin ortalama mevduat faizinden yaklaşık 2.4 puan daha düşük olduğu görülmektedir (Politika faizi %6.9, mevduat faizi ise %9.3'tür). Bu dönemde marjinal fonlama oranının politika faizine kıyasla daha önemli bir role sahip olmasını beklemekteyiz. Bu değer de %8.2 düzeyinde bir ortalamaya sahip olduğu görülmektedir. Diğer bir özellik ise standart sapma değerlerindeki normalleşmedir. Değerler 1.40-2.00 puan aralığına düşmüştür. Jarque-Bera test sonucuna göre beklenen enflasyon hariç diğer değişkenlerin normal dağılım gösterdiği görülmektedir.

TCMB tarafından belirlenen politika faiz oranı ve marjinal fonlama faiz oranının ticari bankaların mevduat faiz oranları üzerindeki etkisini araştırmadan önce faiz oranı serilerinin durağan olup olmadıklarının araştırılması gerekmektedir. Durağan olmayan serilerde bilindiği gibi sahte regresyon problemi görülebilecektir. Bu da değişkenler arasında aslında mevcut olmayan veya bir diğer deyişle gerçek ilişkiyi vermeyen anlamlı t ve F istatistik değerlerinin ortaya çıkmasına, hatta yüksek R^2 değerlerinin görülebilmesine neden olacaktır. Engle ve Granger (1987) bu duruma karşılık, durağan olmayan serilerin d sayıda farkının alınarak durağan hale getirilmesini önermektedirler. Bu tür bir seri literatürde d derecesinden bütünleşik seri olarak adlandırılır ve $I(d)$ biçiminde gösterilir.

Serilerin durağanlığının belirlenmesinde birden çok yöntem vardır. Grafiklerin incelenmesi bunlardan ilkidir. Otokorelasyon ve kısmi-otokorelasyon hesaplamaları bir diğer yöntem olarak karşımıza çıkmaktadır. Seride birim kökün mevcut olup olmadığının araştırılması ise üçüncü yöntem olarak karşımıza çıkmaktadır. Seride birim kökün mevcut olması, o serinin durağan bir yapı göstermediği anlamına gelmektedir. Bu üç yöntemden literatürde de en çok kullanılan yöntem olan birim kökün araştırılmasını tercih ettik.

Birim kökün varlığının tespitiyle ilgili literatürde çok sayıda birim kök testi mevcuttur. Bunlardan en çok kullanılanlardan ve kabul edilenlerden biri Genişletilmiş Dickey-Fuller (ADF) birim kök testidir. ADF testinin sıfır hipotezi, serilerin birim kök içerdiği, yani serilerin durağan olmadığı şeklindedir. Birim kök testleri sabit terimli, sabit terim ve trendli ve son olarak sabitsiz ve trendsiz olarak uygulanmıştır. Geleneksel para politikası dönemi için ADF birim kök testine ilişkin bulgular Tablo 4’de sunulmuştur.

Tablo 4: ADF Birim Kök Testi Sonuçları (2006:M1-2010:M12 Dönemi İçin)

	Mevduat Faiz Oranı	Politika Faiz Oranı	Beklenen Enflasyon Oranı
	r_t^d	r_t^p	π_t^e
Hiçbiri	-0.9317	-0.8132	-0.1275
Sabit	-0.1974	-0.4228	-3.5936*
Sabit + Lineer Trend	-2.7818	-2.9435	-3.4906**
	Δr_t^d	Δr_t^p	$\Delta \pi_t^e$
Hiçbiri	-3.7314*	-3.7955*	-
Sabit	-3.7165*	-3.8461*	-
Sabit + Lineer Trend	-3.7059*	-4.0870*	-

* ve ** ifadesi sırasıyla %1 ve %5 düzeyinde istatistiksel anlamlılığı ifade etmektedir.

Tablo 4 incelendiğinde mevduat ve politika faiz oranının düzeyde durağan olmadığı görülmektedir. Yani boş hipotez reddedilememiştir. Bir diğer deyişle serilerde birim kök mevcuttur. Beklenen enflasyon serisinde ise sabit terim ve trend eklendiğinde düzeyde durağan olduğu görülmektedir. Birinci farkları alındıktan sonra ise tüm serilerin durağan olduğu tespit edilmiştir. Bir diğer deyişle seriler birinci dereceden bütünleşik serilerdir.

Tablo 5: ADF Birim Kök Testi Sonuçları (2011:M1-2017:M12 Dönemi İçin)

	Mevduat Faiz Oranı	Politika Faiz Oranı	Beklenen Enflasyon Oranı	Marjinal Fonlama Oranı
	r_t^d	r_t^p	π_t^e	r_t^m
Hiçbiri	-0.4252	-0.0559	-1.4848	-0.7479

Sabit	-2.0420	-1.8096	-0.5447	-0.9913
Sabit+Trend	-1.1919	-1.4436	-1.1787	-2.1267
	Δr_t^d	Δr_t^p	$\Delta \pi_t^e$	Δr_t^m
Hiçbiri	-3.8619*	-3.6920*	-4.9020	-3.6384*
Sabit	-3.8379*	-3.6757*	-5.1183	-3.6211*
Sabit+Trend	-3.8146*	-3.6598*	-5.3244	-3.6024*
* ifadesi %1 düzeyinde istatistiksel anlamlılığı ifade etmektedir.				

Tablo 5 incelendiğinde yine tüm serilerin düzeyde durağan olmadığı tespit edilmiştir. Yani boş hipotez reddedilememiştir. Serilerde mevcut olan birim kök, serilerin birinci farkları alınarak ortadan kaldırılmıştır. Çalışmanın bundan sonraki bölümünde yukarıda belirtilen faiz oranları arasında uzun dönemli bir ilişkinin mevcut olup olmadığı otoregresif dağıtılmış gecikme modeli (ARDL) ile araştırılacaktır.

4.7.4. Eşbütünleşme Analizi

Serilerin farkı alınarak durağanlaşma sağlanması, değişkenler arasındaki uzun dönemli ilişkilere ilişkin bilgilerin kaybedilmesine neden olabilmektedir. Engle ve Granger (1987) serilerin farkını almaya gerek kalmaksızın iki veya daha fazla durağan olmayan serinin doğrusal bir kombinasyonunun durağan olabileceğini belirtmişlerdir. Bir diğer deyişle seriler durağan olmasa bile bu serilerin düzey değerlerinden elde edilen regresyon sonuçlarının istatistiksel ve iktisadi olarak anlamlı sonuçlar verebileceğini belirtmişlerdir.

Eşbütünleşme analizi, serilerin uzun dönemde birlikte hareket edip etmediklerini anlamaya yardımcı olmaktadır. Seriler arasında eşbütünleşme ilişkisinin varlığı, bu serilerin uzun dönem denge değerlerinden bir sapma olduğunda bu sapmanın belli bir hata düzeltme mekanizması ile düzeltildiğine işaret etmektedir. Bu sebeple bu tür eşbütünleşik seriler hata düzeltme modelleri ile modellenmektedir. Eşbütünleşme analizlerinde üç model karşımıza çıkmaktadır: (1) Engle-Granger

eşbütünleşme testi, (2) Johansen eşbütünleşme testi ve (3) Pesaran sınır testi (ARDL modeli).

Engle-Granger eşbütünleşme testi Engle ve Granger (1987) tarafından geliştirilmiş bir yaklaşımdır. Bu test iki değişken ile oluşturulan regresyondan elde edilen hata terimlerinin durağanlığının tespitine dayanmaktadır. Buna göre doğrusal olmayan iki serinin doğrusal bir kombinasyonu kurulduğunda bu kombinasyondan elde edilen hata terimleri durağansa seri eşbütünleşik olarak kabul edilir ve değişkenler arasındaki ilişkinin varlığı kanıtlanmış olur.

Johansen (1988) tarafından geliştirilen test ise en küçük kareler yöntemini değil, maksimum olabilirlik yöntemini kullanmaktadır. Model bu yöntem ile seriler arasındaki eşbütünleşme ilişkisinin sayısını belirler. Bu test tekniğinin Engle-Granger testinden bir diğer farkı Johansen testinin ikiden fazla değişken için eşbütünleşme ilişkisini yakalayabiliyor olmasıdır. Oysaki Engle-Granger testi sadece iki değişken arasında eşbütünleşme ilişkisinin mevcut olup olmadığını araştırabilmektedir.

Eşbütünleşme analizinde kullanılan bir diğer test ise Pesaran ve diğerleri (2001) tarafından geliştirilen sınır testi yaklaşımıdır. Bu testin yukarıda ifade ettiğimiz diğer iki teste kıyasla çeşitli üstünlükleri mevcuttur. Bunlardan ilki serilerin hangi düzeyde durağan olup olmadıklarına bakmamasıdır. Oysaki hem Engle-Granger hem de Johansen eşbütünleşme testinde serilerin aynı dereceden durağan olması önem taşımaktaydı. Bunun dışında bir diğer avantajı örneklem sayısı ile alakalıdır. Monte-Carlo simülasyonları, sınır testi yaklaşımının Engle-Granger ve Johansen testlerine kıyasla az sayıda gözlem için daha güvenilir sonuçlar verdiğini de göstermiştir. Dördüncü avantajı içsellik sorunu ile ilgilidir. Sınır testi yaklaşımı gerek içsellik sorunu gerekse de uzun dönem katsayılar üzerindeki hipotezleri test edebilme yeteneği açısından diğer iki teste kıyasla daha üstündür.

Aşağıda yer alan Denklem 8 politika faizi ile mevduat faizleri arasında uzun dönemli bir ilişki olduğuna işaret etmektedir. Modelde yer alan β_0 , β_1 ve β_2 ifadeleri modeldeki parametreleri, ε_t ise hata terimini ifade etmektedir.

$$r^d = \beta_0 + \beta_1 r^p + \beta_2 \pi^e + \varepsilon_t \quad (8)$$

Denklem 7’de yer alan r_t^d terimi bağımlı değişken olan vadeli mevduat faiz oranını temsil etmektedir. r_t^x terimi ise geleneksel para politikası dönemi için politika faiz oranını (r_t^p), geleneksel olmayan para politikası dönemi için ise marjinal fonlama oranını (r_t^m) temsil etmektedir. Beklenen enflasyon (π_t^e) serisi de kontrol değişkeni olarak modelimizde yer almaktadır. Çalışmada değişkenler arasındaki uzun dönemli ilişki ARDL sınır testi ile analiz edilecektir. Her ne kadar ARDL sınır testinde değişkenlerin I(0) veya I(1) olup olmadıkları önemsiz olsa da yine de yukarıda yer alan Tablo 4 ve Tablo 5’te değişkenlere ilişkin birim kök test sonuçları sunulmuştur. Buna ilaveten ARDL yöntemi değişkenlerin farklı optimal gecikmelere sahip olmasına da izin vermektedir ki bu durum geleneksel eşbütünleşme modellerinde söz konusu olamamaktadır. Denklem 8’de yer alan eşitliğin uzun dönemdeki genişletilmiş formu ve ARDL formu sırasıyla Denklem 9 ve Denklem 10’da verilmiştir.

$$r_t^d = \phi_0 + \sum_{i=0}^l \alpha_{1i} r_{t-i}^d + \sum_{j=0}^m \alpha_{2i} r_{t-j}^x + \sum_{k=0}^n \alpha_{3i} \pi_{t-k}^e + \varepsilon_t \quad (9)$$

$$\Delta r_t^d = c + \alpha_1 r_{t-1}^d + \alpha_2 r_{t-1}^x + \alpha_3 \pi_{t-1}^e + \sum_{i=1}^{p-1} \theta_{1i} \Delta r_{t-i}^d + \sum_{j=0}^q \theta_{2i} \Delta r_{t-j}^x + \sum_{k=0}^q \theta_{3i} \Delta \pi_{t-k}^e + u_t \quad (10)$$

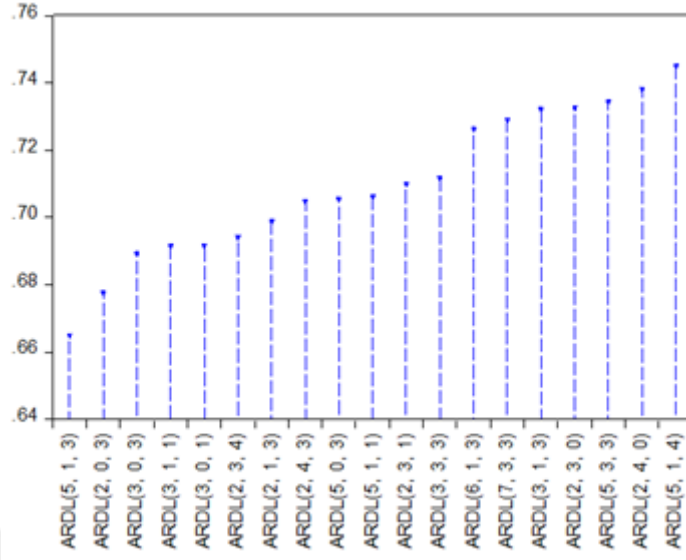
Denklem 10’da yer alan u_t terimi hata terimini, θ_{1i} , θ_{2i} ve θ_{3i} kısa dönem katsayılarını, α_1 , α_2 ve α_3 uzun dönem ilişkileri, p , q_1 ve q_2 terimleri ise bilgi kriteri doğrultusunda belirlenmiş gecikme uzunluklarını ifade etmektedir. Gecikme uzunlukları doğrultusunda belirlenen en optimal model ARDL(p, q_1, q_2) modeli olarak ifade edilmektedir ve optimal gecikme uzunlukları Schwarz Bilgi Kriteri (SIC) ile seçilmiştir.

ARDL sınır testi yaklaşımında boş hipotez, değişkenler arasında uzun dönemli bir ilişkinin mevcut olmadığı hipotezidir. Bu durumda modelde yer alan α_1 , α_2 ve α_3 katsayılarının sıfıra eşit olduğu hipotezi test edilmektedir ($H_0 = \alpha_1 = \alpha_2 = \alpha_3$). Alternatif hipotez ise bu değerlerin sıfırdan farklı olduğu yönündedir ($H_0 = \alpha_1 \neq \alpha_2 \neq \alpha_3$). Modelden hesaplanan Wald ve F istatistiği değerleri, standart tablo

değerleri ile karşılaştırılmaz. Pesaran vd (2001) çalışmasında her iki değer için alternatif test istatistiği değerleri hesaplanmıştır. Bu çalışmada her bir anlamlılık düzeyi için bir üst sınır ve bir de alt sınır değeri belirlenmiştir. Test istatistiğinin üst sınır değerinin üzerinde yer alması eşbütünleşme ilişkisinin mevcut olduğunu, alt sınırın altında yer alması durumunda ise eşbütünleşme ilişkisinin mevcut olmadığını göstermektedir. İki değer arasında yer alması durumunda ise eşbütünleşmenin mevcut olup olmadığı konusunda hemen bir hükme varmak mümkün değildir. Bunun yerine bağımsız değişkenler arasındaki bütünleşme derecelerinin bilinmesi gerekmektedir. Denklem 9’da yer alan parametrelerin sıfıra eşit olması durumunda değişkenler arasında herhangi bir uzun dönemli ilişkinin mevcut olmadığı söylenebilir. Her bir dönem için gerçekleştirilen tahminler aşağıda detaylı bir şekilde açıklanmıştır.

4.7.5. Geleneksel Para Politikası Döneminde Politika Faizinin Geçişkenliği

Bu dönemde izlenen para politikası, geleneksel para politikası dönemidir. Bu dönemde mevduat bankalarının mevduat faiz oranının temel belirleyicisi olarak politika faizi değişkeni kullanılmıştır. ARDL modelinin maksimum gecikme uzunluğu 12 alınarak Schwarz bilgi kriteri (SC) ile uygun gecikme uzunluğu $p=2$, $q_1=3$ ve $q_2=3$ olarak belirlenmiştir. Gecikme uzunluklarına ilişkin değerler aşağıda yer alan Şekil 17’de gösterilmiştir.



Şekil 17: Schwarz Bilgi Kriteri İle Gecikme Uzunluğu Seçimi (Model 1)

2006:M1-2010:M12 dönemine ilişkin veriler yardımıyla gerçekleştirilen modelin F testi sonuçları ise Tablo 6’da verilmiştir.

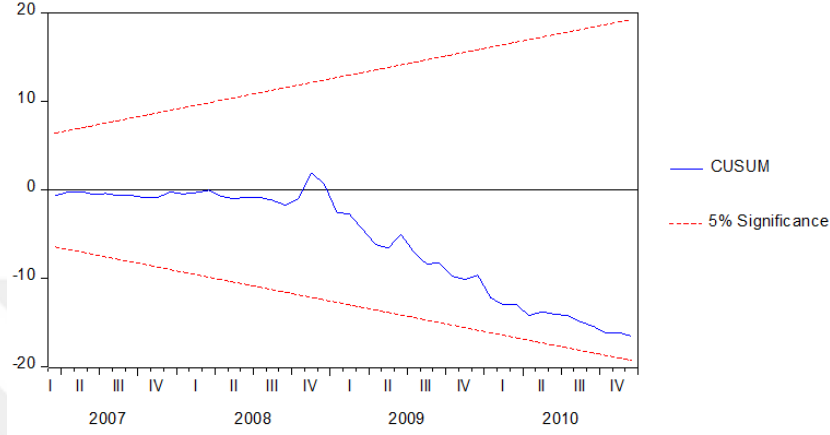
Tablo 6: 2006:M1-2010:M12 Dönemine İlişkin Eşbütünleşme Testi Sonuçları

		Kısıtsız sabit ve trendsiz model			
Test istatistiği	Değerler	k=2		Eşbütünleşme	
		I(0)	I(1)		
F-istatistiği	6.85	10%	2.75	3.50	Var
		5%	3.30	4.10	
		1%	4.61	5.56	

Tablo 6’dan elde edilen sonuca göre bankaların mevduat faiz oranı ile TCMB’nin politika faiz oranı ve beklenen enflasyon oranı arasında 2006:M1-2010:M12 döneminde uzun dönemli bir ilişki mevcuttur. Tablo 6’da yer alan Wald testi istatistiği Peseran ve diğ. (2001) çalışmasındaki kritik değerler ile kıyaslandığında değişkenler arasında uzun dönemli bir ilişkinin varlığına işaret etmektedir.

ARDL(5,1,3) modelinin hata terimlerine ilişkin LM testi sonuçları hata terimleri arasında herhangi bir otokorelasyonun mevcut olmadığına da işaret

etmektedir (Ki-Kare anlamlılık düzeyi: 0.1375). Şekil 18’de yer alan CUSUM grafiği de yine bize modelde yer alan regresyon katsayılarının istikrarlı olduğunu da göstermektedir.



Şekil 18: ARDL(5,1,3) Modelinin CUSUM Testi Sonuçları

Tablo 7: 2006:M1-2010:M12 Dönemine ait ARDL (5,1,3) Modelinden Hesaplanan Uzun Dönem Katsayıları

Değişken	Katsayı	Standart Hata	t istatistiği
Sabit	-6.403	1.011	-6.330*
r_t^p	0.772	0.015	49.884*
π_t^e	1.087	0.132	8.175*

* %5 anlamlılık düzeyinde istatistiksel açıdan anlamlılığı göstermektedir.

Tablo 7 incelendiğinde hem politika faizinin hem de beklenen enflasyonun uzun dönemde mevduat faizleri üzerinde anlamlı bir etkiye sahip olduğu görülebilir. Değişkenler arasındaki ilişki pozitif yönlü olarak tespit edilmiştir. Buna göre politika faizindeki bir artış uzun dönemde mevduat faizine 0.77 oranına yansımaktadır. Bu değer tam faiz geçişkenliği olmadığını ancak politika faizinin önemli bir kısmının mevduat faizine yansıdığını göstermektedir. Aynı şekilde beklenen enflasyonun etkisi de pozitiftir ve beklenen enflasyondaki bir birimlik artışın tamamı mevduat faizlerine yansımaktadır. Bir diğer deyişle ticari bankaların mevduat faizlerini belirlerken beklenen enflasyona da çok büyük oranda önem atfettiklerini

göstermektedir (Değerin birden büyük çıkması, bu değer bir olarak yorumlanmasını gerektirmektedir).

Aşağıda yer alan Tablo 8 bize ARDL (4.0.2) kısa dönem hata düzeltme modelinin sonuçlarını vermektedir. Kısa dönem katsayıları incelendiğinde de politika faizinin kısa dönemdeki etkisinin 0.19 olduğu görülmektedir. Beklenen enflasyon ise kısa dönemde hem t, hem t-1 hem de t-2 döneminde etkilidir. t dönemindeki etki 0.88 olarak gerçekleşmiştir. Bu durum ticari bankaların beklenen enflasyondaki değişimin oldukça önemli bir kısmını cari dönemde hemen meduat faizlerine yansıttıklarına işaret etmektedir. Son olarak hata düzeltme katsayısının da (-0.434) istatistiksel olarak anlamlı bulunduğu ve beklenen işarete sahip olduğunun not edilmesi gerekmektedir. Bu durum politika faiz oranı ile mevduat faiz oranı arasında uzun dönemli bir hata düzeltme ilişkisi mevcut olduğunu, dolayısıyla eşbütünleşmenin söz konusu olduğu anlamına gelmektedir.

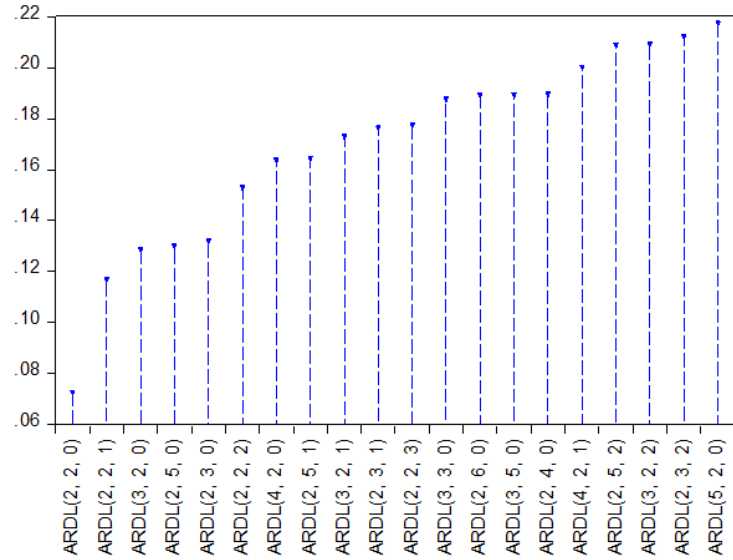
Tablo 8: ARDL (4,0,2) Kısa Dönem (Hata Düzeltme) Modeli

Değişken	Katsayı	Standart Hata	t istatistiği
Δr_{t-1}^d	0.397	0.082	4.845*
Δr_{t-2}^d	-0.027	0.090	-0.297
Δr_{t-3}^d	0.005	0.079	0.060
Δr_{t-4}^d	-0.173	0.063	-2.750*
Δr_t^p	0.189	0.066	2.876*
$\Delta \pi_t^e$	0.877	0.116	7.585*
$\Delta \pi_{t-1}^e$	0.286	0.161	1.777
$\Delta \pi_{t-2}^e$	-0.817	0.144	-5.668*
EC _{t-1}	-0.434	0.054	-8.001*

* %5 anlamlılık düzeyinde istatistiksel açıdan anlamlılığı göstermektedir.

4.7.6. Geleneksel Olmayan Para Politikası Döneminde Politika Faizinin Geçişkenliği (A)

Geleneksel olmayan para politikası döneminde mevduat bankalarının mevduat faiz oranının temel belirleyicisi olarak yine politika faizi ve beklenen enflasyon oranı değişkenleri kullanılmıştır. ARDL modelinin maksimum gecikme uzunluğu 12 alınarak Schwarz bilgi kriteri (SC) ile uygun gecikme uzunluğu $p=2$, $q_1=2$ ve $q_2=0$ olarak belirlenmiştir. Gecikme uzunluklarına ilişkin değerler aşağıda yer alan Şekil 19’da gösterilmiştir.



Şekil 19: Schwarz Bilgi Kriteri İle Gecikme Uzunluğu Seçimi (Model 2)

2011:M1-2017:M12 dönemine ilişkin veriler yardımıyla gerçekleştirilen F testi sonuçları ise Tablo 9’da verilmiştir.

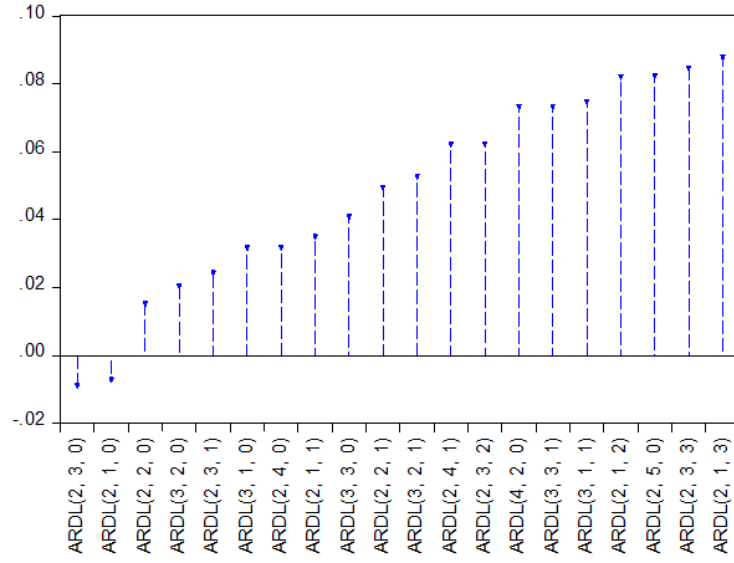
Tablo 9: 2011:M1-2017:M12 Dönemine İlişkin Eşbütünleşme Testi Sonuçları

Kısıtsız sabit ve trendsiz model				
Test istatistiği	Değer	k=2		Eşbütünleşme
		I(0) I(1)		
		10%	2.47 3.31	
F-istatistiği	1.46	5%	2.92 3.84	Yok
		1%	3.91 5.04	

Tablo 9’da yer alan F-testi istatistik test değeri 2011:M1-2017:M12 döneminde değişkenler arasında uzun dönemde anlamlı bir ilişki mevcut olmadığını göstermiştir. Test değeri her bir anlamlılık düzeyinde kritik değerlerin altında kalmıştır. Bu durumda değişkenler arasında uzun dönemde bir ilişki mevcut olmadığını söylemek doğru olacaktır. Bu bulgu geleneksel olmayan para politikası döneminde TCMB’nin politika faizinin faiz geçişkenliği rolünün ortadan kalktığı anlamına gelmektedir.

4.7.7. Geleneksel Olmayan Para Politikası Döneminde Marjinal Fonlama Oranının Geçişkenliği (B)

Şekil 16 incelendiğinde geleneksel olmayan para politikası döneminde mevduat bankalarının faiz oranı ile politika faiz oranı arasındaki ilişkinin koptuğu, mevduat bankalarının faiz oranının marjinal fonlama oranı ile paralel bir seyir izlemeye başladığı görülebilir. Bu durum mevduat bankalarının faiz oranını belirleyen ana unsurun marjinal fonlama oranı olduğu ihtimalini gündeme getirmiştir. Bu amaçla geleneksel olmayan para politikası döneminde mevduat faizinin temel belirleyicisi olarak politika faizi yerine marjinal fonlama oranı ele alınmış ve beklenen enflasyon oranı değişkeni de kullanılmıştır. ARDL modelinin maksimum gecikme uzunluğu yine 12 alınarak Schwarz bilgi kriteri (SC) ile uygun gecikme uzunluğu $p=2$, $q_1=3$ ve $q_2=0$ olarak belirlenmiştir. Gecikme uzunluklarına ilişkin değerler aşağıda yer alan Şekil 20’de gösterilmiştir.



Şekil 20: Schwarz Bilgi Kriteri İle Gecikme Uzunluğu Seçimi (Model 3)

2010:M1-2017:M12 dönemine ilişkin veriler yardımıyla gerçekleştirilen F testi sonuçları Tablo 10’de verilmiştir.

Tablo 10: 2010:M1-2017:M12 Dönemine İlişkin Eşbütünleşme Testi Sonuçları

Kısıtsız sabit ve trendsiz model					
Test istatistiği	Değerler	k=2		Eşbütünleşme	
		I(0) I(1)			
		10%	2.63	3.35	
F-istatistiği	6.11	5%	3.10	3.87	Var
		1%	4.13	5.00	

Tablo 11’de yer alan Wald testi istatistiği Peseran ve diğ. (2001) çalışmasındaki kritik değerler ile kıyaslandığında değişkenler arasında uzun dönemli bir ilişkinin varlığına işaret etmektedir.

Tablo 11: 2011:M1-2017:M12 Dönemine ait ARDL (2,3,0) Modelinden Hesaplanan Uzun Dönem Katsayıları

Değişken	Katsayı	Standart Hata	t istatistiği
Sabit	-4.107	-4.690	-6.330*
r_t^m	0.654	0.064	4.259*
π_t^e	0.926	0.078	8.369*

* %5 anlamlılık düzeyinde istatistiksel açıdan anlamlılığı göstermektedir.

Tablo 11 incelendiğinde hem marjinal fonlama oranının hem de beklenen enflasyonun uzun dönemde mevduat faizleri üzerinde anlamlı bir etkiye sahip olduğu görülebilir. Değişkenler arasındaki ilişki beklenen yönde pozitif yönlü olarak tespit edilmiştir. Buna göre marjinal fonlama oranındaki bir artış uzun dönemde mevduat faizine 0.65 oranına yansımaktadır. Bu değer tam faiz geçişkenliği olmadığını ancak marjinal fonlama oranının önemli bir kısmının mevduat faizine yansıdığını göstermektedir. Aynı şekilde beklenen enflasyonun etkisi de pozitiftir ve beklenen enflasyondaki bir birimlik artışın neredeyse tamamı mevduat faizlerine yansımaktadır. Bir diğer deyişle ticari bankaların mevduat faizlerini belirlerken beklenen enflasyona da çok büyük oranda önem attıklarını göstermektedir.

Tablo 12: ARDL (4,0,2) Kısa Dönem (Hata Düzeltme) Modeli

Değişken	Katsayı	Standart Hata	t istatistiği
Δr_{t-1}^d	0.414	0.030	13.800*
Δr_{t-2}^d	-0.274	0.266	-1.030
Δr_{t-3}^d	0.213	0.033	6.455*
Δr_{t-4}^d	-0.296	0.142	-2.086
Δr_t^m	0.144	0.069	2.095
$\Delta \pi_t^e$	0.911	0.202	4.511*
$\Delta \pi_{t-1}^e$	-0.232	0.213	-1.089
$\Delta \pi_{t-2}^e$	0.394	0.062	6.329*
EC _{t-1}	-0.419	0.039	-10.671*

* %5 anlamlılık düzeyinde istatistiksel açıdan anlamlılığı göstermektedir.

Yukarıda yer alan Tablo 12 bize ARDL (4.0.2) kısa dönem hata düzeltme modelinin sonuçlarını vermektedir. Kısa dönem katsayıları incelendiğinde de marjinal fonlama oranının kısa dönemdeki etkisinin 0.14 olduğu görülmektedir. Beklenen enflasyon ise kısa dönemde hem t, hem de t-2 döneminde etkilidir. t dönemindeki etki 0.91 olarak gerçekleşmiştir. Bu durum ticari bankaların beklenen enflasyondaki değişimin oldukça önemli bir kısmını cari dönemde hemen mevduat faizlerine yansıttıklarına işaret etmektedir. Son olarak hata düzeltme katsayısının da (-0.419) istatistiksel olarak anlamlı bulunduğu ve beklenen işarete sahip olduğunun not edilmesi gerekmektedir. Bu durum marjinal fonlama ile mevduat faiz

oranı arasında uzun dönemli bir hata düzeltme ilişkisi mevcut olduğunu, dolayısıyla eşbütünleşmenin söz konusu olduğu anlamına gelmektedir.

Yukarıda yer alan ARDL modelinden elde edilen bulgulardan hareketle aşağıdaki yargılara ulaşmak mümkündür;

- TCMB geleneksel para politikası döneminde repo faizleri ile belirlenen politika faiz oranı aracını kullanarak faiz geçişkenliğini sağlama kabiliyetinde idi. Bu dönemde TCMB'nin tek amacı fiyat istikrarıydı.
- TCMB geleneksel olmayan para politikası döneminde repo faizleri ile belirlenen politika faiz oranı aracını kullanarak faiz geçişkenliğini sağlama kabiliyetini kaybetti. Bu durumda fiyat istikrarı ile birlikte finansal istikrarın bir arada amaçlandığı bir durumda repo faizleri ile belirlenen politika faizi tek başına yetersiz bir araç haline geldi.
- TCMB geleneksel olmayan para politikası döneminde birçok faizi aynı anda kullanarak faiz geçişkenliğini sağlama kabiliyetine tekrar kavuştu. Birden çok faizin ağırlıklı ortalaması marjinal fonlama oranıdır. Analizden elde edilen bulgular marjinal fonlama oranının mevduat faizlerine yön verdiğini doğrulamaktadır. Bu bulgu TCMB'nin fiyat istikrarını ve finansal istikrarı aynı anda etkileyebilme kabiliyetinin geleneksel olmayan para politikası döneminde devam ettiğini göstermiştir.
- Beklenen enflasyon oranı her dönemde faizler üzerinde etkili bir değişkendir. Faizleri kontrol altına almanın yolu enflasyon beklentilerini kontrol altına almaktan geçmektedir. Bu da ancak TCMB'ye olan güvenin artırılması ile mümkündür.

SONUÇ

Etkileri dünya geneline yayılan krizler, küresel ekonomik kriz olarak adlandırılmaktadır. Başlangıçta finansal sektörde görülen krizler daha sonra reel sektörü de etkilemektedir. Ulusal ekonomide meydana gelen kriz, küreselleşmenin de etkisi ile zamanla tüm dünya ekonomilerini etkisi altına alabilmektedir. Dünyada küresel anlamda en büyük kriz 1929 yılında yaşanmış ve o tarihten günümüze kadar yine farklı nedenlerle daha birçok ekonomik kriz ortaya çıkmıştır. Türkiye’de ise son 20 yıl içinde; Nisan 1994 krizi, Kasım 2000 krizi, Şubat 2001 krizi olmak üzere 3 ekonomik kriz yaşanmış, ayrıca Türkiye dışında oluşup Türkiye ekonomisine etki eden krizler de görülmüştür.

Bunlardan biri olan 2008 Küresel Finans Krizi Türkiye açısından ele alındığında, krizin Türkiye ekonomisine hem reel hem de finansal açıdan etki ettiği görülmektedir. Reel ekonomi üzerindeki etkisi büyüme oranlarındaki düşüşle kendini göstermiştir. 2008 yılının üçüncü çeyreğinden itibaren, üretimde daralma meydana gelmiş, 2009 yılının ortasına kadar bu daralma devam etmiştir. Ancak uygulamaya konan genişletici maliye politikaları sayesinde küresel krizin büyüme üzerindeki etkileri çabuk bertaraf edilebilmiştir. Nitekim 2010 yılından itibaren büyüme oranları geçmiş dönem büyüme oranlarına yakın düzeye ulaşmıştır. Benzer performansın sanayi üretimi için geçerli olduğunun da özellikle belirtilmesi gerekmektedir. Reel ekonomi üzerindeki en önemli etki işsizlik oranlarında karşımıza çıkmaktadır. Kriz öncesinde %9 civarında seyreden işsizlik oranları krizle birlikte %14’leri bir miktar aşmış, kriz sonrasında her ne kadar eski seyrine yönelse de bu yöneliş üretimdeki kadar hızlı gerçekleşmemiştir. 2010 yılında işsizlik oranının yerleştiği bant %12’ler civarı iken %9’ları tekrar 2013 yılının ortalarında görebilmiştir. Bu durum küresel ekonomik krizin reel sektör üzerindeki etkilerini gözler önüne sermektedir.

Küresel krizin finans sektöründe yarattığı en önemli değişiklik para politikasında ortaya çıkmıştır. 2008 yılına kadar dünyadaki hâkim kanı fiyat istikrarının sağlanması durumunda finansal istikrarın da kendiliğinden sağlanacağı yönündedir. Ancak gerek Amerika’da gerekse de Avrupa’da fiyat istikrarı sağlanmış olmasına karşın finansal istikrarın sağlanamadığı görülmüştür. Bu durum yaygın

kanının sorgulanmasına neden olmuştur. 2008 ve 2009 yılında dünyadaki tüm merkez bankaları finansal istikrarı sağlamak için yeni arayışlara girmişler, ancak bu teorik arayışlar içerisinde uygulamada miktarsal genişleme stratejisi izleyerek ekonomik istikrarın yeniden tesis edilmesi rolünü de üstlenmişlerdir. Faiz oranlarının bu dönemde sıfıra yaklaşmış olması sebebiyle geleneksel para politikasının izlenmesi mümkün olmaktan çıkmıştır. Ancak miktarsal genişleme biçiminde ortaya çıkan geleneksel olmayan para politikası, sermayenin daha yüksek faiz veren gelişmekte olan ülke ekonomilerine yönelmesine neden olmuştur.

2008 Küresel finans krizi ortaya çıktığında Türkiye’de politika faiz oranı %21 civarındaydı. Miktarsal genişleme kaynaklı fonların Türkiye’ye hızla girmesiyle birlikte TCMB de politika faiz oranını hızla düşürmüştü ve %9 düzeyine çekmiştir. Bu dönemde Türkiye’de faizlerin zaten yüksek düzeyde olması, para politikasında bir değişikliğe gitme ihtiyacı doğurmamıştır. Ancak 2009 yılının sonunda sermaye hareketleri Türkiye’de hızlı kredi genişlemesine yol açınca, TCMB finansal istikrarı gözetilen bir politika arayışına geçmiştir.

2010 yılı içerisinde TCMB hem fiyat istikrarını hem de finansal istikrarı birlikte gözetilen bir politika bileşimine geçmeye karar vermiştir. Bu amaçla dizayn edilen politika bankacılık sistemi üzerinde belirsizlik yaratma amacı taşımaktaydı. Çünkü yaratılacak bir belirsizlik bankacılık sisteminin risk algısını artıracak, risk algısı artan bankalar piyasaya kredi verirken daha dikkatli davranacaktı. Bu amaçla ilk değişiklik politika faiz oranının gecelik repo faiz oranı olması yerine haftalık repo faiz oranına dönüştürülmesi oldu. Gecelik faiz oranı ise faiz koridorunun üst sınırı olarak belirlendi. Buna göre bir banka piyasaya kredi vermek için merkez bankası fonlarına başvurduğunda haftalık bazda likiditesini iyi yönetmesi gerekecekti. Eğer likidite yönetiminde haftalık bazda başarılı olamazsa bu durumda TCMB’den gecelik kredi alabilecekti, ancak bu kez daha yüksek faiz ödemek durumunda kalacaktı. Bu da bankanın kârının daha düşük olmasına neden olacaktı.

Politika faizinin vadesindeki değişikliğinin yanında bir diğer değişiklik asimetrik faiz koridoru uygulaması olmuştur. Koridorun asıl amacı sermaye hareketlerini düzenlemektir. Buna göre yoğun sermaye girişlerinin olduğu bir

dönemde TCMB koridorun üst ve alt sınırını değiştirerek sermaye girişlerinin hızını değiştirmeyi amaçlamaktadır. Örneğin yurtdışından ülkeye yoğun sermaye girişi olan dönemlerde bu para ilk etapta ticari bankalara girer. Ticari bankalar bu parayı gün içinde müşterilerine kredi olarak verir, ancak elinde fazla para kaldığında bu fazla parayı koridorun alt sınırından TCMB'ye vermek ister. Ancak TCMB bu faizi düşürdüğünde ticari bankaların olası kazancı azalmaktadır. Bu da ticari bankaların yurtdışı fonları çok fazla talep etmemesine neden olmakta ve sermaye girişlerini sınırlandırmaktadır.

Asimetrik faiz koridoru uygulaması sadece sermaye hareketlerini sınırlandırmaya dönük bir politika aracı değildir. Aynı zamanda bankaların finansmanında da etkili olan bir araçtır. Bir banka haftalık bazda TCMB'den borç alabileceği gibi (politika faiz oranından) aynı zamanda gecelik bazda da borç alabilir (koridorun üst sınırı), ancak gecelik bazda aldığı borç miktarının artması, likidite yönetimi açısından bankanın daha yüksek maliyetle borçlanmasına yol açar. Bu durumda bankalar TCMB'den borç almak yerine bankalararası para piyasasından yani diğer bankalardan da borçlanabilir. TCMB gerek haftalık repo işlemlerinin gerekse de gecelik repo işlemlerinin miktarına yönelik kısıtlamalara giderek bankaları likidite açısından zaman zaman daha da sıkışık duruma sokmayı tercih eden bir politika izlemektedir. Bu durumda bankalar geç likidite penceresi adı verilen politika aracı ile borçlanmak durumuna itilmektedir. Geç likidite penceresinin faiz oranı ise diğer tüm faiz oranlarından daha yüksektir. Bu da bankaların borçlanma maliyetinin daha da artmasına neden olmaktadır. Merkez bankası tüm bu faiz oranlarının ve borçlanma miktarlarının bir kombinasyonunu olan marjinal fonlama oranını dikkate almaktadır. Marjinal fonlama oranı TCMB tarafından sunulan tüm fonların ağırlıklandırılmış ortalamasıdır. TCMB her ne kadar bu faizi bir politika faizi olarak hedeflemese de ticari bankaların borçlanma maliyetini ifade etmesi nedeniyle politika faizi olma rolünü üstlenmektedir. Bu sebeple marjinal fonlama oranı küresel finans krizi sonrasında piyasada politika faizi olma işlevini görmüştür.

Bu dönemde TCMB'nin finansal istikrar için aktif olarak kullanmaya başladığı bir diğer araç ise zorunlu karşılık oranları olmuştur. TCMB zorunlu karşılık oranları ile piyasaya verilen kredi miktarını düzenlemeye çalışmaktadır. 2008 Krizi

sonrasında zorunlu karşılık oranlarında vadeye göre farklılaştırmaya gitmiş ve vade uzadıkça zorunlu karşılık oranlarını düşürmüştür. Bu uygulama ile düşük vadeli mevduatların maliyetini yükseltmekte, uzun vadeli mevduatların maliyetini ise düşürmektedir. Bu sayede hanehalkının mevduatlarını uzun vadeli mevduatlarda değerlendirmesini sağlamaya çalışmaktadır. Ancak ticari bankalara zorunlu karşılıklar için herhangi bir faiz ödenmemesi bankacılık sisteminin haklı eleştirilerine neden olmuştur. Bu eleştirilerden hareketle geliştirilen rezerv opsiyon mekanizması hem zorunlu karşılık uygulamasında karşılaşılan sorunu çözmüş hem de finansal istikrar için yeni bir politika aracı olmuştur.

Rezerv opsiyon mekanizması ticari bankaların TCMB’de tuttukları zorunlu karşılıkların faiz ödenmeyen TL yerine yabancı para veya altın cinsinden tutulmasına imkân veren bir para politikası aracıdır. Ticari banka TCMB’nin kasasında tutmuş olduğu TL ile örneğin doları yer değiştirerek kendisine kredi verilebilecek fon yaratma imkânına kavuşmuş olmaktadır. Diğer taraftan TCMB de piyasaya döviz alım müdahalesi yapmadan piyasadaki dövizlerin bir kısmını toplamış olmaktadır. Döviz piyasasına müdahale ihtiyacını sınırlayarak finansal istikrara katkı sağlama potansiyeli yüksek olan rezerv opsiyon mekanizması TCMB tarafından icat edilmiş bir para politikası aracıdır ve TCMB haricindeki bir merkez bankası tarafından kullanılmamaktadır. Tüm bu bilgiler ışığında küresel finansal krizi sonrasında finansal istikrarın yeniden tesisi için Türkiye’de izlenmeye başlanan geleneksel olmayan para politikasının özellikleri şu şekilde özetlenebilir;

Kullanılmaya başlanan araçlar:

- Haftalık repo faiz oranı ile belirlenen politika faiz oranı
- Asimetrik faiz koridoru (Gecelik borç verme ve borç alma faiz oranları)
- Geç likidite penceresi
- Marjinal fonlama oranı
- Vadeye göre farklılaştırılmış zorunlu karşılık oranları
- Rezerv opsiyon mekanizması

Yukarıda sayılan tüm yeni araçların küresel finans krizi sonrasında uygulamaya konan para politikası bileşiminin bir unsuru olduğunun altının çizilmesi gerekmektedir. Peki, bunca değişikliğe karşın para politikası değişimi sonrasında bir başarı elde edilebilmiş midir? Bu amaçla çalışmamızda, küresel finans krizi sonrasında TCMB'nin faiz kararlarının bankacılık sistemindeki etkinliğinin sürüp sürmediği araştırılmıştır. Eğer etkinlik sürüyorsa bu yeni politika bileşiminin fiyat istikrarını ve finansal istikrarı aynı anda sağlama potansiyeline haiz olabileceği kanaatine varılabilecektir.

Faiz geçişkenliği, merkez bankası tarafından belirlenen politika faizi kararlarının bankacılık sisteminin faiz kararları üzerindeki etkinliğini ifade eder. Eğer bir merkez bankasının aldığı faiz kararı ticari bankaların faizlerini etkiliyorsa faiz geçişkenliği mevcut demektir. Eğer bu ilişki birebir ise tam faiz geçişkenliği, eğer birebirden daha düşükse tam olmayan faiz geçişkenliği söz konusudur. TCMB'nin 2010 yılının son çeyreğinden itibaren yeni politika bileşimine başlaması ve birden çok faizi aynı anda yürürlüğe koyması, kriz sonrasında faiz geçişkenliğinin halen sağlanıp sağlanmadığı sorusunu gündeme getirmiştir. Çalışmada bu amaçla enflasyon hedeflemesi dönemi iki alt gruba ayrılarak analiz yapılmıştır: kriz öncesinde mevcut olan geleneksel açık enflasyon hedeflemesi dönemi (2006-2010) ve kriz sonrasında uygulanmaya başlanan geleneksel olmayan para politikası dönemi (2011-2017).

Çalışmamızda Woodford (2003) tarafından geliştirilen ve Kwapil ve Scharler (2010) tarafından genişletilen model kullanılarak, politika faiz oranının ticari bankaların mevduat faiz oranlarını etkileyip etkilemediği test edilmiştir. Modele ayrıca mevduat faizi üzerinde etkili olması beklenen enflasyon oranı da eklenmiştir. Aylık frekansta temin edilen verilerden hareketle ilk etapta 2006-2010 dönemi için analiz yapılmıştır. Elde edilen bulgular geleneksel para politikası döneminde politika faizindeki değişimin mevduat faiz oranlarını aynı yönde değiştirdiğini, iki değişken arasında eşbütünleşme ilişkisi olduğunu göstermiştir. Bu bulgu, geleneksel para politikası döneminde faiz geçişkenliğinin mevcut olduğunu doğrulamıştır. Daha sonra ise aynı tahmin 2011-2017 dönemi için de yapılmış, ancak bu kez haftalık bazda belirlenen politika faiz oranının ticari bankaların mevduat faizi üzerinde

etkisiz olduğu tespit edilmiştir. TCMB bu dönemde birden çok faizi aynı anda kullandığı için analizde tüm bu faizlerin ağırlıklı ortalamasını ifade eden faizin kullanılmasının daha uygun olacağı düşünülmüştür. Nitekim TCMB tarafından yayınlanan tüm raporlarda marjinal fonlama oranı adı verilen bu ortalama faiz oranına önem atfedilmektedir. Analizden elde edilen bulgular marjinal fonlama faiz oranı ile ticari bankaların mevduat faizi arasında yine bir eşbütünleşme ilişkisi olduğunu göstermiştir. Buna göre marjinal fonlama oranındaki bir artış ticari bankaların mevduat faizlerinin artmasına neden olmaktadır. Elde edilen katsayının bire yakın olması, faiz geçişkenliğinin halen sürdürülebilir olduğu anlamına gelmektedir.

Marjinal fonlama oranının istatistiksel olarak anlamlı çıkması, geleneksel olmayan para politikası döneminde TCMB'nin faiz geçişkenliğini, dolayısıyla da fiyat istikrarını halen sağlama kabiliyetinde olduğunu göstermiştir. Politika yönetimindeki diğer araçların finansal istikrarı sağlamaya hizmet eder nitelikte olması sebebiyle yeni politika bileşiminin eskisine nazaran daha etkin bir özelliğe sahip olduğunun da altının çizilmesi gerekmektedir.

KAYNAKÇA

AALBERS, M. B. (2016).	The financialization of home and the mortgage market crisis. In The Financialization of Housing (pp. 40-63). Routledge .
AGÖREN, A. (2015).	2010 Avrupa Krizi ve Kamu Borcu Sorunu, İstanbul Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Yüksek Lisans Tezi , İstanbul.
AICPA (2017).	Audit and Accounting Guide Depository and Lending Institutions: Banks and Savings Institutions, Credit Unions, Finance Companies, and Mortgage Companies. John Wiley & Sons .
AKÇAY, N. (2009).	Türkiye’de Para Politikalarının Etkinliği (1990-2008), İstanbul Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Doktora Tezi , İstanbul
AKDİŞ, M. (2002).	Küreselleşmenin Finansal Piyasalar Üzerindeki Etkileri ve Türkiye: Finansal Krizler-Beklentiler. Dış Ticaret Müsteşarlığı Dergisi .
AKDİŞ, M. (2006).	Para Teorisi ve Politikası , Gazi Kitabevi, Ankara
AKYAZI, H. (2002).	Yeni Ekonomide Para Politikası ve Merkez Bankacılığının Geleceği, İktisat İşletme ve Finans Dergisi
ALKİN, E. (2004).	Türkiye’de Dış Ticaret ve Kambiyo Rejiminin Kısa Bir Tarihçesi. AKGÜL, H. ve ARAL, F. (haz.). Gülten Kazgan’a Armağan: Türkiye Ekonomisi , 119-124. İstanbul Bilgi

	Üniversitesi Yayınları, İstanbul
ALPER, K., KARA, H., ve YORUKOGLU, M. (2013).	Reserve Options Mechanism, Central Bank Review , 13(1), 1.
ALPTEKİN, E. (2009).	Menkul Kıymetleştirme ve Küresel Finans Krizindeki Rolü, AR-GE Bülten , Nisan, Ekonomi, ss:11-16.
ALTINTAŞ, H. ve ÖZ, B. (2007).	Para Krizlerinin Sinyal Yaklaşımı ile Öngörülebilirliği: Türkiye Uygulaması, Anadolu Üniversitesi Sosyal Bilimler Dergisi , Cilt: 7, Sayı: 2
ALTUNTEPE, N. (2009).	2008 Küresel Krizin Ülkelerin İstihdam Yapısı Üzerine Etkilerinin Dinamik Bir Analizi , s. 142
APAK, S. ve ATAÇ A. (2009)	Küresel Krizler Kronolojik Değerlendirme ve Analiz , Avcıol Basım Yayın, İstanbul, 2009, s. 212.
ARICAN E. ve GÜÇLÜ O. (2014).	Ekonomik İstikrarsızlık Ortamında Merkez Bankalarının Uyguladığı Para Politikaları ve Türkiye Örneği, İktisat Politikası Araştırmaları Dergisi , S. 1(1), s. 1-50.
ARICAN, E. ve YÜCEMEMİŞ, B.T. (2015).	“Para Politikaları Işığında Türk Bankacılık Sektörü Genel Değerlendirmesi, İktisadi Araştırmalar Vakfı Yayınları , Temmuz 2015, https://www.iav.org.tr/yonetim/dosya/makale/Erisah_arican.pdf

ARICAN, E. ve YÜCEMEMİŞ, B.T. (2016).	“Ekonomik Gelişmeler ve Seçilmiş Göstergelerle Türkiye’de Bankacılık Sektörü”, İktisadi Araştırmalar Vakfı Yayınları , Temmuz 2016, https://www.iav.org.tr/yonetim/dosya/makale/Erisah_arican.pdf
ARNOLD, R.A. (2008).	Macroeconomics , South-Western Cengage Learning, Mason
ASLAN, H. (2017).	1990 Sonrası Türkiye’de Ortaya Çıkan İktisadi Krizler, Bu Krizlerin Yoksulluk Üzerine Etkileri ve Çözüm Önerileri Üzerine Bir Çalışma, Avrasya Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Yüksek Lisans Tezi , Şubat, Trabzon.
ASLANER, O., CIPLAK U., KARA H. ve KÜÇÜKSARAÇ, D. (2015).	Reserve options mechanism: Does it work as an automatic stabilizer?. Central Bank Review , 15(1), 1.
ATAÇ, B. (2006).	Maliye Politikası: Gelişimi, Amaçları, Araçları ve Uygulama Sorunları , Etam A.Ş., Eskişehir
ATAY, M. (2010).	1980 Sonrası Türkiye Ekonomisinde Uygulanan Para Politikasının Konjonktür Hareketleri Üzerine Etkisi: Teori ve Uygulama, Erciyes Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Yüksek Lisans Tezi , Kayseri.
AVCI, M.A. (2012).	Finansal Krizlerin Öngörülebilirlik Analizi, Ege Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Doktora Tezi , İzmir

AYDIN, Ü. (2003).	Türkiye’de 1980 Sonrası Dönemde Yaşanan Ekonomik Krizlerin Analizi, Dokuz Eylül Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Yüksek Lisans Tezi.
AZİZİOV, M. (2007).	Monetarist Para Politikası Yaklaşımı ve Azerbaycan Merkez Bankasının İzlediği Para Politikası, Marmara Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Doktora Tezi , İstanbul
BARBAROS, F.R. ve EROL, E. (2007).	Türkiye’de Enflasyon Hedeflemesi, İktisat İşletme ve Finans Dergisi
BAŞÇI, E. ve KARA, H. (2011).	Finansal İstikrar ve Para Politikası, Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası Çalışma Tebliği , No: 11/8.
BAŞÇI, E. ve KARA, H. (2011).	Finansal İstikrar ve Para Politikası. İktisat İşletme ve Finans , Cilt 26 Sayı:302, s. 9-25.
BATIREL, Ö. F. (2008).	Global Ekonomik Kriz ve Türk Kamu Maliyesi, İstanbul Ticaret Üniversitesi Sosyal Bilimler Dergisi , Yıl 7, Sayı 13, 19.
BAUMEİSTER, C. ve BENATİ, L. (2010).	Unconventional Monetary Policy and the Great Recession: Estimating the Impact of a Compression in the Yield Spread at the Zero Lower Bound, ECB Working Paper Series , 1258.
BDDK, (2008).	Bankacılık Düzenleme ve Denetleme Kurumu. ABD Mortgage Krizi, Çalışma Tebliği , Sayı:3

BERNANKE, B. S. & GERTLER, M. (1995).	Inside the black box: the credit channel of monetary policy transmission. Journal of Economic perspectives, 9(4), 27-48.
BERNANKE, B. S., LAUBACH, T., MISHKIN, F. S. ve POSEN, A. S. (2001).	Inflation Targetting, Lessons From The International Experience. Princeton: Princeton University Press.
BINICI, M., KARA, H. ve ÖZLÜ, P. (2016).	Faiz Koridoru ve Banka Faizleri: Parasal Aktarım Mekanizmasına Dair Bazı Bulgular. TCMB Çalışma Tebliği ,(2016-08).
BIS (2010).	Basle Committee On Banking Supervision, Microfinance activities and the core principles for effective banking supervision. Bank for International Settlements.
BİLGE, O. (2009).	Ekonomik Krizlerin Yoksulluk Üzerine Etkileri, T.C. Başbakanlık Sosyal Yardımlaşma ve Dayanışma Genel Müdürlüğü, Sosyal Yardım Uzmanlık Tezi , Ankara.
BOCUTOĞLU, E. ve EKİNCİ, A. (2010).	Küresel Krize Farklı Bir Teorik Çerçeve: Avusturyacı Konjonktür Teorisi, Bankacılar Dergisi , Sayı:73
BULUT, E. (2015).	2007 Küresel Finansal Krizi Üzerine Teorik Tartışmalar: Avusturyacı ve Anaakım Konjonktür Teorilerinin Karşılaştırmalı Analizi, Karadeniz Teknik Üniversitesi Sosyal Bilimler

	Enstitüsü, Doktora Tezi , Temmuz, Trabzon.
BÜYÜKALIN, T. (2007).	Yeni Keynesyen İktisat mı, Yeni Neo-Klasik Sentez mi?, Kocaeli Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi (13)/1
CANBAŞ, S. ve DOĞUKANLI, H. (2001)	Finansal Pazarlar, Finansal Kurumlar ve Sermaye Pazarı Analizleri , Beta Yayıncılık, İstanbul, s. 88–108.
CEBECİ, İ. (2015).	Kriz Dönemlerinde İşletmelerin Çalışanlara Yönelik Kariyer Yönetimi Uygulamaları Üzerine Bir Araştırma: Çorum İl Örneği, Hitit Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Yüksek Lisans Tezi , Çorum.
CHAİBİ, H. & FTİTİ, Z. (2015).	Credit risk determinants: Evidence from a cross-country study. Research in international business and finance , 33, 1-16.
CHİCK, V. & DOW, S. (2002).	Monetary policy with endogenous money and liquidity preference: a nondualistic treatment. Journal of Post Keynesian Economics , 24(4), 587-607.
CHOUDHRY, N. & MİRAKHOR, A. (1997).	Indirect instruments of monetary control in an Islamic Financial system. Islamic Economic Studies , 4(2). 27-65
CİÖRAN, Z. (2014).	Effectiveness and Limitations of Monetary Policy Instruments in Romania and the European Union. CES Working Papers , 6(4), 43-56.

CLARK, T. E. (1994).	Nominal GDP Targeting Rules: Can They Stabilize The Economy? Economic Review-Federal Reserve Bank Of Kansas City , 79(3), 11.
CONGRESSIONAL BUDGET OFFICE (2010).	Estimated Impact Of The American Recovery And Reinvestment Act on Employment and Economic Output from October 2009 through December 2009. February.
COŞKUN, M. N. (2002).	Türkiye Ekonomisinde Krizlerin Reel Sektöre Etkileri 1999-2002, Kriz ve IMF Politikaları , s.225-238.
COX, A. H. & LEACH, R. F. (1964).	Defensive Open Market Operations and the Reserve Settlement Periods of Member Banks. The Journal of Finance , 19(1), 76-93.
ÇAĞİL, G. (2008).	2008 Küresel Kriz Sürecinde Türk Bankacılık Sektörünün Finansal Performansının Electre Yöntemi İle Analizi. Maliye ve Finans Yazıları , 1(93), 59-86.
ÇETİN, I. (2011).	Konjonktürel Modeller ve Finansal Kriz Tahmini: Türkiye Uygulaması, Uludağ Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Yüksek Lisans Tezi , Bursa.
ÇINAR, B., ERDOĞAN, Ö., GÜRGÜR, T. ve POLAT, T. (2010).	Küresel Kriz Etkileşim Kanalları ve Türkiye Ekonomisi. TCMB Ekonomi Notları No. 10/07

ÇOLAK, Ö.F. (2007).	Finansal Piyasalar ve Para Politikası , Nobel Yayın Dağıtım, Ankara
DAĞISTAN, N. (2003).	Finansal Krizler ve Türkiye Örneği: Türk Finansal Sektöründe Yaşanan 2000-2001 Finansal Krizi, Gazi Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Yüksek Lisans Tezi , Ankara.
DEĞERLİ, A. ve FENDOĞLU, S. (2015).	Reserve Option Mechanism As A Stabilizing Policy Tool: Evidence From Exchange Rate Expectations. International Review of Economics ve Finance , 35, 166-179.
DEMİR, F vd. (2008).	ABD ve Mortgage Krizi, BDDK Çalışma Tebliği , s. 3
DEMİRCİ, K. (2016).	Küresel Krizin Türkiye'nin Dış Ticaretine Etkilerinin Analizi, Başkent Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Yüksek Lisans Tezi , Ankara.
DEVLET PLANLAMA TEŞKİLATI (2007).	2008-2010 Orta Vadeli Program Raporu , Ankara.
DİNLER, Z. (2009).	Mikro Ekonomi , Ekin Basım Yayın Dağıtım, Bursa
DOĞANLAR, M. BAL, H. ve ÖZMEN, M. (2007).	Döviz Krizi Modelleri, Ç.Ü. Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi , Cilt: 16, Sayı: 1
DOĞRU, B. ve	Nominal Çapalar ve Türkiye'deki Uygulama Sonuçları, İstanbul

SAVRUL, B.K. (2012).	Üniversitesi Sosyal Bilimler Dergisi , Dergi Park Akademik Veri tabanı sayı:1 ISSN: 1307-542X
DPT (2009).	Mali Piyasalarda Gelişmeler, Ankara, Aralık Ayı Göstergeleri , s.18.
EDWARD M. (2000).	Gramlich, "Inflation Targeting," The Federal Reserve Board Speech, January 2000, pp. 1-9, Frederic S. Mishkin, "Inflation Targeting in Emerging Market Countries," NBER Working Paper Series, No. 7618, March 2000, pp. 1-12, Javier R. Altamirano, "Inflation Targeting and Policy Rules as Information Variables for Small Open Economies. The Case of Mexico: An Example," Seminar at Texas AveM University, May 2000, pp. 1-39. ve Norman V. Loayza and Raimundo Soto, "Ten Years of Inflation Targeting: Design, Performance, Challenges," Central Bank of Chile Working Papers , No. 131, November 2001, pp. 1-21.
EĞİLMEZ M. ve KUMCU E. (2001).	Krizleri Nasıl Çıkardık , İstanbul, Creative Yayıncılık ve Tanıtım Ltd. Şti
EĞİLMEZ, M. (2009).	Küresel Finans Krizi (Piyasa Sisteminin Eleştirisi) , Remzi Kitabevi, İstanbul
EĞİLMEZ, M. ve KUMCU, E. (2000).	Ekonomi Politikası , OM Yayınevi, İstanbul
ENGİN E. ve YEŞİLTEPE E. (2009).	Global ekonomik krizin gölgesinde Türkiye'nin Maastricht Kriterlerine uyumu. Ekonomi Bilimleri Dergisi , 1(2), 23-39.

ENGLE, R. F. & GRANGER, C. W. (1987).	Co-integration and error correction: representation, estimation, and testing. Econometrica: journal of the Econometric Society , 251-276.
ERDOĞAN, B. (2006).	Gelişmekte Olan Ülkelerde Finansal Krizler ve Finansal Kriz Modelleri, Kahramanmaraş Sütçü İmam Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Yüksek Lisans Tezi , Kahramanmaraş.
ERDOĞAN, S. (2005).	Alternatif Para Politikası Stratejileri Üzerine Karşılaştırmalı Bir Değerlendirme, Kocaeli Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi , Sayı: 9
ERDÖNMEZ P. A. (2009).	Küresel Kriz ve Ülkeler Tarafından Alınan Önlemler Kronolojisi, Bankacılar Dergisi , Sayı 68, 2009 s.
EREN, A. ve SÜSLÜ, B. (2001).	Finansal Kriz Teorileri Işığında Türkiye’de Yaşanan Krizlerin Genel Bir Değerlendirmesi, Yeni Türkiye , Sayı: 41, Yıl: 7
ERKUŞ, F. (2010).	Ekonomik Krizlerin Yoksulluk Üzerine Etkileri: 2001 Şubat Krizi Çerçevesinde Türkiye İncelemesi, İnönü Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Yüksek Lisans Tezi , Şubat, Malatya.
EROĞLU, Ö. (2004).	Para Teorisi ve Politikası: Ders Notları , Süleyman Demirel Üniversitesi Yayınları, Yayın No: 50, Isparta
FRENKEL, R. ve RAPETTİ, M. (2009).	A Developing Country View of The Current Global Crisis: What Should Not Be Forgotten and What Should Be Done, Cambridge Journal of Economics , 33: 685–702.

FROYEN, R.T. (2002):	Macroeconomics: Theories and Policies , 7th Edition, Prentice Hall, New Jersey
GERTLER, M. ve KARADİ, P. (2011)	A model of unconventional monetary policy, Journal of Monetary Economics , (58): 17-34.
GORTON, G. & METRICK, A. (2012).	Securitized banking and the run on repo. Journal of Financial economics , 104(3), 425-451.
GÖKER, Z. (2014).	Küresel Kriz Sonrası Maliye Politikalarında Değişim Ve Mali Tuzak Risk. Çalışma ve Toplum Dergisi , 40, 103-116.
GÜNAL, M. (2001).	Merkez Bankasının Değişen Rolü ve Para Politikası Uygulamaları, İMKB Yayınları , İstanbul
GÜNEREN, E. (2009).	İktisadi Konjonktürün Belirlenmesinde Semionparametrik Yaklaşım ve Uygunluğun Analizinde Etkin Momentler Metodu, Marmara Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Doktora Tezi , İstanbul.
HATİPLER M. (2011)	Türkiye Ekonomisine Etkileriyle Küresel Finansal Kriz, Trakya Üniversitesi Sosyal Bilimler Dergisi , Cilt 13. Sayı 2, ss. 197-200
HERON, E. ve CARRE, E. (2006).	Credibility Versus Confidence in Monetary Policy, Money, Financial Instability and Stabilization Policy , Ed. L. Randal Wray, Mathew Forstater, Cheltenham, Edward Elgar Publishing

HİÇ, M. (2009).	Küresel Finansal Kriz, Küresel Resesyon, İleriki Yıllarda Muhtemel Gelişmeler ve Krizin Türkiye Ekonomisine Etkileri , 1. Baskı, Beykent Üniversitesi Yayınları, No: 62.
IMF. (2013)	World Economic Outlook.
IMF. (2013)	Unconventional Monetary Policies—Recent Experience and Prospects.
IŞIK, N. ve TÜNEN, T. (2010).	Türev Ürünlerin 2008 Küresel Finans Krizindeki Rolü, Turgut Özal Uluslar Arası Ekonomi Ve Siyaset Kongresi – I Küresel Krizler Ve Ekonomik Yönetişim , 15-16 Nisan 2010, Malatya, ss:836-866.
İMER, E. (2003).	Genel Kabul Gören Gözlemler Açısından Türkiye Ekonomisindeki Krizler ve Krizlerin Bulaşıcılığı Üzerine Bir Uygulama, Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası Piyasalar Genel Müdürlüğü Uzmanlık Yeterlik Tezi , Ankara
İNCEKARA A. (2015).	The Effect of Globalization on International Trade: The Black Sea Economic Cooperation Case , International Conference On Eurasian Economies 2015, pp.88-95
İNCEKARA A. ve BAYRAKDAR S. (2013).	Türkiye'nin Genç İşsizlik Profili, Çalışma İlişkileri Dergisi , vol.4, pp.1-1
İNCEKARA, A.	“2008 Küresel Finansal Kriz Sürecinde Dünya ve Türkiye

(2013).	Ekonomisi 2008-2009”, İktisadi Araştırmalar Vakfı Yayınları , Temmuz 2013, https://www.iav.org.tr/yonetim/dosya/makale/DDAV.ppt
İNCEKARA, A. (2015).	“Dünya ve Türkiye Ekonomisi”, İktisadi Araştırmalar Vakfı Yayınları , Temmuz 2015, https://www.iav.org.tr/yonetim/dosya/makale/ProfDrAhmetIncekara_IAV.pdf
JOHANSEN, S. (1988).	Statistical analysis of cointegration vectors. Journal of economic dynamics and control, 12(2-3), 231-254.
JUDD, J. P. ve SCADDİNG, J. L. (1982).	The Search For A Stable Money Demand Function: A Survey Of The Post-1973 Literature. Journal of Economic Literature, 20(3), 993-1023.
KADIOĞLU, B. (2010).	2008 Ekonomik Krizi, Abant İzzet Baysal Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Yüksek Lisans Tezi , Mayıs, Bolu.
KAHRAMAN, S. (2009).	Finansal Krizler ve Krizlerin Öngörülebilirliği, İstanbul Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Doktora Tezi , İstanbul.
KALOU, S. & PALEOLOGOU, S. M. (2012).	The twin deficits hypothesis: Revisiting an EMU country. Journal of Policy Modeling, 34(2), 230-241.
KANSU, A (2004).	Döviz Kuru Sistemleri Döviz Krizleri Türkiye 1994 ve 2001 Krizleri , Derin Yayınları, İstanbul.

KAPLAN, M. (2007).	KPSS-A İktisat , Düzey Yayınları, İstanbul
KARA, A. H. (2012).	Küresel Kriz Sonrası Para Politikası, İktisat, İşletme ve Finans , Cilt.27, Sayı.315, (09-36).
KARA, H. (2012).	Küresel Kriz Sonrası Para Politikası, Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası Çalışma Tebliği No: 12/17.
KARA, H. ve ORAK, M. (2008).	Enflasyon Hedeflemesi. Krizler, Para ve İktisatçılar , Ed. Ercan Kumcu, Remzi Kitabevi, İstanbul
KARAÇOR, Z. ve ALPTEKİN, V. (2006).	Finansal Krizlerin Önceden Tahmin Yoluyla Değerlendirilmesi: Türkiye Örneği, Yönetim ve Ekonomi , Cilt: 13, Sayı: 2
KARAKURT, B. (2010).	Küresel Mali Krizi Önlemede Maliye Politikasının Rolü Ve Türkiye'nin Krize Maliye Politikası Cevabı. Atatürk Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Dergisi , Cilt: 24, Sayı: 2. 168-195.
KARALI, H. (2012).	Ekonomik Konjonktürde Davranışsal Finans ve Risk Yönetimi, İMKB Analizi, Marmara Üniversitesi Bankacılık ve Sigortacılık Enstitüsü, Yüksek Lisans Tezi , İstanbul.
KARAOĞLU, E. (2015).	Reel Konjonktür Teorisi, Getirdiği Yenilikler ve Diğer İktisadi Konjonktür Teorileri İle Karşılaştırılması, İstanbul Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Yüksek Lisans Tezi , İstanbul.

KARAŞ, Z. (2016).	Finansal Krizler Karşısında Merkez Bankalarının Tutumu: Karşılaştırmalı Bir Analiz, Doktora Tezi , Sivas: Cumhuriyet Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü.
KARLUK, S.R. (2002).	Türkiye Ekonomisi , Betaş Yayınları, İstanbul
KARMİNSKY, A. & PERESETSKY, A. (2009).	Ratings as measure of financial risk: Evolution, function and usage. Journal of the New Economic Association , 1, 86-104.
KARTAL, K. (2010).	Konjonktür Teorileri Işığında Türkiye’de İş Çevrimleri ve Uygulanan Ekonomi Politikaları, İstanbul Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Yüksek Lisans Tezi , İstanbul.
KAYA Z. ve TOKUCU E. (2014).	Son Finansal Kriz Öncesi ve Sonrası Para Politikalarında Gelişmeler ve Merkez Bankalarının Değişen Rolü, International Conference on Eurasian Economies 2014 , Skopje, Macedonia.
KAYA, Z. (2009).	Türkiye Cumhuriyeti Merkez Bankasının Bağımsızlığı ve Para Politikası, Dumlupınar Üniversitesi Sosyal Bilimler Dergisi , Sayı: 25
KING, J.E. (2002).	A History of Post Keynesian Economics since 1936 , Edward Elgar Publishing, Cheltenham, Massachusetts
KISHTAINY N. (2018).	Ekonominin Kısa Tarihi , Çev: Abdullah Yılmaz, 2018, Alfa Yayıncılık, İstanbul.

KORKMAZ E. (2008).	Dünya Para Sistemi Yenilensin , Tercüman Gazetesi, 20 Kasım 2008, s.6.
KORKMAZ, E. (2004).	Enflasyon Hedeflemesi ve Fiyat İstikrarı, AKGÜL, H. ve ARAL, F. (haz.). Gülten Kazgan’a Armağan: Türkiye Ekonomisi , İstanbul Bilgi Üniversitesi Yayınları, İstanbul
KOYUNCU, F.T. (2009).	Türkiye’de Konjonktürel Dalgalanmaların Arz ve Talep Şokları İle Analizi, Anadolu Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Doktora Tezi , Eskişehir.
KÜÇÜKKAYA, H. (2011).	Finansal Krizler ve Finansal Risk Yönetimi: Ege Bölgesi’ndeki İşletmeler Üzerine Bir Uygulama, Adnan Menderes Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Yüksek Lisans Tezi , Aydın.
KWAPIL, C. ve SCHARLER, J. (2010).	Interest Rate Pass-Through, Monetary Policy Rules And Macroeconomic Stability. Journal Of International Money And Finance , 29(2), 236-251.
LUCJAN T. (2000).	A Dynamic Approach to Inflation Targeting in Transition Economies, ZEI Working Paper , B11, 2000, p. 2.
MALİYE BAKANLIĞI (2009).	Yıllık Ekonomik Rapor 2009 , s.11
MANKIW, N.G. ve MARK, P.T. (2006).	Economics , Thomson Learning, London

MAZİBAŞ, M. ve TUNA, Y. (2017).	Understanding the Recent Growth in Consumer Loans and Credit Cards in Emerging Markets: Evidence from Turkey. Emerging Markets Finance and Trade , 53(10), 2333-2346.
MİSHKİN, F. (2011).	Inflation Targeting in Emerging Market Countries , pp. 1-2.
MİSHKİN, F. S. (2011).	Over the cliff: From the subprime to the global financial crisis. Journal of Economic Perspectives , 25(1), 49-70.
OKTAR, S. ve DALYANCI, L. (2011).	Türkiye Ekonomisinde Para Politikasının Cari İşlemler Dengesi Üzerindeki Etkisinin Ekonometrik Analizi, Marmara Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Dergisi , Sayı: 1, Cilt: 30
OKTAYLAR, H.C. (2010).	KPSS A İktisat , Yargı Yayınları, İstanbul
ORHAN, O.Z. ve ERDOĞAN, S. (2008).	Para Politikası , Palme Yayıncılık, Ankara
OSMAN, A.N. (2005).	Azerbaycan Ekonomisi ve Yatırım İmkânları, Azerbaycan Türk Sanayici ve İşadamları Beynelhalk Cemiyeti Yayınları , Bakü
ÖNDER İ. (2009).	Küresel Kriz ve Türkiye Ekonomisi , Muhasebe ve Finansman Dergisi, s. 17

ÖNDER, T. (2005).	Para Politikası: Araçları, Amaçları ve Türkiye Uygulaması, Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası Uzmanlık Yeterlilik Tezi , Ankara
ÖNDER, T. (2005).	Para Politikası: Araçları, Amaçları ve Türkiye Uygulaması. Uzmanlık Tezi , Ankara: T.C. Merkez Bankası Piyasalar Genel Müdürlüğü.
ÖZATA, E. (2007).	Türkiye’de Konjonktürel Dalgalanmaların Zaman Serisi Analizi, Anadolu Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Doktora Tezi , Eskişehir.
ÖZATAY, F. (2011).	Parasal İktisat Kuram ve Politika , Efil Yayınevi, Ankara
ÖZATAY, F. (2012)	Para Politikasında Yeni Arayışlar ve TCMB , TEPAV, s. 5
ÖZCAN, S. (2006).	Para Politikası Tercihleri ile Finansal İstikrar Arasındaki İlişki, Enflasyon Hedeflemesi Politikasında Finansal İstikrar ve Türkiye Analizi, Uzmanlık Yeterlilik Tezi . Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası Bankacılık ve Finansal Kuruluşlar Genel Müdürlüğü, Ankara
ÖZDEN, D. GÖRÜR, M. SAPÇI, O. ve KARAGÜL, K. (2009).	KPSS-A İktisat , Yargı Yayınevi, Ankara

ÖZTÜRK, M.B. (2002).	Konjonktürel Hareketlerin İşletme Sermayesi Üzerine Etkileri (Ekonometrik Bir Analiz), Sakarya Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Doktora Tezi , Haziran.
PARASIZ, İ. (2007).	Para Teorisi ve Politikası , Ezgi Kitabevi Yayınları, Bursa
PARASIZ, İ. (2011).	Merkez Bankacılığı ve Para Politikası , Ezgi Kitabevi, Bursa
PARASIZ, İ. ve BİLDİRİCİ, M. (2003).	Finansal Makro Ekonomi , Ezgi Kitabevi Yayınları, Bursa
PARASIZ, İ. ve ÖZER, M. (2005).	Bugünkü İktisadın Temelleri , Aktüel Yayınları, İstanbul
PAYA, M. (2002).	Para Teorisi ve Para Politikası , Filiz Kitabevi, İstanbul
PAYA, M. (2013).	Küresel Ortamlarda İktisat Politikaları , Türkmen Kitabevi, İstanbul
PESARAN, M.H., SHIN, Y., and SMITH, R.J., 2001.	Bounds testing approaches to the analysis of level relationships, Journal of Applied Econometrics , 16(3): 289-326. http://dx.doi.org/10.1002/jae.616
POLAT, E. (2004).	Konjonktürel Dalgalanmalar ve Sermaye Piyasası- İMKB Örneği, İstanbul Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Doktora Tezi , İstanbul.

RYAN, J. (2012).	The Negative Impact of Credit Rating Agencies and Proposals for Better Regulation, Research Division EU Integration Stiftung Wissenschaft and Politik German Institute for International and Security Affairs , Berlin.
SANTOR, E. ve SUCHANEK, L. (2013).	Unconventional monetary policies: Evolving practices, their effects and potential costs. Bank of Canada Review
SARI, M.E. (2006).	Finansal Krizlerde Erken Uyarı Modelleri ve Türkiye Uygulamaları, Marmara Üniversitesi Bankacılık ve Sigortacılık Enstitüsü, Yüksek Lisans Tezi , İstanbul.
SARPKAYA, S. (2009).	Finansal Krizler ve Kriz Dönemlerinde Uygulanan Para Politikası Araçları , Ankara Üniversitesi SBE İşletme Anabilim Dalı, Ankara.
SAYDAM, İ.M. (2012).	Para Politikası Kapsamında Enflasyon Kıtılığı, İstanbul Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Doktora Tezi , İstanbul
SELÇUK B. ve YILMAZ N. (2008).	Küresel Finansal Sistemde Değişim ve Türkiye'ye Etkileri , s. 348-349
SERDENGECİ, S. (2002).	Fiyat İstikrarı Konulu Konuşması, SBF Konferansı , Ankara, http://slideplayer.biz.tr/slide/2283534/ (Erişim: 20.11.2017)
SEYİDOĞLU, H. (2003).	Uluslararası İktisat , Güzem Yayınları, İstanbul

SMAGHI L., (2009).	Conventional and Unconventional Monetary Policy , Keynote Lecture, International Center for Monetary and Banking Studies, Geneva, 28 April 2009.
SMAGHI, L. (2009).	Conventional and Unconventional Monetary Policy. , BIS Review 52, erişim: http://www.bis.org/review/r090429e.pdf . (05.03.2018)
SÖNMEZ C. (2009).	Küresel Krizin Çıkış Kaynağı; Mortgage Kredileri , Sadi Uzunoğlu (Ed), Güncel Ekonomik Sorunlar Global Kriz, Literatür Yayınları, İstanbul, 2009.
ŞARKAYA İÇELLİOĞLU C. (2017).	Mehmet Akif Ersoy Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi (Eylül 2017), Cilt.9 Sayı.20, s. 27-28
ŞENGÖZ, T. (2014).	Varyemez Amca Kültü , Cinius Yayınları, İstanbul
ŞIKLAR, İ. (2009).	Para Teorisi ve Politikası , Anadolu Üniversitesi Yayınları: 1583, Eskişehir
ŞİMŞEK, E. (2009).	Krizin Ortaya Çıkmasında Kredi Değerlendirme Kuruluşlarının Rolü , erişim: http://ekonomi.haber7.com/ekonomi/haber/397120global-krizin-suculu-su-derecelendirme-kuruluslari-mi . (01.03.2018).
ŞİMŞEK, H. ve ALTAY A. (2009).	Küresel Kriz Ortamında Türkiye’de Maliye Politikalarının Değerlendirilmesi, Ekonomik Yorumlar Dergisi , 528 (2).

TABAN, S. ve KARA, A. (2006).	Türkiye’de Kamu Kesimi İç Borçlanmasının Özel Yatırım Harcamaları Üzerindeki Etkisi, Eskişehir Osmangazi Üniversitesi İİBF Dergisi , 1(2)
TABB, W. K. (2008).	ABD Kapitalizminin Finansal Krizi. Neoliberalizm ve Kriz. İstanbul: Kalkedon Yayıncılık.
TAKIM, A. (2011).	Türkiye’de Para Politikası Stratejilerinin Fiyat İstikrarına Etkisi: Enflasyon Hedeflemesi Örneği, ZKÜ Sosyal Bilimler Dergisi , 7(13)
TCKB (2009).	erişim: http://www.kalkinma.gov.tr/Lists/Mali%20Piyasalarda%20Gelişmeler/Attachments/2/MaliPiyasalardaGelişmeler2009_12.pdf
TCMB (2010).	Finansal İstikrar Raporu , TCMB Yayınları, Ankara.
TCMB (2006).	Enflasyon Hedeflemesi Rejimi , TCMB Yayınları, Ankara.
TCMB (2008).	İktisadi Yönelim Anketi Aylık Toplu Sonuçları , Kasım 2008, s.5
TCMB (2012).	2013 Yılı Para ve Kur Politikası , Ankara, 25 Aralık.
TCMB (2012).	Rezerv Opsiyonu Mekanizması . Bülten. Sayı: 28 / Aralık 2012.
TCMB (2015).	2016 Yılı Para ve Kur Politikası , 9 Aralık 2016, Ankara

TCMB (2015).	Finansal İstikrar, Türkiye’de Finansal İstikrar Gelişmeleri , 1-40.
TCMB (2015).	Küresel Para Politikalarının Normalleşme Süreci, Faiz Koridoru ve Türk Lirası Likidite Yönetimi Çerçevesi ve Sadeleşme Adımları, Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası Bülteni , S. 40, 24 Aralık 2015.
TCMB (2017).	İmalat Kapasite Kullanım Oranı Nisan 2017, erişim: http://www.tcmb.gov.tr/wps/wcm/connect/tcmb+tr/tcmb+tr/main+menu/istatistikler/reel+sektor+istatistikleri/imalat+sanayi+kapasite+kullanim+orani , son erişim tarihi: 28.04.2017
TCMB. (2014)	2013 Yılı Para ve Kur Politikası.
TELATAR, E. (2002).	Fiyat istikrarı, Ne?, Nasıl?, Kimin için?. Ankara: İmaj Kitabevi.
TOKEL, D. (2011).	Para Politikası ve Faiz Kararları Arasındaki İlişki: Teorik ve Uygulamalı Yaklaşım, Marmara Üniversitesi Bankacılık ve Sigortacılık Enstitüsü, Doktora Tezi , İstanbul
TOPALLI, N. (2006).	Finansal Krizler ve IMF’nin Kriz Politikaları, Erciyes Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Yüksek Lisans Tezi , Kayseri.
TRİCHET, (2013).	Unconventional Monetary Policy Measures: Principles –

	Conditions – Raison d’etre, International Journal of Central Banking , 9(1), pp. 229-250.
TUİK (2008).	Haber Bülteni, Ankara, Sayı: 179.
TUNA, Y. ve OZCAN, Y. (2015).	Bilateral Trade: Turkey and China. The Journal of European Theoretical and Applied Studies , 3(2), 57-73.
TUNALI H. (2007).	Bankacılık Sektöründe Yeniden Yapılandırma , Liberty yayıncılık, İstanbul, 2007
TUNALI H. (2007).	Kasım 2000 Ve Şubat 2001 Krizleri Sonrasında Türk Bankacılık Sektörünün Yeniden Yapılandırılması, İstanbul Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Doktora Tezi , İstanbul
TUNALI H. (2008).	Mortgage Sistemi: Temelleri, Gelişimi ve Krizi, İstanbul Üniversitesi İktisat Fakültesi Mecmuası , cilt.58, ss.99-124, 2008
TUNALI H. (2010).	The Analysis Of Relationships Between Macroeconomic Factor And Stock Returns: Evidence From Turkey Using Var Model, International Research Journal of Finance and Economics , vol.1, pp.169-182, 2010
TUNALI H. (2010).	The Analysis Of Unemployment In Turkey: Some Empirical Evidence Using Co-Integration Test, European journal of social sciences , vol.1, pp.18-38, 2010
TUNALI H. ve	The Analysis Of Factors Affecting Invesment Choices Of

YERDELEN TATOĞLU F. (2010).	Household In Turkey With Multinomial Logit Model, International Research journal of Finance and Economics , pp.186-202, 2010
TUNALI, H. ve ÖZKAYA, S. (2016).	Türkiye’de İşsizlik-İntihar İlişkisinin Analizi. Kırklareli Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi , 5(2), 56-70.
TÜRKMEN, N.C. (2017).	Konjonktürel Dalgalanma Modelleri Bağlamında Yeni Monetarist Yaklaşımın MS-VAR Modeli İle Analizi, Yıldız Teknik Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Doktora Tezi , İstanbul.
ULUYOL, O. ve KAYGUSUZUĞLU, M (2011).	e-Journal of New World Sciences Academy Social Sciences , s. 359
UNAY, C. (2001).	Makro Ekonomi , Uludağ Üniversitesi Güçlendirme Vakfı, Yayın No: 137, Bursa
USTAOĞLU M. İNCEKARA A. ve YILDIZ B. (2016).	Analysis of Economic Growth and Financial Structure of Participation Banks , Islamic Views and Agenda: Case of Turkey
UYGUR, E. (2001).	2000 Kasım ve 2001 Şubat Krizleri Üzerine Değerlendirmeler, Mülkiye , Cilt: XXV, Sayı: 227
ÜNAL, A ve KAYA, H. (2009).	Küresel Kriz ve Türkiye , Ekonomi ve Politika Araştırma Merkezi Raporu, İstanbul, Şubat.

VURAL, U. (2013).	Geleneksel Olmayan Para Politikalarının Yükselişi, TCMB Uzmanlık Yeterlilik Tezi , TCMB İletişim ve Dış İlişkiler Genel Müdürlüğü, Ankara, Mart
WOODFORD, M. (2003).	Interest and Prices: Foundations of a Theory of Monetary Policy . Princeton University Press.
YAY, G. (2006).	Para Politikası Stratejileri ve Enflasyon Hedeflemesi, İktisat Dergisi Şubat Mart, s. 47071
YILDIRIM, E. (2011).	Konjonktür Dalgalarının Uluslararası Bağlantısı: Türkiye ve Ticaret Ortakları Arasında Konjonktür Dalgalarının Uyumu, Erciyes Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Doktora Tezi , Haziran, Kayseri.
YÜCEMEMİŞ B. TANINMIŞ A. ve DAĞIDIR C. (2015).	Yeni Bir Para Politikası Aracı Olarak Faiz Koridoru: Türkiye’de Para Politikası Kurulu Faiz Kararlarının Enflasyon Üzerindeki Etkisi, Finansal Araştırmalar ve Çalışmalar Dergisi , Temmuz 2015, S. 7(13), s. 449-478.

ÖZGEÇMİŞ

15.12.1975 Kütahya doğumlu. İlk, orta ve lise eğitimini Kütahya’da tamamladı; 1994 Ali Güral Anadolu Lisesi mezunu. 1999 yılında İstanbul Üniversitesi İktisat Fakültesi Maliye bölümünden mezun oldu. Aynı fakültede İktisat Tarihi Anabilim Dalındaki yüksek lisans eğitimini 2001 yılında savunduğu, “19. Yüzyılda Virancık (Örencik) Nahiyesinin Sosyo-Ekonomik Yapısı” konulu teziyle tamamladı. Akabinde aynı yıl İstanbul Üniversitesi İktisat Anabilim Dalında doktora eğitimine başladı. 2001 yılından, “2008 Küresel Finans Krizinin TCMB’nin Para Politikalarına Etkisi” isimli doktora tezini başarıyla savunarak mezun olduğu 2019 yılına kadar üç defa tez konusu değiştirmesi gerekti.

Lisans mezuniyeti sonrası başladığı Gelir İdaresi Başkanlığı’ndaki Gelir Uzmanlığı görevine halen İstanbul Vergi Dairesi Başkanlığı bünyesinde devam etmektedir.

Çeşitli akademik çalışmalar ve köşe yazılarını takiben ilk romanı olan “Papadopulos Apartmanı”, 2015 yılında Alfa Yayınları tarafından yayımlandı. Kasım 2015’te yayımlanan, yüksek lisans tezinden yola çıkarak yazdığı “Halifeler Köyü” adlı romanında, Osmanlı İmparatorluğu dönemindeki köy yaşantısında; kadı, mutasarrıflar, eşraf, âyan köylü ilişkilerini konu aldı. Nisan 2016’da piyasaya sürülen “Aloda”, lipogram tekniğiyle (metinde “o” harfi kullanılmamıştır) yazdığı üçüncü romanıdır. Son romanı İki Nehir Arası (Alfa yayınları, Şubat 2019) ise İkinci Dünya Savaşında Almanya’nın Doğu Cephesinde, Barbarossa Harekâtı’nda görevli bir asker ve Frankfurt’ta onu bekleyen eşi ile mektuplaşmaları ve günlükler üzerinden, metin-resim kurgusunda ilerleyen bir romandır.

Yazarlığının yanı sıra fotoğraf sanatıyla da ilgilenmekte olup evli ve iki çocuk babasıdır. Galata’da ikamet etmektedir.