

T.C.
İSTANBUL ÜNİVERSİTESİ
SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ
İKTİSAT ANABİLİM DALI

DOKTORA TEZİ

ENFLASYON HEDEFLEMESİ STRATEJİSİ
ALTINDA MERKEZ BANKASI
BAĞIMSIZLIĞININ BOYUTLARI: TCMB
ÖRNEĞİ (2013-2020)

EMİR ATAY
2502160111

TEZ DANIŞMANI
PROF. DR. GÜLDEN ÜLGEN

İSTANBUL – 2021

ÖZ

ENFLASYON HEDEFLEMESİ STRATEJİSİ ALTINDA MERKEZ BANKASI BAĞIMSIZLIĞININ BOYUTLARI: TCMB ÖRNEĞİ (2013-2020)

EMİR ATAY

Merkez bankası bağımsızlığı kavramı özellikle enflasyon hedeflemesi stratejisiyle önem kazanmıştır. Bağımsızlık farklı tür ve kapsamlarla ana akım iktisat teorisinde değerlendirilirken bazı örtük faktörler göz ardı edilmektedir. Uluslararası sistemde merkez bankalarının kendi arasındaki hiyerarşisi, siyaset ya da sermaye odaklarının çıkar grupları merkez bankalarının karar alma süreçlerini sistematik bir şekilde etkilemekte ve iradesi dışında kararlar almaya zorlamaktadır. Bu çalışmada TCMB özelinde 2013-2020 yılları arasında PPK'nin almış olduğu politika faizi kararları ile PPK karar metinlerinde belirtilen ve eksik bırakılan faktörler dikkate alınarak etki düzeyleri incelenmiştir. Elde edilen bulgular ışığında merkez bankasının almış olduğu kararlarda kısmen baskı altında kaldığı görülmüştür. Böylesi bir baskı altında kullanılan farklı araç setlerinin kullanımı daha yüksek başarı elde edilmesine olanak sunmayacağı gibi neden kullanıldıkları sorusuna tatmin edici cevaplar verilmediği takdirde kurumun itibarı zedelenebilmekte ve politika hedeflerinde kalıcı sapmalar görülebilmektedir.

Anahtar Kelimeler: Enflasyon hedeflemesi, Merkez bankası bağımsızlığı, Geleneksel olmayan para politikası araçları.

ABSTRACT

DIMENSIONS OF CENTRAL BANK INDEPENDENCE UNDER INFLATION TARGETING STRATEGY: THE CASE OF CBRT (2013-2020)

EMİR ATAY

The concept of central bank independence has gained prominence within the context of inflation targeting strategy. While independence has been evaluated in mainstream economic theories with various aspects and types of it, some implicit factors could be disregarded. The hierarchy among the central banks in the international system and interest groups related with political circles or capital cliques often influence decision-making mechanisms of the central banks systematically, coercing them into taking decisions against their own will. In this dissertation, the degrees of those influences particularly on the Central Bank of the Republic of Turkey (CBRT) were examined with a focus on the policy rate decisions of the bank's Monetary Policy Committee (MPC) between 2013 and 2020 and factors that were expressed or not mentioned in the MPC meeting summary texts. In light of the findings, it has been observed that the Central Bank was partially under pressure while taking decisions. Using several different tool sets under such pressures cannot provide desired levels of success, and meanwhile lack of convincing justifications for the usage of those tools could harm the bank's institutional reputation, causing permanent deviations from policy targets.

Keywords: Inflation targeting, central bank independence, unorthodox monetary policy tools

ÖNSÖZ

Merkez bankası bağımsızlığı tartışmasının mazisi eski olmasına rağmen teknik ve politik bir konu olarak ele alınmaya başlanması enflasyon hedeflemesi stratejisinin uygulanmaya başladığı 1990'lı yıllara dayanmaktadır. Bu çalışma merkez bankasının bağımsızlığı kadar tarafsızlığını da sorgulamayı amaçlamaktadır. Dolayısıyla salt teknik bir konu olarak ele almaktan ziyade politik ve sosyal açılardan konuyu irdelemek gereklilik arz etmiştir. Çalışma, farklı yaklaşımların kavramsal tartışmalarıyla başlayıp Türkiye özelinde politika tahlili ve deneysel bir uygulamayla sonuçlandırılmaktadır.

Çalışma süresince ve lisans eğitimimde öğrencisi olabilme fırsatı bulduğum, iktisat bilimini sevdiren, meslektaş olabileceğim çabamda desteğini hiçbir zaman esirgemeyen, lisans ve lisansüstü çalışmalarında bilgisiyle yol gösteren kıymetli hocam, sayın Prof. Dr. Gülden Ülgen'e teşekkürlerimi sunarım.

Yüksek lisans ve doktora süreçlerimde her ihtiyacım olduğunda yardımcı olan ve anlayışla yaklaşan hocalarım Prof. Dr. Tiğınçe Oktar ve Doç. Dr. Nurtaç Yıldırım'a emeklerinden ve sabırlarından dolayı teşekkür ederim. İktisat öğrencisi olduğum yıllarda lisansta ve lisansüstünde dersini aldığım, bana iktisat alanında bilgi ve tecrübeleriyle katkı sağlayan İstanbul Üniversitesi İktisat Fakültesinin değerli bilim insanlarına şükranlarımı ve saygılarımı sunarım.

Doktora sürecim boyunca her türlü maddi ve manevi destek gösteren aileme ve araştırmalarım emeği geçen arkadaşlarıma özellikle teşekkür ederim. Tüm bu süreçte sabır gösteren, motive eden ve yanımda olduğunu hissettiren tüm tanıdıklarına ve dostlarıma en içten dileklerle teşekkür ederim.

İstanbul, 2021

EMİR ATAY

İÇİNDEKİLER

ÖZ.....	II
ABSTRACT	III
ÖNSÖZ.....	IV
TABLolar LİSTESİ.....	X
GRAFİKLER LİSTESİ.....	XII
KISALTMALAR LİSTESİ.....	XIII
GİRİŞ	1

BİRİNCİ BÖLÜM

PARA TEORİSİ VE POLİTİKASININ KAVRAMSAL TEMELLERİ

1.1. Paranın Tarihi.....	5
1.1.1. Paranın Özellikleri	6
1.1.2. Paranın Fonksiyonları	7
1.1.3. Uluslararası Parasal Sistemlerin Evrimi.....	8
1.1.3.1. Altın Standardı Dönemi (1873-1914)	9
1.1.3.2. Bretton Woods Dönemi (1944-1973)	11
1.1.3.3. Petrol Krizi ve Finansal Serbestleşme Süreci	12
1.2. Para Teorisine Yönelik Görüşler.....	16
1.2.1. Klasik İktisat Dönemi	16
1.2.2. Keynesyen Kırılma.....	18
1.2.3. Monetarist Yaklaşım	21
1.2.4. Yeni Keynesyen Ekol.....	24
1.2.5. Ana Akım İktisada Alternatif Bir Yaklaşım	25

1.3. Para Politikası	27
1.3.1. Para Politikası Amaçları.....	28
1.3.1.1. Fiyat İstikrarı	28
1.3.1.2. Ekonomik Büyüme	30
1.3.1.3. İstihdama Katkı	31
1.3.1.4. Finansal İstikrar.....	32
1.3.2. Para Politikası Araçları	34
1.3.2.1. Dolaylı Para Politikası Araçları	34
1.3.2.1.1. Açık Piyasa İşlemleri	35
1.3.2.1.2. Zorunlu Karşılıklar	36
1.3.2.1.3. Reeskont Oranları	37
1.3.2.2. Dolaysız Para Politikası Araçları	38
1.3.2.2.1. Faiz Oranı Kontrolleri	38
1.3.2.2.2. Kredi Tavanı Uygulaması	39
1.3.2.2.3. Farklılaştırılmış Reeskont Kotaları	39
1.3.2.2.4. Finansal Aracılarn Portföylerinin Yeniden Düzenlenmesi	39
1.3.2.2.5. Menkul Kıymet Alımına Yönelik Kredilerin Kontrolü	40
1.3.2.2.6. Tüketici Kredilerinin Kontrolü	40
1.3.2.2.7. Özel Mevduatlar	41
1.3.2.2.8. Merkez Bankasının Moral Desteği.....	41
1.3.3. Para ve Maliye Politikalarının Koordinasyonu	41

İKİNCİ BÖLÜM

MODERN MERKEZ BANKACILIĞININ NİTELİKLERİ

2.1. Bağımsızlık Kavramı	45
2.1.1. Ekonomik ve Politik Bağımsızlık	46
2.1.2. Amaç Bağımsızlığı.....	48
2.1.3. Araç Bağımsızlığı.....	48
2.2. Para Politikası Uygulamasında Modern Kurallar	48
2.2.1. Araç Kurallar ve Taylor Kuralı	49

2.2.1.1.	McCallum Kuralı	51
2.2.1.2.	Parasal Koşul Endeksi.....	51
2.2.2.	Amaç Kurallar	52
2.2.2.1.	Parasal Hedefleme.....	52
2.2.2.2.	Döviz Kuru Hedeflemesi.....	53
2.2.2.3.	Enflasyon Hedeflemesi	56
2.3.	Merkez Bankasının Finansal Sistemdeki Rolü	59
2.3.1.	Banknot İhracında Monopol Yetkisi.....	59
2.3.2.	Bankaların Bankası Fonksiyonu	60
2.3.3.	Devletin Bankası Fonksiyonu	60
2.3.4.	Son Kredi Mercii Fonksiyonu.....	61
2.4.	Baskı Grupları Karşısında Para-Faiz İlişkisi.....	61
2.4.1.	Ana Akım İktisat Anlayışında Merkez Bankası	62
2.4.2.	Alternatif İktisat Yaklaşımlarında Merkez Bankası.....	64
2.5.	Merkez-Çevre Ülkeleri İlişkisinde Merkez Bankalarının Rolü	68
2.5.1.	Dünya Sistem Analizi ve Modern Dünya Sistem Yapısı.....	69
2.5.2.	Çevre, Yarı Çevre, Merkez Ülkeler İlişkisi	71
2.5.3.	Sermaye Hareketlerinin ve Krizlerin Küresel Döngüsü.....	76
2.5.4.	Merkez-Çevre Ülke Merkez Bankaları İlişkisi: Fed ve TCMB	79

ÜÇÜNCÜ BÖLÜM

TCMB ETKİ ALANI VE BAĞIMSIZLIK TARTIŞMASI

3.1.	TCMB'nin Politik ve Kurumsal Dönüşümü	82
3.1.1.	Sermayenin Ulusallaşması Sürecinde TCMB (1930-1955).....	82
3.1.2.	Planlı Ekonomi ve Dolaysız Finansman Dönemi (1955-1980)	85
3.1.3.	Liberal Politikalar ve Dolaylı Finansman Dönemi (1980-2001)	88
3.1.4.	2001 Krizinden Günümüze Bağımsızlık Tartışmaları	92
3.1.4.1.	Yapısal Dönüşüme Giden Süreç: 2001 Krizi	93
3.1.4.2.	Kriz Sonrası Hukuki ve Kurumsal Reformlar.....	97

3.2.	Aktif Para Politikası Stratejisi.....	104
3.2.1.	Açık Enflasyon Hedeflemesi Önündeki Engeller	105
3.2.2.	Örtük Enflasyon Hedeflemesi Dönemi (2002-2005)	105
3.2.3.	Örtük Enflasyon Hedeflemesinin Sonuçları.....	109
3.2.4.	Açık Enflasyon Hedeflemesi Deneyimi (2006-2008).....	111
3.2.5.	2008 Küresel Kriz Koşullarında Para Politikasında Tepkiler	113
3.3.	Küresel Kriz Sonrası Geleneksel Olmayan Para Politikaları.....	117
3.3.1.	Faiz Koridoru Uygulaması.....	118
3.3.1.1.	Bir Hafta Vadeli Repo İhaleleri (Politika Faizi)	120
3.3.1.2.	Gecelik (O/N) Borç Alma/Verme Faizi	120
3.3.1.3.	Geç Likidite Penceresi (GLP)	120
3.3.2.	Rezerv Opsiyon Mekanizması (ROM).....	121
3.3.3.	İletişim Politikasının Stratejik ve İdeolojik Önemi.....	122

DÖRDÜNCÜ BÖLÜM

TCMB POLİTİKA FAİZİ ÜZERİNE BİR ANALİZ

4.1.	Çalışmanın Amacı.....	125
4.2.	Çalışmanın Yöntemi	126
4.3.	Metodoloji ve İstatistiki Yöntem	136
4.3.1.	Çoklu Regresyon Analizi	136
4.3.2.	En Küçük Kareler Yönteminin Varsayımları.....	137
4.3.3.	Çoklu Doğrusal Bağlantı Sorunu	138
4.3.4.	Heteroskedasite Problemi ve Breusch-Pagan Testi	139
4.3.5.	Normal Dağılım, Çarpıklık-Basıklık ve Shapiro-Wilk Testi	140
4.4.	Çalışmada Kurulan Modeller	141
4.4.1.	M-I: Faiz Değişimi ve Tüm Faktörler Arası İlişki	142
4.4.2.	M-II: Faiz İndirimi, (-) Etkiler ve Zaman Serileri İlişkisi.....	145
4.4.3.	M-III: Faizi Değişimi ve Tüm Faktörler Arası İlişki (> 2016)	147
4.4.4.	M-IV: Faiz Değişimi ve Dummy Veriler İlişkisi (>2016).....	151

4.4.5. M-V: Faiz İndirimi ve Dummy Veriler İlişkisi (>2016).....	155
4.4.6. M-VI: Faiz Artırımı ve Dummy Veriler İlişkisi (>2016)	158
4.4.7. M-VII: Faiz İndirimi ve Tüm Faktörler Arası İlişki (>2016)	160
4.4.8. M-VIII: Faiz Artırımı ve Tüm Faktörler Arası İlişki (>2016)	163
4.5. Analizlerin Değerlendirilmesi.....	165
SONUÇ.....	169
KAYNAKÇA	175
ÖZGEÇMİŞ.....	196

TABLÖLAR LİSTESİ

Tablo 4.1: Model-I Regresyon Analizi Sonuçları.....	142
Tablo 4.2: Model-I VIF Testi Sonuçları.....	143
Tablo 4.3: Model-I Breusch-Pagan Test Sonuçları.....	143
Tablo 4.4: Model-I Normal Dağılım Test Sonuçları.....	144
Tablo 4.5: Model-II Regresyon Analizi Sonuçları.....	146
Tablo 4.6: Model-II VIF Testi Sonuçları.....	146
Tablo 4.7: Model-II Breusch-Pagan Test Sonuçları.....	147
Tablo 4.8: Model-II Normal Dağılım Test Sonuçları.....	147
Tablo 4.9: Model-III Regresyon Analizi Sonuçları.....	148
Tablo 4.10: Model-III VIF Testi Sonuçları.....	149
Tablo 4.11: Model-III Breusch-Pagan Test Sonuçları.....	149
Tablo 4.12: Model-III Normal Dağılım Test Sonuçları.....	150
Tablo 4.13: Model-III Shapiro-Wilk Test Sonuçları.....	150
Tablo 4.14: Model-IV Regresyon Analizi Sonuçları.....	152
Tablo 4.15: Model-IV VIF Testi Sonuçları.....	153
Tablo 4.16: Model-IV Normal Dağılım Test Sonuçları.....	154
Tablo 4.17: Model-IV Shapiro-Wilk Test Sonuçları.....	154
Tablo 4.18: Model-IV Robust Regresyon Analizi Sonuçları.....	154
Tablo 4.19: Model-V Robust Regresyon Analizi Sonuçları.....	156
Tablo 4.20: Model-V VIF Testi Sonuçları.....	156
Tablo 4.21: Model-V Normal Dağılım Test Sonuçları.....	157
Tablo 4.22: Model-V Shapiro-Wilk Testi Sonuçları.....	157
Tablo 4.23: Model-VI Robust Regresyon Analizi Sonuçları.....	159
Tablo 4.24: Model-VI VIF Testi Sonuçları.....	159
Tablo 4.25: Model-VI Normal Dağılım Test Sonuçları.....	160

Tablo 4.26: Model-VI Shapiro-Wilk Testi Sonuçları.....	160
Tablo 4.27: Model-VII Robust Regresyon Analizi Sonuçları.....	161
Tablo 4.28: Model-VII VIF Testi Sonuçları.....	161
Tablo 4.29: Model-VII Normal Dağılım Test Sonuçları.....	162
Tablo 4.30: Model-VII Shapiro-Wilk Testi Sonuçları.....	162
Tablo 4.31: Model-VIII Robust Regresyon Analizi Sonuçları.....	163
Tablo 4.32: Model-VIII VIF Testi Sonuçları.....	164
Tablo 4.33: Model-VIII Normal Dağılım Test Sonuçları.....	164
Tablo 4.34: Model-VIII Shapiro-Wilk Testi Sonuçları.....	164

GRAFİKLER LİSTESİ

Grafik 4.1: Politik Söylemler ile Dolar Kuru ve Borsa Endeksi Arasındaki İlişki.....	130
Grafik 4.2: FED Açıklamaları ile Dolar Kuru ve Borsa Endeksi Arasındaki İlişki.....	131



KISALTMALAR LİSTESİ

AB	: Avrupa Birliği
ABD	: Amerika Birleşik Devletleri
API	: Açık Piyasa İşlemleri
BDDK	: Bankacılık Denetleme ve Düzenleme Kurumu
BOJ	: Bank of Japan
CDS	: Credit Default Swap
DİBS	: Devlet İç Borçlanma Senedi
DPT	: Devlet Planlama Teşkilatı
ECB	: European Central Bank
FED	: Federal Reserve
FOMC	: Federal Open Market Committee
GLP	: Geç Likidite Penceresi
GSYİH	: Gayri Safi Yurtiçi Hasıla
IMF	: International Monetary Fund
İMKB	: İstanbul Menkul Kıymetler Borsası
KİT	: Kamu İktisadi Teşebbüsü
LIBOR	: London Interbank Offered Rate
MGK	: Milli Güvenlik Kurulu
MKE	: Makina ve Kimya Endüstrisi Kurumu
NİV	: Net İç Varlıklar
NUR	: Net Uluslararası Rezerv
O/N	: Gecelik Borç Alma ve Verme Faiz Oranı
OECD	: Organization for Economic Cooperation and Development
OPEC	: Organization of Petroleum Exporting Countries
OPEC	: Petrol İhraç Eden Ülkeler
PPK	: Para Politikası Kurulu

PTT	: Posta ve Telgraf Teşkilatı Anonim Şirketi
ROK	: Rezerv Opsiyon Katsayısı
ROM	: Rezerv Opsiyon Mekanizması
t.y.	: Tarih yok
TBMM	: Türkiye Büyük Millet Meclisi
TC	: Türkiye Cumhuriyeti
TCMB	: Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası
TDK	: Türk Dil Kurumu
TL	: Türk lirası
TMSF	: Tasarruf Mevduatı Sigorta Fonu
TÜFE	: Tüketici Fiyat Endeksi
TÜİK	: Türkiye İstatistik Kurumu
TÜSİAD	: Türk Sanayicileri ve İş İnsanları Derneği
v.d.	: Ve diğerleri
y.y.	: Yayın yok
ZK	: Zorunlu karşılık

GİRİŞ

2008 Küresel Finansal Krizinin ardından tüm dünyada merkez bankalarının üzerine yüklenen sorumluluklar artarken, sahip oldukları para politikası araçlarının etkinliği ise tartışılmaktadır. Uygulanan politikaların amacına ulaşması için doğru araçların seçilmesi kadar uygulama zamanı ve şekli de önem arz etmektedir. Türkiye’de özellikle 2013 yılı ve sonrasında TCMB’nin enflasyon hedeflerinin uzağında sonuçlar elde etmesi, kullandığı araçların etkinliğinin sorgulanmasına ve hatta kurumsal bağımsızlığa sahip olup olmadığı yönünde tartışmalara yol açmıştır. Çalışmanın amacı merkez bankasının hedefleri doğrultusunda kullandığı kısa vadeli faiz aracı üzerinde dışsal faktörlerin etkisini ve yönünü açıklayarak bağımsızlık kavramını tartışmak ve olası başarısızlıklarının nedenlerini ortaya koyarak çözüm önerileri sunmaktır.

Merkez Bankasının belirlediği hedeflerden yüksek oranda uzaklaşması kurumun kredibilitesini azaltarak iletişim politikası başta olmak üzere diğer araçlardaki inandırıcılığını zayıflatmaktadır. Dolayısıyla bankanın kurumsal bağımsızlığına gölge düşmesi kadar yanlış araç seçimi ya da uygulamada zamanlama hatalarının faturası tüm ekonomiye ve topluma mal olacağından çalışmanın önemi dikkat çekmektedir. Ayrıca merkez bankasının hem sermaye yapısı hem de finansal piyasalar ile organik bağı, ekonomik katmanlar arasında belli bir taraf olmaya zorlamaktadır. Ek olarak merkez bankasının en önemli aracı olan faiz oranı, toplumsal kaynak transferinin yönünü tayin etmektedir. Bu bağlamda merkez bankasının bağımsızlığını farklı başlıklar ve yaklaşımlar üzerinden ele almak genel bir tahlil yapmaktan daha sağlıklı sonuçlar verebilir.

Çalışmanın ilk bölümünde tarihsel bir giriş yapılarak paranın ortaya çıkışından bir politika aracı olmasına kadar geçen süreç kısaca aktarılmıştır. Sanayi kapitalizmi sonrası ortaya çıkan ve varlığa dayalı özellik arz eden uluslararası parasal sistemler, aynı zamanda günümüz finansal mimarisinin öncülleri olduğu için bu bölümde ele alınmıştır. Ayrıca para teorisine ilişkin temel ekollerin hipotezleri tanıtılmış ve farklılıkları belirtilmiştir. Son olarak paranın iktisat politikası özelliğinden bahsedilmiş,

merkez bankaları tarafından hangi araçlar ile icra edildiği, ne yaygınlıkta kullanıldığı ve etki alanları kategorik olarak anlatılmıştır.

İkinci bölümde günümüz merkez bankacılığının yapısal özellikleri üzerinde durulmuştur. Özellikle enflasyon hedeflemesi stratejisinin en önemli şartı olan bağımsızlık kavramının gereklilikleri açıklanmıştır. Ardından merkez bankalarının makro ekonomik sistemde ve finansal yapıdaki fonksiyonları sıralanmıştır.

Çalışma, iktisat teorisi açısından ele alınırken merkez bankacılığına yönelik yaklaşımlar iki kampta sınıflandırılarak tartışılmıştır. Enflasyon hedeflemesi stratejisini destekleyen yeni uzlaşi yaklaşımının argümanları ile buna eleştirel tezler ileri süren heterodoks iktisadi görüşler, kıyaslamalı bir şekilde incelenmiştir. Her iki görüşün hem stratejiye yönelik hem de merkez bankacılığına ilişkin yaklaşımları, TCMB politikaları özelinde ve uygulama bulgularıyla yorumlanacaktır. Tartışmayı derinleştirmek amacıyla bağımlılık ekolü kavramlarından ve dünya-sistem analizinden faydalanılmıştır. Ülkeler bazında olduğu kadar merkez bankaları arasında da benzer bir hiyerarşinin var olabileceğine ilişkin, literatürde yer alan ampirik bulgular çalışmanın amacını desteklemektedir.

Üçüncü bölümde TCMB'nin kurumsal ve politik dönüşüm süreçleri dönemlere ayrılarak incelenmiştir. Cumhuriyet döneminden 2001 Ekonomik Krizine kadarki süreç, merkez bankası ile hazine arasındaki finansman ilişkisinden ötürü dolaylı ve dolaysız finansman şeklinde kategorize edilmiştir. 2001 yılında yaşanan kriz ise ülke tarihi açısından sosyal, ekonomik ve siyasi sonuçlar doğurmuştur. Bu tarihte pek çok kurumun yaşadığı yapısal dönüşüme benzer bir süreç TCMB için de geçerlidir. Kurumun organizasyon yapısından, izlediği stratejiye ve uyguladığı para politikası araç setine kadar hemen her bileşeninde yeni tasarımın izlerini görmek mümkündür. TCMB adına daha önce yapılan reformlardan en büyük fark ise bankanın hazine ile ilişkisinin hukuki ve fiili olarak sona erdirilmiş olmasıdır. Ayrıca bağımsızlık vurgusu bu bağlamda öne çıkartılarak yasal güvenceye alınmıştır.

Enflasyon hedeflemesi stratejisine geçilirken ara bir form olarak örtük enflasyon hedeflemesi adı verilen bir dönem yaşanmıştır. Bu dönemde ana strateji için gerekli kurumsal düzenleme ve altyapı çalışmaları tamamlanmıştır. Enflasyon hedeflemesi amacı Türkiye’de ve dünyada 2008 küresel finansal krizi sonrasında sorgulanmaya başlamıştır. En büyük neden ise fiyat istikrarına diğer tüm hedefleri gölgede bırakacak kadar önem verilmesinden kaynaklandığı düşünülen hatalardır. Dolayısıyla küresel kriz sonrası enflasyon hedeflemesi stratejisine finansal istikrar gibi ek amaçlar eklenmiş ve araç yelpazesi zenginleştirilmiştir. Oysaki tüm revizyonlar merkez bankası üzerindeki sınıfsal ve ideolojik çatışmaları ortadan kaldırmamış ancak üstünü örtmeye yetmiştir. Bu amaçla TCMB özelinde uygulanan politikaların toplumsal çıkar grupları ile ilişkisi analiz edilecektir.

Çalışmanın dördüncü ve son bölümünde TCMB kısa vadeli faiz oranları üzerinde etkisi olabileceği düşünülen parametrelerin istatistiki yönden anlamlılığı test edilmeye ve yorumlanmaya çalışılacaktır. Bunun için TCMB raporlarında belirtilen TÜFE, döviz kuru, emtia fiyatları, CDS puanlarına ek olarak para politikasında baskı unsuru oluşturabilecek söylemler de dikkate alınacaktır. Çalışmada kalitatif nitelikte olan ve para politikasında düzenli etkisi olduğu düşünülen olaylar geniş bir medya taraması neticesinde sayısallaştırılarak “dummy” (kukla) değişkenlere dönüştürülerek modellemelere dahil edilmiştir. Veri setlerinin homojen olmamasından dolayı çoklu regresyon yönteminin görece iyi sonuçlar vereceğine kanaat getirilmiş ve model sonuçları ayrıntıları ile paylaşılmıştır. Tüm modellerden elde edilen bulgular iktisat teorisi çerçevesinde ele alınarak bölüm sonunda yorumlanmıştır. Faiz kararlarının yönüne göre farklı faktörlerin etki gücü birbirinden değişken sonuçlar vermiştir. Bir başka ifadeyle TCMB politika kararlarında farklı baskınlık unsurlarının farklı nitelikte etkileri olduğu söylenebilir.

Çalışmaya özgünlük katan en önemli unsur yalnızca sayısal verilerden faydalanılmış olmamasıdır. Gerçek olaylar arasında anlamlı bir bütünlük araştırılmış ve bir zaman serisi haline dönüştürülmüştür. Tanımlanan faktörlerin faiz hareketlerinin her iki yönüne etkisi ayrı ayrı analize tabi tutulmuştur. Çalışmanın literatüre beklenen katkısı ise merkez bankası bağımsızlığının iktisat teorisinin karşıt ekolleri ile tartışmalı

ele alınması ve geleneksel yaklaşımların dışında yorumlanmasıdır. Bu bağlamda bağımsızlık kavramının zayıf yönleri ifade edilmiş ve mutlak bir bağımsızlığın neden olamayacağı iddiası tartışılmıştır. TCMB örneğinde ele alınan bu tartışma, dayanağını toplumsal üretim ilişkilerinden ve birikim rejiminden aldığı için diğer merkez bankaları adına yapılacak tartışmalara da alternatif bir yaklaşım sunması beklenmektedir.



BİRİNCİ BÖLÜM

PARA TEORİSİ VE POLİTİKASININ KAVRAMSAL TEMELLERİ

1.1. Paranın Tarihi

Para sözcüğü etimolojik olarak Farsça “parça” anlamına gelen “Pāre” sözcüğünden dilimize geçmiştir (“Türk Dil Kurumu”, y.y.). Paranın tarihsel gelişimi ise sözcüğün farklı dillerde ifade edilmesinden öncesine dayanır. İlkel avcı-toplayıcı toplum yapısından köleci toplum yapısına ve yerleşik hayata geçişle birlikte üretim ekonomisi başlamıştır. İnsanlar bireysel ihtiyaçlarından fazlasını tarım ve hayvancılıktan elde etmeyi öğrenmeye başladığından beri ilk birikim rejiminin temelini attılar. “Trampa” adı verilen ve üretim fazlasının değiş tokuşuna dayanan ekonomik ilişkiler ağı ticari hayatın başlangıcı kabul edilir.

Ticari hayatın, artan hem mal çeşitliliği hem de insan nüfusuyla birlikte iyice karmaşık hala gelmesi mevcut trampa sisteminin işlevselliğinin sorgulanmasına neden olmuştur. Diğer taraftan birikim rejiminin gelişmesi de insanların yalnızca bireysel geçimlik ihtiyaçlarını karşılaması için değil, bugünkü “kar” güdüsüyle zenginleşme farkındalığı yaratmıştır. Her iki durumun sonucu olarak trampa sisteminin yerine ticarette daha hızlı ve kolay yöntem arayışları artık başlamıştır.

Trampa sisteminde kullanılan gıda ağırlıklı değişim mallarının yerini daha değerli ve uzun süre bozulmadan dayanabilme özelliğine sahip yeni araçlar almıştır. Maden çağlarına geçişle birlikte insanlar kıymetli metal ve taşları işlemeyi öğrendi. Ticari ilişkilerde altın, bronz, gümüş gibi madenlerin kullanılması ekonomide devrim niteliğindeydi. Kıymetli metallerin darp yöntemiyle şekil verilmesi günümüzdeki modern paranın atası sayılan “Sikke” isimli değişim aracını yaratmıştır. Sikke ve kendisinden önce kullanılan tahıl, tuz, bira, deniz kabuğu vb. tüm değişim araçları, dönemleri itibarıyla para olarak tarihteki yerlerini almışlardır. Tüm bu ticari ve ekonomik faaliyet-

ler para ile birlikte bürokrasi ve muhasebe için gerekli bir icat olan “yazıyı” doğurmuştur (Schmandt-Besserat, 1992: 3). Böylelikle tüm bu ilişki ve faaliyetler artık kayıt altına alınabilecektir.

Sikkenin para olarak kullanılması milattan önceki son bin yıl içerisinde yaygınlaşmıştır. Sikke, aynı zamanda merkezi otoritenin kontrolünde ve onun sembolünü taşıyan bir araç olması sebebiyle devleti de temsil eder. Dolayısıyla mal para ve sikke arasında kullanım benzerliği varken siyasi erkten doğan belli bir fark da vardır. Para, ticari ilişkilerde en kapsamlı anlama gelen tüm değişim araçlarını kapsamaktadır; sikke ise kendisini üretme yetkisine sahip siyasal otoriteyi temsil eder. Sikkeler bir yüzünde satın alma gücünü temsil eden nominal değeri yansıtırken diğer yüzünde temsil ettiği siyasi erki sembolize ettiği için günümüzdeki modern paralarla benzerlik taşır. Günümüzde ise darphane tarafından basılan bozuk paralar ve merkez bankaları tarafından basılan kağıt banknotlar, para olarak kullanılmaktadır (Özatay, 2011: 36-40).

1.1.1. Paranın Özellikleri

Mal para, sikke, banknot olsun hatta günümüzde popülerleşmeye başlayan “Kripto Para”¹ ya da herhangi bir ödeme aracının para niteliği taşıması için bir takım ulusal ve evrensel normlar vardır. Boyes ve Melvin (2013: 296)’e göre bu normlar insanları kullanmaya ikna edebilecek düzeyde taşıyabilirse ancak bir varlığı para olarak genel kabul görürler. O halde ilgili varlığın para olarak toplumda geçerliliği için aşağıdaki temel özellikleri sıralanabilir (Bilgili, 2017: 363-364):

- Bir varlık para olarak kullanılmaya başlandığında diğer insanların da onu kullanacağına dair ortak bir toplumsal inanç.
- Taşınması kolay, hafif ve zahmetsiz olması.
- Farklı miktar ve hacimlerde işlem yapabilmek için en uygun oranlarda bölünebilir olması.

¹ Kripto paralar, internet ve veri madenciliği teknolojisinin gelişmesiyle paralel olarak kriptografik güvenlik sistemleriyle donatılmış aynı zamanda merkez bankası gibi merkezi herhangi bir otoriteye tabi olmadan ve tüm dünyada kullanılabilen sanal para birimleridir (Ateş, 2016: 349).

- Para olarak kullanılan varlığın itibarını koruması için taklit edilmesinin zor, mümkünse imkânsız olması gerekir.
- Para olarak kullanılan varlığın homojen olması, yani aynı tür varlıklar arasında kalite ve değer farkının bulunmaması aranır.
- Hem fiziken hem de satın alma gücü bakımından dayanıklı olması, kısa süre içerisinde bozulmamalı, yıpranmamalı ve maddi değerinde sert düşüşler olmamalıdır.

1.1.2. Paranın Fonksiyonları

Günümüz banknot sisteminden önce tarihsel olarak malların para olarak kullanıldığı dönemlerden beri paranın üç temel fonksiyonu sayılmaktadır. Bunlar sırasıyla mübadele aracı fonksiyonu (Medium of Exchange), hesap birimi fonksiyonu (Unit of Account) ve değer saklama fonksiyonu (Store of Value) olarak tanımlanır (Mishkin, 2004: 45). Dünyada finansal istikrar arayışının ve enflasyonla mücadelenin önem kazandığı yakın geçmişten günümüze kadar ise paraya bir politika aracı olarak da ekonomi otoritelerince yeni ve özel bir fonksiyon daha eklenmiştir.

Mübadele Aracı Fonksiyonu: Paranın henüz kullanılmadığı dönemlerde trampa sistemi geçerliken malın malla değişimi gerçekleşmekteydi. Zamanla artan nüfus ve mal çeşitliliği ise ihtiyaçların karşılıklı olarak aynı anda örtüşmesini engellemeye başlamıştır. Paranın alım-satım sürecine dahil olmasıyla mal-para-mal ilişkisi doğarak, ihtiyaçların eş anlı bir şekilde örtüşme zorunluluğu ortadan kalkınca emek ve zamandan tasarruf yaratmıştır (Aydın, 2012: 20). Üretimde verimlilik artışının önünü açan paranın kullanımı, zamanla uzmanlaşmayı da geliştirerek modern ekonomi yolundaki en önemli ivmelerden biri olmuştur.

Hesap Birimi Fonksiyonu: Para öncesi geçerli olan trampa sisteminin bir diğer olumsuz noktası malların değerinin birbirini cinsinden tarif ediliyor olmasıdır. Dolayısıyla mal çeşitliliği arttıkça daha fazla oranda farklı cinsten fiyatlar oluşmuştur. Örneğin ekonomide (x) adet mal varsa toplam fiyat $n(n-1)/2$ formülüyle hesaplanabilir. Somutlaştırmak gerekirse 10 adet malın olduğu bir ekonomide $10(10-1)/2 = 45$ adet farklı fiyat var demektir (Paya, 2007: 110). Oysa paranın kullanımı bu zorluğu ortadan

kaldırarak her malın kendine ait tek bir fiyatının olmasına olanak kılmaktadır. Dolayısıyla paranın hesap birimi olarak kullanılması ekonomide işlem maliyetlerini düşürerek ticareti kolaylaştırır (Mishkin, 2004: 46).

Değer Saklama Fonksiyonu: Paranın elde edildiği andan harcandığı süreye kadar geçen sürede satın alma gücünü koruması değer saklama fonksiyonu olarak tanımlanır. Trampa sisteminden parasal ekonomiye geçildikten sonra ticarete zaman ve mekan ayrımı oluşmuştur. Ekonomik aktörlerin mal olarak ellerindeki varlıkları muhafaza etmeleri daha zor ve sınırlıyken, paranın kullanımı tasarruf hacmini arttırarak birikim rejiminin derinleşmesine imkan sağlar. Ancak değer saklama denilince finansal aktifler paraya göre daha efektif yatırım aracı durumdadır. Öte yandan onların da ihtiyaç anında likidite dönüştürülmesi ayrı bir işlem maliyeti ve zaman kaybı yaratabilmektedir. Dolayısıyla aktörler her ne kadar finansal aktiflere yatırım yapsalar da servetlerinin belli bir miktarını likidite riskinden kaçınmak için para olarak tutmak isteyebilirler. Paranın herhangi bir mal gibi böylesine bir fayda sağlıyor olması ona özel bir talep yaratır (Aren, 1998: 90).

1.1.3. Uluslararası Parasal Sistemlerin Evrimi

Uluslararası parasal sistemler, ülkelerin döviz kuru rejimlerini belirleyen, ödemeler dengesi sorunlarını giderici ve ekonomik politikaların belirlenmesinde yol gösterici uluslararası kurallar, araçlar ve kurumlar bütünüdür. Dünyada ortak parasal sistem arayışı, Klasik iktisat ekolünün² yükseldiği dönemde uluslararası sermaye hareketlerinin hız kazanmasıyla başlamıştır. İlk uluslararası parasal sistem uygulamasına 19.yy. sonlarında “Altın Standardı” ile geçilmiştir. Avrupa’da Birinci Dünya Savaşı başlayana kadar geçerliliğini koruyan bu sistemde önemli para birimlerinin birbiriyle istikrarı dolaylı yoldan sağlanmıştır. 1914 yılında savaşın patlak vermesiyle ülkelerin

² Klasik iktisat ekolü; 1776 yılında Adam Smith’in “Ulusların Zenginliği” isimli eseriyle başlangıcı kabul görülen ve 19. Yüzyılın sonlarına kadar yaygınlığını koruyan iktisadi düşünce sistemidir. Devletin ekonomik faaliyetlere hiç karışmaması gerektiği savunulur. Piyasa mekanizması tarafından ekonominin tam istihdam seviyesinde dengede olacağını ve sorunları kendiliğinden çözeceğini savunan liberal öğretiye dayanır.

mali yapıları bozulmuş İngiltere olmak üzere üye ülkeler sırasıyla bu sistemden kopmuşlardır (Akdiş, 2000: 9).

Birinci Dünya Savaşı'nın ardından gerek Avrupa'da siyasi çalkantıların durulmaması gerek de hemen sonrasında yaşanan Büyük Buhran'ın etkisiyle uluslararası parasal sistem kurulamamıştır. Yeni bir sistemin oluşması ise ancak İkinci Dünya Savaşı sonrası bulacaktır. Adına "Bretton Woods" denilen bu yeni uluslararası para sistemi ise 1973 yılında ömrünü tamamlamıştır. Bretton Woods sonrasında ve özellikle küreselleşmenin hız kazandığı 1990'lardan günümüze kadar sermaye hareketlerinin hacmi devasa boyutlara ulaşırken yeni bir uluslararası para sisteminin gerekliliği ve uygulanabilirliği halen tartışma konusudur.

1.1.3.1. Altın Standardı Dönemi (1873-1914)

Altın standardı sistemi dünyada uygulanan en eski uluslararası sabit kur sistemidir. Ulusal paraların değerinin belli bir orandan altına sabitlenmesi mekanizmanın temelini oluşturur. Bu sistem içerisinde sabit kur rejimi ve sermaye hareketliliği amaçlanmıştır fakat "ekonomik trilemma"³ gereği ülkelerin bağımsız para politikaları izlemeleri mümkün değildir. Ödemeler dengesindeki olası sorunlar bu varsayım altında piyasa mekanizması tarafından arbitraj yoluyla dengelenecektir. Ancak uygulamada üye ülkelerin her zaman ortak kurallara riayet etmediği ve sistemin krizleri önleyemediği ortaya çıkmıştır (Turan, 1980: 3).

Tüm ülkelerin ulusal paraları altına bağlandığından sistem içerisinde paralar birbirine çevrilebilmektedir. Bir diğer özellik ise altın ithalatı ve ihracatının serbestliğinden dolayı sermaye hareketleri serbesttir. Ülkelerdeki fiyatların genel seviyesinde belirleyici olan, sahip oldukları altın rezervidir. Hem üye ülkelerin para birimleri hem de ülkelerdeki fiyat düzeyleri altın üzerinden birbirine bağlıdır (Bordo, 1984: 24). Altın miktarı ile fiyatlar arasında fark basit bir aktarım mekanizmasıyla dengelenir. Örneğin, bir ülkeye karşılıksız olarak yüksek hacimde altın girişinin gerçekleşmesi para

³ Ekonomik Trilemma Hipotezi: Bir ekonomide farklı amaçlara yönelik araçlar olan serbest para politikası, sermaye hareketlerinin serbestliği ve sabit kur sistemi birbiriyle çelişkili sonuçlar yarattığı için üçünün aynı anda kullanılamayacağını savunan görüştür. Ekonomi otoritelerinin verdikleri öneme göre en fazla iki politika aracı seçilmeli ve üçüncüsünden feragat edilmelidir (Rodrik, 2000: 180).

arzından artış yaratır. Para arzındaki artıştan dolayı da fiyatlar genel düzeyi artarken altın fiyatları dünya fiyatlarının altında kalır, kısacası görece ucuzlar. Bu durumda altın, fiyatı ucuz olan ülkeden daha pahalı olan yerlere dünya fiyatıyla eşitleninceye kadar çıkış yapar. Altın, dünyadaki standart fiyatına dönerken para arzındaki daralmaya paralel olarak fiyatlar genel seviyesi de yeniden eski haline döner. Sistem bu teorik varsayım altında tamamen uluslararası koşullara bağlı olarak, uzun vadeli istikrar ve otomatik denge sunmaktadır. Ödemeler dengesindeki açık ya da fazlalıklar kendiliğinden giderilecektir, fiyatlar genel düzeyinde kendiliğinden denge sağlandığı gibi devletin herhangi bir müdahalesine gerek yoktur.

Altın standardı döneminde ulusal merkez bankalarının öncelikli görevi ulusal paranın altına çevrilebilirliğini garanti altına almak ve sürdürmektir. Emisyondaki paranın hacmi ülkenin sahip olduğu altın rezerviyle dengeli olmalıdır. Bir başka ifadeyle merkez bankaları bağımsız bir aktör olmaktan ziyade uluslararası sistemi ve ülkedeki para arzını takip etmekle görevli kurumlardır. Her ne kadar üye ülkelerin merkez bankalarının ağırlığı birbiriyle standart gibi gözüксе de sistem, İngiltere'nin siyasi ve ekonomik hegemonyası altında şekillenmiştir (Dutton, 1984: 173). İngiltere Merkez Bankası diğer merkez bankalarından imtiyazlı olarak sistemin kurucusu ve son kredi merceği görevini üstlenmektedir. Oyun kurucu ve imtiyazlı durumu sayesinde altın standardı sisteminin en avantajlı ülkesi İngiltere olmuştur. Ancak Birinci Dünya Savaşı'nın başlamasının ardından ülkeler bütçelerini sistem içerisinde finanse etmekte zorlandıklarının için sistem fiilen terk edilmiştir. Hukuki olarak ise 1931 yılında artık İngiltere'nin de sistemden ayrıldığı deklare etmesiyle altın standardı sistemi ortadan kalkmıştır (Schwartz, 1984: 1).

Altın standardı ortadan kalkarken dünyada merkez bankalarının kuruluşu ve hükümetlerden bağımsız çalışabilmeleri konusunda bir dizi tartışma konusu bırakmıştır. Merkez bankaları bu dönemde hükümetten bağımsız ancak politika uygulamada sınırlı kapasiteye sahipken, uluslararası sermaye hareketleri karşısında da katalizör görevi olmayı üstlenmiştir.

1.1.3.2. Bretton Woods Dönemi (1944-1973)

İki dünya savaşı arasındaki süreçte büyük buhranın etkileri kendini hissettirmiştir. Tüm dünyada üretim ve talep daralmış, işsizlik artışları hükümetleri tedirgin edici oranlara yükselmiştir. Uluslararası finansal sistemin bu dönemde yokluğu küresel ticaretin daralmasında bir diğer unsurdur. Ülkeler, ikili anlaşmalarla ya da bölgesel yakınlıklardan faydalanarak ticari faaliyetlerini geliştirmeye çalışmıştır. Ancak ulusal paraların konvertibilitesindeki güçlükler ve kurlarda stabilizasyon eksikliği bu faaliyetlerdeki en büyük engellerdir.

İngiltere ve ABD öncülüğünde mevcut ekonomik sorunları bertaraf etmek için 1944 yılının 1-22 Temmuz günleri arasında ABD'nin New Hampshire eyaletinde 44 ülkenin delegasyonları toplanmıştır. Yapılan görüşmeler sonucunda temsilciler mutabakata vararak, ismini bulundukları kasabadan alan “Bretton Woods” Anlaşmasını imzalamıştır (Tunç, 2004: 303). Anlaşmanın modellemesi için biri John M. Keynes tarafından hazırlanan ekonomik plan ile Amerikan Hazine Bakanı White tarafından hazırlanan ekonomik plan masaya yatırılmıştır, üzerinde birkaç değişiklik yapılarak White Planı kabul edilmiştir.

Ayarlanabilir sabit kur⁴ rejimine dayanan Bretton Woods Sistemi, öncelikle iki uluslararası örgütün kurulmasını amaçlamıştır. Birincisi savaştan ağır hasar gören ülkelerin restorasyonu için bugünkü Dünya Bankası'nın ilk örneği olan “Uluslararası İmar ve Kalkınma Bankası” diğeri ise uluslararası para sisteminin işleyişinden sorumlu olarak “Uluslararası Para Fonu” (IMF).

Bretton Woods sisteminin temel özelliklerine göre; her üye ülke ulusal para birimini belli bir kurdan Amerikan dolarına sabitlemiştir. Oysaki Amerikan dolarının kendisi herhangi bir ulusal para birimine değil, 1 ons⁵ = 35 \$ olarak yalnızca altına sabitlenmiştir. O halde her ülkenin parası Amerikan dolarına, Amerikan dolarının değeri de altına sabitlendiğinden dolayı, her ulusal para birimi aynı zamanda belirli bir

⁴ Ayarlanabilir Sabit Kur Sistemi: Döviz kurunun belirlenen bir bantta dalgalanmaya bırakıldığı sistemdir. Buna karşın duruma göre bant aralığı değiştirilebilir. Örneğin ödemeler dengesi açık veriyorsa ulusal para devalüe, tam tersi durumda ödemeler dengesi fazla veriyorsa revalüe işlemleri gerçekleştirilir.

⁵ Ons (Ounce): Yaklaşık 31,1 grama tekabül eden bir İngiliz ağırlık ölçüsü birimi.

altın paritesine sahiptir. Bu durum Amerika'nın dünya ticaretindeki ağırlığından ve savaş sonrasında en güçlü ekonomiye sahip olmasından kaynaklıdır. Sistemin kendisi doları imtiyazlı bir para birimi haline getirmiştir. Dolar, uluslararası arenada geçerliliği olan bir likidite aracı, herkesçe kabul gören değer standardı, müdahale aracı ve rezerv para birimi görevi görmektedir (Seyidoğlu, 2003: 12).

Üye ülkeler ulusal para birimlerini kendi dolar paritesine göre +%1 ve -%1 arasındaki bir bantta dalgalanmaya bırakmıştır. Eğer bu alt ve üst sınırların dışına doğru bir hareketlilik gerçekleşirse, ulusal merkez bankaları sahip oldukları dolar rezervlerini kullanarak piyasaya müdahale etme yetkisine sahiptir. Ödemeler dengesinde ortaya çıkan aşırı açık ya da fazla gibi durumlarda ise devalüasyon ve revalüasyon işlemlerine ihtiyaç duyulmaktadır. Ancak bu işlemler için ulusal merkez bankaları tek başına yetkili değildi, IMF'nin de onayı gerekmektedir. Diğer taraftan kullanılan bant aralığının sınırları belirli olduğu için devalüasyon gibi uygulamalar en son başvuru aracı olarak görülmüştür (Seyidoğlu, 2009: 753).

Özellikle Vietnam Savaşı'nın yarattığı bütçe açıkları 1960'lı yılların sonuna doğru gelindiğinde ABD maliyesini zora sokmuştur. Savaşın uzaması ve beklenilenden fazla bir maliyet yaratması neticesiyle oluşan bütçe açığı, açık finansman yoluyla karşılanmaya çalışılmıştır. Artan enflasyonist baskılar doların değerini düşürürken, altına doğru spekülasyon atakları baş göstermiştir. Altının 35\$'dan sabitlenmiş olan paritesi ABD için artık sürdürülebilir bir değer değildir. 1971 yılına gelindiğinde dönemin ABD Başkanı Nixon yönetiminde altın fiyatları dolar cinsinden yükseltilmiştir fakat altına olan talep ve doların değer kaybı azalmamıştır (Yeldan, 2009: 15). Kur ayarlamaları ve alınan önlemler sistemde istikrarı yaratmaya bir türlü yetmemiştir, nitekim 1973 yılında sanayileşmiş batılı ülkeler ulusal para birimlerini dalgalanmaya bıraktıklarını deklare ettiler. Bu durum Bretton Woods sisteminin çöküşü ve dünyanın yeni bir uluslararası finansal sürece girişinin başlangıcıdır.

1.1.3.3. Petrol Krizi ve Finansal Serbestleşme Süreci

İkinci Dünya Savaşı sonrasında oluşturulan Bretton Woods sisteminin en göze çarpan özellikleri Amerikan dolarının dünyada rezerv para birimi ve uluslararası mü-

badele aracı konumunda olmasıdır. Diğer taraftan da Keynesyen ekonomi modeli benimsenerek devlete “sosyal” birtakım sorumluluklar yüklenilmiştir. Çünkü dönemin ekonomik modeli, emek gücünü yalnızca üretim faktörü olarak değil; aynı zamanda potansiyel tüketici olarak görmektedir. Dolayısıyla kitlesel tüketimi, diğer bir ifadeyle toplam talebi arttırmak için işçilerin alım gücünü arttıracak politikalar benimsenmiştir.

1950’lerden 1970’lere kadar geçen yaklaşık yirmi yıllık süre kapitalizmin altın çağı olarak adlandırılmıştır. Dünyanın hemen her ülkesinde işçilerin reel ücretleri artış göstermiştir. Aslında bu görece refah durumu kapitalist üretim anlayışına özgü çelişkileri de içinde barındırmaktadır. Özellikle 1960’lı yıllara gelindiğinde reel sektörün kar oranlarında düşüşler göze çarpmaya başlamıştır. Sermaye hareketlerinin kontrol altında tutulduğu bu dönemde, ulusal pazarlar içerisinde olgunlaşan sermaye birikimi için daha karlı yatırım arayışları kaçınılmaz niteliktedir (Yeldan, 2009: 13).

Altın çağ diye tabir edilen bu dönemin iktisat literatürüne kazandırdığı bir takım yeni kavramlar da olmuştur. Savaş sonrası dönemde tüm dünyada restorasyon çalışmaları ve sanayi hamleleri çok yüksek büyüme rakamlarının görülmesine neden olmuştur. İkinci Dünya Savaşı öncesine kadar “büyüme” kavramı iktisatçılar için derinlikli ele alınan bir tartışma konusu olmamıştır. Savaştan sonra ise iktisadi çevrim sözcüğünün yerini iktisadi büyüme ya da büyüme trendi kavramları almıştır. Büyüme, sadece iktisatçılar için değil; siyasetçiler için de önemli bir amaç haline gelmeye başlamıştır (Kuruç, 2016: 17).

İkinci Dünya Savaşı’nın ardından geçen yirmi yılda finansal piyasalar henüz derinleşmemiştir. Yatırım araçları genellikle tasarruf mevduatları ve borçlanma senetlerinden oluşmaktadır. Yüksek hacimli ve türevsel işlemler yaygın olmadığından bu piyasaları takip etmek ve düzenlemek nispeten daha kolaydır. Merkez bankaları faizleri düşük tutma eğilimindeyken, döviz kurlarını da sabit bir bant aralığında kontrol etme görevindeydi. Ancak bu finansal istikrar tablosu 1970’lere yaklaştıkça değişmeye başlamıştır.

1973 yılında Arap Devletleri ile İsrail arasında gerçekleşen Yom Kippur Savaşı’nın ardından Araplar, petrolü kapitalist dünyaya karşı siyasi ve ekonomik bir silah

olarak kullanmak istediler. Savaşın etkisiyle petrol fiyatlarının 1974 yılında iki kez, 1979'da da dört kez artış göstermesi tüm dünyada bir petrol krizine neden olmuştur. Petrol ihracatçısı ülkeler (OPEC), meydana gelen fiyat artışları neticesiyle elde ettikleri yüksek karları genelde Avrupa bankalarında değerlendirmiştir. Petro-dolar diye tabir edilen bu yüksek hacimli fonların üretimden ve yeni yatırımlardan atıl olarak stoklanıyor olması finans kapitalin doğasıyla çelişen bir durumdur. Bankacılık sisteminin yapması gereken bu fonları kredi kanalıyla yeni yatırımların finansmanı için piyasaya sürmek olmalıdır. Kaynak ihtiyacı içinde olan gelişmekte olan ülkeler bu fonlar için potansiyel yatırım sahasıydı dolayısıyla sermaye kontrollerinin olduğu bir dünyada yeni bir finansal mimari gereklidir (Yeldan, 2009: 15-16).

Petrol krizi, yarattığı ilk şok dalgasının ardından gelişmiş ülkelerin neredeyse lehine dönmüştür. Bir taraftan bankacılık sistemine petrol ihracatçısı ülkelere petrodolar akışı sağlanmış, diğer taraftan da artan enerji maliyetlerini ihraç mallarına yansıtmışlardır. Krizden en çok zarar görenler ise batılı ülkeler ve petrol ihracatçısı ülkelerin dışında kalan gelişmekte olan ülkeler olmuştur. Bütün dünyada reel sektör karları ve üretim geriliyorken, fiyatlar genel düzeyi petrol kaynaklı artmıştır. Dolayısıyla iktisat literatürünün stagflasyon⁶ kavramıyla tanışması bu dönemde gerçekleşmiştir.

Büyük buhran döneminin adından bütün dünyada mutlak kabul gören Keynesçi iktisat politikaları stagflasyon olgusuyla sorgulanmaya başlanmıştır. Artık genişlemeci maliye politikaların yerini daraltıcı politikalar ve enflasyonla mücadele programları almıştır. Yeni dönüşüm sürecinde rasyonel beklentiler ve Monetarist⁷ iktisat politikaları ön plandadır. 1970'li yıllar, küreselleşmenin sermaye için gerekliliğinin vurgulandığı ve küresel finans dönüşümünün temellerinin atıldığı dönem olmuştur. Toplumsal refah artışının ancak finansal serbestleşme ve kuralılaşmayla mümkün olabileceği anlayışı egemen kılınmıştır. Dünya ekonomisinin tek bir pazar gibi hareket edebilmesi

⁶ Stagflasyon: İngilizce Stagnation (Durgunluk) ve Inflation (Enflasyon) sözcüklerinin birleştirilmesinden elde edilen bir kavramdır. Ekonomide durgunluğun, enflasyonun ve işsizliğin aynı anda görüldüğü durumu ifade eder.

⁷ Monetarizm: Nobel ödüllü iktisatçı Milton Friedman tarafından büyük ölçüde geliştirilmiş olan bir teoridir. Monetarist düşünceye göre ekonomide istikrarsızlıkların başlıca nedeni parasal kaynaklıdır. Monetaristler ağırlıklı olarak enflasyon sorununa eğilmişler ve para politikasının etkinliğini savunmuşlardır (Aktan, 2010: 169).

için sermayenin önündeki iki önemli bariyerin kaldırılması gereklidir. Birincisi ulus devletin sermaye üzerindeki denetimlerinin sınırlandırılması; ikincisi ise emek gücünün toplumsal ve tarihsel kazanımlarının törpülenmesi, sistemin ideolojik hedefleridir (Yeldan, 2013: 23-24).

Keynesyen iktisadi görüşe alternatif teori arayışları yalnızca monetarizmden ibaret değildir. Amerikalı iktisatçı Arthur Laffer öncülüğünde 1970’li yıllarda temelleri atılan “Arz Yanlı İktisat” düşüncesi, 1980’lere gelindiğinde ABD Başkanı Ronald Reagan döneminde iktisat politikası olarak hayat bulmuştur. Arz yanlı iktisat anlayışının temel argümanı iktisat politikalarının kısa vadeli istikrar amacıyla kullanılmamasıdır. Bu bakımdan Klasik iktisat düşüncesine oldukça benzerdir. Dolayısıyla devletin tek görevi serbest piyasanın önünü açmak ve ekonominin potansiyel büyüme hızına erişmesi için gerekli önlemleri almaktır. Kısaca devlet, ekonomide olabildiğince az faaliyet göstermeli ve özel sektörün önünü açan politikalar izlemelidir (Doğan, 2006: 255). Uygulamada sermaye kesiminin vergi yükünü hafifletmeyi amaçlarken, kamunun finansmanı ücretli kesimin üstüne yıkılmıştır. Emek gücünün güvencesiz koşullarda çalıştırılması, esnek çalışma saatlerine tabi tutulması ve sendikal gücünün ortadan kaldırılması arz yanlı iktisat düşüncesinin sosyo-politik pratiğini oluşturmaktadır. Küreselleşmenin desteklenmesiyle sermaye için ulus ötesi hareket alanı doğmuştur. Üretken sermaye emeğin ucuz olduğu coğrafyalara göç ederken, finans kapital ise yeni yatırım araçları ve borsalarla dünyanın her yerine erişebilmektedir (Önder, 2014: 40). Reagan ile ABD’de uygulanan bu politikaların temsilciliğini İngiltere’de Margaret Thatcher, Türkiye’de ise Turgut Özal icra etmiştir.

Günümüze yaklaşırken dünyada sabit kur sistemleri art arda terk edilmiştir, ancak Amerikan doları hala rezerv para birimi özelliğini korumaktadır. 2002 yılında ECB (Avrupa Merkez Bankası) tarafından emisyonu giren EURO⁸ her ne kadar AB (Avrupa Birliği) bölgesinin resmi para birimi olsa da uluslararası finansal işlemlerde dolara en güçlü rakip olmaktadır. Avrupa para sistemi, sadece bölgesel niteliğe sahip olup uluslararası bir parasal sistemi ifade etmemektedir.

⁸ Euro: İngiltere hariç Avrupa Birliği üyesi ülkeler tarafından kullanılan ortak para birimi.

1.2. Para Teorisine Yönelik Görüşler

1.2.1. Klasik İktisat Dönemi

Adam Smith'in 1776 yılında yayınladığı "Ulusların Zenginliği" isimli eserinden 19. yy.'ın son çeyreğine kadar, dönemin genel iktisadi düşünceleri "Klasik İktisat" dönemi olarak anılmaktadır. David Ricardo, Baptist Say, Robert Malthus ve John Mill gibi iktisatçılar ise Klasik iktisat görüşünü zenginleştirmiş diğer isimlerdir. Smith'e göre çalışmak ve bireysel çıkarları gözetmek, toplumsal refahı arttıracak için teşvik edilmesi gereken erdemlerdir (Skousen, 2014: 32).

Klasik ekol mensupları, analizlerini uzun dönem üzerinden yaptıkları için piyasa mekanizmasının ekonomiyi kendiliğinden dengeye ve istikrara oturtacağını varsaymıştır. Dolayısıyla enflasyon ve eksik istihdam gibi problemlerin yalnızca kısa sürede görülebileceğini iddia etmişlerdir. Tüm faktör piyasalarında tam rekabet koşulu mevcutken, ekonomik aktörler her zaman rasyonel davranmaktadır. Üretici ve tüketiciler, piyasalar hakkında tam bilgiye sahip olduklarından iktisadi kararlarında hata yapma olasılığı oldukça düşüktür (Kazgan, 2008: 95).

Klasik ekole göre denge reel faiz oranı, ödünç verilebilir fon piyasasında fon arz edenler (tasarruf sahipleri) ile fon talep edenleri (yatırımcıları) bir araya getiren faiz oranıdır. Parasal değişkenlerden ziyade önemli olan reel değişkenlerdir, ekonomik aktörler parasal yanılgıya düşmezler. Reel ve parasal ayırım diğer bir ifadeyle "dikotomi" olarak adlandırılır. Klasik dikotomi, parasal değişkenlerin göz ardı edilerek doğrudan reel değişkenler üzerinde analiz imkanı verir (Snowdon ve Vane, 2005: 50).

Klasik ekolün temsilcilerinden J. B. Say'e göre olası bir ekonomik daralma ya da dalgalanmanın nedeni üretim fazlası değildir; çünkü ekonomi tamamen dengede olduğundan üretim ve tüketim arasında orantısız bir fark olamaz. Say'in bu önermesi iktisat literatüründe "Say Kanunu" ismiyle yerini almıştır. Kanunun temelinde her arzın kendi talebini yaratacağı varsayımı yatar. Her malın satışı esnasında yapılan ödeme, ilgili malın üretiminde kullanılan faktörlere ücret, rant, kar ve faiz olarak ödeneğinden aynı durum satın alınan her türlü mal, hizmet ve varlık için de geçerlidir.

Kısaca her malın arzı için katlanılan maliyetler, diğer mal ve faktörlere yönelik bir talebi ifade ettiği için ekonomide arz talep özdeşliği her zaman mevcut olacaktır (Galbraith, 1989: 84).

Say Kanunu'nun işleyiş varsayımlarından bir diğeri de toplam harcamalar ile toplam gelirin birbirine eşit olmasıdır. Devlet de dahil olmak üzere tüm ekonomik aktörler atıl para tutmazlar. Elinde tasarruf fazlası olanlar elinde atıl tutmaktansa, ödünç verilebilir fon piyasasına enjekte ederek dolaylı yoldan yeni yatırımların finansmanı için kaynak sağlamış olurlar. Eğer cari faiz düzeyinde yeterince fon talep eden olmazsa doğal olarak faiz oranları, fon arz eden ve talep edenleri buluşturan noktaya gelene kadar düşecektir.

Klasik ekolde para, yalnızca bir mübadele aracı görevi üstlenmektedir. Smith'e göre para, trampa ekonomisinden modern ekonomiye geçişte işlem kolaylığı yaratmakta, iş bölümü ve uzmanlaşmanın önünü açmaktadır. Tüm bu gelişmeler neticesinde toplumsal refah artışı sağlanacaktır. Diğer klasik dönem iktisatçıları da paraya reel değişkenlere etki eden bir rol biçmemiştir. Örneğin J. B. Say para için "gerçekleri saklayan bir peçe" benzetmesinde bulunurken, J.S. Mill ise parayı verimsiz bir araç olarak değerlendirmiştir (Kazgan, 2008: 99).

Klasik iktisadi düşünceye göre parasal büyüklükler yalnızca fiyatlar genel düzeyi üzerinde etkilidir. Fiyatlar genel düzeyindeki bir değişiklik ancak para arzındaki bir değişmeden kaynaklı olabilir. Klasiklere göre fiyatlardaki ani değişimler için bir diğer olası neden ise savaş, göç, doğal afet gibi olağanüstü ya da öngörülemeyen olaylardır. İlk görüş David Hume tarafından teorik bir yaklaşımla ele alınmış ve "On Money" isimli eserinde yer verilmiştir. Daha sonra "Miktar Teorisi" adıyla literatüre girecek olan bu teoriyi William Petty matematiksel bir dille ifade etmiştir. Miktar teorisinin en açıklayıcı anlatımları ise Irwing Fisher'in kendi adıyla da anılan "Mübadele Yaklaşımı" ve Cambridge ekolü iktisatçılarından A. Marshall ile A. Pigou tarafından geliştirilen "Cambridge Denklemi" analizleridir (Friedman, 1968: 433).

Fisher, mübadele denkleminde $M.V=P.T$ şeklinde bir formülasyon kullanmıştır. Paranın dolanım hızı ve işlem miktarı sabit kabul edildiğinden para arzındaki bir

değişim doğrudan fiyatlar genel düzeyini aynı yönde ve aynı oranda etkileyerek denklik yeniden sağlanacaktır. Fisher ve sonrasındaki meslektaşları T, yani işlem miktarı yerine geliri ifade eden Y parametresini tercih ederek, aynı özdeşliği harcama yerine gelirler üzerinden ele almıştır (Mishkin, 2000: 166).

Mevduatların dahil edildiği mübadele denklemi ise $MV + M'V' = PT$ biçimindedir. Denklem M' mevduat hacmi ve V' mevduat dolaşım hızı dahil olmuştur. Modelin bu şekilde geliştirilme sebebi, yalnızca nakit paranın mı yoksa mevduatların da para tanımının içerisinde yer alıp almayacağı konusunda iktisatçıların hem fikir olmamasıdır. Ayrıca bankacılık sistemi içerisinde yer alan mevduat hacmini ve hızını hesaplamak daha kolay olmuştur. Harcamaların ekonomide belirlenmesi görece zor olduğundan ötürü model ilerleyen zamanlarda gelirler üzerinden daha sık ifade edilmeye başlanmıştır (Friedman, 1968: 437).

Miktar teorisinde Cambridge denklemi ise $M = k.P.T$ olarak formüle edilir. Cambridge yaklaşımı bu özelliği ile Fisher denkleminden farklı olarak paranın değer saklama fonksiyonu üzerinde durmuştur. Cambridge denklemiindeki “k” elde tutulmak istenen para miktarı aslında Fisher denklemiindeki “V” paranın dolanım hızının tam tersidir (Friedman, 1970: 201). Diğer taraftan her iki denklem arasındaki fark, yalnızca matematiksel formülasyondan ibaret değildir. Fisher denklemi paraya arz cephesinden bakarken, Cambridge denklemi paraya olan talep yönünden açıklamaya çalışmıştır.

Miktar teorisi, klasik iktisatçıların iktisat politikalarına yönelik de projeksiyon tutmaktadır. Paranın dolanım hızının sabit kabul edilmesi, para politikasının reel değişkenlerde etkili olmayacağı inancını kanıksatmıştır. Ekonomiye olabildiğince dışardan müdahale edilmemesi gerektiğini savunsalar da klasik iktisatçılar, en iyi aracın para politikası olduğu kanaatindedir.

1.2.2. Keynesyen Kırılma

Klasik iktisatçılar ve aynı ekolü matematiksel yöntemlerle geliştiren Neo-Klasik iktisatçılar, 1929 yılında başlayan “Büyük Ekonomik Buhranı” açıklarken ekonomik katılıkları gerekçe göstermişlerdir. Belli bir grup iktisatçı sendikal mücadeleden

dolayı ücretlerin aşağı yönlü esnemediğini savunurken, diğer iktisatçılar ise savaş koşullarında rekabet ortamını kaybeden piyasaların fiyat katılığını koruduğunu ve piyasa etkinliğinin kaybolduğunu savunmuşlardır (Barber, 2007: 266).

Büyük Buhran dönemi boyunca, egemen iktisat anlayışı çerçevesinde üretilen politika önerileri krizi açıklamakta bile yetersiz kalmıştır. Alternatif iktisadi çözüm arayışları klasik iktisat anlayışında önemli bir kırılma ve yeni bir düşünce sistemi başlatmıştır. John Maynard Keynes'in 1936 yılında yayınladığı "Genel Teori: İstihdam, Faiz ve Paranın Genel Teorisi" isimli çalışma dönemin önemli teori kitabı olmuştur. Aynı eser klasik iktisadın varsayımları ile başlamaktadır ancak; Keynes, klasik önermelerin çoğunu eleştirerek kendi düşünce sisteminin temelini atmıştır.

Keynes'e göre ekonomi, klasik iktisatçıların aksine eksik istihdamdadır, tam istihdam durumu ise ancak rastlantısal ve geçicidir. Klasik iktisatçılar uzun döneme yönelik analizlerde bulunurken, Keynes'in analizleri kısa döneme tabidir. Ayrıca klasik iktisatçılar yönetsel olarak mikro ölçekli analizlerde bulunurken, Keynes ilk defa makro büyüklükler üzerinden ekonomik analizler gerçekleştirmiştir (Delfaud, 2010: 26). Keynes'e göre piyasalarda tam rekabet çoğu zaman mevcut değildir. Özellikle emek piyasasında sendikalarında baskısıyla ücretler aşağı yönde katıdır (Snowdon ve Vane, 2005: 65).

Keynes, denge faiz oranının para piyasasında para arzı ve para talebinin kesişmesiyle ortaya çıktığını savunur. Faizi tasarrufun ya da bekleminin getirisi olarak değil, belli bir dönem boyunca likiditeden vazgeçmenin ödülü olarak görür. Klasik ekolden farklı olarak Keynes, faize bağlı spekülasyon güdüsünü para talebi modeline dahil etmiştir (Işık, 2003: 77). Miktar teorisinde var olan işlem ve ihtiyat güdülerinin yanına spekülasyon güdüsünü ekleyerek faizin ve beklentilerin bir fonksiyonu olarak nitelemiştir. Oluşturduğu bu modeli farklı özelliklerinden dolayı miktar teorisinden ayırarak "Likidite Tercihi Teorisi" ismini vermiştir. İnsanların neden ve hangi koşullara göre para tuttuklarını incelemeye çalıştığı için Cambridge denklemiyle benzerlik gösterir (Keynes, 2008: 151). Likidite teorisinde üç temel güdüye göre insanlar para talebinde bulunurlar;

- İşlem güdüsü: Cari döneme ait ekonomik işlemler ve faaliyetlerin yürütülmesi için gerekli para talebidir.
- İhtiyat güdüsü: Gelecekte ortaya çıkabilecek beklenmedik durumlara karşı (hastalık, ölüm, işsizlik) nakit saklama ihtiyacıdır.
- Spekülasyon güdüsü: Cari faiz oranları ile gelecekte beklenen faiz oranları arasındaki farktan doğabilecek fırsatlardan yararlanma amacıyla para talebini ifade eder.

Keynes, ihtiyat ve işlem güdüsünü gelirin artan bir fonksiyonu olarak değerlendirirken, spekülasyon güdüsünü ise faize dair gelecekteki beklentilerin bir fonksiyonu olarak yorumlamıştır (Friedman, 1968: 438). Tahvil faizlerine göre insanlar farklı miktarlarda para tutmak isteyebilirler. Eğer faizler yüksekse, insanlar tahvil alımına giderler. Bu durumda tahvile olan talep artacağı için fiyatı yükselir. Dolayısıyla tahvil fiyatı ile faiz oranları arasında ters orantılı bir ilişki söz konusudur. Tam tersi durumda eğer faizler düşükse ve tekrar yükseleceğine dair bir beklenti varsa, insanlar sermaye kaybı yaşamamak için nakit paraya yönelecektir (Mishkin, 2000: 173). Likidite tercihinde para talebi $M_d = f(i, Y)$ şeklinde formüle edilmiştir. Y para talebi üzerinde gelirin etkisini, i ise faize karşı duyarlılığı ifade eder.

Klasik iktisatçılar miktar teorisinde, paranın dolanım hızını sabit kabul ederlerken Keynes, faiz haddindeki değişmelerden dolayı paranın dolanım hızının değişken olduğunu savunmuştur. Para arzındaki bir artış ekonominin koşullarına göre reel ya da nominal olarak gelir artışı yaratır. Eğer ekonomi tam istihdam seviyesindeyse bu noktadan sonra para arzını arttırmak ancak fiyatlar genel seviyesinin artmasıyla gelirden nominal bir artışa neden olacaktır. Eksik istihdam koşullarında ise para arzında bir artış tahvil talebini arttıracak ve faizleri düşürecektir. Faizlerin düştüğü bir ortamda kredi maliyetleri azalacağından yeni yatırımların finansmanı kolaylaşacak ve milli gelirde reel bir artış yaratacaktır (Zarakolu, 2003: 24).

Keynes, ekonomiyi talep yönünden ele almıştır. Kısa döneme ilişkin milli gelir ve istihdam düzeyini incelerken faydalandığı araçların başında efektif talep kavramı

yer almaktadır. Efektif talep; tüketicilerin mal ve hizmetlere olan harcamaları ile üreticilerin yatırım amaçlı harcamalarının tüm ekonomideki karşılığına denk gelir (Keynes, 2008: 34).

Keynesyen aktarım mekanizmasında para politikası etkinsizdir, ancak eksik istihdam koşullarında dolaylı yoldan gelir ve servet üzerinde etki edebilir. Dolayısıyla önemli olan maliye politikasıdır. Ekonomideki istikrarsızlıkların nedeni olarak talep yetersizliğini görülmektedir. Para politikası ise faizleri belli bir noktaya kadar indirebilir ve daha fazla yatırımı, istihdamı ve milli gelir artışını gerçekleştiremez⁹. Toplam talebi artırabilmek için mutlaka maliye politikasından faydalanılmalıdır. Çünkü maliye politikalarının etkilerini öngörmek ve daha kısa sürede sonuç verdiğinden toplam talep üzerinde etkisi daha fazladır.

1.2.3. Monetarist Yaklaşım

Büyük buhran dönemi ve hemen arkasından patlak veren İkinci Dünya Savaşı'nın ardından ekonomik faaliyetleri yeniden canlandırmak için hükümetler, Keynesyen iktisat politikalarını uygulamaya başlamıştır. Keynes'in talep yetersizliğine işaret ettiği bir ekonomik daralma teşhisi, tüm ekonomi yönetimlerince kabul görmüştür. Dolayısıyla tedavi olarak hem faizler düşük seviyede korunmaya çalışılmış hem de genişletici maliye politikaları tercih edilmiştir (Savaş, 2007: 870). Ancak 1960'lı yıllara gelindiğinde enflasyonist baskılar artmaya başlamıştır.

1970'li yıllarda yaşanan petrol şoklarının da etkisiyle enflasyon ve işsizlik eş zamanlı olarak tüm dünyada görülen bir sorun haline gelmiştir. Sanayileşmiş ülkelerde kapitalizmin altın çağı bitiyor mu endişesi yaygınlaşmıştır. Savaş sonrasında mücadele verilen makroekonomik sorunların değişmesi ve mevcut iktisat politikalarının bu sorunları gidermede yetersiz kalması alternatif arayışları doğurmuştur. Keynesyen çar-

⁹ Geleneksel tanımıyla, para arzındaki artışların faizleri belli bir noktadan sonra düşüremediği duruma "likidite tuzağı" adı verilir. Bu seviyeden sonra para arzındaki artışlar ekonomik faaliyetleri arttırmaz (Krugman v.d. 1998: 139).

pan mekanizmasına bağıli genişletici maliye politikaları, yaşanan stagflasyon karşısında yetersiz kalmıştır. Enflasyonun parasal bir olgu olduğı düşüncesi yaygınlaşmıştır.

Monetarist ekolün temeli 1968 yılında Karl Brunner'ın parasal değişkenlerin gelir, istihdam, faizler ve fiyatlar genel düzeyi üzerindeki etkilerini incelemesiyle başlamıştır. Brunner elde etmiş olduğı sonuçları değerlendirirken ilk kez “parasalcılık” kavramını kullanmış ve Keynesyen teoriye eleştirilerde bulunmuştur (Brunner ve Meltzer, 1972: 838). Monetarist ekole en çok katkıda bulunan iktisatçı ise Milton Friedman olmuştur. 1976 yılında “Paranın Miktar Teorisi Üzerine” isimli çalışmasıyla monetarizmin temel prensiplerini teorik çerçeveye oturtmuştur. Friedman analizlerinde, klasik ekolün miktar teorisine bazı eleştiriler yönelterek “Modern Miktar Teorisi” adıyla geliştirmiştir.

Monetaristler, klasik iktisat düşünürleriyle pek çok açıdan benzer düşünmelerine karşın temel iki kavram üzerinde ayrılmışlardır. Klasiklerin iddia ettikleri gibi ekonomide her zaman tam istihdam kavramının olmayacağını savunan Monetaristler gerekçe olarak doğal işsizlik¹⁰ kavramını göstermişlerdir. Bir diğer ayrıldıkları nokta ise klasik miktar teorisinin açıklama gücünü zayıf bulmalarıdır (Aktan, 2008: 159).

Klasik miktar teorisinde para arzı ile fiyatlar genel düzeyi arasındaki ilişki vurgulanırken, Friedman çalışmalarında miktar teorisine para talebi yönünden yaklaşmıştır (Mishkin, 2000: 182). Modern miktar teorisi parayı bir servet biriktirme aracı olarak yorumlamıştır. Friedman'a göre para talebine etki eden unsurlar olarak toplam servet miktarı, paranın kendi getirisi ve diğer finansal varlıklardan beklenen getiriler sıralanabilir (Savaş, 2007: 875). Burada dikkat çeken bir başka ayrım ise para talebine etki eden gelir türü olarak, kişinin “sürekli gelirinin” ele alınmasıdır. Parayı elde tutmanın sağlayacağı getiri ile diğer finansal ve reel varlıkların getirisi arasındaki alternatif maliyetlerin kıyaslanması, para talebinin ağırlığını belirlemektedir. Keynes'in de ifade ettiğı gibi insanların zevk ve tercihleri de paranın talep miktarı üzerinde belirleyici son faktörlerdir (Snowdon ve Vane, 2005: 166).

¹⁰ Doğal işsizlik: Bir ekonomide yapısal ve arızı sebepler sonucu meydana gelen işsizliğı ifade eder.

Friedman’a göre, para miktarı ile nominal gelir arasında tutarlı ancak kesin olmayan bir ilişki mevcuttur. Para miktarındaki artış şiddeti ile nominal gelirdeki artış şiddeti doğru orantılı olmaktadır. Tam tersi şekilde para miktarındaki azalışlar, nominal gelire de azalış yönünde sirayet edecektir.

Para arzındaki değişimlerin gelir üzerindeki etkisi hemen gerçekleşmemekte belli bir zaman aralığını bulmaktadır. Dolayısıyla bu ilişki kısa sürede ve çok net bir şekilde gözlemlenemez. Cari dönemde yaşanan gelirdeki değişim ancak geçmiş dönemde para arzında yaşanan değişimin bir sonucudur. Yapılan ampirik çalışmalar para arzındaki bir değişimin yaklaşık 6 ay ile 9 ay arasında bir sürede nominal gelire etki ettiğini göstermektedir.

Nominal gelirden bir azalış olduğu takdirde eş zamanlı olarak fiyatlar genel düzeyini düşürmemektedir. Para arzındaki azalış, ilk etapta etkilerini nominal gelir üzerinde azalış olarak gösterir. Gelirden azalma ise fiyatlar genel düzeyine 6 ile 9 aylık bir zaman farkından sonra tesir etmektedir. Bir başka ifadeyle, para arzındaki bir değişiklik ile enflasyon arasındaki gecikmeli ilişki toplamda 12 ile 18 aylık bir süreyi kapsamaktadır. Halbuki ülkenin yapısına ve diğer politikalara bağlı olarak bu süre ekonomiden ekonomiye değişiklik gösterebilmektedir. Nihayetinde para politikasının enflasyon üzerinde başarılı olması için zamana ihtiyaç duyulmaktadır.

Para politikasının gelir ve enflasyon üzerindeki gecikme nedenleri üç başlık altında kategorize edilmektedir. İlk gecikme, para politikasında değişikliğe ihtiyaç duyulan zaman ile bu ihtiyacın fark edildiği an arasındaki süre farkı yani “teşhis gecikmesidir”. İkinci gecikme, politika değişikliği ihtiyacı fark edildikten sonra uygulamaya geçilen süre farkı, “eylem gecikmesidir”. Son gecikme ise uygulama hayata geçirildikten sonra etkileri ortaya çıkana geçen zaman, “etki gecikmesidir”. İlk iki gecikme tamamen politika yapıcıların öngörülerine ve çözüm reflekslerine bağlı olduğu için “iç gecikme” olarak tabir edilirken, uygulama sonrasındaki etki süreci diğer faktörlere de bağlı olduğu için “dış gecikme” diye isimlendirilir (Parasız, 2016: 310).

Para arzındaki bir genişleme finansal ve reel varlık fiyatları üzerinde etkilidir. Nominal gelirden yaşanan bir artış bahsi geçen varlıklara talebi arttıracığından fiyatlarını da yükseltecektir. Keynes tarafından da böylesi bir likidite etkisi belirtilmiştir, Monetaristler ise bu etkinin özellikle bilançolarda gözlemleneceğini vurgulamıştır. Parasal genişleme bireylerin elinde nakit fazlalığı yaratarak onları çeşitli varlık alımlarına teşvik edecektir. Salt yeni varlıkların alımı değil, bireylerin elindeki varlıkların değişimi de hızlanacağından dolayı varlık fiyatları artarken faizlerde de belirli bir düşüş yaşanacaktır. Kredi maliyetlerinde düşüş ve varlık talebindeki artış yeni varlık üretimine yönelik yatırımları tetikleyecektir. Kısaca bilançolar üzerindeki pozitif gelişme yeniden gelir ve harcamalara yansımaktadır (Mishkin, 2000: 184).

Friedman'ın miktar teorisine katkılarıyla birlikte iktisat literatürüne kazandırdığı sürekli gelir hipotezi kavramı, doğal işsizlik oranı hipotezi, enflasyon analizi ve aktarım mekanizmasına yönelik yorumları kendisinden sonraki gelişmelere projeksiyon tutmuştur (Yay, 2002: 201). Monetarist yaklaşım, enflasyonun ve ekonomide yaşanan diğer genel sorunların para arzından kaynaklandığını ileri sürmüştür. Dolayısıyla ekonomik sorunları bertaraf etmek için maliye politikasından ziyade para politikasının etkili bir araç olarak kullanılabileceğini telkin etmiştir.

1.2.4. Yeni Keynesyen Ekol

Başlıca temsilcileri arasında Akerlof, Yellen, Mankiw, Fischer, Bernanke, Stiglitz, Taylor gibi tanınmış iktisatçıların yer aldığı Yeni Keynesyen Ekol, makro ekonomik analiz yöntemini mikro iktisadi temellerle geliştirmeye çalışmışlardır (Goodfriend, 2002: 166). Dolayısıyla Yeni Klasik ekol temsilcilerinin Keynesyen hipotezler üzerine getirmiş olduğu bazı eleştirilere katılmaktadırlar. Özellikle vurgu yaptıkları başlıklar ise ücret ve fiyatların katılığı, rasyonel beklentiler hipotezi ve para politikasının dönemsel etkinlikleridir (Korkmaz, 2010: 142).

Yeni Keynesyen iktisatçılar, bireylerin beklentilerini yönetme konusunda her zaman rasyonel olamadığını vurgulamışlardır. Fiyat ve ücretlerin sözleşmeler ve menü maliyetleri gibi alt nedenlerle her zaman esnek olmaması, yani piyasaların etkin ve tam rekabetçi koşullarla hareket edememesi, izlenecek para politikasında belirsizlikler

yaratmaktadır (King, 2002: 233). Para politikasında atılacak adımlar beklenen dahi olsa ekonomi üzerinde kısa süreliğine reel sonuçlar gösterecektir. Çünkü çalışanlar ve işverenler kendilerini bağlayan sözleşme ve ek maliyetlerden ötürü, fiyat hareketlerine ilişkin rasyonel beklentiler içerisinde bulunmalarına rağmen hızlı refleks gösterememektedirler (Fischer, 1996: 11). Kısaca Yeni Klasik ekol temsilcilerinin iddiasının aksine, aktif para politikaları hasıla üzerinde kısa süreli sonuç alınabilmesini mümkün kılar.

Aktif para politikalarının etkinliği aynı zamanda Monetarist iktisatçılardan da ayrıldığı bir husustur. Aktarım mekanizmasının sonucu olarak faiz oranlarının harcamalar üzerinde etkili olacağını düşünmektedirler. Ancak enflasyonla mücadele amacıyla faizlerde yapılacak bir artışın, kredi ve üretim maliyetlerinde de yaratacağı bir artış ekonomiyi daha fazla daralmaya itebilir. Burada dikkat edilmesi gereken nokta kamu maliyesinin de amaçlara uygun bir şekilde yönlendirilmesidir (Oktar v.d. 2013: 54).

Ekonomide hızlı değişimlerin etkileri üzerinde çalışmalarını yoğunlaştıran Yeni Keynesyen ekol, belirsizliklerin politika başarısı üzerinde esas etken olduğunun altını çizmiştir. Kurala dayalı bir para politikasının her zaman öngörülebilir sonuçlar vermesi mümkün olmadığı için müdahaleci politikaların katı bir şekilde yadsınmaması gerektiğini savunurlar (Gordon, 1990: 1118). Merkez bankacılığı anlayışında uzun vadeli politikaların tercihi önemlidir. Öte yandan hükümetler ve siyasiler için bir sonraki seçim dönemini kazanma motivasyonu, kısa dönemli hedeflere yönelttiğinden uzun dönemli iktisadi amaçlarla çelişkiler yaratabilmektedir. Böyle bir tutarsızlığın aşılmasında ise merkez bankası bağımsızlığı yasalarla güvence altına alınmalıdır.

1.2.5. Ana Akım İktisada Alternatif Bir Yaklaşım

Marx, paranın ortaya çıkış gerekçesini insanın doğa ile ilişkisinde toplumsal bir evre olarak görür. İnsanın doğa üzerinde emek gücünü kullanarak yaratmış olduğu ürünler ihtiyaçları karşıladığı sürece kullanım değeri içerir ve aynı zamanda birbiriyle değişim özelliğine sahiptir. Emek gücünün bu iki özelliğine sahip ürünler kısaca

“meta” olarak tanımlanır. Diğer bir ifadeyle herhangi bir insan ürünün meta sayılabilmesi için insan emeğinin temel iki özelliğine sahip olması gerekir. Bunlardan ilki özel ve maddi olan yani somut emek gücü, “kullanım değerini” ifade ederken; diğeri de soyut ve özdeş emeği yani “değişim değerini” tanımlar (Marx, 2011: 58-59).

Soyut emek değeri, metaların birbiri ile değişimini mümkün kılarken, hangi metanın ne miktardan değişime tabi olacağı sorusu değerin ölçü birimine işaret eder. Marx bu konuda çağdaşı klasik iktisatçılar gibi metanın değerini emek üzerinden harcanan zaman olarak tanımlar. Dolayısıyla ortalama nitelikte bir emek gücü kullanılarak harcanan zaman metaların değerini belirler. Marx, mübadele ilişkisini ortaya koyarken metalar arasında eşdeğer bir ölçü birimi ihtiyacı doğar. Paranın toplumsal kabulünün önü açılmaktadır (Marx, 2011a: 66). Basit haliyle tüm metaların değerini tek bir metanın değerine indirgersek ve indirgediğimiz metayı referans alarak mübadele alanından soyutlarsak, geriye kalan tüm metalar artık onun cinsinden tanımlanacaktır. Kısaca paranın ortaya çıkışı mübadele esnasında özel bir metanın eşdeğerlik özelliği kazanmasıyla başlamıştır.

Parayı diğer metalarından ayıran en önemli özellik, satın alma tekeli barındırmasıdır. Meta ile ilişkisi üzerinden tanımlarsak; metalar parayı değil, para metaları satın alabilmektedir. İnsanın emek gücü, meta ve para arasındaki döngünün içerisinde para, metadan bağımsız bir form olarak tam burada ayrılır. Metanın birikmiş emek gücü olduğunu hatırlatırsak, para evrensel eşdeğer formuna büründüğünden diğer metaların temsilcisi niteliğindedir.

Marx, dönemin koşulları itibariyle kıymetli metallerin dayanıklılık, taşınabilirlik, bölünebilirlik ve değişmezlik özelliklerinden dolayı para olarak kullanılabilmesinde hemfikirdir (Marx, 2011a: 244). Paranın öncelikli fonksiyonu ise mübadele işlemini kolaylaştırmasından doğduğu için “ölçü birimi” olmasıdır. Bu noktada Marx’ı ana-akım iktisat temsilcilerinden ayıran hususta para, kendiliğinden bir ölçü birimi değildir. Tüm metaların emek-zaman içermesi sebebiyle birbiri cinsinden ifade edilebilmesidir. Fiyatların ölçümü konusunda paranın bir referans olabilmesi için sabit bir değerinin olması da şarttır. Siyasi otorite (devlet ya da krallık) tarafından değeri sabitle-

nen para tüm toplum tarafından kabul görür. Altının para olarak kullanıldığı dönemlerde fiyatının sabitlenmesi, altının fiziksel varlığına ihtiyaç duyulmadan kaydi yöntemlerle mübadele aracı olarak kullanılmasına olanak sağlamıştır (Marx, 2011: 105). Aynı zamanda günümüzdeki banknot para sistemine geçiş için milat niteliğindedir.

Paranın bir başka fonksiyonu “dolaşım aracı” görevi üstlenmesidir. Marx’a göre ekonomik ilişkilerin temelinde metaların dolaşımı vardır ancak metalar kendiliğinden değil, para vasıtasıyla dolaşımda olabilecekleri için para zorunlu bir araçtır. Altın paranın zaman içerisinde yıpranması, arzının doğadaki miktarıyla sınırlı olması gibi bazı zorluklar modern ekonomi içerisinde toplumları alternatif para türlerine yöneltmiştir. Bugün merkez bankaları tarafından basılan banknot para, dolaşım aracı işlevini karşılamaktadır. Diğer taraftan özel bankalar tarafından verilen kredi para, daha farklı bir işlev görmektedir (Marx, 2011: 133).

Paranın birkaç fonksiyonunu özetleyecek olursak; metanın kendisinden türediği için somutlaşmış emek zamanı da içerir. Birikim rejiminin oluşması esnasında paranın bu fonksiyonu “değer saklama aracı” olarak nitelendirilir. Mübadele esnasında alıcı ve satıcı arasında paranın eş zamanlı el değiştirmesi zorunlu değildir. Bu aşamada para belirli bir süre fiziksel olarak bulunmadan mübadeleye konu olabilir. Söz konusu olan vade ise kredi cinsinden para türünü dolaşıma kazandırmıştır. Paranın kredi olarak hacimsel ve zamansal genişlemesi Marx’tan sonraki süreçte modern finansal sistemin temelini oluşturacaktır. Marx (2011: 146)’a göre nihai olarak para da diğer tüm metalar gibi dünya pazarlarına açılarak evrensel bir boyut kazanmaktadır. Klasik iktisatçıların aksine para yalnızca mübadeleyi mümkün kılan bir dolaşım aracı değil, metanın kendi iç çelişkilerini dışsallaştırması sonucu birden fazla fonksiyonu aynı anda yerine getiren bir ilişki ağıdır.

1.3. Para Politikası

İktisat politikası, kaynakların etkin kullanımını esas alarak ülkenin ve içinde yaşayan bireylerin refahını arttırmaya yönelik tüm iktisadi kararları kapsar. Günümüzde iktisat politikaları, yürütme yetkisi hükümetlere ait olan maliye politikaları ile bağımsız merkez bankalarının almış olduğu kararlardan oluşan para politikaları olmak

üzere ikiye ayrılır. Çalışmanın konusu gereğince ilerleyen bölümlerde para politikasının kavramsal çerçevesi ve uygulamaları ele alınacaktır.

Para politikası; çıktı düzeyinin artışı, fiyatlar genel düzeyinin korunması, işsizliğin azaltılması, finansal istikrarın sağlanması gibi genel amaçlara yönelik merkez bankaları tarafından bilinçli olarak uygulanan faaliyetlerdir (Serin, 1998: 1). Öncelik verilen amaçlar doğrultusunda uygun araçların, doğru zamanlamayla kullanılması karar alıcıların öncelikli dikkat etmeleri gereken konudur. Finansal piyasaların ve bankacılık sisteminin derinleşmesi ise merkez bankalarına yeni sorumluluklar yüklemekle birlikte ek araçlar kullanmalarını zorunlu kılmaktadır.

1.3.1. Para Politikası Amaçları

Para politikası hizmetinde bulunan belirli araçların kullanılmasıyla varılmak istenilen sonuçlar, para politikasının amaçları olarak tanımlanır. Bunlar merkez bankalarının tercihlerine göre ana amaçlar-tali amaçlar şeklinde ayrılabilir. İktisat literatüründe finansal amaçlar-finansal olmayan amaçlar gibi ayrımlar da bulunmaktadır. Genel olarak para politikasının amaçları fiyat istikrarı, ekonomik büyüme, finansal istikrar ve istihdama katkı olarak sıralanabilir (Friedman, 2000: 3). Ülkelerin merkez-çevre ilişkisi¹¹ ve iç dinamikleri bahsi geçen amaçların yanına ödemeler dengesi istikrarı, döviz dengesi istikrarı, faiz istikrarı gibi ek amaçlar da ilave edebilmektedir.

1.3.1.1. Fiyat İstikrarı

Fiyat istikrarı, bir ülkede tek haneli, sifıra yakın ve yıllık düzeyde fazla volatiliteye sahip olmayan enflasyon oranını ifade eder. Fiyatlar genel seviyesinin bu şekilde istikrara sahip olduğu bir ortamda tüm ekonomik birimlerin yatırım, tasarruf ve tüketim ile ilgili kararlarında ve gelecek beklentilerinde herhangi bir bozulma olmaz (Güney, 2006: 27). Fiyat istikrarı yalnızca belli bir döneme ait düşük enflasyon düzeyi

¹¹ “Bağımlılık kuramına” göre sanayileşmesini tamamlamış, sermaye ve katma değeri yüksek mallar ihraç eden ülkeler merkez; sanayileşmesi devam eden ve sermaye açığı bulunan ülkeler çevre olarak kabul edilir. Çevre ülkeler ekonomik ve siyasi konularda görece zafiyetlerinden dolayı merkez ülkelerin kararlarına göre aksiyon almak zorunda kalabilirler.

olarak algılanmamalıdır. Ulusal paranın değerinin koruyabilmesi düşük enflasyon oranının sürdürülebilir olmasına bağlıdır. Merkez bankalarının asli görevlerinin başında da ulusal paranın değerini korunması gelmektedir.

Fiyat istikrarını amaçlayan bir para politikasının başarısı, kurala dayalı politika tercihlerine ve uyumlu maliye politikalarına bağlıdır. Bütçe açıklarının ve kamu harcamalarının yüksek olduğu bir ekonomide, para politikaları fiyat istikrarını sağlayacak uygun araçlarla hareket etse bile sonuçları beklentilerin altında kalabilir. Böyle bir durumda para politikasını desteklemek için bütçe disiplin altına alınmalı ve sıkı maliye politikaları uygulanmalıdır (Uygur, 2001: 16).

Enflasyon ile işsizlik arasında değiş-tokuşu mümkün gösteren Phillips Eğrisi'nin uzun dönemde belli bir enflasyona karşılık reel büyüme yaratmadığı görülünce Keynesyen politikalar terk edilmiştir. Teorik tartışmalar sonucu aktif para politikasının istihdam ve büyüme üzerinde yalnızca kısa süreli etkisinin görüleceği ve uzun dönemde yerini enflasyona bırakacağı varsayımı hakim görüş haline gelmiştir. Özellikle Monetarist iktisat ekolü, para politikası hedefinin neden öncelikle fiyat istikrarı olması gerektiğini kurallaştırmıştır. Merkez bankaları da bu çerçevede sahip olduğu araçları fiyat istikrarı amacıyla çelişmeden diğer amaçlara kullanmaya dikkat etmektedir. Gelişmekte olan ülkeler, kaynak yetersizliği ve sınırlı sermaye girişi nedeniyle büyüme amacı doğrultusunda belli bir oranda enflasyona göz yumabilmektedir.

Ücret artışları başta olmak üzere piyasalardaki tüm fiyatlamalar enflasyon beklentisine göre oluşmaktadır. Dolayısıyla ekonomik aktörler büyüme hedefi içeren para politikalarıyla karşılaştığında gelecek döneme ilişkin parasal genişleme öngörecektir. Beklentilerin bir kere enflasyon lehine bozulması ise olumsuz beklenti-artan enflasyon-olumsuz beklenti döngüsü yaratarak süreci derinleştirecektir. Tam tersi durumda fiyat istikrarına yönelik para politikası izleneceği algısı toplumda oluşursa, beklentiler iyileşerek enflasyonla mücadelenin etkinliği artırır (Karasoy v.d. 1998: 2).

Fiyat istikrarının kaybolmasının başka toplumsal maliyetleri de mevcuttur. Örneğin kronik ve yüksek enflasyon ortamı gelir dağılımında bozulmaya neden olur. Enflasyon uzun vadede ulusal paranın değer kaybı olduğu için borçlu olanların lehine,

borç verenlerin ise aleyhine bir durumdur. Diğer taraftan vergi sisteminde tahakkuk ve tahsilat dönemleri arasındaki fark kamu gelirlerinde reel bir azalış yaratarak bütçe açıklarının büyümesine katkı sağlar¹². Enflasyonla mücadele için uygulanan sıkı para politikası bankacılık sektörünün likidite sıkıntısı yaşadığı dönemlerde ise mali ve reel kurumların bilançolarını zora sokacağı için bir başka toplumsal handikaptır (Öztürk ve Biner, 2008: 24).

Küresel finansal kriz 2008 yılında ABD’de ortaya çıkmış ve başta Avrupa ülkeleri olmak üzere en çok gelişmiş ülkeleri etkilemiştir. İlgili ülkelerin krizden önce de fiyat istikrarı konusunda başarılı olduğu düşünüldüğünde, para politikasının yegane amacının fiyat istikrarı olmaması gerektiği, finansal istikrar dahil olmak üzere ek amaçlarla desteklenmesi gerektiği krizden bu yana kabul görmektedir.

1.3.1.2. Ekonomik Büyüme

Ekonomik büyümenin istikrarı, istihdam artışı amacıyla pozitif ilişkilidir. Firmaların verimliliği ve yeni yatırım iştahı, işsizliğin düşük olduğu zamanlarda daha çok göze çarpmaktadır. Tersine açıdan, işsizliğin ve atıl kapasitenin yüksek olduğu dönemlerde ilave yatırımlar yaparak üretimi artırma konusunda firmalar tedirgin davranırlar. Büyümeye destek vermek için para politikası yeni yatırımları destekleyecek nitelikte olabilir. Ekonomik aktörlerin daha fazla tasarruf edebilmeleri ise potansiyel olarak yeni yatırımların finansmanı için fon kaynağı demektir (Mishkin, 2000: 84).

Ekonomik büyüme oranları ve sürdürülebilirliği, çoğu zaman ekonomi yönetiminin başarı karnesi olarak değerlendirilir. Kalıcı ekonomik büyümenin sağlanabilmesi tüm iktisat politikalarının etkinliğine bağlı olduğundan para politikasına da belli yükümlülükler düşmektedir. Yeni Keynesyen iktisatçılar para politikasına önemli rol biçerler sadece para politikasıyla çıktı düzeyinin kalıcı ve arzu edilen noktada olmayacağını belirtirler. Monetarist iktisatçılar da doğrudan üretimi arttırmak amacıyla uy-

¹² Enflasyonist dönemlerde vergi tahsilatının gecikmesi reel gelir kaybı yaratır. Verginin tahsilatı ile tahakkuku arasındaki reel gelir ilişkisini keşfeden iktisatçıların isimlerinden alarak, bu ilişki “Olivera-Tanzi Etkisi” olarak ifade edilir.

gulanacak parasal genişleme politikalarının daha fazla enflasyona neden olacağını vurgulamışlardır. Her iki görüşün altında yatan ortak uzlaş; para politikalarının gecikmeli etkisi, ekonomik belirsizlikler, Phillips eğrisinin uzun dönemde işlevsizliği olarak sıralanabilir (Mishkin ve Posen, 1997: 12).

Büyümeyi destekleyecek gevşek para politikalarının özellikle gelişmekte olan ülkelerde daha fazla enflasyona neden olduğu ortadadır. Öte yandan enflasyonun yaratmış olduğu toplumsal maliyetler göz önüne alındığında da büyüme üzerinde negatif etkileri tetiklemektedir. Fiyatlar genel seviyesinde yaşanan yukarı yönlü ve uzun süreli bir bozulma yaşanması, belirsizlikleri arttıracak ve alım gücünü zayıflatarak yerini resesyona bırakacaktır. Kısaca büyüme enflasyona neden olabilmekte, yüksek enflasyon da ekonomiyi önce durgunlaşmaya ardında da küçülmeye itebilmektedir. Her iki durum toplumsal refah kayıplarının yaşanmasına neden olur (White, 2006: 4).

1.3.1.3. İstihdama Katkı

İstihdam seviyesinin yüksek olması başlıca iki açıdan önemlidir. Birincisi, iş-gücüne katılımın alternatifi işsizliktir. Böyle bir ortamda yoksulluk artar, işsizlerin kendine özgüveni ve saygısı azalır, bireysel ve kitlesel depresyonlar açığa çıkar, suç oranlarında artış gözlenir ve ekonomik talep azalır. İkinci olarak emek gücünün üretimden çekilmesi demek aynı zamanda üretimde kullanılacak makine, teçhizat, toprak gibi kaynakların da atıl kalması anlamına gelmektedir. Ekonomik çıktı miktarının ve milli gelirin düşmesine neden olur (Mishkin, 2000: 83).

Tam istihdam denilince akla tüm emek gücünün üretime katıldığı, kimsenin işsiz kalmadığı bir durum gelse de gerçekte mümkün olmamaktadır. Daha iyi iş aramak için işinden ayrılanların ya da herhangi bir nedenle iş arama sürecinde bulunanların oluşturduğu friksiyonel¹³ işsizler tam istihdam seviyesinde dahi bulunmaktadır. İşsizliğin tamamen ortadan kalkmamasındaki bir diğer neden yapısal işsizliktir. Emek piyasasında iş arayanların nitelikleri ile uygun işlerin uyuşmaması halinde görülür. Eğitim sisteminin modernize edilememesinden ya da üretim yapısının hızlı değişimine

¹³ Araştırma işsizliği ya da uyum işsizliği olarak da tanımlanmaktadır. İş arama sürecindeki yeni mezunlar, mevsimlik işçiler vs. bu tanıma uygundur.

işçilerin aynı hızda uyum sağlayamamasından kaynaklanır. Ekonomide istenilmeyen bir durum olmasına rağmen para politikasının bu işsizlik türüne fazla olumlu katkısı yoktur. Para politikasının amacı ekonominin “doğal işsizlik”¹⁴ düzeyine yaklaşmasına yardımcı olmaktır.

Finansal olmayan kesimi yalnızca para çoğaltanı kullanarak üretim ve istihdam artışı konusunda desteklemeye çalışmak kısa süreli sonuçlar verebilmektedir. Lakin böyle bir tercihin enflasyonu yükseltmesi kaçınılmazdır (Onur, 2014: 71). Günümüzde merkez bankalarının almış olduğu kararlarda doğrudan istihdama yönelik sinyallere pek rastlanılmaz. Bunun yerine fiyat istikrarıyla uyumlu istihdam politikaları tercih edilir.

1.3.1.4. Finansal İstikrar

Finans piyasası; tüm bankacılık sektörünü, finansal aracı kurumları, borsaları ve türev ürünleri içeren piyasalardan oluşmaktadır. Finansal istikrar ise finans piyasasının iç ve dış şoklara karşı dayanıklı bir yapıya sahip olmasını, fon arz ve talebinde dengesizlik yaşanmamasını, varlık fiyatlarının aşırı dalgalanmamasını, yerli ve yabancı yatırımcıların güvensizlik hissetmemesini ve kredi kanalının etkin bir şekilde işlemesini ifade etmektedir (Başçı ve Kara, 2011: 10).

Finansal sistemin artık gelişmekte olan ülkelerde de derinleşmesi ve küresel işlem ağıyla birbirine entegre olmaları sermaye hareketlerini hızlandırmış ve hacmini genişletmiştir. Bu durum finansal sistemdeki gelişmelerin ekonominin tamamına sırayet etmesine olanak tanıdığı için finansal istikrar kavramı ayrı bir önem kazanmaktadır (Schinasi, 2004: 6). Her ülkenin finansal sisteminin kendine özgü farklılıklar içermesi, finansal istikrarı sağlayacak mutlak bir politika uzlaşısına engeldir. Dolayısıyla finansal sistemin parçası olan tüm aktörler, kurumlar, yasal düzenlemeler ve araçlar bir bütünlük içerisinde ele alınması gerekir.

¹⁴ Emek arz ve talebinin kesiştiği tam istihdam durumunda yapısal ve friksiyonel işsizlerin toplamını ifade eder.

Fiyat istikrarı ile finansal istikrarı birbirini tamamlayan amaçlardır. İkisi arasındaki ilişkiyi ifade eden temel iki farklı görüş vardır. Birincisi, fiyat istikrarı sağlarsa finansal istikrarın da kendiliğinden sağlanacağını yönündedir. Genişletici bir para politikası sonucu fiyatlandırma davranışları bozulduğunda varlık balonlarını oluşturarak finansal sistemi de kırılgan hale getirecektir. Özellikle 1980’li yıllardan itibaren tüm dünyada fiyat istikrarı amacına yönelik para politikalarına ağırlık verilerek enflasyonun kontrol altına alınması için merkez bankaları yoğun uğraş vermiştir (Issing, 2011: 17). İkinci görüş ise ilkinin aksine fiyat istikrarının tek başına finansal sistemin güvenliğini sağlamakta yeterli olmadığını iddia etmektedir. Nitekim 2000’li yıllardan itibaren yaşanan finansal krizler ve son yaşadığımız 2008 Küresel krizi bu görüşü doğrular niteliktedir. Krizin merkez üssü olan ABD, fiyat istikrarı konusunda örnek gösterilen ülkelerden biri olması rağmen finansal sistemi krizle birlikte çökme tehlikesiyle karşılaşmıştır (Crockett v.d. 2003: 1).

Merkez bankaları para politikası araçlarını kullanarak enflasyona, varlık balonlarına ve likidite aksaklıklarına müdahale edebilir. Literatürde “rüzgara karşı durma politikası” olarak adlandırılan bu tepkilerin zamanlaması potansiyel bir krizin önlenmesi için hayati önem taşımaktadır (Wadhwani, 2008: 25). Para politikasının şeffaf, anlaşılır ve tutarlı olması, finansal piyasalardaki belirsizlikleri ortadan kaldırarak beklentilerin gerçekçiliğine katkı sağlayacaktır.

Finansal sistem kendi akışına bırakıldığında zaman zaman istikrarsızlığa girme eğilimindedir. Dolayısıyla para politikası yalnızca fiyat istikrarına odaklanırsa pek çok tehlikeyi göz ardı etmiş olur. Finansal istikrarsızlığın olduğu bir ortamda enflasyonla mücadele de istenilen sonucu vermeyecektir. Kısaca para politikası, fiyat istikrarının yanında finansal ve makroekonomik istikrarı dikkate almalıdır. Varlık fiyatları ve risk algısındaki değişimler potansiyel bir krizin öncü sinyalleri sayılmaktadır. Merkez bankaları kısa vadeli faiz oranları gibi etkin araçlarla doğru zamanda müdahale ederek bu tip riskleri bertaraf edebilir. Fiyat istikrarını amaçlarken finansal piyasaların seyrini takip etmek merkez bankalarının kurumsal sorumluluklarındandır.

1.3.2. Para Politikası Araçları

Merkez bankası, ulaşmak istediği amaçları önem sırasına göre belirledikten sonra ara hedeflerini ve uygun araçları seçer. Ara hedefler, nihai amaca yönelik para arzı ve kredi hacminde değişiklikler yaratacak hamleleri içerir. Seçilecek araçlar ise etki alanına göre dolaylı ve dolaysız araçlar olarak temel iki kategoriye ayrılır (Akçay, 2009: 143). Dolaylı para politikası araçları; API¹⁵, reeskont işlemleri, zorunlu karşılıklar ve rezerv opsiyon mekanizması olarak tanımlanmıştır. Dolaylı araçlar, merkez bankası bilançosu üzerinden bankaların rezervlerinde değişiklikler yaratırlar. Önemli olan nokta merkez bankasının bir piyasa aktörü gibi hareket ederek, piyasalar üzerinde yönlendirici konum üstlenmesidir. Diğer kategoride yer alan dolaysız araçlar ise merkez bankasının faiz oranlarına, mevduat ya da kredi miktarlarına doğrudan sınırlamalar getirerek piyasaların inisiyatifine bırakmadığı para politikası araçlarıdır. İsminden de anlaşılacağı üzere merkez bankası doğrudan diğer finansal kurumların bilançolarını hedef almaktadır. En yaygın kullanılan dolaysız araçlar; faiz oranı kontrolleri, kredi tavanı uygulaması, farklılaştırılmış reeskont kotaları, disponibilite uygulaması ve tüketici kredi kontrolüdür.

1.3.2.1. Dolaylı Para Politikası Araçları

Merkez bankasının dolaylı para politikası araçları ile uzun dönemli olarak rezerv para arzını kontrol edebilmesi ancak tam esnek döviz kuru sisteminde mümkündür. Aksi halde etki gücü yalnızca kısa dönemli kalacaktır. Ayrıca dolaylı araçların tam etkinliği için bankaların, merkez bankası likidite kanallarına erişiminin açık olması gerekir. Bankaların herhangi bir cezai durumu ya da yükümlülüklerini yerine getirememesi durumunda rezervlere etkisi kısıtlı kalacaktır. Nihai olarak dolaylı araçların kullanımı finansal piyasalarda gerçekleştiği için işleme tabi olan finansal varlıkların fiyatlamaları piyasadaki arz ve talep koşullarına göre belirlenir.

¹⁵ API: Açık piyasa işlemleri

1.3.2.1.1. Açık Piyasa İşlemleri

Açık piyasa işlemleri (APİ), merkez bankasının para arzında değişiklik yapmak amacıyla finansal piyasalarda tahvil, döviz, bono gibi finansal varlıkları alıp satma işlemleri olarak tanımlanır. Açık piyasa işlemleri birincil piyasalarda olabileceği gibi ikincil piyasalarda da gerçekleştirilebilir (IMF, 2004). Merkez bankasının farklı amaçlar ya da ihtiyaçlar doğrultusunda en sık başvurduğu araçların başında gelmektedir. Örneğin ekonomik faaliyetlerin yavaşladığı, yatırımların durakladığı, işsizliğin artış gösterdiği ya da likiditenin daraldığı durumlarda merkez bankası, tahvil ya da hazine bonusu satın alarak piyasaya likidite enjekte eder. Bahsi geçen finansal varlıkların miktar, vade ve diğer ihale koşullarını belirleyerek piyasaya sunar. Böylelikle banka rezervlerine kanalize edilen likidite, bankaların kredi hacmini genişleterek toplam para arzında artış yaratır. Tam tersi koşullarda ise yani enflasyonist baskı yaşıyorsa ya da merkez bankası daha sıkı bir para politikası tercih ederse, piyasaya tahvil ve bono satarak likiditeyi daraltmış olur (Ülgen, 2017: 437).

Merkez bankası kısa süreli amaçları doğrultusunda repo ve ters repo işlemleri¹⁶ ile finansal varlık alım satımını gerçekleştirir. Eğer daha uzun süreli bir politika stratejisi varsa bunu doğrudan alım ya da doğrudan satım sözleşmeleri ile düzenler. Ayrıca açık piyasa işlemleri ile sadece para arzı değil kısa vadeli faiz oranları da değiştirilir. Eğer merkez bankası tahvil satıp piyasadan likidite çekerse, tahvil fiyatları düşerken faiz oranları artar. Diğer taraftan piyasadan tahvil toplayıp para arzını genişletme yolunu tercih ederse, tahvil fiyatları yükselirken bu sefer faiz oranları düşüş sergiler. Açık piyasa işlemleri yalnızca para politikası amaçlarına yönelik kullanılan bir araçtır, hazineye ya da başka kurumlara finansman amacıyla kullanılmaz (Gray ve Talbot, 2006: 38).

Açık piyasa işlemleri merkez bankası için defansif ya da dinamik amaçlarla kullanılabilir. Defansif kullanımdan kastedilen, parasal tabanda istenilmeyen değişimlerin etkisini nötralize etmek için kullanılmasıdır. Dinamik kullanım merkez bankası-

¹⁶ Finansal piyasalarda repo, geri satım vaadiyle alım işlemini; ters repo ise geri alım vaadiyle satış işlemi anlamına gelmektedir.

nın doğrudan para arzında yaratmak istediği değişimler içindir. Ancak açık piyasa işlemlerinin başarılı olması sermaye piyasasının derinliğine bağlıdır. Ülkenin sermaye piyasası ne kadar gelişmişse aracın etki alanı o kadar yüksek olur. Açık piyasa işlemlerinin diğer araçlara göre başlıca avantajları şu şekilde sayılabilir (Mishkin, 2004: 400):

- Tamamen merkez bankası kontrol sahibidir.
- Parasal tabanda büyük ya da küçük miktarlarda işlem yapabilme esnekliği içerir.
- Yapılan işlemler aynı hızla tersine çevrilebilir.
- Başka araçlarla senkronize kullanılabilir.

1.3.2.1.2. Zorunlu Karşılıklar

Merkez bankasının önceden ilan etmiş olduğu oranlardan, bankaların mevduat (TL, yabancı para) ağırlıklı olmak üzere belli hesaplarda merkez bankasında tutmak zorunda olukları karşılıkları ifade eder. Müşteri mevduatlarının karşılık bırakılan kısmı üzerinde bankaların bir işlem yetkisi bulunmadığından bir nevi mevduat sigortası niteliğindedir. Zorunlu karşılık oranlarının değiştirilmesi banka rezervlerinde ve parasal tabanda ciddi değişikliklere sebep olduğu için politika aracı olarak kullanılmaktadır.

Zorunlu karşılıkların arttırılması, bankaların toplamış oldukları mevduattan merkez bankasında daha fazla karşılık bırakmaları anlamına gelir. Dolayısıyla bankaların kullanılabilir rezerv miktarı düşerek, kredi verebilecekleri likidite azalır. Merkez bankası, kredi hacminin aşırı şiştiği durumlarda ya da enflasyonun yüksek olduğu zamanlarda böyle bir politika tercih edebilir. Eğer piyasanın ve bankaların daha fazla likiditeye ihtiyacı varsa zorunlu karşılıklarda indirimle gidilebilir. Bankalar için kredi verilebilecek miktarın artmasıyla kredi kanalı parasal tabanda genişleme yaratır (Meulendyke, 1992: 26-27).

Zorunlu karşılıklar uygulamada bir takım avantaj ve dezavantajlara sahiptir. Örneğin bankacılık sektörü birkaç büyük bankanın tekelindeyse zorunlu karşılıkların

arttırılması, kaynak sorunu yaşıyan görece küçük bankaları daha fazla zora sokar. Bankacılık sektöründe bulunmadığı için karşılık ayırma zorunluluğu bulunmayan ancak fon yaratma imkanına sahip diğer finansal kuruluşlar, zorunlu karşılıklar yükseltildiğinde rekabet üstünlüğü kazanırlar. Ayrıca açık piyasa işlemleri kadar esnek ve hızlı sonuç veren bir politika aracı değildir. Çünkü karşılık oranlarında yapılacak ufak değişimler parasal tabanda oldukça büyük etkiler yaratmaktadır. Dolayısıyla küçük miktarlarda değişim gerektiğinde tercih edilmemektedir.

1.3.2.1.3. Reeskont Oranları

Reeskont işlemi, müşterilerin bankalara iskonto ettirdikleri ya da banka portföyünde yer alan senetleri, banka tarafından bu kez merkez bankasına iskonto ettirilmesidir. Kaynak ihtiyacı olan bankalar bu yolla ellerinde tuttıkları senetleri vadesinde önce kırdırarak rezervlerini arttırabilirler. Merkez bankası son kredi mercii olarak, bankalara reeskont işlemiyle likidite sağladığı için para politikası aracı olarak kullanılmaktadır (Güneş, 1990: 12). Yapısı itibariyle kriz zamanlarında sigorta görevine sahip olduğu için finansal istikrar amacına uygunluk arz eder.

Merkez bankası reeskont oranını değiştirerek bankaların borçlanma maliyeti üzerinden kredi hacmini ve parasal tabanı etkileyebilir. Dolayısıyla reeskont oranı, bankaların reeskont işlemi sonucunda merkez bankasına ödeyecekleri borçlanma faiz oranıdır. Merkez bankası bankalara daha fazla kaynak kullanırmak istediğinde borçlanma maliyetini yani reeskont oranını düşürme yoluna gider. Bankaların borçlanma iştahı artacağından ve kredi kullanılabiliyor daha fazla rezerve sahip olacakları için parasal tabanda genişlemeye yol açar (Akdiş, 2006: 272).

Reeskont oranındaki değişimlerin birkaç etkisi sayılabilir. İlk olarak bankaların borç alma maliyetindeki değişimler borç verme maliyetlerini de etkilediğinden buna maliyet etkisi denir. İkame etkisi olarak tanımlanan ikinci durumda, reeskont oranındaki hareketin yönüne göre bankalar başka fon kaynakları arayışına girebilir ya da daha fazla reeskont kredisi tercih edebilirler. Son olarak politika etkisi diye adlandırılan durum ise, reeskont oranındaki değişimin para politikasında nasıl bir yol izleneceği yönünde ekonomik aktörlere sinyal vermesidir (Thornton, 1986: 6-7).

Reeskont oranlarının para politikası aracı olarak etkinliği zorunlu karşılıklardan ve açık piyasa işlemlerinden daha azdır. Merkez bankası reeskont oranlarını düşürerek parasal tabanı genişletme isteğinde bulunsa bile bankalar ihtiyacından daha fazla kredi kullanmak istemeyebilirler. Merkez bankasının para arzındaki kontrol gücünün daha sınırlı olması sebebiyle tek başına politika aracı olarak tercih sebebi değildir.

1.3.2.2. Dolaysız Para Politikası Araçları

Merkez bankasının, ara hedeflerinde başarılı olabilmesi için doğrudan finansal kurumların bilançolarını etkilemek suretiyle kullandığı araçlar, dolaysız para politikası araçları olarak tanımlanır. Dolaylı araçlardan farklı olarak yasal düzenleme ve zorunlulardan oluştuğu için para ve sermaye piyasalarının inisiyatifini içermez. Uygulama biçiminin doğrudan etkisi sebebiyle tüm ekonomik birimler tarafından daha kolay anlaşılması ve beklentilere yön vermesi bakımından pratik özellikler taşır. Finansal piyasaların yeterince derin olmadığı ülkelerde, gelişmiş ülkelere nazaran daha sık tercih edilen para politikası araçlarıdır. Ayrıca kriz zamanlarında hükümetlere kredi miktarlarını ve faiz oranlarını kontrol edebilme avantajı sunduğundan cazip gelmektedir. Ancak finansal piyasaların derinleşmesiyle uluslararası sermaye akımları ve artan rekabet koşulları karşısında dolaylı araçlar kadar elastikiyete sahip değildir. En yaygın kullanım türleri kredi tavanı ve faiz oranının kontrolü biçimindedir. Günümüzde dolaylı para politikası araçlarıyla beraber ve giderek azalan oranda kullanılmaktadır (T. Önder, 2005: 59-60).

1.3.2.2.1. Faiz Oranı Kontrolleri

Merkez bankasının kredi ve mevduat faizlerinin üst ya da alt limitlerini belirleyerek para arzını etkilediği araç türüdür. İçerdiği bazı zorlulardan dolayı modern merkez bankacılığında artık tercih edilmemektedir. Çünkü bankacılık sektöründe denge kredi faiz oranının belirlenmesi oldukça zordur, denge faiz oranından sapmaların ise finansal açıdan maliyeti yüksektir. Ayrıca bankalar kendilerine otoriterce dayatılan tekil faiz oranları yerine farklı risk gruplarına ve vadelere göre faiz çeşitlendirmesine gitmeyi tercih ederler. Böylece bilançolarında oluşabilecek tehlikelere karşı kendilerini güvence altına almış olurlar. Faiz oranı kontrol mekanizmasının merkez

bankasına en büyük avantajı ise, özel oranlar düzenleyerek kredi kanalını istediği sektör ya da bölgelere imtiyazlı olarak kullandırabilmesidir (Leite, 1992: 136).

1.3.2.2.2. Kredi Tavanı Uygulaması

Kredi tavanı, merkez bankaları tarafından ticari bankalara uygulanan bir para politikası aracıdır. Ticari bankaların verebileceği krediler, toplamış oldukları mevduatların belli bir oranı kadar sınırlandırılabilir. Bir başka uygulama yöntemi, ticari bankaların vereceği kredileri belli bir üst limit dahilinde kredi talep edenlere sunmasıdır. Son bir uygulama biçimi de ticari bankaların verebilecekleri kredilerin öz kaynakları oranında sınırlandırılmaya tabi tutulmasıdır. Kredi tavanı uygulaması ile stratejik öneme sahip sektörlerle daha imtiyazlı krediler verilerek ekonomik büyümenin ve ihracat artışının sağlanması amaçlanır. Faiz oranı kontrollerinde olduğu gibi kredi tavanı uygulaması da günümüzde tek başına kullanılan bir araç değildir (T. Önder, 2005: 62).

1.3.2.2.3. Farklılaştırılmış Reeskont Kotaları

Farklılaştırılmış reeskont kotaları, merkez bankasının geleneksel para politikası araçlarından farklı olarak, para arzında değişiklik amacı taşımaz. Merkez bankası desteklemek istediği sektörler için bankaların reeskont kotalarını diğer sektörlerle göre daha yüksek tutarak bir nevi finansman desteği sağlar. Kotalar belirlenirken bankaların likidite durumu ve taşıdığı riskler göz önünde bulundurulur. Örneğin, ilgili dönemde otomotiv sanayisi ülke endüstrisi için yüksek önem arz ediyorsa otomobil sektörüne ait işlemler için bankalara daha fazla reeskont kotası tanınır. Ancak farklılaştırılmış reeskont kotasının istenilen desteğe ulaşma başarısı, sektördeki firmaların iskonto tercihine ve bankaların reeskont ihtiyacına bağlı olarak bu kotayı doldurmalarına bağlıdır (M. A. Akçay, 1997: 14).

1.3.2.2.4. Finansal Aracıların Portföylerinin Yeniden Düzenlenmesi

Merkez bankaları, ticari bankaların ve bankacılık sektörü dışındaki finansal aracı kurumların portföyünde, hangi tür menkul kıymetleri ne oranda ya da ne miktarda tutmaları konusunda belirleyici olabilir. Merkez bankasının nadiren kullandığı

özel para politikası araçlarından biridir. Örneğin, bir ülkede savunma sanayisinin hızlı bir sıçrama yapması isteniliyorsa, savunma sanayisinde faaliyet gösteren firmaların hisse senetleri bankalar tarafından satın alınmaya zorlanabilir. Dolayısıyla öncelik verilen sektörlerle iç borçlanma imkanı sunarak gelişmeleri desteklenir. Fakat portföyler üzerinden yapılan bu doğrudan düzenlemenin etkinliği finansal araçların çeşitliliğine ve işlem hacmine bağlıdır (M. A. Akçay, 1997: 14). Gelişmiş ülke merkez bankaları bu para politikası aracını genelde tercih etmezken, gelişmekte olan ülkelerin finansal piyasaları da yeterince gelişmediği için kullanım imkanı çelişki içermektedir.

1.3.2.2.5. Menkul Kıymet Alımına Yönelik Kredilerin Kontrolü

Hisse senedi ve tahvil gibi menkul kıymetlerin taksitli satışlarını sınırlandırmak için merkez bankaları bazı kontroller uygulayabilir. Satış esnasında hangi sektörün borçlanma araçlarına ne oranda peşinat ödenmesi gerektiği belirleyerek, bazı sektörlerle dair menkul kıymet satışlarını caydırılabileceği gibi bazı sektörlerle yatırımları ise özendirilebilir. İlk kez 1930'lu yılların başında ABD'de finansal varlık alımına yönelik kredi kontrolü uygulanmıştır (M. A. Akçay, 1997: 15). Bankalar spekülasyon güdüsüyle borçlanarak menkul kıymetlere aşırı rağbet göstermiş, sonrasında satın aldıkları menkul kıymetleri teminat göstererek yeniden borçlanmalarını kolaylaştırmıştır. Bu işlemlerin ardışık tekrarı, para arzını beklenmedik ölçüde arttırırken finansal varlık fiyatlarını da gereğinden fazla yükseltmiştir. FED, para arzını ve varlık fiyatlarını yeniden düzenlemek için bu uygulamaya başvurmuştur.

1.3.2.2.6. Tüketici Kredilerinin Kontrolü

Merkez bankalarının toplam talep üzerinden harcamaları frenlemek ya da özendirmek amacıyla kullandığı dolaysız para politikası araçlarından biri tüketici kredilerinin kontrolüdür. Özellikle konut, beyaz eşya, otomobil gibi dayanıklı tüketim mallarının alımında ödenecek peşinatın asgari miktarı, kullandırılacak kredi vadesi ya da faiz oranı amaç doğrultusunda değiştirilerek uygulama alanı yaratılır. Taksitli satışların yaygın olduğu ülkelerde kısa vadeli başarıya ulaşsa da uzun vadede piyasa rekabetini bozma riski içerir.

1.3.2.2.7. Özel Mevduatlar

Ticari bankalarda açılması zorunlu olan bazı mevduat türlerinin merkez bankasında karşılık olarak tutulduğu dolaysız para politikası aracıdır. Açık piyasa işlemleri ve zorunlu karşılıklar gibi dolaysız para politikası araçlarının yetersiz kaldığı durumlarda destek vermek amacıyla uygulanabilmektedir. Bankacılıkta en yaygın ve bilinen örneği ithalat teminatlarıdır. Pek çok ülkede ithalatın yapılabilmesi için gereken döviz miktarı karşılığında ulusal paranın önceden bankalara yatırılması gerekir. İthalat işlemleri tamamlanana kadar sürede bu paranın çekilmesi mümkün olmadığı için aynı süre zarfında ek kredi kaynağı olarak kullanılabilir (Güneş, 1990: 21).

1.3.2.2.8. Merkez Bankasının Moral Desteği

Merkez bankaları para politikasındaki otoritelerinden güç alarak, bankaların ve bankacılık sektörü dışındaki mali kurumların aksiyonlarını değiştirmeye yönelik söylemlerde bulunabilir. Beklentilere ve eylemlere yön vermeyi amaçlayan destek politikasının yasal bir karşılığı bulunmamaktadır. Örneğin enflasyonla mücadele edildiği bir dönemde merkez bankası, fiili politika araçlarının kullanırken finansal kurumlardan para arzını daraltıcı pozisyonlar almalarını da isteyebilir. Asya krizi esnasında Malezya, Singapur merkez bankalarının söylem ve destekleri krizden çıkma sürecinde piyasaları etkilemiştir (T. Önder, 2005: 65).

1.3.3. Para ve Maliye Politikalarının Koordinasyonu

Makroekonomik amaçlara ulaşmak için kullanılan para ve maliye politikalarının farklı nitelikte araçlara sahip olması zaman zaman hedeflerin çatışmasına neden olabilmektedir. Demokratik ve gelişmiş ve ülkelerde para politikası, siyasi iradedenden uzak bağımsız merkez bankaları tarafından uygulanır. Maliye politikası ise hükümetler ve maliye bakanlıkları tarafından icra edilir. Uzun yıllardır kamu borç yönetimi, maliye politikası kapsamında değerlendirilirken günümüzde ayrı bir disiplin olarak ele alınması görüşü ağır basmaktadır (Ulusoy ve Kara, 2017: 31). Tüm araçsal ve kurumsal farklılıklar iktisat politikalarının aynı anda uygulanmasında koordinasyon problemlerine neden olmaktadır.

Para ve maliye politikalarının koordinasyonu denilince dar anlamda ulusal makroekonomik istikrarı bozacak risklerin azaltılması anlaşılır. Kapsamlı anlamda da uluslararası organizasyonlar içerisinde bölgesel ve küresel krizleri önlemeye yönelik düzenlemelerden bahsedilmektedir (Ferré, 2008: 223). Avrupa Birliği'nde mali ve finansal koordinasyonu sağlamak için oluşturulan Avrupa Merkez Bankası (ECB) gibi kurumlar verilebilecek en iyi örneklerin başında gelmektedir.

Makroekonomik amaçlar her ülkede benzer olmakta, ülkelerin yapısına göre önem sırası değişiklik göstermektedir. Genel olarak düşük enflasyon, istikrarlı büyüme oranı, istihdam artışı ve sürdürülebilir cari denge temel amaçlardır. Sıralanan amaçlara ulaşmak için para politikası otoriteleri faiz ve para arzı gibi makro parametrelerde ayarlamalar yapar. Maliye bakanlığı ya da hükümetler de vergiler üzerinden kamu gelirlerini ve kamu harcamalarını yöneterek ekonomik dengeleri sağlamaya çalışır. Her iki politikanın birbirini engellemeyecek şekilde işleyebilmesi için belli asgari müştereklerde hükümetler ve merkez bankaları uzlaşması sağlamalıdır. Düzenli iletişim, bilgi paylaşımı, kurumların kredibilitesi ve tarafların modelleme tahminlerindeki başarısı koordinasyonun ömrünü uzatacak faktörlerdir (Arby ve Hanif, 2010: 3). Koordinasyon meselesi yakın zamanda yaşanan küresel sistematik finansal krizlerin ardından daha fazla gündeme gelmiştir. Krizlerin mevcut tahribatı kadar çıkış sürelerinin uzun ve sancılı olması daha fazla politika aracının eş zamanlı kullanılması ihtiyacını doğurmaktadır. Ekonomik birimler arasında koordinasyonun temeli güven, şeffaflık, tutarlılık, işbirliği üzerinedir (Halaç, 2007: 32).

Politika koordinasyonunda yaşanacak başarısızlıkların maliyeti, yüksek faiz, enflasyon, resesyon, kur şokları ve finansal istikrarsızlıklar olarak topluma yansıtılabilir. Para ve maliye politikası araçlarının ayrı kurumlar tarafından kullanılması yapısal olduğu kadar zaman uyumsuzluklarıyla da koordinasyonu zorlaştırır. Para politikası, maliye politikasına göre uygulama şekli ve sonuç alma konusunda daha hızlı hareket kabiliyetine sahiptir. Her ne kadar para politikasının etkisi 6-9 ay gibi bir sürede ortaya çıksa da maliye politikasının sonuçları daha geç kendini gösterir (Laurens ve Piedra, 1998: 5). Para politikasının görece hızlı ve esnek yapısı koordinasyon sürecinde maliye politikasını kendine adapte olmaya zorlamaktadır.

Para ve maliye politikaları uygulama sahası bakımından birbirinden bağımsız değildir. Faiz gibi yatırım ve tasarrufları etkileyen bir değişkene para arzında ayarlama yaparak yalnızca merkez bankası etki etmez. Vergi sistemi ve borçlanma araçları kullanılarak bütçe fazlası ya da açığı oluşturulabilir, her iki durum da faiz oranlarında benzer değişikliklere neden olur (Ataç, 2013: 82). Öte yandan merkez bankasının siyasi otoriteden bağımsız bir kurum olması ve bağımsızlığına herhangi bir şaibe karışmaması kurumsal kredibilitesi için elzemdir. Dolayısıyla maliye politikasının para politikasına uyum gösterecek şekilde ayarlanma nedenlerinden biri de merkez bankasının herhangi bir dışsal faktörün etkisinden kurtarmaktır.

Merkez bankasının daha esnek araçlara sahip olma avantajı diğer iktisat politikalarını önemsizleştirmez. Örneğin fiyat istikrarı için sıkı para politikası tedbirleri kısa dönemde başarı sağlasa da uzun dönemde bu başarıyı kalıcı hale getiremez. Çünkü enflasyon, ancak beklentilerde düşüş algısı oluşmaya başladığında kalıcı olarak düşüş sergiler. Beklentilerin değişmeye başlaması ise gelecekteki para politikasının diğer politikalarla ilişkisine bağlıdır. Merkez bankası para arzını daraltmaya çalışırken bütçe açıkları hızlı bir şekilde artmaya devam ediyorsa, ekonomik aktörler bu durumu sürdürülemez göreceğinden ötürü enflasyon beklentisi artmaya devam eder (Sargent ve Wallace, 1981: 5). Politika koordinasyonu diğer amaçlarda olduğu gibi fiyat istikrarı için vazgeçilmez bir koşuldur.

Sonuç olarak merkez bankalarının ve hükümetlerin aksiyonları değişik nedenlerle birbirlerinin hedeflerini engelleyecek özellikler taşıyabilir. İktisat politikalarında karar alıcı bu iki kurum ekonominin öncelikli ihtiyaçları konusunda görüş ayrılığı yaşayabilir. Bir diğer neden olarak para ve maliye politikaları oluşturulurken esas alınan teorilerin birbiriyle uyumsuzluğu gösterilebilir. Merkez bankası ve hükümetlerin araç seçimlerine ilişkin yanlış modellemeler yapmaları ya da sonuçlarına ilişkin tahmin hataları da engeller arasındadır (Blinder, 1982: 18). Dolayısıyla para ve maliye politikaları arasında koordinasyon artırılarak birbiri üzerindeki negatif etkiler asgari düzeye indirilebilir. Bunun için kurumlar arası koordinasyon komiteleri güçlendirilmeli ve kurumlar arası iletişim hızlı, şeffaf ve güvenilir olmalıdır. İktisat politikaları arasında

güçlü bir koordinasyon finansal ve ekonomik istikrara katkı sunacağı gibi toplumsal refahı da yükseltecektir.



İKİNCİ BÖLÜM

MODERN MERKEZ BANKACILIĞININ NİTELİKLERİ

2.1. Bağımsızlık Kavramı

Merkez bankası bağımsızlığı hakkında en genel tanım, kurumun özgün bir hukuki yapıya ve karar mekanizmasına sahip olması denilebilir. Biraz daha ayrıntılı ifade edilirse kurumun para politikası hakkında hükümetlerden ya da siyasi erkten bağımsız bir duruş sergilemesi ve aksiyon alabilmesidir (Walsh, 2005: 1). Karar sürecinden kastedilen, bankanın amaç seçiminde ve kullanacağı araçlarda herhangi bir etki altında kalmamasıdır (Alparslan ve Erdönmez, 2000: 14).

Dünyada merkez bankalarının bağımsızlığı klasik iktisatçılardan beri dile getirilmektedir. Klasik iktisat temsilcilerinden David Ricardo, para basma yetkisinin hükümetler tarafından kötüye kullanılabileceği endişesiyle bu yetkinin siyasi olmayan başka bir kuruma verilmesini önermiş ve yetkiyi devralan kurumun hükümet ile herhangi bir finansal ilişki içine girmemesi gerektiğini savunmuştur. Nitekim Ricardo'nun 1824 yılında ifade ettiği bu endişesi sonraki yüzyılda da kendini haklı çıkarmıştır (Obben, 2006: 2). Enflasyonun kronikleştiği 1980'li yıllarda hükümetler artan borçlanmalarını karşılamak için para basma yolunu seçerek merkez bankalarına kendilerini finanse etme görevi vermişlerdir. Böylesi açık finansman yöntemleri gelişmekte olan ülkelerde daha büyük bir borç ve enflasyon sarmalı olarak geri dönmüştür (Eroğlu ve Altıntaş, 1997: 50).

Merkez bankasının siyasetten ayrılması fikri, toplum nezdinde devlet ve finansal sistem arasındaki ilişkinin örtülmesini kolaylaştırdığı için hükümetler tarafından kabul edilmesi zor olmamıştır. Çünkü enflasyon mücadelesinde elde edilen başarıları hükümetler kendi hanelerine yazmakta cömert davranırken, başarısızlık durumlarında merkez bankalarını hedef göstermekten çekinmemektedirler (Banaian v.d. 1983: 7). Dolayısıyla bağımsız merkez bankası kavramı aynı zamanda devlet, toplum ve sermaye ilişkisine bazı durumlarda yeni bir aktörün dahil olması demektir. Merkez ban-

kaları hakkında yapılan bağımsızlık düzenlemelerinin, gelişmekte olan ülkelerin finansallaştığı ve neo-liberal dönüşümün yaşandığı dönemde hızlanmış olması tesadüf değildir. Bağımsızlıklarını toplum önünde kazanmış olan bankalar artık topluma karşı daha fazla sorumlu oldukları için iletişim politikası gibi yeni araçlar geliştirmek zorunda kalmıştır. İletişim, hem aktör olmanın getirdiği bir zorunluluk hem de bağımsızlığın şeffaf olarak sürekli sınandığı bir sınavdır.

Üniter devlet yapılarında güçler ayrılığı ilkesine rağmen kurumlar tek olduğundan ve merkezi bir yönetime karşı sorumlu olduklarından dolayı hükümetlerin gölgesinden tamamen kurtulmaları kolay değildir. Federatif devletler ise bu bakımdan görece daha avantajlıdır. Özerk konumları gereği yerel yönetimler ile merkezi hükümet arasında görüş birliği olmak zorunda değildir. Dolayısıyla Amerika gibi federatif ülkelerde merkez bankası bağımsızlığı, üniter devletlere göre daha olanaklıdır. Ayrıca enflasyonla mücadelede ve diğer amaçlara ulaşmak için bağımsızlık kavramı olmazsa olmaz bir şart gibi sunulsa da istisnai durumlar mevcuttur. Japonya ve Norveç gibi düşük enflasyona sahip ülkelerde merkez bankaları bağımsızlığı tam olarak iddia edilmezken, bağımsızlığı yüksek kabul edilen Peru ve Arjantin gibi ülkeler yıllardır yüksek enflasyon sorunuyla boğuşmaktadır.

Toplumların gelenekleri, kültürel, sosyal ve tarihsel yapıları birbirlerinden farklı olduğundan içinde yaşayan bireylerin iktisadi davranış kalıpları da farklı olmaktadır. Dolayısıyla kurumların karakteristik özellikleri de toplumdan topluma farklılık gösterebileceğinden mutlak bir bağımsız merkez bankası modeli çizmek oldukça zordur. Bireyler gibi kurumlar da risk ve belirsizlikler karşısında rasyonellikten uzaklaşarak sahip olduğu değerlere göre hareket edebilirler (Kahneman ve Tversky, 1979: 263). Bundan dolayıdır ki bağımsızlık türlerini ele alırken çerçeveyi en genel hatlarıyla çizmek daha sağlıklı olacaktır.

2.1.1. Ekonomik ve Politik Bağımsızlık

Merkez bankasının herhangi bir siyasi etki altında kalmadan amaçlarını belirleyebilme serbestisi politik bağımsızlık ve amaçlara ulaşmak için kullanılacak araç seçimlerindeki serbesti ise ekonomik bağımsızlık olarak ifade edilir. İktisat literatüründe

bu ayrım küçük nüanslarla birlikte amaç ve araç bağımsızlığı olarak da kabul görmektedir (Debelle ve Fischer, 1994: 197). Dahası, politik ve ekonomik bağımsızlık birbirinden tanım olarak farklı ifade edilse de uygulamada birbiri arasında diyalektik bir ilişki mevcuttur.

Politik bağımsızlık denilince para politikası hedeflerinin hükümet ya da siyasi erkin baskılarına maruz kalmadan oluşturulması anlaşılır. Merkez bankası için öncelikli amaç ne ise özgürce ifade edebilmeli ve icra edebilmelidir. Ayrıca özel şartlar doğrultusunda öncelikler arasında değişiklik yapılacaksa böyle bir durum kesinlikle baskı gruplarının etkisiyle değil, bankanın kendi iradesiyle gerçekleşmelidir (Fraser, 1994: 3).

Merkez bankası ile hükümet arasında herhangi bir finansman ilişkisinin bulunmaması ise ekonomik bağımsızlığın en üst aşamasıdır. Ancak böyle bir finansman ilişkisinin önüne geçilmesi ancak ilgili kanun ile güvenceye alınabilir. Dolayısıyla ekonomik bağımsızlığın ölçütü için merkez bankasının hazineyi ya da kamu açıklarını finanse edip etmediğine bakılmalıdır. Eğer ekonomik bağımsızlık siyasi irade tarafından da içselleştirilmişse merkez bankasından avans ya da fonlama talebinde bulunamaz (Serdengeçti, 2003: 46).

Her iki bağımsızlık biçimini güvence altına almak için gerekli unsur yasal olarak sınırların çizilmiş olmasıdır (Cukierman, 1994: 1439). Bu noktada ayrı bir kriter olarak yasal bağımsızlık vurgulanmaktadır. Demokratik olmayan ülkelerde ise ilgili yasalar sadece kağıt üzerinde kalmakta ve gayri resmi ilişkiler aracılığıyla ihlal edilebilmektedir. Ekonomik kriz zamanlarında özellikle yasalar bariz bir şekilde delinerek tüm bağımsızlıklar rafa kalkmaktadır (Barışık, 2004: 3).

Merkez bankası başkanının atanması, görev süresi ve görevden alınma şeklinin tanımlanması gibi unsurlar da yasal bağımsızlığın tanımı içerisindedir. Bağımsızlığın yasal olarak sınırlarının çizilmesi, merkez bankasının baskılara karşı kendini koruma gücünü belirler. Ancak merkez bankasına müdahale yöntemleri çeşitlendikçe bu yasal sınırların güncellenmesi gerekecektir. Yasal bağımsızlık fiili bağımsızlığın dayanak noktası olmakla birlikte uygulamada çelişkiler sıkça görülmektedir (Oktar, 1996: 85).

2.1.2. Amaç Bağımsızlığı

Makroekonomik değişkenlerden; fiyat istikrarı, ekonomik büyüme, istihdama katkı gibi birinin öncelikli amaç olarak merkez bankasının tek başına belirleyebilme yetkisine amaç bağımsızlığı denir. Bu duruma alternatif olarak, merkez bankasının amacı doğrudan hükümetler tarafından ya da ortak bir uzlaşıyla da belirlenebilir. Hükümet ve merkez bankasının amaç birliği için müzakerede bulunması her zaman politik baskı olarak yorumlanmamalıdır. İktisat politikasının diğer sac ayağı olan maliye politikasının kontrolü hükümetlerin elinde olduğu için para politikası ile birlikte uyum sergilemesi amacın başarı şansını yükseltecektir (Maxfield, 1997: 10).

2.1.3. Araç Bağımsızlığı

Merkez bankasının sahip olduğu araç yelpazesi içinde hangi politika aracını seçeceği ne düzeyde ve hangi yönde kullanacağı hususundaki özgür iradesi araç bağımsızlığı olarak tanımlanır (Alesina ve Summers, 1993: 152). Araç bağımsızlığı, bir başka anlamda yasal bağımsızlığın uygulama alanıdır. TCMB'nin araç bağımsızlığı ilgili kanunla yasal güvenceye alınmıştır. Kanunda belirtilen fiyat istikrarının sağlanması için hangi politika aracının seçileceği ve hangi oranda kullanacağını kendisi belirtir vurgusu doğrudan araç bağımsızlığına yöneliktir (Çolakoğlu, 2002: 19). Merkez bankalarının en sık kullanmış oldukları kısa vadeli politika aracı olan politika faizleri üzerinde herhangi siyasi parti ya da kişinin talimatı, baskısı ya da tehdidi bulunursa doğal olarak alınan kararın bağımsızlığına şaibe karışacaktır.

2.2. Para Politikası Uygulamasında Modern Kurallar

Ekonomide toplam talep, çıktı miktarı ve enflasyon üzerinde belirleyici bir rol oynamaktadır. Dolayısıyla Yeni Neo-Klasik Sentez¹⁷ göre para politikası toplam talebi etkileyerek tüm iktisadi faaliyetlere yön vermeye çalışır (Goodfriend ve King, 1997: 256). Yeni Neo-Klasik Sentezde para politikasının ağırlığı belirginken maliye

¹⁷ Yeni Neo-Klasik Sentez: Yeni Keynesyen İktisat ile Yeni Klasik İktisat ekollerinin belli noktalarda uzlaşılarıyla meydana gelen karma ortodoks bir iktisadi akımdır. Yeni Klasikçilerin rasyonel beklentiler teorisi, zamanlararası optimizasyon kavramları ile Yeni Keynesçilerin aksak rekabet ve maliyetli fiyat ayarlama hipotezleri para politikasına dair görüşlerinde belirleyicidir (Goodfriend ve King, 1997: 255).

politikasının uzun dönem etkinliği sınırlı kabul görür. Öte yandan maliye politikasının bütçe dengesine katkıları göz ardı edilmemektedir ve mali baskınlıkları önleyici tarafı vurgulanır (Arestis ve Sawyer, 2002: 4).

Yeni Neo-Klasik Sentez ya da diğer adıyla uzlaşı günümüze kadar uzanan iktisat literatüründe yeni tartışmalar başlatmıştır. Enflasyon, geleceğe dair beklentilerle beslenen bir olgu olarak ele alınmaktadır. Çünkü firmalar, bugüne dair fiyatlama yaparken gelecekte muhtemel gördükleri maliyetleri ve talep koşullarını dikkate alırlar. Fiyat ve ücret yapışkanlıkları enflasyon ve işsizlik arasında kısa dönemli bir değiş tokuşu mümkün kılabilir ancak uzun vadede kalıcılık sağlayamaz.

1990'lı yıllarda Yeni Neo-Klasik Sentezin etkisiyle para politikasının uygulama biçiminde metodolojik iki farklı yaklaşım oluşmuştur. Bunlardan ilki takdire bağlı ya da ihtiyari politikalar, diğeri ise kurala bağlı ya da kural politikalarıdır. Takdire bağlı politikalar, ekonomik amaçları gerçekleştirmek için makroekonomik gelişmeler doğrultusunda alınan kararlardır. Kural bağlı politikalar ise karşılaşılabilecek durumlara önceden belirlenmiş aksiyonlarla cevap verilmesidir. Kural politikalar, metodolojik eksikliğinden ötürü takdire bağlı politikalara tepki olarak doğmuştur. Para politikasında kurallar, merkez bankasının hangi durumlarda, hangi araçları, ne yönde kullanmasına ilişkin basit, açık ve sistematik kararlardan oluşur (Taylor, 2000: 3).

Kural politikalar kendi içinde farklı kategorik ayrımlara tabi olabilirler. Bunlar arasında en yaygın olanı kuralları amaç ve araç olarak ele alan yaklaşımdır. Tercih edilen kurallar amaç değişkenler ya da araç değişkenler üzerinde uygulandığı için böyle bir ayırım kabul görmektedir (Svensson, 2003: 429).

2.2.1. Araç Kurallar ve Taylor Kuralı

Araç kurallar, belli bir politika aracını kullanarak birden fazla ekonomik değişken arasında ilişki yaratırlar. Tercih edilen politika aracı, gelecekte olması beklenen durumlara karşı öngörülmüş ise örtük araç kural olarak tanımlanır. Eğer cari dönem koşulları için izlenen bir politika ise açık araç kural diye ifade edilir. Taylor kuralı örneğinde olduğu gibi bir kural kullanım biçimine göre hem açık hem örtük olabilir. Örneğin, Taylor kuralı çerçevesinde cari dönem enflasyonu ve çıktı düzeyine ilişkin

faiz ayarlaması söz konusuysa açık araç kuralıdır. Faiz oranlarında beklenen enflasyon ve çıktı düzeyine yönelik değişiklik yapılıyorsa örtük araç kural niteliği kazanır (Gärtner, 2002: 17). En yaygın kullanılan araç kuralları, faiz değişkenine önem veren Taylor kuralı ile parasal taban ayarlamasını kullanan McCallum kuralıdır (Rudebusch ve Svensson, 1998: 9).

Taylor kuralı, enflasyon ve çıktı düzeyinin belirlenmesinde kısa vadeli faiz oranlarının kullanılmasına dayanmaktadır. Çünkü kısa vadeli faiz oranları, cari döneme ait enflasyon ile hedeflenen enflasyon arasındaki fark ile cari dönem çıktı düzeyi ile potansiyel çıktı düzeyi arasındaki farkın fonksiyonudur (Bernanke, 2005: 166).

Kısa vadeli faiz oranlarının ne düzeyde olması gerektiği dört temel ekonomik göstergedeki gelişmelere bağlıdır. Bunlar sırasıyla cari döneme ait enflasyon oranı, denge reel faiz oranı, enflasyon açığı¹⁸ ve üretim açığıdır¹⁹. Taylor kuralına göre enflasyon açığı pozitif ise faiz oranları yükseltilerek parasal sıkılaştırma önerilir. Dolayısıyla iç talepte gerçekleşecek daralma, hedefin üzerinde gerçekleşen enflasyonu aşağı çekecektir. Tam tersi şekilde enflasyon açığı negatifse, yani hedeflenen enflasyonun altında bir enflasyon gerçekleşmişse, kısa vadeli faizler düşürülerek iç talep canlandırılmalıdır. Üretim açığının pozitif olması, gerçekleşen üretimin potansiyelin üzerinde olduğuna ve ekonominin aşırı ısındığına işaret eder. Üretim açığı pozitifse benzer sebeple faizler yükseltilmeli, tersi durumda düşürülmelidir (Kozicki, 1999: 7).

Taylor kuralı, temel politika aracı olarak kısa vadeli faiz oranlarıyla fiyat ve üretim istikrarını kontrol altına almayı amaçlar. Politika yapıcılar için enflasyona ya da üretim düzeyine verdikleri önem doğrultusunda hedeflerden sapmalara verilecek tepkiler farklı olabilir. Örneğin, Taylor kuralını takip eden bir ekonomide enflasyonla mücadele ilk sırada yer alıyorsa, enflasyon açığına karşı verilecek tepki üretim açığına göre daha yüksek olacaktır. Kurala getirilen en büyük eleştiri, gelişmiş ülkeleri referans alarak formüle edilmiş olmasıdır. Çünkü enflasyon ve büyüme oranları görece daha düşük ve istikrarlı olduğu için hedeflerden sapmalar küçük faiz ayarlamalarıyla giderilebilir. Gelişmekte olan ülkelerde yüksek enflasyon, dalgalı büyüme oranları ve

¹⁸ Enflasyon açığı; hedeflenen enflasyon oranı ile gerçekleşen enflasyon oranı arasındaki farktır.

¹⁹ Üretim açığı; potansiyel üretim düzeyi ile gerçekleşen üretim düzeyi arasındaki farkı ifade eder.

finansal istikrarsızlık gibi etkenler tek başına kısa vadeli faiz aracını yetersiz kılabilir. mektedir.

2.2.1.1. McCallum Kuralı

McCallum kuralında ana hedef olarak nominal GSYİH alınarak parasal tabanda ayarlama yapılır. McCallum kuralı para arzı ile büyüme oranı arasındaki ilişki-den yola çıkarak, enflasyonu istikrara kavuşturmak için GSYİH'nın artış oranı ile pa-rasal tabandaki genişlemeyi kurala bağlar (Poole, 1999: 9). Nominal GSYİH hedefle-mesi için para politikasının gecikmeli etkisini içerecek şekilde kredi hacmine dayalı kural politika oluşturulmaktadır. McCallum bu kuralı oluştururken dört temel ilkeye dayandırır. Birinci olarak, para politikasının doğrudan etki alanı net olarak çerçevenlen-dirilmelidir. İkincisi, finans piyasalarındaki düzenleyici etkiye sahip değişkenler ve teknik hareketler kurala dahil edilmelidir. Bir diğer ilke ise para arzı ve nominal faiz oranları yalnızca büyüme ve enflasyonun yönünü tayin etmek için kullanılmalıdır. Son olarak tüm makroekonomik yapının özellikleri dikkate alınarak ilgili katsayılar oluş-turulmalıdır. Tüm ilkeler doğrultusunda nominal GSYİH hedefinin altında bir büyüme gerçekleştiyse parasal taban arttırılmalıdır (McCallum, 2000: 5). Kısaca para arzının arttırılması mevcut enflasyon oranı ile beklenen GSYİH oranı toplamı kadar olmalıdır.

2.2.1.2. Parasal Koşul Endeksi

Parasal koşul endeksi, farklı değişkenler kullanılarak para politikasının seyrine ilişkin sayısal bir tablo oluşturmayı amaçlar. Endeks oluşturulurken belli bir yılın de-ğerleri referans noktası kabul edilir. Başlangıç tarihinden itibaren kısa vadeli faiz oran-ları ve döviz kurundaki değişimin ağırlıklı ortalaması alınarak, enflasyon ve büyüme oranı gibi hedef değişkenlerin gelecek döneme ait değerleri tahmin edilmeye çalışılır (Kesriyeli ve Koçaker, 1999: 2). Çünkü para politikasının enflasyona en hızlı etki ettiği iki kanal faiz oranı ve döviz kurudur. Faiz oranı ve reel efektif döviz kurundaki²⁰ ar-tışlar üretim, ithalat ve iç talebin zayıflamasına bağlı olarak enflasyonu düşürücü nite-liktedir.

²⁰ Bir ülkenin dış ticaretinde en yüksek paya sahip ülkelerin para birimlerinden oluşan sepete göre ulu-sal paranın ağırlıklı ortalama değerine nominal efektif döviz kuru denir. Nominal efektif döviz kurunun fiyat hareketlerinden arındırılmasıyla reel efektif döviz kuru elde edilir.

Parasal koşul endeksinin en büyük avantajı, enflasyonun temel nedenlerinin sayısal ağırlıklarına göre saptanması ve uygun para politikası kanalıyla müdahale edilmesine olanak sağlamasıdır. Ancak spekülasyon atakları karşısında endeks değerinin korunmasına yönelik yalnızca faiz artışı beklentisi oluşursa politika başarısına zora girebilir (Carare v.d. 2002: 18).

2.2.2. Amaç Kurallar

Amaç kuralları, merkez bankasının para politikası araçları ile etkileyebildiği ancak doğrudan kontrol edemediği bir makro değişkeni politika amacı belirlemesidir. Ardından amaç değişkeni ile ekonomik göstergeler arasında ilişki kurulur (Bernanke ve Mishkin, 1997: 99). Amaç kurallarda, araç kurallardan farklı olarak merkez bankasının bir ara hedef taahhüdünde bulunması gerekir (Rudebusch ve Svensson, 1998: 33).

Amaç kural tipinin her daim uygulamaya hazır matematiksel tanımlarının bulunmaması, merkez bankalarının bazı durumlarda takdire dayalı inisiyatif kullanmalarını zorunlu kılar. Amaç kuralının başarısı, kuralın kendisine ve merkez bankasına duyulan itibara bağlıdır. Dolayısıyla hedef değerlerin, tüm ekonomik birimler tarafından anlaşılabilirlikte ve periyodik olarak kamuoyuyla paylaşılması gerekmektedir (Svensson, 1999: 33). En yaygın kullanılan amaç politikaları; parasal hedefleme, döviz kuru hedeflemesi ve enflasyon hedeflemesi olarak sıralanabilir.

2.2.2.1. Parasal Hedefleme

Parasal hedefleme, en iyi denetlenebilen parasal büyüklükteki artış oranının hedef büyüklük olarak seçilmesiyle enflasyonun kontrol altına alınmasını sağlamaya amaçlayan politika stratejisidir (Erdoğan, 2005: 39). Parasal hedeflemede, ana hedef olan fiyat istikrarı için tercih edilen parasal büyüklükler ara hedef olarak kullanılır. Böyle bir strateji oluşturulurken üç temel kritere dikkat edilir. Birincisi, para otoritesi tüm parasal büyüklüklere ait özellikleri içermelidir. Diğer, parasal büyüklük hedefleri kamuoyuna en baştan açıklanmalıdır. Son olarak da hedeflerden sapmaları minimize edebilmek için başta merkez bankası olmak üzere hesap verilebilirlik ilkesi mevcut olmalıdır (Mishkin, 2001: 1).

Para hedeflemesi stratejisinin başlıca avantajı, para politikasını ülke içindeki ekonomik gelişmelere göre ayarlamaya müsait olmasıdır. Ayrıca parasal hedeflerin doğrudan enflasyona yönelik bir tercih olması merkez bankalarının zaman tutarsızlığına düşme riskini oldukça azaltmaktadır (Mishkin, 2001: 14).

Teknolojik gelişmelerle birlikte zaman ve coğrafya farkının ortadan kalktığı günümüz finansal piyasalarında yeni finansal araçlar yaygınlaşmaya devam etmektedir. Bu durum para ikamesini arttırırken, parasal büyüklüğün tanımını ve kontrol edilebilirliğini zorlaştırmıştır. Dolayısıyla para hedeflemesi stratejisi, derinleşen finansal piyasaların olduğu ekonomilerde eskisi kadar rağbet görmemektedir.

2.2.2.2. Döviz Kuru Hedeflemesi

Döviz kuru hedeflemesi, enflasyonu kontrol altına almak ve enflasyona dair beklentileri iyileştirmek amacıyla, ulusal paranın daha güçlü ve istikrarlı bir para birimine bağlanmasına dayalı para politikası stratejisidir (Erdoğan, 2005: 35). Döviz kuru çapasıyla oluşturulan bu rejim katı ya da yumuşak şekilde iki türlü gerçekleştirilebilir.

Yumuşak döviz kuru hedeflemesinde, enflasyonu kontrol altına almak için ulusal paranın değeri daha güçlü bir para birimine bağlandıktan sonra belli bir bant aralığında dalgalanmasına izin verilir. Diğer taraftan katı döviz kuru hedeflemesinde ise kendi içinde iki farklı yöntemle uygulanır. Birinci yöntemde ulusal para birimi yerine yabancı bir para birimi (genelde Amerikan doları) tamamen tercih edilerek ödeme aracı görevi devredilir. İkinci yöntem ise para kurulu olarak adlandırılır ve enflasyonu düşük olan bir ülkenin para birimine ulusal paranın değeri eşitlenir. Böylelikle dış ticarete sabit kur üzerinden fiyat istikrarı sağlanır. Her iki yöntemde amaç enflasyonu olabildiğince hızlı bir şekilde baskı altına almaktır (Keyder, 2003: 448).

Ulusal para birimine karşı finansal sistemde güvenilirlik sorunu yaşayan ve yüksek enflasyonla mücadele eden ülkelerin tercih ettiği yöntemlerden biri döviz kuru hedeflemesidir. Böylelikle çapa olarak kullanılan yabancı para biriminin itibarından faydalanılır. Başarılı sonuçlar vermiş olsa da pek çok para politikası hedefinin tek bir

araç tarafından yürütölmeye çalışılması sakıncaları beraberinde üretir. Birbiriyle çelişen hedeflerin yarattığı kaos ve olası şoklar parasal rejimlerin çöküşüne ardından devalüasyona neden olmuştur (TBB, 2001: 2).

Döviz kuru hedeflemesinin uygulanabilirliği bazı temel altyapı unsurlarına bağılıdır. Öncelikle kamu borcunun makul seviyelerde ve sürdürülebilir olması gerekir. Bu bakımdan kredi hacmi merkez bankasının sıkı gözetiminde olmalıdır. Diğer türlü parasal tabanda meydana gelen artışlar döviz talebini arttırarak rezervlerde baskı yaratabilir. Bir başka unsur ise spekülâtif ataklara zemin hazırlayacak finansal zayıflıkların minimize edilmesidir. Son olarak para politikasına olan güvenin sağlanması için öngörülebilir ve kurala dayalı olması gerekir (Edwards, 2001: 3)

Para politikasının diğer stratejilerine kıyasla döviz kuru hedeflemesinin özgün güçlü ve zayıf yönleri bulunmaktadır. Bunlar uygulanan ölkelerin iç dinamiklerine göre farklı ağırlıklarda olabilmektedir. Stratejinin avantajlarına örnek vermek gerekirse (Öztürk, 2003: 29);

- Döviz kuru ile ilgili veriler güvenilir ve ölçölmesi görece kolaydır.
- Ulusal para biriminin daha güçlü bir para birimine endekslenmesi zaman tutarsızlığı riskini en aza indirerek para arzı üzerinde güvenilir esneklikler yaratır.
- Ekonomik birimler tarafından stratejinin anlaşılabilirliği ve takip edilebilirliği kolaydır. Dolayısıyla anlaşılır olması beklentilerin yönetimde avantaj sağlar.
- Dış ticaret hadlerinde uzun soluklu istikrar getirerek enflasyonist etkileri yavaşlatır.
- Yüksek enflasyon sorunu yaşayan ölkeler, ulusal parasını daha güçlü bir para birimine endekslediği için enflasyonist etkileri en aza indirir.

Döviz kuru hedeflemesinin zayıf taraflarına verilecek örnekler ise şu şekilde sıralanabilir (Obstfeld ve Rogoff, 1995: 74);

- Eğer uygulanan ölkede finansal kırılganlık yüksekse spekülâtif atakları ve finansal krizleri tetikleyebilir.

- Ulusal para biriminin doğrudan başka bir para birimine endekslenmesi bağımsız bir para politikasını ortadan kaldırır. Faiz oranları ve para arzı seçilen ülkenin para politikasından doğrudan etkilenir. Böylesi bir durumda stratejiyi uygulayan ülke sermaye hareketlerinden yeteri kadar faydalanamayabilir. Ayrıca ülke içi sebeplerden kaynaklı şoklara karşılık verme hakkı oldukça sınırlanmış olur.
- Stratejiden dolayı döviz kurunun sabitlenmesi ve kur riskinin ortadan kalkması döviz cinsinden borçlanma iştahını arttırır. Lakin olası şoklar sonucu stratejinin aniden ortadan kalkmasıyla gerçekleşecek devalüasyon kurum bilançolarının ağır kambiyo zararı yazmasına neden olur. Böylesi bir senaryoda enflasyonu ve kuru yeniden kontrol altına almak için uygulanan şok faiz artışları da ek maliyet yaratarak uzun süren resesyona neden olabilir.
- Döviz kurunun sabitlenmesiyle, döviz kurunun finansal piyasalar hakkındaki gösterge özelliği ortadan kalkmış olur.

Özetle parasal hedeflemeye göre daha sık tercih edilen bir politika olan döviz kuru hedeflemesinde, ulusal para arzındaki artış ancak ülkeye ilave döviz girişi olduğunda yapılmalıdır. Ayrıca ulusal paranın değerinin sabitlenebilmesi için tercih edilen ülkenin enflasyon oranı düşük ve istikrarlı olmalıdır. Böyle bir hedefleme, tek bir yabancı para birimine endekli olabileceği gibi birden fazla güçlü para biriminden oluşan bir sepete de endekslenebilir. Belirlenen katı bir kur değerine sabitlenme yapılabilirken ulusal paranın belli bir bant içinde hareket etmesine izin verilen uygulama çeşitleri de vardır. Döviz kuru hedeflemesinin avantajı, güçlü bir para biriminin çapa olarak kullanılmasıyla uluslararası ticarete meydana gelen fiyat hareketlerine karşı koruma sağlamasıdır. Diğer taraftan merkez bankaları döviz kuru hedeflemesini tercih ettiğinde bağımsız para politikası yürütme imkanını yitirecektir. Özellikle yurtiçi talep şoklarında ya da devalüasyon endişesiyle gerçekleşen spekülasyon ataklarında tamamen savunmasız kalma tehlikesiyle karşılaşılır. Ötelenemeyen ataklar ise başta ödemeler dengesi olmak üzere, döviz ve para krizlerine zemin hazırlar. Türkiye’de 2001 ve 2001 finansal krizlerinde benzer durumlar yaşanmış olup ilerleyen bölümlerde ayrıntılı olarak ele alınacaktır.

2.2.2.3. Enflasyon Hedeflemesi

Parasal hedefleme ve döviz kuru hedeflemesinin istenilen nitelikte kalıcı çözümler sunmaması yeni kural ve strateji arayışlarını hızlandırmıştır. Gelişmekte olan ülkelerin ödemeler dengesi ve döviz kuru krizleri yaşadığı yılların ardından 1990'lı yıllara gelindiğinde enflasyon hedeflemesi yeni bir amaç kural olarak uygulanmaya başlamıştır. Enflasyon hedeflemesi, hükümetlerin ya da merkez bankalarının hatta bazı durumlarda her ikisinin kolektif hareket etmesiyle gerçekleşir. Belli bir döneme ilişkin nokta hedef enflasyon oranı ya da bant aralığı belirlenerek kamuoyuna önceden ilan edilerek uygulanır (Bernanke ve Mishkin, 1997: 106). Enflasyon hedeflemesi, enflasyonla mücadelede elde edilen tüm tarihsel deneyimler ile para politikasında geliştirilen teorik yaklaşımların sentezinden oluşturulmuştur.

Mishkin (2000: 106) enflasyon hedeflemesinin stratejik çerçevesini çizerken beş temel ilkenin gerekliliğinden bahsetmektedir. Birincisi topluma orta vadeyi öngören ve sayısal bir enflasyon hedefinin deklare edilmesidir. İkincisi para otoritesi tarafından fiyat istikrarının öncelikli amaç olacağına dair hukuki güvence verilmesidir. Üçüncü olarak para politikası araç seçimi için tek bir parasal büyüklük yerine kapsamlı ve birden çok göstergenin referans alınması gereklidir. Dördüncüsü para otoritesi ve kamuoyu arasında daha şeffaf ve güvenilir ilişki kurabilmek için aktif iletişim sağlanmalıdır. Son olarak merkez bankasının ikna kabiliyeti ve kredibilitesi için hesap verilebilirlik önemlidir.

Enflasyon hedeflemesinde aynı amacı taşıyan iki temel teknik yaklaşım mevcuttur. İlk yaklaşım para politikasında öncelikli amacı fiyat istikrarı olarak belirlendiği ve kamuoyuna açıklandığı açık enflasyon hedeflemesidir. Açık enflasyon hedeflemesi, para politikasının amaç ve uygulama biçimlerini topluma şeffaf bir şekilde aktarırken, para otoriteleri sorumluluğu kendi üzerlerine alırlar (Goodfriend, 2004: 311). Diğer yaklaşım ise örtük enflasyon hedeflemesi olarak tabir edilir ve hedef enflasyon kamuoyu ile doğrudan paylaşılmaz. Her iki yaklaşımın amaç ortaklığı ve farkları açık enflasyon hedeflemesine zamanla yakınsaması sebebiyle örtük enflasyon hedeflemesi bir geçiş süreci olarak tanımlanabilir (Kara, 2006: 3).

Dünyada resmi olarak ilk kez 1990 yılında Yeni Zelanda parlamentosu tarafından ülkenin merkez bankasına “fiyat istikrarını sağlama ve bu amaç doğrultusunda politika yürütme” yetkisi verilmiştir (Karasoy vd., 2001: 42). Böylelikle araç seçimi ve kullanımında bağımsızlık kazanan merkez bankası, enflasyon hedeflemesi stratejisini bir makro iktisat politikasının parçası haline getirmiştir. Ancak stratejiye geçilmeden önce enflasyon katı bir programla tek hanelere indirilmiş ve ekonomik aktörlerin güven duygusu kazanılmıştır.

Yeni Neo-Klasik Sentez görüşünün özelliklerini yansıtan enflasyon hedeflemesi, para politikasında temel araç olarak kısa vadeli faiz oranından yanadır. Hedef enflasyondan yukarı yönde sapmalar gerçekleşiyorsa kısa vadeli faiz oranları yükseltilmeli, tersi bakımından hedefin altında enflasyon söz konusuysa faizler düşürülmelidir (Goodfriend ve King, 1997: 3). Yeni Neo-Klasik Sentezde para politikasının etkileri ile beklentiler arasında karşılıklı aktif bir ilişki vardır. İstikrarlı ve kabul edilebilir bir enflasyon oranı ile uyumlu beklentiler için önerilen para politikası stratejisi enflasyon hedeflemesidir (Taylor, 1998: 4).

Enflasyon hedeflemesinin avantajları arasında basit, anlaşılır, çabuk sonuç almaya müsait bir yapısı olması belirgindir. Dolayısıyla yurtiçi ekonomik dinamiklere uyum sağlaması kolaydır. Her ne kadar enflasyona öncelik veren bir strateji olsa da merkez bankaları için tüm ekonomik görünümü takip etmeyi ve bilgileri kullanmayı zorunlu kılar. Stratejiye getirilen eleştiriler tam bu noktadadır. Çünkü enflasyona aşırı yoğunlaşan bir para politikasının üretimde ve istihdamda olumsuz sonuçlar vereceği endişesi hakimdir.

Merkez bankalarının güvenilir ve bağımsız olması, zaman tutarsızlığı riskini en aza indirirken enflasyon hedefi ile beklentiler arasında pozitif bir bağ oluşturur. Merkez bankasının açık bir enflasyon hedefinde bulunması, şeffaflığı ve hesap verebilirliği, enflasyon hedeflemesi stratejisinde başarıya ulaştıracak vazgeçilmez koşullardır (Arestis ve Sawyer, 2002: 3).

Enflasyon hedeflemesine TCMB özelinde uygulamaya geçilirken temel koşulların sağlanmasına gayret edilmiştir. Bilhassa merkez bankasının araç bağımsızlığına

kavuşması ve fiyat istikrarı ile aynı ağırlıkta bir hedefine eş anlı seçilmemesine özen gösterilmiştir. Kurumun bağımsızlığının kanun nezdinde açıkça belirtilmesi ve güvenceye alınması fonksiyonel anlamda bağımsızlık anlamına gelmemektedir. Çünkü stratejinin işleyebilmesi tam olarak işleyebilmesi için ek unsurlar da gerekmektedir. Örneğin merkez bankasının politikalarını en uç ekonomik birimlere taşıyacak güçlü bir finansal sistemin varlığı, mali ve siyasi baskınlığın olmaması ve sermaye hareketlerinin küresel faktörlerden minimum düzeyde etkilenmesi gibi. Eğer bu şartlardan bir ya da birkaçında aksaklık oluşursa sırasıyla kurumun bağımsızlığı ve stratejinin başarı şansı ortadan kalkar.

Stratejinin başarı olasılığı gelişmiş ve gelişmekte olan ülkelerde yapısal nedenlerle aynı görülmemektedir. Dolayısıyla orta vadeli bir enflasyon hedefi için evrensel ölçütte bir konsensüs yoktur. Gelişmekte olan ülkelerde enflasyon oranı görece oynak olduğu için nokta hedef verilmesi yerine bir bant hedefi verilmesi genel kabul gören yaklaşımdır. Keza pek çok iktisatçı bu ülkelerde stratejiye geçiş için enflasyonun öncelikle azalan ve ılımlı bir patika içine girmesini ön koşul koymaktadır (Oktar, 1998: 72).

Merkez bankası politikalarının enflasyon hedeflemesinde bazı dual yapıların hassasiyeti en az temel nitelikler kadar önemlidir. Döviz kurlarının faiz oranlarına karşı duyarlı olması, döviz kurlarının enflasyona geçişkenliği ve sonuç olarak faiz ile enflasyon arasındaki negatif ilişkinin yükselmesi stratejinin başarısında belirleyicidir (TCMB, 2001: 4). Böylelikle kısa vadeli faizlerin beklenen enflasyon ile gerçekleşen enflasyon arasındaki yakınsatma gücü artmış olur.

Nihai olarak stratejinin başarısı ekonomik birimlerin para politikasına dair güvenine bağlıdır. Merkez bankasının işaret ettiği hedeflere ve yönlendirmelere toplumsal kesimler ne kadar güven duyarsa davranışları ile uyum sağlamaları kolaylaşacaktır. IMF tarafından yapılan bir araştırmaya göre enflasyonist beklentilerin yükseldiği dönemlerde ekonomik aktörler, geçmiş dönem enflasyon tecrübelerini referans almaktadır. Böylelikle geleceğe ilişkin beklentiler göz ardı edilerek enflasyon hedeflerinden uzak davranırlar. Bu tip zamanlarda insanlar bütçe dengesi ve borç stoku gibi göstergeleri referans alarak fiyat istikrarında bozulma olabileceği algısı oluşmaktadır.

2.3. Merkez Bankasının Finansal Sistemdeki Rolü

Modern bankacılık sistemi hiyerarşik olarak iki kademededen meydana gelmektedir. İlk kademedeki toplumdaki üretici aktörlerin etkileşimde bulunduğu ticari bankalar yer alır. Hiyerarşinin üst ve ikinci kademesinde ise merkez bankası vardır. Doğal olarak modern bankacılık sisteminde yetki ve sorumluluk bakımından daha özel bir konumda olan merkez bankasıdır (J. Singh, 2019).

Merkez bankası; para politikasını icra eden, bankacılık sistemini düzenleyen, ekonomik araştırmalar yapan ve finansal hizmetleri yerine getiren bağımsız mali bir otoritedir. Ülkelerin gelişmişlik düzeylerine, mali ve siyasi yapısına göre merkez bankasının üstlendiği finansal fonksiyonlar farklılık göstermektedir. Gelişmiş ve gelişmekte olan ülkelerde fiyat istikrarını destekleyen fonksiyonlar öne çıkarken, az gelişmiş ülkelerde kalkınmaya önem veren politikalar göze çarpar (Celasun vd., 2003: 15)

2.3.1. Banknot İhracında Monopol Yetkisi

Bir ülkede parasal birliğin sağlanabilmesi için para standartlarının belirlenmesi, güvenliğinin ve güvenilirliğinin sağlanması ve miktarının kayıt altına alınması gerekir. Aksi takdirde farklı kişi ve kurumlar tarafından çıkartılan para ve benzerleri ekonomik faaliyetleri kaosa sürerler.

Yasal olarak banknot ve diğer madeni para basma yetkileri merkez bankalarına aittir. Türkiye’de TCMB ise yalnızca banknot ihracı yetkisine sahiptir²¹. Banknot ihracı konusunda merkez bankasının bu monopol konumu sayesinde, para arzı ve kredi hacminin seyri öngörülebilmektedir. Ayrıca ihraç edilen ulusal paranın değerinin korunması ve istikrarının sürdürülmesinden yine merkez bankası sorumludur (Amadeo, 2020: 11). Uluslararası konvertibl para birimi özelliğine sahip olması için ulusal paranın istikrarlı bir görünüme sahip olması gerekir. Unutulmaması gereken husus ise banknot ihracının doğrudan para arzı anlamına gelmemesidir. Parasal aktarım mekanizmasının farklı kanalları aracılığıyla para arzının büyük çoğunluğu kaydi sistemde ve banknot harici olarak yaratılır.

²¹ TCMB kanunun 4. Maddesine istinaden banknot ihraç yetkisi yalnızca bankaya aittir.

2.3.2. Bankaların Bankası Fonksiyonu

Her ülkede çok sayıda ulusal ve çok uluslu banka faaliyet yürütmektedir. Dolayısıyla farklı amaçlarla²² işlem yapan bankaların kendi arasında koordinasyonunu sağlamak merkez bankasının görevidir. Bankacılık sisteminde faaliyet sınırlarının kurallarla belirlenmesi, denetlenmesi ve gerektiğinde yaptırımların uygulanması bu görevin kapsamı içindedir.

Merkez bankasının ticari bankalarla ilişkileri, ticari bankaların mudilerle arasındaki ilişki gibidir. Ancak bu noktada ticari bankalar müşteri konumunda olup merkez bankası onların bankası gibi hareket eder. Ticari bankaların rezerv ihtiyacı ya da fazlasına göre borç verir ya da alır. Ayrıca faaliyetlerine konu olan işlemlere de alt ve üst sınırlamalar getirebilir (Ajayi, 1999: 17). Mevduat ya da kredi faizlerine tavan uygulanması, ihraç edilen menkul kıymetlerin miktarına ya da fiyatlarına limit konulması bunlara örnektir. Bankacılık sisteminde düzenin sağlanması ve bankaların sağlam temeller üzerinde faaliyetini sürdürmesi finansal istikrar açısından önemlidir. Bankaların toplum arasında daha sağlıklı ve güvene dayalı ilişki yürütmesini kolaylaştırırken, aktarım mekanizmasının etkin çalışmasını sağlar.

2.3.3. Devletin Bankası Fonksiyonu

Devletlere karşı bankerlik fonksiyonu aynı zamanda merkez bankalarının kuruluş misyonudur. Tarihsel olarak hemen her ülkede merkez bankaları devletlere borç vermiş ve finansal destek sağlamıştır (Ajayi, 1999: 11). Uzun yıllar boyunca Türkiye’de de hükümetlerin yaratmış olduğu bütçe açıkları TCMB tarafından karşılanmıştır. Halbuki bu tip uygulamalar pek çok ülkede yüksek enflasyon nedenlerinden biri olmuş ve zamanla terkedilmiştir. Ayrıca devlet adına ödeme ve tahsilatlar da merkez bankası aracılığıyla ya da merkez bankasının görevlendirdiği ticari bankalar ile gerçekleşir. Türkiye’de merkez bankası şubesinin bulunmadığı yerlerde bazı görevlerini T.C. Ziraat Bankası üstlenmektedir.

²² Ticari (Mevduat), yatırım, kalkınma, katılım (faizsiz), kıyı bankacılık türleri gibi.

2.3.4. Son Kredi Mercii Fonksiyonu

Finansal piyasalarda aksaklıkların olduğu zamanlarda ya da ticari bir banka likidite sorunuyla karşılaştığında, merkez bankası kreditor olarak devreye girer. Nakit ihtiyacı yaşayan bir bankanın temerrüte düşmesi müşterilerini mağdur edeceği gibi oluşan panik atmosferi diğer bankaları da etkileyerek bir bankacılık ve para krizini tetikleyebilir. Böylesi durumları bertaraf etmek için merkez bankası son kredi mercii olarak finansal sistemdeki tıkanıklığı açmaya çalışır. Bankalar için böyle bir kreditorün varlığı bile güvenin tahsisi için yeterli dayanaktır.

Bankalar özellikle nakit ihtiyacı duyduklarında merkez bankasına başvururken ellerindeki menkul kıymetleri kullanırlar. Verdikleri menkul kıymetlerin karşılığı kadar merkez bankasına borçlanabilirler. Farklı vade ve miktarlara göre bankaların ödemeleri gereken faiz miktarı da farklı olmaktadır. Bu işlemlerin belli bir faiz oranı üzerinden gerçekleştirilmesi ise merkez bankasına kar olarak yansımaktadır (Köse v.d. 2015: 2).

2.4. Baskı Grupları Karşısında Para-Faiz İlişkisi

Merkez bankacılığının genel karakteristiğini ve toplumsal ilişkiler içerisindeki konumunu daha geniş bir perspektiften değerlendirmek gerekirse önceki bölümlerde ele alınan parasal kuramlar ile karşılaştırmakta yapmakta fayda vardır. Dolayısıyla bağımsızlık kavramı ve para politikasının etkinliği ile gerçekleştirilen hedeflerden, toplumun tüm kesimleri homojen bir fayda elde edebilir mi sorusu ortaya çıkacaktır. Ana akım olarak tabir edilen ve Keynesyen gelenekteki ekollerin de katkısıyla Yeni Neo-Klasik iktisat adını alan öğretisi, merkez bankalarının devlet memuru kimliğinden soyutlamasını savunmaktadır. Alternatif iktisat öğretileri ise toplumsal refahın daha yüksek ve adil gerçekleşmesi için böyle bir ayrımın gerekli ama yeterli olmadığını iddia eder. Ülkelerin kendi iç dinamikleri ve küresel finansal sistemdeki konumları nasıl ki çıkar grupları tarafından şekillenebiliyorsa, merkez bankalarının parasal mekaniklerini de çıkar gruplarının baskılarına göre şekillenebilir.

2.4.1. Ana Akım İktisat Anlayışında Merkez Bankası

Bugünkü merkez bankalarının ortaya çıkışı devletlerin finansman ihtiyacını karşılama amacıyla olsa da modern işlevlerini kazanması sanayi kapitalizminin doğuşu olan 18. yy'e denk gelmektedir. Dünyanın en büyük merkez bankası olan Fed'in ikinci dünya savaşı sonrası Amerikan hazinesinin ihtiyaçlarını karşılamak adına para basmasına karşı duruş sergilemesiyle "bağımsızlık" tartışmalarının başladığı kabul edilir (Wray, 2014). Merkez bankası bağımsızlığı denilince kurumun siyasetten ayrıştırılması gerekliliği tüm iktisadi ekollerde vurgulanmaktadır. Guvernörün ve yönetim kademelerinin atanma süreci, görev süresi, hükümet temsilcilerinin katılma yetkileri siyaseten otonom sayılma göstergeleri olarak literatüre geçmiştir.

Tam bağımsız olarak örnek gösterilen ve dünyanın büyük merkez bankaları kabul edilen kurumlar, politika tercihi olarak enflasyon hedeflemesini seçmekte ve Taylor kuralından faydalanmaktadır. Fiyat istikrarının öncelikli amaç olarak seçilmesi parasal istikrar açısından oldukça önemlidir. Çünkü fiyatlama davranışlarının bozulduğu bir ekonomide beklentilerde de bozulma meydana geleceğinden pek çok varlık ve araç işlevselliğini yitirecektir. Dolayısıyla varlık sahiplerinin kazançları enflasyon ile törpülenmemesi için devlet, sahip olduğu araçları kullanarak kayıtsız kalmayacaktır.

Ana akım iktisat kuramlarınca enflasyonun denetimi için para arzının belirlenmesi ve takip edilmesi şarttır. Bunun için farklı parasal aktarım kanalları geliştirilmiştir. Modern bankacılık sisteminde en yaygın kullanılan ve en etkili mekanizma kredi kanalıdır. Bankalara yatırılan mevduatlar sisteme kaydi para olarak girerken yeniden para yaratılma sürecinde krediye dönüşürler. Dikkat edilmesi gereken husus ise kaydi paranın ne kadarının krediye dönüştürüleceğidir. Bankalar kanuni karşılık oranı kadar bir mevduatı merkez bankası rezervlerinde tutmak suretiyle işlem dışı bırakırken, kalan mevduatı yeniden krediye tahsis eder. Diğer bir ifadeyle bankacılık sistemi aracılığıyla para arzındaki artışı belirleyen para çarpanıdır. Özetle, merkez bankasının ilk yaratmış olduğu parasal taban, bankacılık sistemine girerek para çarpanıyla çok daha yüksek bir para hacmine dönüşmektedir (Durmuş, 2003: 105).

Para arzında değişime neden olan yöntemlerden bir diğeri kamu iç borçlanma-sıdır. Devletler iç borçlanma senetleri çıkartıp merkez bankasına satarak bütçe için kaynak sağlayabilirler. Her ne kadar siyasi yöneticilerin bu yönde talepleri güncelliğini korusa da faiz oranlarında ve enflasyonda istenmeyen sonuçlara neden olduğundan tasvip edilmediği gibi, çoğu ülkede artık vazgeçilen bir yöntemdir. İşte tam bu noktada kurumsal bağımsızlıkla amaçlanan tablo, piyasada tamamen para arz ve talebi doğrul-tusunda doğal faiz oranlarının gerçekleşmesi ve büyümenin enflasyonu tırmandırma-dan sağlanmasıdır. Merkez bankasına düşen görev, para politikasını kullanarak den-geden saptıran unsurları bertaraf etmesi ve kaynak dağılımında etkinlik tesisidir.

Faiz, para talebine doğrudan etkisi ve buna paralel olarak para arzının kısa vadeli belirleyici bir unsuru olduğu için güçlü bir silahtır. Merkez bankaları politika faizini kullanarak hem para arzında değişiklik yaparlar hem de piyasa aktörlerine sin-yal verirler. Küresel finansal kriz, faiz aracının efektif kullanımı konusunda tartışma-ları yeniden canlandırmıştır. Krizin meydana gelmesinde başlıca sorumlular arasında Fed gösterilmiş ve faiz tercihleri ana akım iktisatçılar tarafından da eleştirilmiştir²³. Faiz oranları krizin nedeni olarak işaret edilirken büyük merkez bankaları tarafından yine de krizden çıkış aracı olarak kullanılmıştır. Fed, BOJ ve ECB faizleri sıfıra kadar indirerek krizin yarattığı büyük resesyonu toparlamak istemiştir. Faiz hamlesine ek olarak getirilen ve geleneksel olmayan diğer bir politika ise varlık alımlarıdır. Büyük merkez bankaları, dev şirketleri ve fonları kurtarmak adına doğrudan tahvil ve menkul kıymet alımına gitmiştir. Bu işleme “Quantative easing” yani “miktarsal kolaylaş-tırma” adı verilmiştir. Böylece finansal varlık alım programının uzun süre devam etti-rilmesi ve faizlerin düşük tutulması ile ekonomiyi canlandırma girişimleri desteklene-bilecektir. Her şeyden önce firmaların batma tehlikesi ortadan kaldırılacak ve ekono-mik güven yeniden inşa edilebilecektir (Birdal, 2018: 98-100).

Finansal sistemin işleyiş mekanizmalarında kriz öncesinde ve sonrasında yapı-sal büyük bir değişim olmamıştır. Dolayısıyla tüm parasal genişleme faaliyetleri varlık

²³ Krizin ortaya çıktığı 2008 yılında Fed başkanlığı görevini Yeni Keynesyen ekole yakınlığıyla bilinen Ben Bernanke yapmıştır.

fiyatlarını yeniden yükselterek finansal balonların nüksetmesine neden olmuştur. Kısaca ana akımın kuramları doğrultusunda para arzındaki genişleme ve düşük faiz, verimli yatırımları destekleyerek ekonomiyi canlandırmak yerine spekülative faaliyetlere kanallize olmuştur. En büyük parasal genişleme kaynağı olarak küresel piyasalara beş yıl boyunca aralıksız fon sağlayan Fed, 2013 yılı itibariyle varlık alım programını biteceğinin ve tekrar faiz artırabileceğinin sinyalini vermiştir. Krizden bu yana küresel fonların girişiyle ekonomik büyümelerine destek bulan gelişmekte olan ülkeler için fonların kesilmesi kırmızı alarm anlamına gelmiştir (Durmuş, 2013: 189).

Amerikan merkez bankasının parasal genişlemeye son vermesi kararına rağmen BOJ ve Avrupa merkez bankasının devam etmesi küresel güçler arasındaki kaygıların ve çatışmaların göstergesi niteliğindedir. Keza sadece Amerika özelinde yeni bir kriz ile enflasyon arasında tercih kararı kolay olmamıştır, çünkü çıkar gruplarının finansal sermaye üzerindeki öncelikleri birbiriyle çatışmaktadır. Kriz zamanlarında alınan kararlar ve sonuçları, mevcut çatışma durumunun gün yüzüne çıktığı tarihsel dönemlerdir.

2.4.2. Alternatif İktisat Yaklaşımlarında Merkez Bankası

Dönemine ait hakim iktisat öğretilerine ve politikalarına karşı eleştirel nitelikte olan, bir başka deyişle geleneksel olmayan düşünce ve yöntemler alternatif iktisat ya da heterodoks iktisat²⁴ olarak tanımlanmaktadır (Dequech, 2007: 279). Klasik, Neo-Klasik ve Yeni Uzlaş gibi birbirinin tamamlayıcısı nitelikte egemen görüşlerin dışında kalan pek çok iktisadi görüş mevcuttur. Bazılarının kendi arasında doğrudan bir ilişki bulunmamasına hatta belli noktalarda birbiriyle çatışmalarına rağmen ortak özellikleri ana akım iktisadın pek çok varsayımını eksik ve yanlış bulmalarıdır.

Heterodoks iktisadi ekollerin eleştirel bakış açısı, sosyal olay ve kavramları analiz ederken tarihin nesnel koşullarını, üretim ilişkilerinin tüm çatışmalarını ve iç dinamiklerini göz önünde bulundurmaya şart koşar (Dequech, 2007: 294). Bu bağlamda para, yalnızca klasik fonksiyonları yerine getiren bir araç değildir. Metaların

²⁴ Marksist iktisat, feminist iktisat, davranışsal iktisat, evrimci iktisat, kurumsal iktisat, post-otistik iktisat hareketi gibi ekoller heterodoks iktisadın başlıca temsilcileridir.

kullanım değeri ile değişim değeri arasındaki çelişkinin ürünü olduğu için para, başlı başına kriz yaratma potansiyeline sahiptir (Marx, 2011a: 109). O halde paranın yönetiminde söz sahibi olmak aynı zamanda toplumu oluşturan sınıfların çatışmasında iktidarı belirleyecektir. Bir başka açıdan bakıldığında paraya ilişkin tüm politikaların, faiz oranlarının, döviz kurlarının, merkez bankalarının fonksiyonlarının belirlenmesi teknik bir konudan ibaret görülemez. Altında yatan ciddi toplumsal ve ekonomik temeller bulunmaktadır.

Parasalcı görüşlerin aksine ekonomideki para arzı çoğu zaman üretilmiş mal ve hizmet değerleriyle denk değildir, olması da beklenemez. Eleştirel ekoller, para arzının kapitalist üretim ilişkilerinin doğası gereği daha çok artacağını ileri sürer. Çünkü kar oranları azaldıkça artan para ihtiyacı kredi mekanizmasını devreye sokacaktır. Kredi, gelecekteki artı değerın şimdiki zamanda parasallaşması anlamına gelmektedir. Büyümenin hızlanması ve sermaye birikimin kar realizasyonları ile artışa geçmesi için kredi mekanizmasıyla yeni yatırımlar yapılmalıdır. Ekonominin yavaşladığı, özellikle krize girdiği dönemlerde devletlerin kredi-para musluğunu sonuna kadar açmaları sermayenin kaçınılmaz gereksinimden kaynaklanmaktadır.

Merkez bankalarının bağımsızlığı, yeni finansal mimarinin oluşmasıyla gündeme gelmiştir. Neo-liberalleşme dönemiyle birlikte gelişmekte olan ülkelerde özelleştirmeler hızlanmış, sermaye hareketleri yerel ve küresel düzeyde serbestlik kazanmıştır. Finansal piyasalarda fon türleri ve hacimleri yüksek boyutlara ulaşırken, akışkanlıklarının önündeki yasal ve coğrafi sınırlar da birer birer kalkmıştır. Finans kapitalin nüfuzu arttıkça siyaset kurumuyla daha yakın ilişkiler kurmaya başlamıştır. Siyasetçiler kendi iktidarlarını korumak ya da kazanmak için uluslararası sermaye sahipleri ve fon kuruluşları ile organik bağıı güçlendirmiştir. Tüm bu süreç, iktisadi yaklaşımları da değiştirerek merkez bankalarına sermayenin önünü açması ve kazanımlarını koruması için yeni misyonlar yüklemiştir. Merkez bankaları, servetin değerini korumak için artık enflasyonla mücadeleyi birincil amaç edinmesi gerekmektedir. Fiyat istikrarı sağlandıktan sonra ekonomik büyümenin baş aktörü yeni yatırımlar olacaktır.

İşte tam bu noktada merkez bankaları devlet otoritesinden uzaklaşarak finansal sermayenin güdümüne geçmeye başlamıştır. Dikkat çekici nokta ise bu eksen değişiminin devletin kendi politikası olmasıdır (Bailey, 1995: 143).

Heterodoks iktisat ekolleri pek çok yönden bağımsız merkez bankası kavramının mümkün olmadığını iddia etmektedir. Hatta egemen iktisat anlayışının yapmış olduğu tanımların bile görünürde gerçeği yansıtmadığını savunur. Dünyanın en büyük merkez bankası Fed başkanı Amerikan Kongresi tarafından atanmakta, Amerikan Hazinesine dönem sonu karını transfer ederek ekonomik ilişki içine girmekte hatta öncelikli politika amacı yine kongre tarafından belirlenmektedir. Keza benzer şekilde TCMB başkan ve yardımcılarını cumhurbaşkanı tarafından 4 yıllık görev süresiyle atanır. PPK üyelerinden bir tanesi ise guvernörün önerisiyle ancak cumhurbaşkanının son kararı vermesiyle atanır (TCMB, 2019: 13). Daha ilk bakışta kurumun mevcut idari yapısı, izlenecek politikalarda hükümetle ters düşmek istenmeyeceği kanısı uyandırılmaktadır.

Keynesyen politikaların popülerliğini yitirmesinin ardından para politikası dünya genelinde tek iktisat politikası haline dönüşmüştür. Hem gelişmiş hem gelişmekte olan ülkelerde egemen sınıflar merkez bankalarını bu stratejik konumundan dolayı kuşatırken demokrasiyi perde olarak kullanmaktadır. Siyasi olarak bağımsızlık, atanmış yöneticilerin halka karşı sorumsuz olmasına imkan verir. Özellikle enflasyonist dönemlerde siyasilerin de işine gelen bu otonomi, siyasilerin sorumluluğu üzerinden atmasını kolaylaştırır. Diğer taraftan toplumun refahını ilgilendiren konularda dolaylı da olsa karar alan bir kurumun halka hesap vermemesi demokrasi ilkesiyle çelişmektedir. Ana akım iktisat içerisinde bağımsızlık kuramcıları şeffaflık ve hesap verilebilirlik normlarıyla bu çelişkiyi ortadan kaldırmayı amaçlamıştır. Diğer yandan bankanın inisiyatifine bırakılan dürüstlük temalı davranışların her zaman samimi olmadığı kriz zamanlarında daha iyi anlaşılmaktadır. Dolayısıyla para üzerinde mutlak egemenliği olan bir kurumun birden fazla denetim mekanizmasına tabi tutulması ihtiyacı doğmaktadır.

Ekonomik pek çok ilişkiyi doğrudan ve dolaylı olarak etkileyen bir unsur olan faiz oranlarının belirlenmesi bankaların öncelikli uygulamalarındandır. Böylesi bir uygulamanın yalnızca teknik bir tartışmaya indirgenip, sınıfsal ve siyasal çatışma ekseninden bağımsız gerçekleşmesi düşünülemez. 2012 yılında yaşanan Libor²⁵ skandalından hatırlanacağı gibi dünyanın en büyük 20 bankasının Libor oranları üzerinde manipülatif işlem yaptıkları ortaya çıkmıştır (Neill, 2012). Libor oranları bankaların birbirine borç verme oranlarından, mortgage faiz oranlarına hatta tüketici kredilerine kadar hemen hemen tüm finansal varlık ve türev enstrümanın fiyatının belirlenmesinde referans olmaktadır. Bir başka ifadeyle trilyonlarca dolarlık fon ve servet akışının yönü ve karlılığı Libor oranından etkilenmektedir. ABD’de bankalar Fed’in belirlediği faiz oranlarından işlem yaparken dünyanın ikinci büyük finans piyasası olan Avrupa’da Libor üzerinden fiyatlamaların gerçekleşmesi, Fed faizi ile Libor faizini birbirinin ikamesine dönüştürür.

Libor skandalı, finansal sistemin en önemli göstergelerinin tam rekabet koşullarında belirlenmediğini, egemen sınıfların çıkarları için kendi kurumları aracılığıyla baskı kurarak oluşturduğuna ışık tutmuştur. Yapılan soruşturmalar olayı derinleştikçe bankalar, siyasetçiler ve denetleyici kurumlar arasındaki ilişkileri ortaya çıkartmış ve her mekanizmanın bu olaya en azından göz yumacak kadar suç payı olduğu belirlenmiştir. Merkez bankaları da bankaların karlılığından fayda sağlayacağı için finansal sistemi regüle edecekleri yerde bankalar lehine sessiz kalmayı tercih etmişlerdir. Diğer bir ifadeyle Libor skandalı tek seferlik bir olaymış gibi yansıtılmaya çalışılsa da mevcut ilişki ağının ve yapısının ortaya çıkması, uygulamanın en başından beri şeffaflığını kuşkulu hale getirmiştir (Wolf, 2012).

Finansal sistemdeki diğer faiz oranı türleri de tek bir bankanın inisiyatifiyle ya da borçluların genel para talebiyle belirlenmemektedir. Tüm mal ve hizmetlerde olduğu gibi sermaye üzerinde de aşırı kar elde edebilmenin yolu rekabet unsurlarının azaltılmasıyla ve alıcı rantının ele geçirilmesiyle gerçekleşir. Bunun için gizli oluşturulan finansal karteller ve lobiler, siyaset-finans-kurumlar ekseninde faaliyet yürütür.

²⁵ London Interbank Offer Rate, Londra bankalar arası fon piyasasındaki borçlanma faiz oranıdır. Belli sayıda büyük bankaların farklı para birimleri ve kısa vadeli borçlanma araçlarına sundukları teklifler üzerinden libor belirlenir.

Politika faiz oranları her ülkenin kendi enflasyon, büyüme oranları, siyasi yapısı kadar küresel finansal sistemden de etkilenecek belirlenir. Merkez bankası bağımsızlığı kavramı ile siyasetten arındırılmış kurumsal yapı finans kapitalin istekleri doğrultusunda yeniden form kazanmıştır. Dolayısıyla finansal yatırımların tercihleri ve karlılığı toplumsal çıkarların önüne geçecektir. Sosyal politikalar ancak finansal sermayenin çıkarlarına ters düşmediği sürece -enflasyonist olmaması gibi- siyasiler tarafından rahatça uygulanabilir. Toplumsal güç çatışmalarının odağındaki bir kurum olan merkez bankalarının kararları toplumun tüm kesiminin refahını eş anlı arttıramayacaktır. Bazı kesimler pozitif avantajlar elde ederken toplumun diğer kesimleri mağduriyet yaşayabilir. Özetle bağımsız bir merkez bankasının fonksiyonu ne siyasetin ne de küresel sermayenin çıkarlarını gözetecek şekilde değil, toplumsal refahı gözetecek şekilde yeniden dizayn edilmelidir. Böyle bir dönüşümün yolu ise müesses nizam içinde değil ancak üretim ilişkilerinin yeniden düzenlendiği toplumcu bir anlayış içerisinde mümkündür (Ü. Akçay ve Güngen, 2016: 237).

2.5. Merkez-Çevre Ülkeleri İlişkisinde Merkez Bankalarının Rolü

Önceki bölümlerde değinildiği gibi her merkez bankası kendi ülkesindeki makro ekonomik ve politik koşullardan etkilendiği kadar diğer ülkelerin birikim rejimlerinden, siyasi yapılarından ve sermaye hareketlerinden etkilenebilir. Ancak belli büyük merkez bankaları dünyadaki diğer merkez bankalarını alacakları kararlarda domine edebilme özelliğindedir. Tüm bu avantaj ve dezavantajların nedenlerini ilişkisel olarak anlayabilmek için konuyu makro çerçevede kuramsallaştıran metodolojik yaklaşımlara ihtiyaç vardır. Bu tezler arasında en önemli sayılabilecek bir yaklaşım Immanuel Wallerstein tarafından geliştirilen “dünya sistem” analizidir.

Merkez bankalarının ulusal düzeydeki yapıları ve uluslararası düzeydeki ağırlıkları doğrultusunda para politikalarına farklı bir perspektiften yaklaşmak bazı noktalarda ana-akım iktisat görüşleriyle ters düşecektir. Ancak mevcut kuramların yıllardır süregelen finansal krizler, gelir eşitsizliği, işsizlik gibi sorunlara çözüm üretememesi böyle bir ihtiyacı zorunlu kılmaktadır. Dolayısıyla çevre ve merkez ülke kavramları

kullanılarak yapılan bir analiz öncesinde ilk olarak Wallerstein’ın dünya sistem analizini tanıtmak uygun olacaktır.

2.5.1. Dünya Sistem Analizi ve Modern Dünya Sistem Yapısı

Wallerstein, klasik sosyal bilimler ayrımı anlayışını reddeden bir düşündürdür. İnsan faktörü içeren olayları anlamak için sosyoloji, iktisat, tarih, antropoloji gibi alanları birbirinden keskin bir şekilde ayırmadan ele almak gerekir.

Kapitalist toplum yapısına geçişin yaşandığı 18. yüzyıldan itibaren toplumsal yaşamın “modern dönemi” başlamıştır. Ancak bilim dallarının tarihi birkaç yüzyıl eskiye dayanmaktadır. Aradaki fark ise kapitalist toplum sürecinde, bilim ile felsefe arasındaki mesafenin açılmış ve modern bilim lehine hiyerarşik bir üstünlük kurulmuş olmasıdır. Böylesi bir mesafenin nedeni bilim ve yarattığı teknolojinin, önceki toplumsal dönemlerden farklı olarak kapitalizmin özgün yapısından dolayı ödüllendirilmesidir. Kısaca önceki tarihsel dönemlerde yapılan bilimsel çalışmalar ve geliştirilen teknolojiler büyük ölçüde sadece toplumsal gelişime katkı sağlarken, kapitalist dönemde ise öncelikle maliklerine kar sağlayan faaliyetlerdir. Pozitif bilimlerin ve mühendisliğin açtığı maddi kazanç kapısı, felsefeye ve diğer beşeri disiplinlere olan kıymeti görece azaltmıştır. İdeolojik taraftan bakıldığında ise teknolojik ilerlemenin şartı kapitalist topluma geçişi adres göstermektedir (Wallerstein, 2019).

Bilim ve felsefeyi birbirinden ayırmayan bu özel yaklaşım, dünya sistem analizinin esasıdır. Sistem, öz itibarıyla organik bir yapıdır. Belli bir zamanda birbirine bağlı öğelerin etkisiyle ve uygun koşullarda ortaya çıkar, gelişme süreci gösterir, kendi içinde çelişkiler barındırır ve mevcut çelişkilerinin nihai sonucu olarak krize ya da krizlere girerek değişime uğrar. Bu değişim mutlak bir son olabileceği gibi başka bir sisteme dönüşüm de olabilir. Vurgulanması gereken nokta, dönüşüm her zaman pozitif ilerlemeyi getirmez, daha negatif koşulları barındırması muhtemeldir.

Tarihsel sistemin konusu sosyal bilimlerin tüm alanlarıdır ve grift bir mekanizmadır (Wallerstein, 2000: 146). Her tarihsel sistem ya da dünya sistemi var olduğu süreç içerisinde kendi iç çelişkilerine sahip olmuştur. Belli anlarda çelişkiler şiddetlenerek sistemin işleyişinde göz ardı edilemez aksaklıklara neden olur ve kriz adı verilir.

Öz bir ifadeyle kriz; tarihsel bir sistem içerisindeki çelişkilerin somut aksaklıklara dönüşmesi ve sistemin alt öğelerinin bu aksaklıkları gidermede yetersiz kalmasıdır (Wallerstein, 2016: 144). Krizler, mevcudiyeti devam eden sistem için bir tehdit, kendisinden sonra oluşması muhtemel sistemin ise yapısal şekil aldığı bir süreçtir. Yani eski sistemin koruyucu mekanizmaları ile yeni sistemin kurucuları arasındaki çatışmanın en şiddetli olduğu ve yapısal kırılmalara meyilli bir olgudur.

Wallerstein, günümüz dünya sistemini kapitalist bir dünya ekonomik sistemi olarak ele almaktadır. Her canlı sistemin sahip olduğu gibi çelişkiler barındırdığını ve belli bir yaşam süresini tamamladıktan sonra sona ereceğini iddia eder. Önceki sistemlere nazaran içinde yaşadığımız sistemi “ekonomik” sıfatıyla tanımlamasının nedeni ise önceki sistemlere göre daha büyük kurumsal ve politik yapılara sahip olmasıdır. Wallerstein, kendisinden önceki düşünür Braudel gibi çevrimsel dalgalar teorisinden faydalanır. Bu dalgalar ekonomik sistem içerisinde daralma ve genişleme dönemlerini barındıran ve dünya ölçeğinde gözlenebilen 50-60 yıllık süreçlerdir. Örneklendirmek gerekirse daralma ve genişleme dönemlerini sırasıyla A ve B şeklinde adlandıırırsak; B yeni teknolojik gelişmelerin, yatırımların ve büyümenin yükseldiği dönemi ifade etmektedir. Diğer taraftan A ise fazlalıkların, yanlış yatırımların ve oyuncuların elendiği bir dönem olarak sistemin tamamlayıcısı niteliğindedir (Wallerstein, 2000: 215).

Kapitalist dünya sisteminin önceki sistemlerden bir diğer ayırt edici özelliği ise metalarının değişim değerinin önem kazanması dolayısıyla birikim rejiminin süreklilik arz etmesidir. Sermaye, tarih boyunca varlığını sürdürmüş bir kavramdır. Ancak kapitalist üretim ilişkileri içerisinde sürekli büyümesi gereken bir forma dönüşmüştür. Çünkü kapitalist sistem piyasa mekanizması ile hem ödüllendirme hem de cezalandırma özelliğine sahiptir. Dolayısıyla kapitalistin piyasa nimetlerinden daha fazla faydalanabilmesi için sermayesini büyütmesi gerekmektedir. Aksi halde mevcut durumunu koruması bile güçleşecektir (Wallerstein, 2016b: 13). Sermaye birikiminin yolu da insan ürünü olsun olmasın olabildiğince her şeyin metalaştırılmasında yatar.

Kapitalist sistemin çelişkilerini Wallerstein öncesi pek çok düşünür ifade etmiştir. Bu konuda özellikle Marx’ın düşüncelerinden etkilenen Wallerstein, bu çeliş-

kileri iki önemli açıdan değerlendirmiştir. Birincisi, sermayenin sermaye ile mücadelesinden kaynaklanan çelişkinin tam rekabet piyasası varsayımını boşa çıkardığı düşüncesidir. Çünkü sermaye birikimin inşası için daha çok metalaştırma eyleminin yanında maliyetlerin de düşürülmesi önemlidir. İleri ve yeni bir teknoloji kullanan ya da daha ucuz bir üretim faktöründen faydalanan üreticiler, rakipleri karşısında ciddi bir üstünlük elde ederler. Böylesi bir durum sermayenin tekelleşmesine neden olarak rekabet gücü azalan sermaye gruplarını saf dışı bırakır ya da birleşme yoluyla kendi bünyesinde erimesine yol açar. Sermayenin kendi arasındaki acımasız rekabeti, toplumsal refahın arttığı ve herkesin piyasa koşullarında denge karı sağladığı yönündeki hipotezi boşa çıkartmaktadır.

İkinci temel çelişki ise üretici güçler arasındaki sınıfsal çelişkidenden doğmaktadır. Yani karın realize edilememesi durumudur. Her kapitalistin sermaye birikimini sınırsızca arttırma çabasının diğer bir ifadeyle varoluş mücadelesinin üretim maliyetlerini düşürmekten geçtiği bilinmektedir. Oysaki üretim maliyetleri arasında diğer bir toplumsal sınıf olan emeğin fiyatının baskılanması yani ücretlerin düşürülmesi ise talebin baskılanması anlamına gelecektir. Görece düşük ücret alan üreticiler aynı zamanda toplumda geniş tüketici kitlelerini oluşturduğundan alım güçleri düşecek, üretilen mal ve hizmetlere erişimi daralacaktır. Dolayısıyla çelişkinin temelinde maliyetlerinin düşürülmesiyle birlikte kar realizasyonun tıkanması yatmaktadır (Wallerstein, 2016b: 15).

2.5.2. Çevre, Yarı Çevre, Merkez Ülkeler İlişkisi

Günümüz modern dünya sisteminde ülkeler arasında üçlü kategorik bir ayrım vardır. Başta siyasi ve ekonomik güç ilişkilerindeki rolüne göre merkez, çevre ve yarı çevre olmak üzere üç çeşit konum mevcuttur. Her bir konum farklı hiyerarşik basamağı temsil etmektedir. Böylesi hiyerarşik ilişki biçiminin tarihsel temellerine baktığımızda ilk kapitalist sermaye birikiminin gerçekleştiği coğrafyaların üstünlüğü göze çarpmaktadır. Kısaca sanayi devriminin çıktığı ülkeler olan Kuzeybatı Avrupa ve sanayileşme yarışına sonradan katılmasına rağmen herkesi hızlıca sollayan ABD, merkez konumundadır. Kapitalizme sonradan entegre olan ve olmaya çalışan diğer devletler ise merkezin etrafında yer alarak güç farkından mustarip olmaktadır.

Toplumlarda üreten emekçi sınıflar ile sermaye araçlarını elinde tutan burjuvazi arasındaki çatışma durumu bu bağlamda ülkeler arasında da yaşanmaktadır. Temel ekonomik adaletsizliği oluşturan eşitsizlik, çevreden merkeze hammadde ihracatı ve merkezden çevreye bu sefer nihai ürün ihracatı şeklinde artı değerın merkezde toplanmasında yatmaktadır. Yani işçi ve işveren arasındaki artı değer sömürüsüne dayanan ilişki tipi merkez ve çevre ülkeler arasında da tezahür etmektedir. Hatta merkez ülkelerin emekçi sınıfı da çevre ülkelerin artı değerinin sömürülmesinde dolaylı rol oynar (Wallerstein, 2000: 86).

Merkez ve çevre arasındaki farklar üretim maliyetlerinde de kendini gösterir. Ülkeler arasında farklı enflasyon ve kur oranları satın alma gücü üzerinde uluslararası bir standart oluşmasını engeller. Dolayısıyla aynı meta için farklı coğrafyalarda kullanılan emek miktarı aynı olmasına karşın ortaya çıkan kullanım ve değişim değeri aynı olmayacaktır. Tıpkı sermaye-sermaye arasında yaşanan maliyet rekabeti ülkeler arasında da gözlenmektedir.

Teknoloji yetersizliği, tasarruf ve yatırım eksikliği ya da siyasi baskı unsurları gibi sebeplerle çevre ülkeler nihai ürün geliştirme konusunda yetersizdirler. Daha çok merkez ülkelerin hammadde ve yarı mamul tedarikçisi konumundadır. Çoğunlukla doğal kaynak niteliğinde bulunan hammaddeler kimi zaman taşınmaz özelliğinden dolayı kimi zaman da iklimsel ya da fiziksel zorluklardan ötürü farklı mekanlarda üretimi gerçekleştirilemez. Çevre ülkelerin üretim maliyetlerini ucuz alanlara kaydırıp rekabet güçlerini yükseltmemeye handikaplardan biri bu mekan sabitine dayalı üretim yapısıdır. Nihai mallar ülkeler arasında görece geçiş özgürlüğüne sahiptir. Lakin aynı durum üretim faktörlerinin siyasi sınırlar ötesi mobilizasyonu için geçerli değildir. Siyasi sınırların devletlerin mutlak kontrolü altında olması, merkez ve çevre arasındaki kaynak transferinin rijit yapısını merkez lehine korumaktadır (Balibar ve Wallerstein, 2007: 101).

Modern dünya sistemi içerisinde ABD’den önce merkez konumunda olan Kuzeybatı Avrupa devletleri kapitalizme uygun kurumsal dönüşümlerini inşa etmiştir. Hukuk, eğitim, ordu, bürokrasi gibi kurumları birikim rejimine adapte ederek ekono-

mik atılımlarını siyasi ve kültürel alana taşımışlardır. Böylelikle ekonomik yönden domine ettikleri çevre ülkeler üzerinde politik ve askeri güçleriyle de baskı kurarak hegemon yapılarını sağlamlaştırmışlardır. Çevre ülkelerin pek çok alanda abluka altında kalması azgelişmişliklerini, kalkınma sorunlarını ve krizlerini sistemik hale getirmektedir.

Merkez ve çevre ülke kavramlarını ilk kez Wallerstein ortaya atmamıştır. Kendi dünya sistem analizinden önce kuramsallaşmış olan “bağımlılık ekolü” bu kavramları Latin Amerika eksenini üzerinden somutlaştırılmıştır. Bağımlılık ekolü, merkez ve çevre arasında sömürü ilişkisini aynı şekilde iddia ederken, “kapitalist sisteme entegrasyonun” gelişme yolunu açtığı savını kesinlikle reddeder. Bilakis çevre ülkelerin kapitalist sisteme plansız ve hızlı bir şekilde dahil olmaları geri kalmalarına ve merkez tarafından sömürülmelerine neden olur.

Wallerstein’ın bağımlılık kuramına katkısı yarı çevre ülke modeli tanımıdır. Toplumlarda zengin ve yoksul sınıflar arasında orta gelir düzeyine sahip ara katmanda bir sosyal tabaka daha bulunmaktadır. Wallerstein bu varsayımının ülkeler arasında da geçerli olduğunu varsaymaktadır. Yarı çevre ülkelerin önemi ekonomik konumlarından ziyade merkez ve çevre ülkeler arasındaki kutuplaşmayı asgari düzeye indirgemesidir. Yarı çevre ülkeler ne merkez gibi doğrudan sömürücü ne de çevre gibi doğrudan sömürülen bir konumdadır. Kısmen çevre ülkelerin nimetlerinden faydalanırken merkezin sömürüsünden ve baskısından da tamamen kaçamazlar. Örneğin, coğrafi keşiflerin lideri ülkeler olan İspanya ve Portekiz döneminin merkez ülkeleri iken sanayi devrimi sonrası yarı çevre ülke statüsüne gerilemiştir. Keza Hindistan, bir zamanlar İngilizlerin açık sömürge bir çevre ülkesi iken yakın zamandan beri yarı çevre konumuna yükselmiştir. Yarı çevrenin en belirgin özelliği kısmi katma değer yaratarak aramalı üreticisi ve ihracatçısı olmasıdır.

Merkez, yarı çevre ve çevre ülkeler arasında geçişkenlik mümkündür. Ancak herkesin refahının eş anlı maksimize olması kapitalizmin yapısal kurallarına aykırıdır. Dolayısıyla çevre bir ülkenin merkeze dönüşebilmesi için merkez konumdaki bir ülkenin gücünü yitirmesi gerekir (Balibar ve Wallerstein, 2007: 105).

Siyaset, lke içinde ve ülkeler arasında iktidar ilişkilerini düzenleyen bir araçtır. İktidar sahipleri siyaseti kullanırken kendi çıkarlarını göz önünde bulundurarak toplumsal sürecin yeniden inşasına dikkat ederler (Wallerstein, 2016b: 40). İktidarların siyaseti yürütme aracı ise devlettir. Günümüz kapitalist ekonomik sisteminde, ana akım iktisatçılarının iddia ettiği gibi devletin işlevsizleştirilmesi tezi bu bağlamda gerçeklikten kopuktur. Hatta ideolojik bir hedef saptırma olarak tanımlanabilir. Modern dünya sisteminin modern demokratik devleti, toplumun yaşam kalitesini arttırma ve sorun çözme şiarıyla hareket eder. Ancak artan yaşam kalitesi toplumda çoğu zaman homojen dağılmaz.

Devletler arasında hegemonyanın oluşması yani merkez, evre ve yarı evre kimliklerinin kabul mikro düzeyde egemenlik hakkıyla açıklanabilir. Diğer bir ifadeyle egemenlik, düzenin koruyucusu olan anayasa tarafından devletin eylemlerinin meşruiyet kazanmasıdır. Dolayısıyla devletler anayasadan aldıkları gle kendi iktidarını toplumlarına kabul ettirirler ve kendileri karşı olan güçleri bertaraf etmeye çalışırlar. Devletler arasında ise farklı hukuk sistemleri olduğu için birbirinin egemenliklerini tanınması ise toplum nezdinde olduğu kadar kolay ve mutlak değildir. Kaldı ki güçlü olanın gszn egemenlik haklarını benimsemesi kapitalist dünya ekonomisi içerisinde yalnızca iyimser bir beklenti olarak kalacaktır.

Ulusal sermayenin devletten beklentisi, küresel pazar rekabetine karşı kendilerini korumasıdır. Daha önce belirtildiği gibi maliyet faktörlerinden dolayı sermayenin tekelci doğası tam rekabet varsayımını ortadan kaldırır. Dolayısıyla dünya lğinde rekabet gc bulunmayan ulusal sektörler olası açık pazarda silinme tehlikesi yaşayacaktır. Öte yandan yurt içinde tekelleşmiş sektörler ise dışa tamamen açık bir ekonomide monopol güçlerini kaybetme riski taşırlar. Devletin ulusal sermayeyi dış pazara karşı güvence altına almasından sonra beklenen ise yasal düzenlemeleri ve altyapı hizmetlerini yeni yatırımlara hazırlamaktır.

Dünya ekonomik sistemi devletlerarası hiyerarşının, disiplin içinde düzenlilik arz etmesini tercih eder. Dolayısıyla güçler arasındaki fark, eski dönem imparatorluklarına dönüşmeden sadece hegemonya düzeyinde kalmalıdır. Hegemonya, güçler arasında dengenin kopması sonucu taraflardan birinin diğerine ya da diğerlerine politik,

ekonomik, askeri ve kültürel alanlarda kendi istek ve kurallarını dikte edebilmesidir (Wallerstein, 2016b: 48-49). Bazen tarihsel koşullar sonucu ortaya çıkan hegemonik güçler diğer devletler tarafından çatışmasız benimsenmiştir. Kapitalizmin tarihsel örnekleri arasında birinci dünya savaşı sonuna kadar İngiltere ve ikinci dünya savaşı sonrasında ABD hegemon devletler arasında yer alır.

Hegemonik gücü tarım, sanayi, dış ticaret ve finansal alanlardaki üstünlükler yaratır. Bu alanlarda üstün olan bir devleti göre diğer güçler ya onun müttefiki ve ortağı olmayı tercih ederler ya da konumlarına göre onu rakip görerek karşı mücadeleye geçerler. Tarihsel dönemlerde hegemon devletlerin gene tarihsel sırayla tarım, sanayi alanlarında üretim patlaması gerçekleştirdiği görülür. Ardından uluslararası ticarette pazar üstünlüğünü ele geçirerek cari fazla vermeye başlarlar. Ülkelerinde sermaye birikiminin artması ise finans alanında yeni kurum ve araçların inşasına dönüşerek daha çok güçlenmelerine olanak sağlar. Hegemonik devletlerin bir diğer ortak yönü ise menfaatleri ile çelişmediği sürece ekonomik ve siyasi liberalizmden yana olmalarıdır. Serbest ticaret, serbest sermaye hareketleri ve demokratik parlamenter sistem ana felsefelerini oluşturur. Diğer taraftan kendi çıkarlarına ters düştüğünde başka ülkelerin yönetimlerine, ekonomilerine ve militer unsurlarına karışmayı ise jeopolitik güçlerinden almış oldukları doğal bir hak görürler (Wallerstein, 2000: 257).

Sistemin kendisi gibi içindeki hegemon devletlerin de bir yükseliş ve düşüş dönemi vardır. Modern ekonomik sistem içerisinde hegemon devletin gücünün dayanak noktası ekonomi olduğu için aynı zamanda hassas noktasıdır. Dolayısıyla diğer devletlerin ekonomik açıdan önemli derecede güçlenmesi hegemon devlet için bir tehdittir. Hegemon devletin para biriminin istikrarsızlaşması, itibar kaybı yaşaması, finansal sistemde ağırlığının azalması ve kutuplaşmaların derinlik kazanması da hegemon devleti zayıflatacaktır. Dışsal olduğu kadar hegemon devletin içinde farklı güç ilişkilerinin varlığı, yeni iktidar arayışları ve sert toplumsal değişimler de hegemon devleti zaafiyete uğratar (Wallerstein, 2016b: 36).

Hegemon devletin etkinliği iktisadi gücüyle doğrudan orantılıdır. Diğer yarı merkez ya da çevre devletler merkezdeki hegemon devletin baskısını kırabilirler. Örneğin, merkezdeki teknolojiyi taklit ederek ya da daha üst bir gelişme göstererek tarım

ve sanayideki rekabet üstünlüğünü egale edebilirler. Ayrıca merkez konumdaki devletin ekonomik gücünü koruması diplomatik ve askeri gücü de beraberinde getirdiği için başta askeri olmak üzere artan harcamaları sürekli bir maliyet kalemi olarak kendi çöküşünü hızlandırmaktadır (Wallerstein, 2016b: 51).

2.5.3. Sermaye Hareketlerinin ve Krizlerin Küresel Döngüsü

Uluslararası finansal sistem çevreden merkez ülkelere kaynak aktarımını gerçekleştiren bir başka kanaldır. Uluslararası ticaret yoluyla çevreden hammadde transfer edip nihai mal ihraç eden merkez ülkelerin, yaratılan artı değeri kendilerinde biriktirdiği önceki bölümde ifade edilmiştir. Finansal sistem ise sermayenin serbestisi, hacmi ve hızı gibi unsurlar nedeniyle çevre için daha büyük tehlike arz etmektedir. Merkez ülkeler çevreye sermaye ihracı gerçekleştirirken bunu dış borç ve küresel fon işlemleriyle yaptıklarından aynı zamanda kendi krizlerini de ihraç ederler. Uluslararası sermaye akımlarına yön veren ise faiz oranlarıdır. Dolayısıyla ülkelerin faiz oranlarını yöneten merkez bankaları küresel fon trafiğinde geçiş üstünlüğü belirleyen otoriterlerdir (Boratav, 2000: 19-20).

Çevre ülkelerin finansallaşma süreci genelde denetim mekanizmalarından ve koruyucu düzenlemelerden yoksun bırakıldığı için sermaye hareketlerine karşı kırılganlık taşır. Ayrıca finansal krizler sonrası uygulanan politikalar sermaye bağımlılığını arttırmaktadır ki, bunların zaman zaman IMF gibi uluslararası kurumların önerdiği reçetelerden oluşması dikkat çekicidir. Tasarruf açığı gibi kronik sorunu olan çevre ülkeleri, dış finansman temin edebilmek için yüksek faiz ödemek zorunda kalmaktadır. Böylesi bir maliyet kamu borçlarının artmasına, iç yatırımların tıkanmasına ve fon çıkışları sonucu ani şoklara zemin hazırlar. Artan faiz giderlerinin karşılamak için gayri safi milli hasıladan daha çok kaynak aktarmak gerekecektir. Bu kaynağın toplumsal refah pahasına olduğunu belirtmek önemlidir. (A. Singh ve Dhumale, 2000: 27).

Yeni finansal mimari diye tabir edilen sistem türev piyasaların ve araçların dünya genelinde yaygınlaşmasıyla dünya ekonomilerini birbirine entegre olmuştur. Özellikle son otuz yıl içerisinde bilgisayar ve internet teknolojisinin finans alanında etkin kullanımı sermaye hareketlerine büyük kolaylık sağlamıştır. Tüm bu kolaylıklara

ve para politikalarında iyimserliklere rağmen finansal kriz kavramı iktisat literatüründekini yerini sağlamlaştırarak korumaktadır.

Kimi iktisatçılar tarafından buhran olarak tanımlanmaya başlanan 2008 küresel sistemik finansal krizi, sermaye hareketleri ile krizler arasındaki en güncel örnektir. Kriz, 2007 yılında ABD konut piyasasındaki subprime mortgage²⁶ sisteminin tıkanmasıyla tetiklenerek ilk emareleri ortaya çıkmıştır. Sistemin alt basamağında yaşanan ödeme krizi daha güvenli ödeme planlarını temsil eden prime mortgage kredilerinin tahsilatlarını da zora sokmuştur. Bankaların elinde biriken ipotekli konut stokları, konut fiyatlarının sert bir şekilde çakılmasına sebep olmuştur. Diğer taraftan menkul kıymetleştirme denilen türev araçlar ile bahsi geçen borç ödemeleri üzerine çıkartılan finansal varlıklar hızla değersizleşerek portföyünde bulunduran finansal kurumları iflas tehlikesiyle baş başa bırakmıştır. 2007 yılında ilk önce Bear Sterns kurumu temerrüt ilan ederek yönetimi JP Morgan tarafından üstlenilmiştir. 2008 yılında ise temerrüt dalgasını Fannie Mae ve Freddie Mac isimli köklü finans kuruluşları izledi ve kamulaştırma yoluyla zincirleme bir çöküşün önüne geçilmeye çalışılmıştır. Ancak trilyonlarca dolarlık borç döngüsünün altından kalkmak kolay değildi ve sistemin öncü kurumlarından Lehman Brothers iflasla yüz yüze gelince finansal bir krize girildiği artık kabul edilmiştir (Erdem ve Atbaşı, 2011: 39). Krizin diğer kurumları etkilemesinden endişe duyan ABD hükümeti, hazine yönetimini ve Amerikan merkez bankasını yetkilendirerek Lehman'ı kurtarmışlardır. Burada vurgulanması gereken husus, krizin kapitalist birikim rejimine has özellikler göstermesidir. Finansal sistemin denetimsizliği, faiz oranlarının yükseltilmesi, türev işlemlerin yaygınlaşması tek başına neden değildir. Süreci kriz noktasına getiren esas unsur; bireylerin gelirinden fazla borçlandırılması ve finansal sisteme kredi kanalıyla içerilmesidir. Ayrıca borç mekanizması aracılığıyla yaratılan trilyonlarca doların dünya finans sistemine enjekte edilerek yapısal kırılganlığı arttırmasıdır.

²⁶ Subprime Mortgage: Düşük gelirli ve kredi sicili yeterli olmayan kişiler için verilen ipotekli konut kredisidir. Küresel krize giden süreçte ABD'de değişken faize sahip bu kredi sahipleri, faizlerin artması sonucu ödeme gücünü yitirmiş hatta pek çoğu temerrüde düşerek, bankalar tarafından satın aldıkları konutlara art arda ipotekler konulmuştur.

Merkez ülkelerin yaşadığı kriz dönemlerinde gözlemlenen ortak özelliklerden biri genişlemeci para ve maliye politikaları ile likidite sıkışıklığını gidermektir. Küresel finansal krizinde de olduğu gibi krizden çıkış için izlenen politikalar düşük faiz ile likiditeye erişim kolaylığı sağlamak ve varlık alımları ile finansal piyasaların istikrarını korumak olmaktadır. Kriz sonrası küresel likidite bolluğu, doların aynı zamanda uluslararası ödeme aracı olmasından dolayı çevre ülkelerin finansman ihtiyacı için bir fırsat olmaktadır (Sönmez, 2010: 134). Çevre ülkelerin döviz cinsinden görece ucuz varlıklara sahip olması merkezin sermaye ihracında yönünü tayin etmektedir. Bu tip dönemler çevre ülkelerin yüksek faiz uygulamadan kısa vadeli yabancı fonlara ulaşmasına imkan sağlar. Merkez ülkelerin krizden çıkmak için uyguladığı politikalar ise çevre ülkelerin kendi kriz süreçlerini tetikleyebilir. Ülkedeki varlıkların döviz cinsinden ucuz kalması, doğrudan yabancı yatırımların şirketleri satın alması ve tekrar merkeze kar transfer ederek çevre ülkeye sadece tek seferlik satış geliri imkanı verirken gelecekteki üretim gelirinden mahrum bırakır. Diğer taraftan yüksek miktarda kısa vadeli yabancı fon girişleri finansal varlık balonlarına ve değerli ulusal paraya neden olur. Aşırı değerlendirilen ulusal para birimi ithalatı arttırarak ülkenin cari açık vermesine ve ulusal imalat sanayinin dışlanması tetikler. Bunun sonucu olarak uzun vadede durgunluk ve işsizlik kaçınılmaz olur. Ayrıca kısa vadeli fonlara olan bağımlılık ani şoklar karşısında tüm finansal sistemi likidite krizine sokabilir.

Sonuç olarak merkez ülkeler ile çevre ülkeler arasında sıfır toplamı finansal ve ticari ilişki mevcuttur. Taraflardan birinin iyileşmesi ancak diğerinin daha kötü bir duruma itilmesi ile mümkündür. Uluslararası finansal sistemin kontrolü rezerv para birimlerinden, güçlü merkez bankalarından ve kurumlarından ötürü merkez ülkelerin tekelindedir. Çevre ülkeler ise finansal açıkları doğrultusunda bağımlılıkları artmakta, para ve maliye politikalarını merkez ülkelerin davranışlarına göre belirlemek durumundadır. Merkez ile çevre arasındaki bağımlılık, sermaye hareketleri ve kriz döngüsünün devir hızında daha net fark edilmektedir.

2.5.4. Merkez-Çevre Ülke Merkez Bankaları İlişkisi: Fed ve TCMB

Literatürde yer alan araştırmalar Amerikan ekonomisindeki gelişmelerin Fed üzerinde doğrudan ve Türkiye ekonomisi üzerinde dolaylı olarak etkili olduğunu yansıtmaktadır. Yalnızca TCMB'nin kısa vadeli faiz oranları ABD kaynaklı etkilenmekle kalmayıp Türkiye'nin büyüme performansı, döviz kurları, hisse senedi piyasası ve bankacılık sistemi bu ilişki yapısından farklı oranlarda payını almaktadır. Çalışmalarda ele alınan ilişkilerin yönünün ABD'den Türkiye'ye doğru tek taraflı olduğu düşünüldüğünde Fed ve TCMB arasında hiyerarşik bir yapı olduğu söylenebilir.

Ülkelerin finansal sistemleri yeni piyasa tipleri, yeni enstrümanlar ve artan teknolojik imkanlar ile bütünleşmekte ve tek dünya finans sistemine doğru yakınsamaktadır. Her ülkedeki finansal sistemin düzenleyici kurumu ve en üst mercii merkez bankalarıdır. Önceki bölümlerde ifade edildiği gibi ülkelerin hegemonik güç ilişkileri sonucu ortaya çıkan hiyerarşik denge, merkez bankaları arasında da diyalektik biçimde mevcuttur. Merkez ülkelerin merkez bankaları olma özelliğine sahip Fed ve ECB'nin para politikaları diğer çevre ülke ekonomilerini ve özellikle merkez bankalarının kararlarını da etkilemektedir. Yapılan çalışmalar farklı parametreler üzerinden bu ilişkiyi doğrulamaktadır.

Dündar (2020: 1149)'a göre Fed ve ECB para politikaları hem gelişmiş hem gelişmekte olan ülke ekonomileri üzerinde etkilidir. Özellikle kısa vadeli faiz oranları ülkelere sermaye giriş çıkışları konusunda belirleyici olmaktadır. Her iki bankanın faiz artırımına gittiği dönemlerde tasarruf açığı yüksek olan çevre ülkelerden yabancı sermayenin ciddi ölçüde çıktığı gözlemlenmiştir. Sermaye çıkışlarına paralel olan aynı ülkelerde Amerikan doları ve euro, ulusal para birimleri karşısında değerlenme sürecine girmektedir. Tüm bu etkilerin sonucu olarak çevre ülkelerde yurtdışı borçlanma maliyetleri artmakta ve büyüme performansları sekteye uğrayabilmektedir. Dündar, çalışmasında Fed ve ECB'nin faiz oranlarındaki değişimin Türkiye'nin ekonomik büyümesi üzerindeki etkiyi 2000-2017 dönemi için incelemiştir. Elde ettiği bulgulara göre federal faiz oranları ve ECB kısa dönem faiz oranları ile Türkiye'nin ekonomik

büyüme artışları arasında uzun dönemli ve anlamlı bir ilişki ortaya çıkmıştır (Dündar, 2020: 1157).

Fed'in uyguladığı para politikaları ile TCMB'nin para politikaları arasında doğrudan ilişkiyi araştıran çalışmalardan biri Tetik ve Kara (2020: 35)'ya aittir. Çalışmanın temel argümanı TCMB'nin para politikası stratejisi oluştururken Fed politikalarını dikkate aldığı yönündedir. 2006 Ocak ve 2020 Aralık dönemleri arasında Fed ve TCMB'nin kararları incelenmiş ve ilişkinin yönü tespit edilmeye çalışılmıştır. Fed para politikası kararlarını Amerikan ekonomisindeki gelişmeler doğrultusunda alırken TCMB'nin de Fed politikaları üzerinden tepki oluşturması dikkat çekicidir. Çalışmada Fed'in lider TCMB'nin takipçisi olduğu yönündeki ilişki önce oyun teorisi çerçevesinde oluşturulmuş ardından Toda-Yamamoto nedensellik yöntemiyle test edilmiştir. Bulgular neticesinde TCMB'nin politika kararlarında Fed kararlarını anlamlı bir düzeyde referans aldığı tespit edilmiş ancak aksi yönde bir ilişki ortaya çıkmamıştır. Bu durum merkez çevre ülke ilişkisini doğrular nitelikte olup Fed'in lider, TCMB'nin takipçi olduğu hipotezi onaylamıştır (Tetik ve Kara, 2020: 45)

Sevinç, Cergibozan ve Çevik (2016: 71) Federal Açık Piyasa Komitesi (FOMC) tarafından 16 Aralık 2015 tarihinde faiz oranlarının %0-0,25 bandından %0,25-0,50 bandına çıkarması sonucu Türkiye'deki para politikası tepkilerini incelemişlerdir. Çalışma önce federal faiz oranları ile Amerikan ekonomisindeki temel parametreler arasında ne düzeyde anlamlı bir ilişki olduğunu sınamıştır. Buna göre krizin etkilerinin ortadan kalkmaya başlaması ile Fed'in faiz artışları arasında uzun dönemli ve yüksek dereceli bir ilişki ortaya çıkmıştır. Kısaca Fed faiz artışları, Amerikan ekonomisinin toparlandığı ve sürdürülebilir büyüme özellikleri gösterdiğine işaret eder. Bir başka ifade ile Amerikan ekonomisinde yaşanan pozitif değişim Fed faizleri üzerinden TCMB faiz oranlarını etkilemektedir. Ancak Fed'in 16 Aralık 2015 tarihli faiz artırım kararına TCMB ilk etapta nötr davranmış, gerekçe olarak döviz kurlarının enflasyon üzerindeki gecikmeli etkisini ve küresel emtia fiyatlarındaki düşüşün yarattığı olumlu etkiyi göstermiştir (Sevinç vd., 2016: 84-85).

2008 Krizinden çıkış için başka büyük merkez bankaları geleneksel olmayan para politikası yöntemleri kullanmak zorunda kalmışlardır. Fed bu anlamda iletişim

politikasını, kredi ve varlık alım programlarını aktif bir şekilde kullanmıştır (Serel ve Bayır, 2020: 231). Fed'in başvurduğu yeni politikaların Türkiye'de uzun vadeli faizleri düşüren diğer taraftan hisse senedi fiyatlarını yükselten bir etkisi olduğu görülmüştür. Serel ve Bayır'a göre Fed faiz oranı ile TCMB faiz oranları arasında uzun dönemli ve pozitif korelasyonlu bir ilişki bulunmaktadır. Ancak Türkiye borsalarındaki hisse senedi fiyatları ile Fed faizleri arasında uzun dönemde benzer bir ilişki bulunmamaktadır. Dolayısıyla bu ilişki zayıflığını Türkiye'de finansal piyasaların derinliğinin yeterince olmamasına bağlamaktadırlar. Özetle Fed'in genişlemeci para politikası izlediği ve faizleri gevşek tuttuğu dönemler Türkiye piyasalarında sermaye girişlerinin yoğunlaştığı dönemler olmaktadır. Fed'in sıkı para politikası ve yüksek faiz uyguladığı dönemler ise tam tersi şekilde Türkiye'den sermaye çıkışlarının hızlandığı dönemler olmaktadır (Serel ve Bayır, 2020: 246).

Finansal piyasalarda özellikle kredi temini için özel bir yeri olan bankacılık sektörünün uluslararası faiz oranlarından etkilenmemesi kaçınılmazdır. Çayır ve diğerleri (2015: 9) çalışmasında Türkiye'de 2002 yılının birinci çeyreği ve 2013 yılının üçüncü çeyreği dönemlerinde bankacılık sektörünün hem aktif hem de özkaynak karlılığının merkez bankaları politikalarından ne ölçüde etkilendiğini incelemiştir. Çalışmada seçilen bankaların sektördeki ağırlığı %92,62 olup, merkez bankalarının politika faiz oranları diğer bir değişken olarak kullanılmıştır. Bulgulara göre TCMB para politikasındaki her iki yönlü değişiklikler bankaların hem aktif hem de özkaynak karlılığını olumsuz yönde etkilemektedir. Öte yandan ECB ve Fed'in genişlemeci para politikaları bankacılık sektörünün karlılığını desteklerken, daraltıcı politikaları ise tersi yönde etki yaratmaktadır (Çayır vd., 2015).

ÜÇÜNCÜ BÖLÜM

TCMB ETKİ ALANI VE BAĞIMSIZLIK TARTIŞMASI

3.1. TCMB'nin Politik ve Kurumsal Dönüşümü

Merkez bankaları tarihsel ve yapısal özelliklerinden dolayı yalnızca paranın yaratım sürecinden ve para politikasından sorumlu kurumlar değildir. Modern toplumların hukukunda, sermaye birikimi rejiminde, siyasetinde, ulusal ve uluslararası sermaye hareketlerindeki değişimlerde aracı rol oynarken bunların yansımalarını da kurumsal kimliklerinde taşırlar.

Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası'nın kuruluşundan günümüze geçirmiş olduğu değişimler aynı zamanda Türkiye'nin toplumsal, siyasi ve ekonomik kırılma dönemlerinden etkilenmiştir. TCMB'nin tarihsel süreci ele alınırken özellikle çalışmanın uygulamasıyla uyumlu olması için genel tarihçesinden ziyade uygulanan politika değişiklikleri ve kurumsal dönüşümü çerçevesinde yaklaşmak daha doğru olacaktır. Bankanın yüzyıla yaklaşmakta olan köklü tarihini göz önünde bulundurduğumuzda kuruluş süreci özetlenerek yakın dönem politikalarının daha ayrıntılı incelenmesine ağırlık verilecektir.

Türkiye Cumhuriyeti'nin hangi tarihsel koşullarda bir merkez bankasına ihtiyaç duyduğu belirtildikten sonra yapısal dönüşümler dikkate alınarak dönemler bazında ele alınacaktır. Türkiye'nin siyasi ve ekonomik yaşantısında en önemli tarihler olan 1980 ve 2001 yılları sonrasındaki radikal dönüşümlerden bankanın etkilenmemesi kaçınılmazdır. Bu tarihlerde gerek finansal mimaride yaşanan küresel gelişmeler gerekse de ülke bazında yaşanan toplumsal ve ekonomik krizler başat rol oynamıştır. Dolayısıyla ilgili tarihlerden günümüze yaşanan gelişmeler uygulamanın daha net analiz edilmesine de projeksiyon tutacaktır.

3.1.1. Sermayenin Ulusallaşması Sürecinde TCMB (1930-1955)

Osmanlı Devleti'nde para ve kredi arzı, kambiyo işlemleri ve genel ödemelerin ifa edilmesi konularında loncalar, vakıflar, hazine gibi birden fazla unsur söz sahibidir.

İlk kez 1854 yılında Kırım Savaşı gerekçesiyle dış borç alma ihtiyacı duyan Osmanlı Devleti, borçların idaresi için devlet bankası kurulması kararı almıştır. Bu amaçla 1856 yılında İngiliz ve Fransız sermayesiyle kurulan Bank-ı Osmani sınırlı miktarda işlem yetkisine sahiptir. 1863 yılına gelindiğinde ise gerçek bir devlet bankası niteliği kazanarak ismini Bank-ı Osmani Şahane diğer adıyla Osmanlı Bankası olarak değiştirmiştir. Banka yeni yetkiler kazanarak devlet adına banknot basma, devletin gelirlerini tahsil etme, iç ve dış borç yönetimi fonksiyonlarını üstlenmiştir (TCMB, 2021b).

Cumhuriyetin ilanıyla birlikte tüm kurumsal ve hukuki yapıların ulusallaştırılması esas alınmaya başlanmıştır. Osmanlı Bankası'nın yabancı sermaye kökenli bir yapısı olması ise tamamen ulusal nitelikte bir merkez bankası tartışmalarını sık sık gündeme getirmiştir. Aynı dönemin genel iktisat politikaları bu bağlamda; sermayenin birikimini ulusallaştırmak, ithal ikameci sanayi stratejisi izlemek, denk bütçe yaratmak, ulusal paranın değerini korumak gibi devletin aktif rol oynadığı tercihlerdir. Özellikle 1929 yılındaki büyük buhrandan sonra dünya ekonomisinin küçülmesi, devletçi politikalara rağbeti zorunlu kılmıştır (Boratav, 2009: 43).

Büyük buhran dönemine kadar istikrarlı bir seyir izleyen Türk lirası, 1929 kriziyle değer kaybetmeye başlamıştır. Dolayısıyla liranın istikrarını tekrar kazandırma isteği merkez bankası gerekliliğini bu dönemde tekrar gündeme getirmiştir. Yabancı uzmanların konuyla ilgili raporları değerlendirildi ve potansiyel kuruluş senaryoları tartışılmıştır. Osmanlı Bankası'nın merkez bankasına dönüştürülme fikrine ise tamamen ulusal olma gayesi nedeniyle sıcak bakılmamıştır. Konuyla ilgili diğer merkez bankalarının hukuki düzenlemeleri yerli ve yabancı uzmanlar tarafından mercek altına alınmıştır. Tüm etüt çalışmalarının ardından nihayet merkez bankası kanun tasarısı 11 Haziran 1930 tarihinde TBMM tarafından kabul edilmiştir (Tekeli ve İlkin, 1977: 133-139). Bankanın isminde "Türkiye Cumhuriyeti" yerine "Türkiye Cumhuriyet" ifadesi kullanılması ise özellikle kurumun bağımsızlığına vurgu yapmayı amaçlamak içindir. Bankanın herhangi bir kamu kurumu ya da hukuki kişiliğin malı olmadığı belli edilmek istenilmiştir.

Merkez bankasının kuruluş kanununda görevleri; iskonto fiyatını belirlemek, para arzını düzenlemek, hazine işlemlerini gerçekleştirmek ve hükümetle işbirliği içerisinde ulusal paranın değerini koruyucu politikalar üretmek olarak tanımlanmıştır (H. Kazgan, 1998: 234). Kurumun bağımsızlığını en iyi şekilde yaşatabilmek adına kuruluş yapısı anonim şirket olarak tercih edilmiştir. Dolayısıyla bankanın hisseleri başta hazineye, yerli ve yabancı bankalara, imtiyazlı şirketlere, ulusal ticari kuruluşlara, yerli tüzel ve gerçek kişilere arz edilmiştir. Ancak hiçbir grubun, özellikle devletin banka üzerinde kesin tasarruf hakkı bulunmaması için hiçbir grubun hisse oranına banka sermayesinin %15'ini aşmama koşulu getirilmiştir (TCMB, 2021b).

Bankanın kuruluşunu takip eden buhran yılları boyunca Türkiye'nin iktisadi yapısı denk bütçe oluşturma ve dışa bağımlılığı minimize etme çabası içerisindeydi. Bütçe açıklarının banka tarafından finansmanı kesinlikle tercih edilmek istenilmemiştir. Hem Osmanlı'nın son dönemdeki mali çöküşü bu konuda acı bir örnekti hem de altın standardına yeniden dönülebileceği beklentisi mali istikrarın korunmasını teşvik etmiştir (Ü. Akçay, 2009: 180). Öte yandan 1930'lı yılların sonunda ikinci dünya savaşı patlak vermiş ve tüm ülkelerde olduğu gibi Türkiye'de denk bütçe hedefinden sapmıştır. Başta askeri nedenler olmak üzere artan harcamalar merkez bankası tarafından para basılarak finanse edilmiştir. Diğer taraftan erkek nüfusun önemli bir kısmının silah altına alınmış olması da üretken sektörlerde üretim kaybına neden olmuş ve pek çok malın arzında düşüş görülmüştür. Kısaca para arzı artarken mal ve hizmet arzındaki gerileme savaş yıllarında ciddi enflasyon artışına neden olmuştur.

İkinci dünya savaşının bitmesiyle birlikte her alanda yeni paradigmlar ve kurumlar inşa edilmeye başlanmıştır. Savaşın galibi olan ülkeler arasında yer alan ABD ekonomik, siyasi ve askeri ağırlığını savaş boyunca ve sonrasında da ortaya koyarak yeni dünya düzeninin oyun kurucularından biri olmuştur. Bretton Woods Sistemi ile ABD doları uluslararası ödeme aracı olarak geçerlilik kazanmıştır. Savaş sonrası Avrupa'nın restorasyonu ve dünya ticaretinin yeniden canlanması için kurulan Dünya Bankası ve Uluslararası Para Fonu (IMF) gibi kurumlar yine ABD öncülüğünde küresel ilişkilere yön verme çabası içindeydiler. Türkiye'de pek çok devlet gibi bu kurumlara üye olarak küresel sistemle ilişkilerini geliştirme gayretine girmiştir.

Çok partili hayata geçişle birlikte Türkiye hızlı politik ve ekonomik dönüşüm sürecine girmiştir. 1950’li yıllarda Demokrat parti döneminde yabancı sermaye girişlerinde artışlarla beraber hızlı büyüme oranları kısa sürede görülmüştür. Ancak bu süreç ilk başlarda olumlu bir iklim yaratsa da emisyon hacmindeki artış sonraki yıllarda kendini tekrar yüksek enflasyon olarak göstermiştir. 1950’lerin ikinci yarısından itibaren ise Türkiye’nin ve dolayısıyla TCMB’nin iktisat politikalarında kırılmalar yaşanmıştır. Ekonominin müdahaleci devlet politikalarından uzaklaşarak piyasa mekanizmasının kurallarına yaklaştığı, merkez bankasının bütçe açıklarını dolaysız finanse etmeye başladığı bir dönem olarak şekil almıştır (Ü. Akçay, 2009: 185).

3.1.2. Planlı Ekonomi ve Dolaysız Finansman Dönemi (1955-1980)

Cumhuriyetin ilk yıllarında izlenen iktisat politikaları her ne kadar devlet müdahalesi içeren nitelikte olsa da merkez bankasının devlet ile ilişkisindeki bağımsızlığı gözetilmeye çalışılmıştır. 1950’lerden sonra ise durum tersi bir görünüm kazanmıştır. Ekonomi liberalleşirken, merkez bankası üzerinde devletin daha doğrusu hükümetlerin etkisi artmıştır. 1960’lı yıllarda ilave olarak devlet planlama teşkilatı (DPT) kurulmuş ve ekonomik bir aktör olarak kamu kesimini temsil etmiştir.

Merkez bankası açısından 1955 yılının önemli bir milat tarihi olmasının nedeni 1955 yılında resmi gazetede ilan edilen kararla bankanın hazineye avans vermeye başlamasıdır.

“Madde 3 — Aynı kanunun 3492 sayılı kanunla değiştirilen 34’üncü maddesinin (2) numaralı fıkrası aşağıdaki şekilde değiştirilmiştir:

2. Banka, miktarı cari yıl masraf bütçeleri yekûnunun yüzde on beşini geçmemek üzere Hazineye kısa vadeli bir avans hesabı açar. Bu avans hesabına tatbik edilecek faiz nispeti, Hazine ile banka arasında kararlaştırılır.

Bankanın bu avans mukabilinde yapabileceği emisyon miktarı, hesabın borç bakiyesini geçemez.” (“T.C. Resmi Gazete Sayı:8999”, 1955: 11770).

İlgili kanun değişikliği banka ile hazine arasında açık finansman ilişkisine neden olan ve uzun yıllar etkisi hissedilecek bir gelişmedir. Banka yalnızca emisyon yoluyla hazineyi finanse etmemekte kalmamış başta tarım kredileri ve sübvansiyonlar

olmak üzere pek çok kamu kurumuna kredi kanalıyla finansal destek sağlamıştır. Kanunda belirtilen husus, bankanın kısa vadeli vermiş olduğu borçların yıl sonunda kapatılma şartının olmasıdır. Oysa uygulamada bu şart hiçbir zaman yerine getirilmemiştir. Kısaca bankanın verdiği tüm açık pozisyonlar kümülatif olarak yıllar boyunca devam etmiş ve kamu finansmanında meşru bir araç olarak kullanılmıştır.

Hazinenin ve kamu kurumlarının dolaysız finansmanı ile özel sektörün ilişkisine bakıldığında merkez bankasının dolaylı yoldan özel sermayeyi desteklediği anlaşılabilmektedir. Bankanın destek vermiş olduğu KİT'ler başta Etibank, Sümerbank, MKE, PTT, Demiryolları gibi altyapı, enerji, maden, ulaştırma alanlarıdır. Hepsinin ortak özelliği özel sektörün ihtiyacı olan ara mallarının ve altyapı hizmetlerinin tedarik işlevini yürütmesidir (T. Önder, 2005: 119). KİT'lerin diğer bir özelliği ise kar²⁷ amacı gütmeyen ucuz mal ve hizmet üretmeleridir. Dolayısıyla bankanın harcamalarının birikim rejimi içinde anlaşılabilmesi için kaynak aktardığı yerler kadar hangi amaçlarla kullanıldığını beraber ele almak gerekecektir. Dolaysız olarak hazine ve kamunun, dolaylı olarak ise özel sektördeki sermaye gruplarının açık finansman modelinden faydalandığını aşıkardır. Planlama teşkilatının görevi de bu bağlamda kamunun ihtiyaçlarından çok özel kesimin ihtiyaçları doğrultusunda yatırım ve finansman kalemlerini organize etmektir.

1970'li yıllara gelindiğinde dünya ve Türkiye ölçeğinde politik ve ekonomik pek çok kriz baş göstermiştir. Buna paralel olarak pek çok kurumun restorasyonu ve reformu zorunluluk haline gelmiştir. Birinci petrol krizi ile Türkiye gibi enerji ithalatı yüksek olan ülkelerin ödemeler dengesi bozuldu ve döviz yetersizliği sorunu belirginleşmiştir. TCMB'deki dönüşüm ise 14 Ocak 1970 yılında "1211 Sayılı TCMB Kanunu" ile gerçekleşmiştir. Bankanın organizasyonu, yetki ve sorumluluklarında yapılan önemli revizyonlardan birkaç tanesi şu şekilde sıralanabilir.

- "Banka, anonim şirket yapısını muhafaza ederek sermayesi 15 milyon Türk liradan, 25 Milyon liraya yükseltilmiş ve Hazinenin payı en az %51 olarak belirlenmiştir."

²⁷ İthal mallarına muadil mallar yaratarak tekel piyasası karı içermeyecek şekilde.

- “TCMB başkanına guvernör ismi getirilerek uluslararası protokollerde aynı mevkideki başkanlarla denkliği sağlanmıştır.”
- “Guvernör ve yardımcılarında oluşan yönetim komitesi kurularak karar alma yetkisi komiteye verilmiştir.”
- “Bankanın para politikasına ait tüm araçları kullanma yetkisi tanınmış, likidite ayarlamaları için açık piyasa işlemleri kullanılmaya başlanılmış, ekonomik kalkınma için orta vadeli kredi vermesi uygun görülmüş ve hazineye kısa vadeli avanslarda ilgili yılın %15’i kadar limit artırımı yapılmıştır.” (TCMB, 2021b)

Kanunun yetkileri içeren maddelerine bakıldığında bürokratik yapısıyla birlikte, birikim rejiminin tahsisi için bankanın yeni misyonlar üstlendiği fark edilmektedir. Yani hükümetle birlikte kalkınmasına önem verilen sektörlerin ve grupların ihtiyacı olan kredi ve likidite ihtiyacının sağlanması maddesi öne çıkan görevlerdendir. Ayrıca hazineye ait olan A sınıfı hisselerin oranı yükseltilmiş ve banka sermayesi artırılmıştır. Hatta hazinenin payı %51’in altında olmayacak şekilde teminat altına alınmıştır. İlişkinin böylesi bir boyut kazanması kaçınılmaz olarak hazinenin banka üzerindeki baskısını artıracak bir uygulamadır. Kanun değişikliğinde bir diğer göze çarpan madde reeskont işlemleri ile orta vadeli kredilerin verilmeye başlanmasıdır. Buradaki amaç planlama teşkilatı tarafından belirlenen sektörlerin uygun selektif kredi ve likidite ihtiyacının sağlanmasıdır. Gerekçe olarak ihracatın ve ulusal sanayinin gelişimi için orta vadeli kredilerin önemi vurgulanmıştır (T. Önder, 2005: 135).

Hazine, hükümet, sermaye kesimi ve merkez bankası arasındaki ilişkiye bu dönemde yorumlamak gerekirse, sanayileşme hamleleri ve kamunun açık finansmanı için merkez bankası ciddi bir kaynak olarak kullanılmıştır. Hükümetin kamu harcamalarını hazine aracılığıyla yapması için bankadan kaynak limiti yükseltilmiştir. Kredi ve emisyon niteliğinde transfer edilen kaynaklar devlet planlama teşkilatı tarafından uygun görülen sermaye kesimine plase edilmiştir. Bu bağlamda merkez bankası kamu kesiminin yönetimi altında belli sermaye gruplarını finanse etmektedir. Hatta yasal değişikliklerle piyasaların ihtiyaçları doğrultusunda bankanın araçları ve hukuki yapısı yeniden dizayn edilmiştir. Gerek ülkenin gerek dünyanın içinde bulunduğu konjonktür

dalgalanmaları üretken kesimin sermaye ihtiyacını artırmıştır. Tüm dünyada merkez bankaları açık finansman işlevi görürken TCMB de dönemin siyasi tercihleriyle bu iklime uyum sağlamıştır. Diğer taraftan emisyon hacminde izlenen sürekli artışlar 1970’li yılların sonuna doğru enflasyonu yükseltecektir. 1980 yılında askeri darbe süreci ise döviz krizi, dış borç ve enflasyon sorunlarına karşı yeni iktisadi reformların uygulanması için geçiş dönemi olacaktır.

3.1.3. Liberal Politikalar ve Dolaylı Finansman Dönemi (1980-2001)

Kapitalizmin 1970’li yıllarda dünya genelindeki krizleri ve kar oranlarındaki düşme eğilimi, finansallaşma ve küreselleşme kavramlarını içeren “neo-liberal” politikaları uygulamaya sokmuştur. Pek çok ülke kendi makro ekonomik yapısına ve dünya ölçeğindeki ekonomik konumuna göre farklı hedefler içeren ama benzer ekonomi-politik amaçları taşıyan yapısal dönüşümler geçirmiştir. Türkiye’de bu dönüşümün temelleri Demirel Hükümeti’nin²⁸ 1979 yılında DPT’nin başına getirdiği Turgut Özal tarafından “24 Ocak 1980” kararları ile atılmıştır. Toplumun pek çok kesimi adına oldukça sert ekonomik uygulamalar içermesinden dolayı çoğu siyasetçi ve iktisatçı “12 Eylül” askeri darbesiyle bu kararların hayata geçirilebildiğini ifade etmektedir (F. Öztürk, 2013).

24 Ocak 1980 kararlarının ardından öne çıkan başlıklar şunlardır (TCMB, 2021b):

- Fiyatlar üzerinde devlet kontrolleri kaldırılmış ve piyasa mekanizmasına bırakılmıştır.
- Dış ticaret hem ithalat hem ihracat yönünde serbestleşmiştir.
- Finansallaşma için yeni kurumsal oluşumlar yaratılmış, mevcut olanlar ise revize edilmiştir. Merkez bankası ile finans kesimi arasında koordinasyon amaçlanmıştır.

²⁸ Türkiye Cumhuriyeti’nin 43. Hükümetidir. Adalet Partisi’nin dönem genel başkanı Süleyman Demirel öncülüğünde kurulmuştur. Görev süresi 12 Kasım 1979 tarihinde başlamış, 12 Eylül 1980 Askeri Darbesi ile sona ermiştir.

- Merkez Bankasının bankacılık alanında uygulanan faiz çeşitleri üzerindeki kontrolü kaldırılmıştır.
- Türk lirası devalüe edilmiş ve sabit kur rejimi terk edilmiştir.
- İhracatı teşvik için vergi iadesi, gümrük muafiyetleri, kredi kolaylıkları sağlanmıştır.
- Devletin ekonomik yatırımlar üzerindeki ağırlığı azaltılmış, özel sektör yatırımları teşvik edilmeye çalışılmıştır.

Bu kararları takip eden yıllarda merkez bankasının görev ve yetkilerinde de değişiklikler yaşanmıştır. İlk olarak 1983 yılında bankanın altın ve döviz rezervlerini gerektiğinde daha aktif kullanmasının önü açılmıştır. Dönemin en büyük sorunlarından; yüksek enflasyonla mücadele için ilgili kanuna “fiyat istikrarını sağlama” hükmü getirilmiştir. Ayrıca para ve sermaye piyasalarının oluşturulması için bankanın rehberliğinden faydalanılmıştır (TCMB, 2021b).

Merkez Bankasının bu yapısal değişim döneminde kamuyu finanse etme tarzı kanal değiştirmiştir. Bankacılığın ve finansal sistemin gelişerek birer ekonomik aktör olarak daha etkin rol almasıyla kamunun finansmanı dolaylı olarak merkez bankası tarafından sağlanmaya başlamıştır. Şöyle ki, banka bir taraftan KİT’lere daha az da olsa destek vermeye devam ederken hazine ile borç ilişkisi artık bankacılık kesimi aracılığıyla yapılmaktadır. Sürekli artan kamu borçları karşısında kamu gelirlerinin yetersiz kalması alternatif kaynak arayışlarının nedeni olmuştur. 1985 yılında hazineye tanınan devlet iç borçlanma senedi (DİBS) çıkarma hakkı, borçlanma araçlarına eklenen yeni bir mekanizmadır (Dumlu, 1998: 202).

Analizi sermaye, merkez bankası, devlet (hazine) üzerinden tekrar ele almak gerekirse, dönemin karakteristiğini bir önceki dönemden farklı kılan unsur merkez bankasının örtük rolüdür. Önceki dönemde TCMB kamuyu doğrudan finanse ederken, liberalleşen ekonomi içerisinde bankalar aracılığıyla yapmıştır. Merkez bankası, çoğunluğu holdinglerin sahip olduğu bankalara ucuz kredi temin etmekte, bankalar da hazinenin çıkartmış olduğu daha yüksek faizli borçlanma senetlerine yatırım yaparak devlete borç vermektedir. Yani merkez bankası, bankalar aracılığıyla devlete borç verirken bu işlemde en çok kazanç elde eden bankacılık kesimi olmuştur. (Kumcu,

2002: 193). Buna benzer geçiş dönemlerinde yeni bir birikim rejimi inşa etmek için kaynakların devlet eliyle belli sermaye gruplarına tahsis edilmesi rant ekonomisi olarak da tanımlanmaktadır (Ercan, 1998: 49). Dolayısıyla merkez bankası kamuyu dolaylı olarak finanse ederken birikim rejiminin unsurlarına doğrudan finansman sağladığı izlemine oluşmaktadır.

24 Ocak 1980 Kararları ile başlayan önemli bir diğer süreç ise Türkiye ekonomisinin dışa açılmasıdır. nceki bölümlerde ele alındığı gibi Türkiye, ulusal sanayisini geliştirmek ve korumak için yıllarca ithal ikameci politikalar izlemiş ve dünya ekonomisiyle ilişkilerini sınırlı tutmuştur. Ticaretin önündeki ulusal sınırlar her iki yönde de kaldırılınca ulusal sermaye için ihracat imkanı doğmuştur. Türkiye ekonomisinin yüksek katma değer yaratan sektörlere sahip olmaması nedeniyle başta tekstil ve tarımsal ürünler dış pazarda yerini almaktaydı. Bu aşamada devletin sunmuş olduğu teşvikleri ve merkez bankasının fonksiyonunu unutmamak gerekir. Devlet, merkez bankası ve hazineyi kullanarak bankalar aracılığıyla sermaye kesimine ihracat teşvikleri için imtiyazlar sunmuştur.

Merkez bankası önceki dönemlerden farklı olarak, ekonomik kalkınmayı destekleyici görev ve araçlarını zaman içinde terk etmiştir. Uzun yıllardır uygulamış olduğu tarım ve sanayi alanında kullandırılan selektif krediler 1989 yılında alınan bir kararla kaldırılmıştır. TCMB bu tarih itibarıyla orta ve uzun vadeli krediler amayacaktır. Selektif kredi amacıyla kullanılan reeskont işlemleri sadece bankaların likidite ihtiyacını düzenlemeye yönelik bir para politikası aracı halinde dönüşmüştür (Kesriyeli, 1997: 19). Ayrıca 1986’da Bankalararası Para Piyasası (Interbank) kurularak bankaların likidite ihtiyacını birbirleri arasında temin imkanı oluşturulmuştur. Fon ihtiyacı olan ve elinde fon fazlası olan bankaların karşılıklı işlem yapabildiği Interbank piyasasında merkez bankası gözlemci olarak yer almaktadır. Bankaların rezerv yönetimi ve piyasasının likidite durumu hakkında gerekli sinyaller alması için önemli bir göstergedir (T. nder, 2005:159). Interbank piyasası merkez bankasının yüklerinden birini devralıp rahatlatırken, bankalara da fon yönetiminde fırsatlar sunmuş ve likidite ihtiyaçlarını karşılamıştır (Keyder ve İmer-Ertunga, 2012: 93).

Bankacılık kesiminin merkez bankası dışında ikinci borçlanma imkanı ise yurtdışı kaynaklardır. Bankaların uygun faizle aldıkları dış borcu merkez bankasına lira karşılığı vererek, aldıkları lirayı da hazinenin borç senetlerine yatırmışlardır. 1989’da “Türk Parası Kıymetini Koruma” kanunu olarak da bilinen 32 sayılı karar ile kambiyo rejimi serbestleştirilmiştir. Böylelikle Türk lirası tam konvertible hale gelerek yabancı para birimleriyle serbest işlem yapılabilir özellik kazanmıştır (Kesriyeli, 1997: 20). Sermaye hareketlerinin de serbestleştiği aynı tarihte 32 sayılı karar sayesinde sermaye girişleri hızlanmıştır. Kamu açıklarının finansmanında yabancı sermaye kaynağı da kullanılmaya başlanırken ulusal paranın aşırı değerlenmesi gibi bir handikap içermektedir. Aşırı değerli ulusal para ithalatı artırarak cari açık sorununu büyötmüştür. Kısaca 1986 yılında bankacılık sisteminin hazine borçlanmasına aracılık etmesinin yanına 1989’da çıkan karar eklenince hazinenin dolaylı olarak kamunun yurtdışından da borçlanma imkanı oluşmuştur. Merkez bankasından ve dışardan daha çok ucuz borç alan bankalar hazineye daha yüksek faizden borç vererek büyük birikim elde etmişlerdir.

1980’li yılların sonlarında TCMB parasal büyüklük hedeflediği para programları oluşturmuştur ancak kamuoyuyla paylaştığı para programı ilk kez 1990 yılına denk gelecektir (T. Önder, 2005: 177). 1990 yılındaki para programının diğer bir özelliği de farklı parasal tabanlar üzerinde miktarsal hedefler içermemesi, yalnızca TCMB’nin kendi bilançosunu denetim altına almak istemesidir. Çünkü önceki dönemlerde kamuya verilen krediler emisyon hacmini şişirerek enflasyona neden olmuştur. Bilanço disiplini sayesinde enflasyon dizginlenmek istenilmiştir (Eğilmez, 2007: 199). 1991 yılında başlayan Körfez Savaşı dışsal bir faktör olarak Türkiye’nin makroekonomik yapısı üzerindeki baskıyı artırmıştır. Gevşek maliye politikası, siyasi kaos, kırılgan finansal yapı gibi olumsuz unsurların etkisiyle Türkiye 1994 yılında finansal krize girdi.

Türkiye’ye özgü faktörlerden kaynaklanan 1994 krizinin en büyük tetikleyicisi sürdürülemez bir boyutta olan kamu açıklarının artışı ve merkez bankası aracılığıyla finanse edilmesidir. Bu sorunun ortadan kaldırılması için 1994 yılında “5 Nisan Kararları” olarak bilinen bir dizi sıkı tedbirler açıklanmıştır. Aralarında en önemlilerinden

sayılabilecek olan karar, TCMB kaynaklarının kamu ve hazine için kullanımının sınırlandırılmasıdır. Uygulamanın devamı niteliğinde bir karar olarak 1997 yılında hazine ve TCMB arasındaki avans ilişkisini sonlandıracak protokol imzalanmıştır. Fakat tüm bu çabalara rağmen kamu kesiminin borçluluğu, sermaye kesimine sürekli kaynak transferi olarak artmaya devam etmiş ve 2001 finansal krizine giden yolun taşlarını döşemiştir.

3.1.4. 2001 Krizinden Günümüze Bağımsızlık Tartışmaları

Türkiye'nin yaşamış olduğu 2001 yılındaki ekonomik kriz, ülke tarihinin yaşadığı en ağır krizlerden biri olmakla birlikte ekonomik, toplumsal ve siyasi alanda yapısal dönüşümlerin yaşandığı bir süreci başlatmıştır. Sermayenin birikim rejimine bakıldığında da bu dönüşümlerin izlerini görmek mümkündür. Hatta sermayenin geçirdiği dönüşümlerle kurumların yapısal dönüşümleri arasındaki ilişki ele alındığında hangisinin diğeri üzerinde daha baskın bir rol oynadığını ifade etmek ilk başta zor olacaktır.

1980'li yıllarda başlayan ticari regülasyon sürecini 1990'lı yıllarda finansal regülasyonlar izlemiştir. Bir başka ifadeyle üretken sermayeden parasal sermayeye geçiş süreci yaşanmış ve gerek merkez bankası gerek diğer kamu kurumları vasıtasıyla ulusal sermayenin birikimine katkı sağlanmıştır. 2000'li yıllar ise krizin etkisinin azalmasından sonra uluslararası sermaye ile ulusal sermayenin birbirine daha entegre olacağı yıllardır. Bu doğrultuda 2000 sonrası dönem devletin rolü açısından kendisinden önceki dönemlerden farklıdır. Liberal politikaların ağırlık kazanmasıyla kuralsızlaşan piyasalar yeniden ve yeni kurumlar aracılığıyla düzenlenecektir. Yapısal dönüşümlerin teknokrat kadrolarla inşasındaki temel motivasyon ise siyaset ve ekonominin birbirinden ayrılmasıdır. Dolayısıyla ilgili döneme kadar siyaset ve ekonomi yönetiminin iç içe geçtiği kurumların başında gelen merkez bankasının ve para politikasının restorasyonu kaçınılmazdır.

Ekonomi ve siyaset ilişkisi genel olarak devletin ekonomik faaliyetlerdeki rolü ve ağırlığı olarak ele alınmaktadır. Dünya ekonomisinin konjonktürel yapısına göre

devletin ağırlığını, farklı dönemlerde ve farklı dozlarda gerekli gören bazen de hiç gerekli görmeyen iktisadi kuramlar revaçta olmuştur. Büyük buhran sonrasında özellikle de İkinci Dünya Savaşı'nın ardından başta sanayileşmiş ülkelerde ve hemen ardından gelişmekte olan ülkelere devletin ekonomide ağırlığı olan modeller benimsenmiştir. Bunlar ithal ikamesini savunan, piyasa başarısına güvenmediği için gerekli yerlerde müdahaleci ve sosyal devlet ilkesiyle hareket eden politikaları içermektedir. Keynesçilikle bağdaştırılan yaygın iktisadi görüş, sermayenin ihtiyaçlarına karşılık verdiği sürece başarılı kabul edildiği için uzun bir dönem uygulamada kalmıştı. Dolayısıyla devletin ekonomi içindeki aktif rolü eleştirilmekten uzaktı. Ancak 1970'li yıllarda birikim rejiminin tıkanmasıyla görülen krizler mevcut paradigmanın sorgulanmasına yol açacaktı. Nitekim piyasa başarısızlığı yerine sistemin omurgasını oluşturan devletin politikaları başarısızlığı krizlerin nedeni olarak tanımlanmaya başlanmıştır. Keynesyen politikaları tersine işleten ve piyasanın kendi haline bırakılmasını savunan iktisadi görüşler yeniden popülerlik kazanmıştır. Çünkü krizleri devletlerin ekonomi politikaları yaratıyorsa, politikasızlık da krizden çıkışın anahtarı görülmektedir.

Merkez bankacılığı açısından her iki uç durumdan hangisinin daha başarılı olduğuna kanaat getirmek, uygulama örnekleri bakımından oldukça güçtür. Sermayenin birikim yapısıyla ilişkisini analize dahil etmeden ekonomi ve siyaset ayrımını ya da birlikteliğini tek başına incelemek yeterli olmayacaktır. Dolayısıyla güncelliğini hala koruyan TCMB'nin bağımsızlık tartışmalarını ele alırken 2001 Krizini ve sonrasındaki yapısal reformları, politika ve araç değişimlerini hatırlamak gereklidir. Bunların yanında TCMB kararları üzerinde stres unsuru yaratabilecek siyaset ve dış alem faktörlerini analize katmak tartışmayı bir başka boyuta taşıyacaktır.

3.1.4.1. Yapısal Dönüşüme Giden Süreç: 2001 Krizi

Türkiye'nin Kasım 2000 ve Şubat 2001 tarihlerinde iki parçalı ancak devam niteliğinde yaşadığı krizin kökeni, kendisinden önceki krizlere çözüm olarak uygulanan politikalarda yatmaktadır. 1995 ve 1999 yılları arasında TCMB, finansal istikrar arayışlarına yönelik adımlar atmış olsa da yüksek enflasyon sorunuyla başa çıkamamıştır (TCMB, 2021b). 1994 Krizi sonrasında alınan tedbirler ekonomide görece bir

rahatlama sağladı ancak takip eden yıllarda 1997 Asya ve 1998 Rusya krizleri Türkiye'nin döviz gelirlerinde kayıplara neden olmuştur. Ekonomi kaynaklı sorunlara 1999 Marmara depreminin maddi ve manevi tahribatı eklenince başta bütçe açıkları ve finansman kalemleri oldukça kırılganlaşmıştır (BBC, 2018).

Ekonomik sorunların önüne geçmek için 1998 yılında standart bir stand-by antlaşmasından farklı olarak IMF ile “yakın izleme programı” imzalanmıştır. Program 18 ay boyunca devam edecek ve 1999 yılı hedefleriyle uyum için üç ayda bir IMF uzmanlarının incelemesine tabi olacaktır (BSB, 2006: 12). Asya krizinden büyük dersler çıkartmış olan IMF, yakın izleme programı ile Türkiye ekonomisinin finansal dönüşümünü izleme imkanı bulacağı için iki tarafın da sıcak baktığı bir anlaşma olmuştur (BSB, 2006: 7).

Programın ana amaçları; kamu gelirlerinin azami ölçüde artırılması, yapısal reformların hayata geçirilmesi ve kurala dayalı para politikası izlenmesi olarak sıralanabilir (Hazine Müsteşarlığı, 1999: Madde 7). Orta vadede ise enflasyonun tek basamaklı oranlara indirilmesi, reel faizlerin ekonomik büyümeye katkı sağlayacak şekilde düşürülmesi ve kaynak tahsisinde etkinliği arttırmak programda ulaşılmak istenen hedeflerdir. Amaç ve hedefleri somutlaştırmak için maliye politikası disipline alınmak isteniliyordu. Özelleştirmeler ile kamu gelirleri artırılabilecek ve yapısal reformlar ile kurumsal altyapı sağlanacaktır. Enflasyona gösterilen hassasiyetten ötürü TCMB'nin döviz girişlerine paralel olarak para arzının ayarlanması tercih edilmiştir (BSB, 2006: 51).

Öngörülen programın başarısızlığı, Kasım 2000 ve Şubat 2001 tarihlerinde artık kriz sözcüğünün telaffuz edilmesiyle kabul edilmiştir. Her iki tarihte meydana gelen olaylar Türkiye'de yatırım yapan kısa vadeli yabancı fonların ani bir şokla ülke dışına çıkması sonucu “likidite krizi” şeklinde kendini göstermiştir. Ekonomi yönetiminin paydaşları olan TCMB, sermaye temsilcileri (TÜSİAD) ve IMF krizin nedenini devlet yönetimindeki siyasi hatalara ve programdan sapılmasına bağladılar. Diğer taraftan ana-akım dışında kalan uzman ve iktisatçılar ise Türkiye'nin çevre ülke olmasından doğan kırılganlığı ön plana çıkartmıştır. Program başarıyla takip edilse ya da siyasi ve teknik hatalar minimize edilse dahi, Türkiye'nin birikim rejiminin kurumsal

yetersizlikleri nedeniyle dünya finansal sisteminde krizlere gebe olacağını savunmaktaydılar (Cizre ve Yeldan, 2005: 389).

IMF'in Türkiye ekonomisinde gözlemlediği tedbirlerin uygulanmasına dair gevşek tutumlar, 2000 yılının sonlarına doğru taahhüt ettiği krediyi ertelemesine neden olmuştur. Piyasalarda güvensizlik yaratan bu gelişme tüm olumlu beklentileri panik atmosferine dönüştürmüştür. Merkez bankasına göre piyasalarda oluşan kaos beraberinde likidite sıkışıklığı yaratarak faizlerde şok yükselişleri tetiklemiştir. Diğer taraftan bankacılık kesiminin sorunlu yapısı bilinmekteydi. Özellikle açık döviz pozisyonları belli bankaların bilançosunda risk oluşturmıştır. Tasarruf Mevduat Sigorta Fonu (TMSF) tarafından belli büyük bankaya operasyon yapılarak el konulmuştur (BSB, 2006: 14). Ortaya çıkan kaos ortamında kısa vadeli yabancı fonları içeren yabancı sermayenin aniden dışarıya kaçması döviz talebi üzerinde ciddi baskı oluşturmıştır. Interbank piyasasında ise tamamen güvensizlik iklimi hakimdi dolayısıyla kredi ilişkisi tıkanmış için Türk lirasına erişim zorlaşmış ve faizler hızlıca üç basamaklı oranlara çıkmıştır. Merkez bankası piyasada likidite erişimini kolaylaştırmak için birden fazla kanal ile müdahale etmeye çalışmıştır. Öncelikle Türk lirası zorunlu karşılıklar ve dispo­nibilite oranları düşürülerek bankalara ek kaynak tahsis edilmiştir. Ardından güç durumda bulunan bankalara doğrudan yardım yapılmıştır. Banka, kur istikrarını gözeterek artan döviz talebi karşısında rezervlerinden piyasaya sürmek zorunda kalmıştır (BBC, 2018). TCMB ilk krize müdahale ettikten sonra normalleşme adımları atmış ve programına geri döneceğini beyan etmiştir. Dolayısıyla likidite genişlemesi yalnızca döviz girişleriyle doğru orantılı hareket edecektir. Piyasalarda güven tam anlamıyla inşa edilmediği için bu karar yeniden kaos yaratmıştır. Ancak IMF güvencesi ve desteği krizi bir süre daha ötelemeye yetmiştir.

Kasım ayındaki krizin etkileri soğumadan 19 Şubat 2001 tarihinde gerçekleşen MGK toplantısında dönemin Başbakanı Bülent Ecevit ve Cumhurbaşkanı Ahmet Necdet Sezer arasında BDDK'nın denetlemesi üzeri bir tartışma yaşanmıştır. Ecevit'in tepki göstermesi üzerine Sezer anayasa kitapçığını fırlatınca toplantı yarım bırakıldı. Ecevit'in "bu bir devlet krizidir" ifadesi yalnızca devletin değil artık ekonominin de krizi olduğunun ilanı olacaktır. Zaten sorunları devam piyasalarda yabancı fonların

çıkışı tekrar hızlandı. Interbank piyasasında faizler yüzde 7500'lere yükselirken, 7 milyar dolar civarında fon çıkışı görülmüştür. IMKB endeksinin günlük kaybı ise yüzde 20'den fazladır (BBC, 2018).

Neo-liberal cepheden bakan pek çok kurum ve iktisatçı TCMB'nin kurala dayalı para politikasında ısrarını sürdürmesini ve programa bağlı kalma çabasını krizin nedeni olarak yorumlamıştır. Diğer taraftan heterodoks görüşteki iktisatçılar ise küresel kapitalizme entegre olmuş bir çevre ülkede merkez bankalarının krizi ortadan kaldıracak yetisinin bulunmadığını savunmaktadır. Kurala göre ya da duruma göre izlenen para politikalarından en başarılı seçimler dahi, olası bir krizin etkilerini en fazla minimize edebilir ya da tam tersi durumda krizi derinleştirebilir. Ancak merkez bankaları fonksiyonları gereği tek başına krizle mücadele edebilecek kudrette ve pozisyonda değildirler (Akyüz ve Boratav, 2003: 1560).

Her iki krizde yaşanan benzer dinamikleri özetlemek gerekirse; hazinenin yüksek miktarda borç ödeme tarihlerine yakın, Türkiye'de bulunan yerli ve yabancı fon sahiplerinin yurtdışına transfer etmek üzere Türk lirası varlıklardan çıkıp döviz talep etmesiyle ilk şok yaşanmıştır. Hızlı nakde çevrilebilme özelliği bulunan hazine tahvil ve bonoları ile hisse senetleri en yoğun satış gören varlıklardır. Fon çıkışlarının yarattığı stres hem TL hem döviz talebinde hissedilmiştir. Çünkü bahsi geçen Türk lirası varlıkların satışı ulusal para cinsinden talebi yükselterek, faiz oranlarını yüksek seviyelere çekmiştir. Yurtdışına çıkış için gerekli olan döviz talebi de kurlar üzerinde baskı oluşturmuş ve kur şokuna neden olmuştur. TCMB, Kasım şokunda yaşadığı tecrübenin etkisiyle şubat ayındaki ilk tepkide piyasanın TL talebine cevap vermemiştir. Çünkü yerli varlıkların satışından elde edilecek TL'nin doğrudan döviz talebine yöneldiğini test etmiştir. Böylece sermayenin yurtdışına çıkışının engellenebileceği düşünülmüştür.

Kasım ayında yurtdışına yönelen fon çıkışlarını karşılamak için döviz rezervlerinden ciddi feragat eden TCMB benzer bir kaybı önlemek için sızıntıyı TL cinsi kaynağından kesmek istemiştir. İlk başta başarılı bir müdahale izlenimi yaratsa da faiz şokları hazine borçlarının çevrimini de zora sokmuştur. Bankacılık sistemindeki tıka-

nıklık kısa vadeli kaynak bulmada zorlanan bazı bankaların yükümlülüklerini tehlikeye atmıştır (Celasun, 2001: 16). Tüm gelişmeler üzerine hükümet temsilcileri bankalar kurulu toplantısıyla IMF programında esas alınan sabit kur sisteminin terk edilmesine kanaat getirerek kuru dalgalanmaya bırakmıştır.

2001 krizi sonrası ortaya çıkan ekonomik enkazı kaldırma çalışmaları sırasında merkez bankasının fonksiyonu bir kez daha sınıfsal konumuna dair sinyal vermektedir. Neo-liberal reçeteler doğrultusunda özel kesim sermaye zararlarının topluma fatura edildiği anlaşılmaktadır. Kriz öncesinde ve sürecinde bankacılık sisteminin kırılganlıkları bilinmektedir. Kriz vuku bulduğunda ise bankalar likidite kriziyle batma tehlikesine girince TCMB doğrudan kredi temin ederek sisteme nefes aldirmiştir. Daha doğrusu bankalar TCMB güvencesiyle yükümlülüklerini yerine getirebilmeyi başarmıştır. Oysaki merkezin kredi kanalıyla bankacılık sistemine enjekte ettiği likidite, emisyon hacmini yükseltmiştir. Bu işlemin enflasyonist sonuçlarını minimize etmek için ise TCMB ve hazine sterilizasyonda²⁹ bulunmuştur. Kriz döneminde özel kesim zararlarının boyutu düşünüldüğünde kamuya aktarılmış olan bu borç yükü büyük ölçüde artmıştır (Celasun, 2001: 42). Kısaca merkez bankası, özel bankacılık kesiminin zararlarını kamuya yani vergi mükelleflerine fatura ederek toplumun geniş kesimine yaymıştır.

3.1.4.2. Kriz Sonrası Hukuki ve Kurumsal Reformlar

2001 ekonomik krizinin ardından TCMB pek çok yönden tarihindeki en köklü dönüşümü yaşamıştır. Her ne kadar kriz öncesi dönemde bankanın, hazine ve diğer kurumlarla ilişkisinde revizyonlar yapılmış olsa da kurumsal yapısında büyük değişiklikler yapılmamıştır. Yalnız TCMB değil, krizle birlikte gerek ekonomide gerek siyasette tıkanan mekanizmalar, IMF programına uygun olarak ve sermayenin birikim rejiminin ihtiyaçları gözetilerek yeniden dizayn edilmek istenilmiştir.

Merkez bankasının dönüşümünün temel dayanağı siyaset ve ekonomi ayrımı üzerindendir. Sürecin başlangıcı aynı motivasyon üzerinden teknokrat bir yönetimin

²⁹ Sterilizasyon: Farklı sebeplerle para arzında meydana gelen artışların etkilerini minimize etmek ya da tamamen ortadan kaldırmak için merkez bankalarının kullandığı açık piyasa işlemleridir.

göreve getirilmesiyle gerçekleşmiştir. Dünya Bankası'nda kariyeri bulunan Kemal Derviş, 3 Mart 2001 tarihinde ekonomi yönetiminin başına geçerek hem IMF ile müzakereleri yürütme görevini hem de yapısal reformların icrasını üstlenmiştir. Ekonominin siyasi çıkarlara alet edilmemesi gerektiğinin altını çizmiştir (Cizre ve Yeldan, 2005: 392).

Krizin tahribatını onarmak için yürürlüğe konulan “Güçlü Ekonomiye Geçiş” programında devlet ve ekonominin “yeniden altyapı inşası” vurgusu 27. Madde de yer almıştır. Buna göre güven sorunu ve istikrarsızlığı ortadan kaldırmak için ekonomi ve kamu yönetiminin iyileştirilmesi için gerekli altyapı sağlanmalıdır. Ayrıca sürdürülebilir ekonomik büyüme için yapısal reformların uygulanması şart koşulmuştur. Dikkat çekici bir nokta ise yalnız ekonominin değil devletin işleyişinde de değişimlerin gerekliliği vurgusudur (TCMB, 2001b).

Ekonomi ve siyaset ayrımı, ilk bakışta keskin bir söylem gibi dursa da uygulamada ideolojik temelleri olan örtük bir fonksiyonu ifade etmektedir. Türkiye'nin 1980'li yıllarda başlayan liberal ekonomiye geçiş hamlelerini başta TÛSİAD olmak üzere yüksek birikime sahip sermaye çevreleri yetersiz olmakla eleştirmiştir. Çünkü ulusal ticari ve finansal sistemin uluslararası kanallara açılabilmesi için gerekli kurumsal altyapı tamamlanmadan serbestleşme politikaları izlenmiştir (TÛSİAD, 2002: 74). Aynı sermaye kesimi adına talepleri dile getiren TÛSİAD bu bağlamda devletin rolünün ilgili altyapıyı inşa etmek olduğunu savunmaktadır. Diğer bir ifadeyle devlet, piyasa mekanizmasının daha etkin çalışabilmesi için hukuki ve kurumsal düzenlemeleri oluşturarak piyasa oyuncularına alan yaratmalıdır. Dolayısıyla tartışılması gereken konu devletin ekonomi üzerinde kontrolünün olup olmaması değildir. Esas olan piyasanın ihtiyaçları için hangi araçları ne zaman kullanması gerektiğidir (TÛSİAD, 2002: 19). İktisat teorisine göre yorumlamak gerekirse neo-liberalizm temsilcilerinin karşı oldukları durum devletin ekonomide yer almasından ziyade Keynesyen politikaların kendisidir.

Dönüşüm sürecinde siyasetin etkisini ortadan kaldırmak için merkez bankacılığına teknik bir alan gözüyle bakılmış ve teknokrat bir yönetime bırakılmak istenilmiştir. Bu yüzden bankanın bağımsızlığı ana akım literatürdeki tanımlara uygun bir

hukuki çerçeveye oturtulmaya çalışılmıştır. Fiyat istikrarını öncelikli olarak gözeten ve araç bağımsızlığına sahip güçlü bir kurum tasarlanmıştır (Celasun, 2001: 17). Krize kadar süren yaklaşık elli yıllık fonksiyonel ilişkiye bakıldığında bankanın siyasi otoriteler güdümünde kamu finansmanı hüküm sürmüştür. Bankanın bağımsızlığı için öncelikle hazine ve KİT’ler ile olan organik bağının tamamen kesilmesi şart koşulmuştur. Böylece siyasi otorite ile banka arasındaki köprüler ortadan kalkmış olacaktır. Aynı zamanda banka istediği araçları öncelikli hedeflerine göre kullanma özgürlüğüne sahip olabilecektir.

Kriz sonrasında TCMB’nin siyaseten bağımsızlığının güvence altına alınması için 25 Nisan 2001 tarihinde 4651 sayılı kanun çıkartılarak bankanın hukuki sınırları çizilmiştir. Krizin ertesinde acil eylemleri içeren “15 günde 15 yasa” söylemiyle çıkartılan kanunlar arasında 4651 sayılı kanun da bulunmaktadır (TCMB, 2001: 13-14). İlgili yasa çok hızlı bir şekilde çıkartılmış olsa da bankanın bağımsızlığı tartışması daha önceden var olduğu için hızlı yasalaşmasına olanak sağlayan altyapı mevcuttu.

Bankanın bağımsızlaşmasına ilişkin kanun çalışmaları 1990’lı yılların ikinci yarısından itibaren hazırlanmıştır. Öncelikli olarak nasıl bir strateji izlenileceğine ilişkin taslaklar planlanmıştır. Ardından yurt içi ve yurt dışından uzman görüşleri doğrultusunda tartışmalar yürütülmüştür. Avrupa Merkez Bankası, IMF ve yine bazı Avrupa menşeli merkez bankalarının görüşleri dikkate alınmıştır. Son olarak da dünyadaki pratik uygulamalar tasarıya eklenmiştir (Türel, 2014: 74). Tasarının en dikkat çekici özelliği ise tamamen uzman ve teknokrat kadrolar tarafından yaratılmış olmasıdır. Bir diğer önemli husus ise tartışmanın yalnızca banka içerisinde sınırlı kalmamasıdır. IMF ile 1999-2002 yıllarını kapsayan 17. stand by anlaşması ile IMF’ye gönderilen niyet mektuplarında para politikasında izlenilecek rotadan bahsedilmiştir. Artık kur odaklı para politikası yerini enflasyon hedeflemesine bırakacaktır. Bunun için uygun araçların tahsisi ve gerekli bağımsızlığı içeren yasanın 2001 yılında çıkarılacağı önceden taahhüt edilmiştir. Merkez bankasının bağımsızlığı hem enflasyon hedeflemesine geçiş için bir zorunluluk hem de AB’ye üyelik konusunda gerekli Maastricht kriterlerinden biriydi (TCMB, 2002: 13).

Merkez bankası yasaı krizin sonucu ve banka yöneticilerinin bağımsız olarak yarattığı bir yasa olmamıştır. Kısaca, IMF ve AB gibi kurumların yönlendirmesi hatta bazı unsurları şart koymasıyla somutlaşmış, kriz ise yasanın hayata geçmesini kolaylaştırmıştır. Dünyada yaygın uygulanan para politikası enflasyon hedeflemesi ve merkez bankalarının öncelikli amacı da fiyat istikrarı idi. Ancak iktisat literatürü ilgili amaç ve hedeflerin başarısı için banka bağımsızlığını şart koymaktadır. 4651 sayılı Merkez Bankası kanunun temel gereklilikleri bu argümanlara dayanmaktadır. Kanunun gerekçesinde para arzı artışları ile enflasyon arasında pozitif ve yüksek korelasyon olduğu belirtilmektedir. Bu bağlamda para arzı kontrol altına alınmadan fiyat istikrarında kalıcı bir başarı sağlanamaz. Para arzını kontrol etmede en yetkili kurum merkez bankası kabul edildiği için bankanın bağımsızlığı ile enflasyonla mücadele arasında güçlü ve doğru orantılı bir ilişki olduğu yer almaktadır (TCMB, 2001a: 1). Aynı argümanları desteklemek için tersi yönde uygulamaların olumsuz sonuçları belirtilmiştir. Hazine ve diğer kamu kurumlarına tahsis edilen krediler bir nevi karşılıksız para niteliğinde olup emisyon hacminde şişkinlik yaratacağından enflasyonu artıracak etkisi bulunmaktadır. Dolayısıyla banka, hiçbir siyasi yönetimin bu tip taleplerine maruz bırakılmamalıdır.

4651 sayılı yasa ile önemli değişiklikler başlıca şunlardır (TCMB, 2021b):

- Merkez bankasının temel amacı fiyat istikrarının sağlanmasıdır.
- Para politikasının yürütülmesinde tek yetkili kurum merkez bankasıdır.
- Banka, fiyat istikrarı amacından sapmamak suretiyle ekonomik büyüme ve istihdam arttırıcı politikalara destek verebilir.
- Para politikasının uygulanması için gerekli araçların seçiminde tek yetkili kurum merkez bankasıdır.
- Hazine ve tüm kamu kurumları ile banka arasında herhangi bir finansman ilişkisi kalmamıştır.
- Para Politikası Kurulu (PPK) oluşturulmuştur. Bankanın alacağı kararlar kurul tarafından belirlenecektir.
- Banka bağımsız hareket edebilmesinden dolayı mesuliyet sahibidir, dolayısıyla hesap verme yükümlülüğü bulunmaktadır.

1211 sayılı eski yasa ve 4651 sayılı yeni yasa arasındaki kanun farklılıkları hem merkez bankasının fonksiyonel değişimi hakkında hem de dönemin birikim rejimi hakkındaki bilgi vermektedir.

Eski yasanın 4. Maddesinde belirtilen kalkınma planlarına destek vermek görevi merkez bankasının kamuya ve bankacılık kesimine sermaye aktarımının önüne açmaktadır (TCMB, 1970). Bu maddenin yerine yeni yasanın ilk maddesinde ifade edilen fiyat istikrarının esas alınması ise bankanın eski uygulamayı terk ettiğini göstermektedir. Banka kullanacağı araçları kendisi belirlemekte dolayısıyla “araç bağımsızlığına” kavuşmaktadır.

Yeni yasada açıklanan bankanın temel görevlerinin başında açık piyasa işlemleri yapmak yer alır. Takip eden bir diğer görev ise kur sisteminin düzenlenmesidir. Yasa, kur sistemini banka ile hükümetin sorumluluğuna bırakmıştır. Bir başka ifadeyle taraflar tek başına kur rejimini düzenleyemezler. Buna rağmen rejim bir kere oluşturulduktan sonra nasıl yürütüleceği, bağımsızlık ilkesi gereğince yalnızca merkez bankasının tasarrufundadır. I. Maddenin c fıkrasında ise bankacılık kesiminin yükümlülükleri arasında yer alan zorunlu karşılık ve disponibilite oranlarının belirlenmesi temel görevler arasındadır (TCMB, 2001a) Reeskont ve avans işlemlerini düzenlemek bankanın temel görevleri arasında ve kanunda belirtilmiş olsa da uygulamada çok tercih edilen araçlar olmamıştır. Çünkü bir önceki bölümde ifade edildiği gibi kamu açıklarının finansmanında ve bankacılık kesimine yüksek kar aktarımını kolaylaştıran reeskont kredileri ve avans işlemlerinin, uzun vadeli borçlanmalar için kullanılması yasaklanmıştır. Bu araçların tek kullanım alanı gerekirse günlük likidite temini için yalnızca bankacılık sektörüdür. Aynı maddenin f fıkrasında kapsamlı olarak bankanın tüm finansal sistemden sorumlu olduğu hükmü yer alır. Kısaca merkez bankası likiditenin sağlanmasından ve denetiminden yetkili en üst mercidir. Bu görev merkez bankalarının “son kredi mercii” görevine tekabül etmektedir. Kredi mekanizması tıkanır, sistem toplu bir likidite krizi ile karşılaşırsa banka gerekli adımları atmakla mükelleftir.

Bankanın bazı temel yetkileri de 4651 sayılı yasa ile yeniden tanımlanmıştır. İkinci fıkrada enflasyon hedefinin merkez bankası ve hükümetin ortak çalışmasıyla

belirleneceği yazılıdır. Enflasyon hedefi belirlendikten sonra banka uyumlu bir para politikası icra eder. Para politikasında tek sorumlu kurumun merkez bankası olduğu hükmü hatırlanırsa hükümet, maliye politikasını merkez bankasının kararlarına göre belirlemek zorunda kalacaktır. Tabi enflasyon hedefiyle çelişmemek istenildiği varsayımı altında. Böylesi bir hüküm yasadan önce tam tersi biçimde işlemektedir. Yani para politikası, maliye politikalarının güdümünde belirlenmiştir. Bir sonraki fıkrada ise araç bağımsızlığının altı tekrar çizilerek bankanın araç seçimlerinde ve uygulamada doğrudan yetkisinden bahsedilmiştir. TCMB'nin yasanın yürürlüğe girmesinden günümüze dek en etkin aracı ise kısa vadeli faiz oranlarıdır.

Yeni yasayla birlikte 1211 sayılı kanunun 13. Maddesinde (TCMB, 1970) belirtilen organizasyon yapısı revize edilmiştir. 4651 sayılı kanunda ise banka organları şu şekilde tanımlanır (TCMB, 2001a):

- Genel Kurul
- Banka Meclisi
- Para Politikası Kurulu
- Denetleme Kurulu
- Başkanlık (Guvernörlük)
- Yönetim Komitesi

Yapılan değişiklikle birlikte para politikası kurulu politika stratejilerini belirlerken, politika araçlarına ilişkin görev ve yetkiler ise banka meclisine tanımlanmıştır. Böylelikle bankaya dışardan müdahale engellendiği gibi içerde de organların yetki alanları ayrılmıştır.

Para politikası kurulu, banka ile hükümet arasında köprü görevi görmektedir. Fiyat istikrarı için ilke ve strateji belirleme, hükümetle ortak enflasyon hedefi belirleme, kamuoyunu bilgilendirmek için dönemsel raporlar hazırlama ve kur rejimini hükümetle belirleme gibi görevler kanundaki fıkralardadır. Ayrıca kurula oy hakkı olmadan hazine müsteşarı ya da yardımcısının katılabilmesi bankanın bağımsızlığını güvenceye alırken maliye politikaları ile uyumu desteklemektedir.

Merkez bankası bağımsızlığı kavramında önemsenin konulardan biri guvernörün görev süresidir. Yeni yasada yapılan düzenlemeyle TCMB başkan ve yardımcılarının görev süre beş yıla uzatılmıştır. Görevdeki yasal süre kadar başkanların ve tüm yönetimin fiili yönetim süresi de “bağımsızlık” tartışmalarının odağındadır. Önceki bölümlerde ifade edildiği gibi başkanların hükümetten daha az görev süresine sahip olması ya da süresi dolmadan görevden alınmaları durumunda banka bağımsızlığından şüphe duyulmaktadır.

Bağımsızlığın önemli göstergelerinden sayılan şeffaflık ve hesap verilebilirlik ilkeleri yeni kurumsal düzenleme içerisinde “iletişim politikaları” olarak tasarlanmıştır. Banka bu bağlamda PPK duyuruları ve enflasyon raporlarını kamuoyu ile paylaşır. Gerekli durumlarda bağımsız denetleme kuruluşları tarafından denetlenmeye açıktır. Ayrıca banka, belirlemiş olduğu hedeflerden sapmalar yaşarsa bunun nedenleri hükümetle ve kamuoyuyla paylaşmak durumundadır.

Önceki dönemlerde bankanın kamu finansmanı görevi pek çok sorunun ana kaynağı olarak görüldüğü için yeni yasanın pek çok maddesinde bu tarz bir ilişkiyi engelleyici hükümler yer almaktadır. Hatta yeni yasada yer almayan yani önceki yasanın tamamen çıkartılmış olan bazı hükümler bununla ilgilidir. Kamuya açılan avans ve reeskont kredilerinin yasaklanması, hazinenin ya da bankaların uzun vadeli borç kağıtlarının alınması gibi uygulamalar kesinlikle kaldırılmış, “Ekonomik bağımsızlık” olarak ifade edilen kriter gözetilmiştir. Yeni yasada açık piyasa işlemlerinin nasıl yapılacağına ilişkin 11. maddede yalnızca para politikasının amaç olabileceği, kamu kurumlarına kredi verilemeyeceği yazılıdır (TCMB, 2001a). Aynı kapsamda bankanın kamu kurumlarına, hazineye kredi açamayacağı bu kurumların borçlanma kağıtlarını birincil piyasadan temin edemeyeceği ise bankanın yapılması yasak uygulamalar alanında mevcuttur.

Özetle ifade etmek gerekirse banka, 2001 Krizi sonrası fonksiyonel, kurumsal ve hukuki kapsamda köklü değişim geçirmiştir. Tüm bu restorasyon, zamanla tahribata uğramaması ve önceki hataların tekrarlanmaması için yasal güvence altına alınmıştır. Krize kadar merkez bankası tüm kaynak ve yetkileri ile siyasi yönetimlerin güdümünde hazinenin ve özel kesimin finansmanı için aracı rol oynamaktayken bu ilişki

çok keskin olarak sona erdirilmiştir. Yapılan tercihler dönemin iktisadi iklimi gözetilerek ve yabancı kurumların da yönlendirmeleri ile kararlaştırılmıştır. Merkez bankasının siyasetin gölgesinden ayrıştırılması görece bir bağımsızlık ölçütüdür ancak hangi toplumsal kesimlerin fayda sağladığına bakmak tartışmaya derinlik katacaktır.

3.2. Aktif Para Politikası Stratejisi

Çalışmanın önceki bölümünde TCMB'nin kurumsal yapısı, finansal sistemdeki fonksiyonları, sınıfsal karakteri ve bunlara uygun olarak izlemiş olduğu stratejiler kronolojik olarak ele alınmıştır. 2001 Krizi sonrası merkez bankasının dönüşümü ve para politikaları günümüze dek uzandığı için çalışmanın bu başlığında daha teknik düzeyde ele alınacaktır.

2001 krizinin ardından banka ile hazine arasındaki finansman son bulmuş, kamu borçlarının çevrilmesi kolaylaştırılarak faiz oranları üzerindeki baskı azaltılmış, bankacılık sistemi güçlendirilmiş ve sabit kur rejimi terk edilmiştir. Tüm bunlar IMF ve AB gibi kurumların da desteklediği “Güçlü Ekonomiye Geçiş” programı kapsamında uygulamaya geçirilmiştir. Merkez bankası ise gerekli aşamaları tamamladıktan sonra enflasyonla mücadeleyi öncelikli amaç haline getirerek “enflasyon hedeflemesi” stratejisini benimsemiştir. Bu bakımdan bir ayrım yapmak gerekirse kuruluşundan 2001 yılına kadar pasif, krizden günümüze kadar ise kısa vadeli faiz oranlarını ana araç seçerek aktif para politikası uyguladığı sonucu çıkarılabilir.

Tercih edilen yeni strateji 2001 yılında yürürlüğe giren TCMB yasası ile hukuki zemin bulmuştur. Aynı stratejiyi benimseyen diğer ülkelerde olduğu gibi kurumun bağımsızlığı, stratejinin başarısı için temel şart kabul edilmektedir. Böylelikle enflasyonla mücadelede geniş bir araç yelpazesiyle özgürce hareket imkanı bulabilecektir. Lakin enflasyon hedeflemesi stratejisi için bazı yeter şartlar henüz olgunlaşmadığından belli bir geçiş dönemi yaşanmıştır.

3.2.1. Açık Enflasyon Hedeflemesi Önündeki Engeller

Türkiye'nin 2001 krizi sonrası oluşan ağır makro ekonomik tablo merkez bankasının radikal bir strateji oluşturması için pek çok olumsuzluk barındırmıştır. Özellikle enflasyon hedeflemesi gibi bir strateji tercih edilecekse pek çok ön koşulun hazırlanması gereklidir. Eğer uygun koşullar sağlanmadan doğrudan enflasyon hedeflemesine geçilirse programın başarısı tehlikeye atılacak ve oluşacak güven kaybı sonraki dönemlerde de kronik bir başarısızlık sarmalına dönüşebilecektir.

Enflasyon hedeflemesine doğrudan geçişi zorlaştıran genel görünüm birkaç ana başlık etrafında ele alınabilir. Öncelikli olarak merkez bankasının para politikasında en büyük edilgenlik yaratan mali baskınlık sorunu ve kamu borçlarının yüksekliği devam etmiştir. Kriz hem siyasal hem de ekonomik anlamda bir yönetim sorunu olduğundan “yapısal kriz” niteliğindeydi dolayısıyla ülkenin risk primi yükselmiştir. Zaten kırılgan olan bankacılık ve finans sektörü için fazladan bir handikap yaratmıştır. Risk primleriyle birlikte enflasyonun yüksek seyri dolarizasyonu tetikleyen bir durumdur. Ayrıca enflasyonun doğru hedeflenebilmesi için doğru modelleme tekniklerine ve veri setlerine ihtiyaç duyulmaktadır. Tüm şartların yerine getirilmesi bir dizi yapısal reforma bağlıydı. Ancak bu şekilde bağımsızlık, şeffaflık, regülasyon gibi kriterler sağlanabilirse açık enflasyon hedeflemesinde bulunulabilecektir.

3.2.2. Örtük Enflasyon Hedeflemesi Dönemi (2002-2005)

TCMB'nin enflasyon hedeflemesi stratejisi ilk defa 1999 yılındaki IMF anlaşmasında gündeme gelmiştir. 18 Aralık 2000 Tarihli niyet mektubunda da (Madde:30) TCMB'nin enflasyon karşısında kararlı bir duruş sergilemesi için resmi enflasyon hedeflemesine geçişte kademeli bir sürecin daha uygun olduğu ifade edilmiştir (TCMB, 2000). Çünkü öncelikle fiyat istikrarını amaçlayan bir para politikasının başarısı için kurala dayalı olması, bankanın araç ve amaç bağımsızlığına sahip olması, mali baskınlığın ortadan kaldırılması ve şeffaflık gibi kriterlerin sağlanması gerekir. Hedeflemenin başarısı gerçekleştirilebilir bir enflasyonun öngörüsüyle mümkündür. Dolayısıyla önce enflasyon hedeflenebilir seviyelere indirilebilmeli ve uygun altyapı koşulları sağlanmalıdır (Kartal, 2011: 84).

Örtük enflasyon hedeflemesi bir nevi enflasyon hedeflemesine geçişte ara form niteliğindedir. Temel olarak bu strateji içerisinde bir enflasyon hedefi ortaya konulurken bazı yardımcı göstergelerden faydalanılır. Ana politika aracı olarak da kısa vadeli faiz oranları kullanılır (TCMB, 2006: 17). Dolayısıyla TCMB tarafından 2002-2005 yılları arasında uygulanan bu strateji; mali disiplinin oluşturulduğu, para politikasında tutarlılığın olduğu, ekonomik büyüme ve dezenflasyon sürecinin beraber yaşandığı, Yeni Keynesyen ekolün benimsendiği bir merkez bankacılığı dönemidir.

Stratejinin başlangıç aşamasında parasal büyüklükler ile enflasyon arasında yüksek bir korelasyon bulunmamaktadır. Dolayısıyla TCMB enflasyonla mücadele için yalnızca parasal taban hedeflemesini yeterli görmemiştir. Pek çok riskli faktörün varlığı sebebiyle parasal büyüklüklerin önemi kademeli olarak düşürülürken enflasyon hedefinin ise artarak ön plana çıkarılması amaçlanmış ve enflasyonla mücadeledeki kararlılık topluma yansıtılmak istenilmiştir (S. Öztürk ve Biner, 2008: 30). Banka bu dönemde enflasyon hedeflerini hükümetle beraber saptarken, parasal tabanı ilave bir çapa olarak kullanmıştır. Gösterge hedeflere ulaşmak için kullanılan araç ise kısa vadeli faiz oranları olmuştur. Ancak faiz oranları belirlenirken gelecekteki enflasyon hedefleri referans alınmıştır.

Örtük enflasyon hedeflemesine başlanırken parasal hedeflemeden yararlanılmak istenmesi ekonomik aktörlerin güvenini yeniden tesis etmek içindir. Çünkü dönemin enflasyon algısında parasal genişleme önemli bir sinyal niteliğindedir. Dolayısıyla ana hedeflerle uyumsuzluk yaratmayacak ölçüde parasal genişleme taahhüt edilmesi gerekmiştir.

Stratejinin “örtük” olarak tanımlanmasının bir nedeni Para Politikası Kurulu’nun faiz kararlarında tam etkinliği henüz bulunmamasıdır. Aynı dönemde nihai kararlar yalnızca guvernörün inisiyatifinde olmuştur. Diğer bir neden ise TCMB’nin iletişim politikası araçlarından biri olan “üç aylık enflasyon raporu” gene bu dönemde yayınlanmamıştır. Kaldı ki bahsi geçen rapor gelecek dönem enflasyon beklentileri ve TCMB’nin politika tepkileri için önemli sinyaller içermektedir. Kamuoyunu bilgilendirmek amacıyla daha dar kapsamlı ve genel durum mahiyetinde “üç aylık Para Politikası” raporu yayınlanmıştır (Özatay, 2011: 409).

2002 yılında öngörülen hedefler; enflasyonda %35, ekonomik büyümede %3 ve faiz dışı fazlanın GSYİH'ne oranı olarak %6,5 idi (TCMB, 2003: 15). Para politikasının nihai hedefi, enflasyonu tek basamaklı sayılara indirmek ve istikrarlı görünümü uzun vadede korumaktır. Sayısal hedefler için çaba gösterilirken yapısal reform çalışmaları da bu geçiş döneminde tamamlanacaktır.

Parasal gösterge olarak seçilen para tabanının artış oranı, GSYİH'deki artışlarla dengeli olmasına özen gösterilmiştir. Para tabanındaki hareketler politika istikrarını göstermesi açısından tutarlı bir seçimdir. Programda seçilen diğer göstergeler, Net Uluslararası Rezervler³⁰ (NUR) ve Net İç Varlıklar³¹ (NİV) kalemleridir. NUR belirlenen sınırların altına düşürülmemeliydi, NİV ise TCMB'nin para arzındaki artışları belirleyen bir ölçüttür (TCMB, 2003: 75). İlave olarak bankacılık kesimini fonlamak için ilk defa geç likidite penceresi uygulamasından yararlanılmıştır. Öte yandan bankalar için yalnızca teminat karşılığında sınırsızca kullanılabilme imkanı olduğundan bu uygulama kısa sürede kaldırılmıştır. Esas politika aracının kısa vadeli faizler olduğu sık sık metinlerde tekrarlanmaktadır (TCMB, 2003: 93).

Döviz kurları dalgalı kur rejimi altında belirleniyordu ancak enflasyonist etkiler oluşmaması için her iki yönde de aşırı sert hareketleri sınırlamak için ufak müdahaleler yapılmıştır. Ödemeler dengesinde gözlenen belirgin iyileşmeler ve ekonomiye artan güven ters dolarizasyon etkisi yaratarak yerleşiklerin TL'ye olan talebini artırmıştır. Bu iklimi fırsat gören merkez bankası da döviz alımları ile rezervlerini güçlendirmiştir. 2002 yılının sonuna doğru siyasi seçimler ekonomik beklentiler üzerinde baskı oluştursa da uzun sürmemiştir. Kasım ve Aralık aylarında tekrar kısa vadeli faiz oranları düşürülmüş; gecelik borç alma %44 ve gecelik borç verme %51 düzeylerine gerilemiştir (TCMB, 2003: 15).

³⁰ Net Uluslararası Rezerv: Merkez bankasının uluslararası varlık ve rezervleri toplamından uluslararası yükümlülüklerinin çıkartılması ile elde edilen veridir. Bankanın uluslararası ödeme gücünü ifade etmesi açısından önemli bir göstergedir.

³¹ Net İç Varlıklar: Merkez bankasının emisyon, banka zorunlu karşılıkları ve serbest tevdiat hesaplarının toplamıyla elde edilen para tabanından net dış varlıkların çıkarılması ile bulunan bilanço kalemidir. Merkez bankasının bankalar ve yabancı krediler ile ilişkisi hakkında bilgi içerir.

2003 yılına piyasalar moralle ve artan güvenle girmiştir. TL görece değer kazanmış girdi maliyetlerinde önemli düşüşler meydana gelmiştir. Kamu maliyesi gelir ve gider konusunda disiplini sürdürmesine zayıf iç talep koşulları da eklenince enflasyonda belirgin gerileme yaşanmıştır. 2003 yılının temel ekonomik amaçları arasında enflasyonla mücadele ilk sıradaki yerini korumuş, kamu borcunun küçültülmesi ve ekonomik büyümenin sürdürülebilirliği takipçileri olmuştur. 2003 yıl sonuna ait enflasyon ve büyüme hedefleri sırasıyla %20 ve %5 olarak belirlenmiştir (TCMB, 2004: 15). Ancak bahar aylarına girerken “Irak operasyonu” gibi jeopolitik riskler ve uluslararası enerji fiyatlarındaki artış piyasalarda kısa süreli dalgalanmalar yaratmıştır. TL’nin görece değer kaybından üretim maliyetleri olumsuz etkilenmiştir. Dolayısıyla yılın ilk çeyreğinde beklentilerin üzerinde bir enflasyon verisi ortaya çıkmıştır (TCMB, 2004: 20).

2003 yılının ikinci çeyreğinde askeri hareketlerin sona ermesi, bütçe disiplininin istikrarı ve IMF ile yapılan istişareler sonucunda yeniden beklentiler iyimserleşmiştir. TCMB gelecek dönem enflasyon görünümünde beklentilerini pozitif yönde revize ederek kısa vadeli faiz oranlarını art arda altı defa düşürmüştür. Ayrıca hazinenin borçlanma faizi yıl sonunda %27,9 seviyesine inmiş, TL sepet döviz kuruna karşı %7 değer kazanmıştır. Tüketici fiyatlarında öngörülenin üzerinde başarılı bir performans ortaya konularak %18,4 düzeyi yakalanmıştır (TCMB, 2004: 25).

Enflasyondaki belirgin düşüşte TL’nin değerlendirilmesi kadar sabit sermaye yatırımları ile emek verimliliği artışı sonucu düşen reel ücretler önemli bir maliyet faktörüdür. Diğer taraftan gıda fiyatlarının düşmesi de enflasyonla mücadeleye pozitif katkı sağlamıştır. Mali disiplinin sürdürülmesi ise iç talebin dizginlenmeye devam edilmesinde istikrar unsurudur.

2004 yılına gelindiğinde bir önceki yıldan kalan para ve maliye politikaları taviz verilmeden sürdürülmek istenilmiştir. IMF ile imzalanmış stand-by anlaşmasının gerekliliklerinde sapma gösterilmemeye çalışılmıştır. Bu bağlamda parasal sıkılaştırma adımları devam ettirilmiştir. Parasal büyüklük seçimleri olan para tabanı, NUR ve NİV yıl sonu hedefleri isabetle tutturulmuştur (TCMB, 2005: 15). Enflasyondaki düşüşün etkisiyle kısa vadeli faiz oranları da kademeli olarak indirilmeye devam etmiştir. Buna

karşı Fed'in faiz artırımına gideceğine ilişkin beklentiler piyasalarda risk algısı uyardırmıştır. Dolayısıyla hazinenin borçlanma faizleri gecikmeli olarak düşüş sergilemiştir (TCMB, 2005: 16). 2004 yılı genel olarak reformların ve bütçe disiplininin devam ettirildiği bir yıl olmuş ve risk primlerinde azalmalar görülmüştür.

2005 yılı önceki üç yıldaki başarıların etkisiyle güven ortamının güçlendiği bir sene olmuştur. Ekonomik programdan tavizler verilmemiş, enflasyonla mücadeleyi sekteye uğratmadan ekonomik büyüme devam ettirilmiştir. TCMB enflasyondaki gelişmelere paralel olarak yıl içinde faiz oranlarını arka arkaya indirmiştir. Gecelik borçlanma oranı kademeli bir şekilde %18'den yıl sonuna kadar %13,5 seviyesine çekilmiştir. Hem AB hem de IMF ile yürütülen pozitif ilişkiler, zayıf devam iç talep ve yapısal reformlarda kararlılık enflasyon beklentilerinde ve faiz indirimlerinde etkili olmuştur (TCMB, 2006a: 15).

3.2.3. Örtük Enflasyon Hedeflemesinin Sonuçları

Örtük enflasyon hedeflemesi dönemini kapsayan 2002-2005 yıllarında sene sonu gerçekleşen enflasyon oranları, her yıl hedeflenen enflasyon hedeflerinin altında kalmıştır. Aslında enflasyon hedeflemesi stratejisini izleyen bir merkez bankası için enflasyon hedefinden yukarı yönlü sapmalar kadar hedefin altındaki sapmalar da bir başarısızlık göstergesidir. Oysaki Türkiye uzun yıllardır kronik ve yüksek enflasyona sahip olduğu için hedeflerin altında kalan enflasyon oranları başarısızlık olarak algılanmamış bilakis enflasyon ile mücadelede ekonomik aktörlere güven aşılacaktır (Yakupoglu, 2010: 41). Hatta bu dönemde TCMB enflasyon hedefleri, ekonomik birimler tarafından sanki enflasyon üst limitiymiş gibi algılanmıştır. TCMB, 2006'da strateji değişikliğinden sonra enflasyon hedefinden aşağı yönlü sapmaların da hedef başarısızlığı olarak değerlendirileceğini deklare etmiştir. Bankanın önem verdiği bir diğer konu ise alınacak kararların orta vadeli hedeflere etkisidir. Bilindiği gibi para politikalarının ekonomik işleyiş üzerinde gecikmeli etkileri bulunmaktadır. Dolayısıyla tek seferlik olaylar ya da dışsal şoklar karşısında TCMB anlık tepkiler vermekten imtina etmektedir.

2002-2005 yıllarında enflasyon hızlı bir şekilde aşağıya çekilmiş ve eş zamanlı olarak ekonomik büyüme gözlemlenmiştir. İktisat teorisinde genellikle birbiriyle çelişen amaçlar olmasına rağmen kriz sonrası gelişmeler ve uygulanan politikalardaki katılık her iki amacı mümkün kılmıştır. Enflasyondaki düşüşte mali disiplindeki istikrar yadsınamaz. TCMB yıllık raporlarında mali disiplinin önemine sık sık yer vermiştir. Bu sayede faiz dışı verilerek kamu borçlarının çevrilmesi elastikiyet kazanmıştır. Ekonomiye yansıması ise risk primlerinin düşüşünde belirgindir.

Fiyat istikrarı yolunda kazanımlar Türk lirasının kredibilitesini yükseltmiştir. Yerleşiklerin mevduatları ters dolarizasyon etkisiyle dövizden TL cinsi varlıklara dönmüştür. Liraya güven ve enflasyonda düşüşün devam edeceği beklentisi fiyatlama davranışlarında döviz kurunu referans alma alışkanlığının azalmasına neden olmuştur.

Kriz sonrası sabit kur rejiminden dalgalı kur rejimine geçiş yapılmış, örtük enflasyon hedeflemesi döneminde uyum sağlanmaya çalışılmıştır. Döviz kuru piyasada arz ve talep koşullarında oluşmakta ve TCMB tarafından hedef kur belirlenmemektedir. Banka yalnızca her iki yöndeki aşırı dalgalanmalara karşı basit müdahalelerde bulunmuştur. Üç yıllık dönem içerisinde sermaye girişleri artmış ve ödemeler dengesi de iyileşmiştir. TCMB, döviz arzından artışları fırsat bilerek döviz alımları gerçekleştirmiş ve rezervlerini bu süre zarfında güçlendirmiştir.

2005 yılı enflasyon hedeflemesi için bir geçiş yılı olarak değerlendirilmiştir. Dolayısıyla son hazırlıkların tamamlanması için özel bir çaba gösterilmiştir. Para politikası kurulunun kısa vadeli faiz oranları üzerinde etkinliğinin artırılması için önceden belirlenen bir takvime göre toplantılar düzenlemesi ve kamuoyu ile alınan kararların paylaşılması amaçlanmıştır. Ayrıca toplumsal beklentiler üzerinde daha etkili olmak için iletişim politikalarının ağırlığı artırılmıştır. Politika başarısı için gerekli bir diğer kriter olan enflasyon hedeflemelerinin daha gerçekçi olması için TCMB'nin ölçüm ve modelleme teknikleri geliştirilmiştir. Aynı yıl TL üzerinden altı sıfır atılarak enflasyonun toplum üzerindeki psikolojik etkileri azaltılmış ve işlem kolaylığı kazandırılmıştır.

Genel olarak örtük enflasyon hedeflemesi dönemi, hedeflere ulaşma isabeti açısından değerlendirildiğinde başarılı olduğu söylenebilir. Para politikalarına duyulan güvenin tesis edilmesi bu süreçte belirleyici rol oynamıştır. Enflasyonun sebebi ana unsurların bertaraf edilmesi, enflasyonda düşüşün kalıcı olduğu inancını perçinlemiştir. Bu bağlamda yapısal reformlar henüz inşa halinde olduğu için TCMB politika kararlarında kesin takvimler ortaya koymaktan imtina etmiştir. Keza para politikası kurulu görevlerini tam etkinlikte sürdürmemiştir.

3.2.4. Açık Enflasyon Hedeflemesi Deneyimi (2006-2008)

Örtük enflasyon hedeflemesi döneminde alınan başarılı sonuçlar ve hedefler konusundaki üstün performans enflasyon hedeflemesine geçiş konusunda TCMB'ye itibar kazandırmıştır. Kamu borcu istenilen düzeylere indirilmesi, bankacılık sisteminin güçlendirilmesi ve bunlara paralel olarak ülke risk primlerindeki gerilemeler 2006 yılında ilan edilen enflasyon hedeflemesi stratejisi için yeter sayılabilecek argümanlardır. Fiili anlamda ise stratejinin başlangıcı için PPK'nin faiz kararlarında daha aktif bir rol alması ve TCMB'nin üç aylık enflasyon raporları yayımlayarak iletişim araçlarını etkin kullanması kabul görülmekteydi (TCMB, 2006a: 74).

Açık enflasyon hedeflemesi döneminin genel yapısına bakıldığında ilk göze çarpan enflasyonun ölçümü olmaktadır. Bu bağlamda TCMB, toplumun geniş kesimleri tarafından kabul gördüğü ve yaşam standartları hakkında detaylı bilgi verdiği için TÜFE (Tüketici Fiyat Endeksi) üzerinden enflasyon hedeflemesi yapmayı uygun görmüştür. Ayrıca hedefleme için ikna edici olması açısından nokta hedeflemesi seçilmiş ve belirsizlik aralığı³² bırakılmıştır (Özatay, 2009: 58). Beklenti yönetimi için iletişim politikalarına verilen önem yeni uygulamaları beraberinde getirmiş ve üç yıllık enflasyon tahminlerini kamuoyuyla paylaşmaya başlamıştır. Böylece ekonomik birimlere orta vadeli projeksiyonlar tutulabilecek ve hedeflere duyarlı kararlar almaları beklenebilecektir (Kartal, 2011: 87).

³² Belirsizlik Aralığı: Merkez bankası tarafından belirlenen nokta enflasyon hedefinden alt ve üst yönde ve simetrik oranda kabul edilebilir gördüğü sapmalar için referans aralığıdır. TCMB bu aralığı her iki yönde 2 puan olarak belirlemiştir.

Açık enflasyon hedeflemesine geçilen 2006 yılı aynı zamanda küresel anlamda konjonktürel dalgalanmaların yaşandığı bir yıl olmuştur. Stratejinin başlangıcından küresel krize kadar geçen sürede enflasyon hedeflemelerindeki başarısızlıklar para politikasından çok dışsal faktörlere bağlanmıştır (TCMB, 2008: 2). Yılın ilk yarısında enflasyonu yükselten en önemli unsurlar; meteorolojik nedenlerle gıda fiyatlarında artış, küresel durgunluk sebebiyle likiditeye erişimde zorluklar ve Türkiye özelindeki belirsizliklerdir. Kurlarda yaşanan artışın ithal mallarda enflasyonist baskı yarattığı görülmektedir. Diğer taraftan başta petrol olmak üzere uluslararası enerji ve emtia fiyatlarındaki yükseliş de bir diğer artan maliyet unsurudur (Yılmaz, 2007: 3). Dışsal faktörler kadar aynı dönemde yurt içinde yaşanan talep artışı enflasyon üzerinde etkili olmuştur. TCMB guvernör atamasının uzun sürmesi ise bankanın bağımsızlığı hakkında kuşku yaratan bir olaydır (Kansu, 2007: 67).

2006 yılının 2. çeyreğinde kurda yaşanan dalgalanmaları bertaraf etmek için TCMB tarafından döviz alım ihaleleri durdurulmuş hatta döviz talebini karşılamak için döviz satış ihaleleri yapılmıştır. Mayıs ayında %13,25 oranında gecelik borçlanma faizi PPK tarafından haziran sonuna kadar kademeli bir şekilde %17,25 oranına yükseltilmiştir. Yapılan bu radikal hamleler neticesinde temmuz ayından sonra enflasyon beklentileri azaltılabilmektedir. Öte yandan kısa vadeli faiz oranlarının Temmuz ayında %17,5 seviyesine çekilmesine rağmen hedeflemenin korunabilmesi için yıl sonuna kadar tekrar faiz indirimi yapılmamıştır (TCMB, 2007: 40). Tüm olağanüstü tedbirlere rağmen açık enflasyon hedeflemesinin ilk yılında gerçekleşen enflasyon hedeflenen enflasyonun üzerinde seyredecektir. Senenin başında %7,7 seviyesinde olan TÜFE için yıl sonu hedefi %5 hem 2007 hem de 2008 yıl sonu hedefi içinse %4 olarak ilan edilmiştir. Ancak 2006 yıl sonunda gerçekleşen %9,7'lik enflasyon beklentilerde bozulmaya neden olmuştur. Özellikle takip eden yıllar için hedeflerde revizyona gidilmiştir (Giz ve Cekan, 2011: 136).

2007 yılına girildiğinde benzer küresel ekonomik sorunlar devam etmekteydi. Enerji ürünleri ve emtia fiyatlarında artan artışlar enflasyon üzerindeki baskısını korumaktaydı. TCMB ek parasal sıkılaştırma adımları atmak zorunda kalmıştır

(Yakupoğlu, 2010: 42). Türkiye’ye özgü siyasi bir sebep olarak 2007 yılındaki Cumhurbaşkanlığı seçimi ve erken genel seçimler hem para politikası hem de piyasalar için genel bir belirsizlik arz etmiştir.

2006 ve 2007 yıllarında ağırlıklı olarak dışsal faktörlerin etkisiyle ortaya çıkan olumsuz tabloya 2008 yılındaki küresel kriz dahil olunca ilan edilen enflasyon hedefleri çapa özelliğini yitirmiştir. Enflasyon hedeflemesinin gelişmekte olan ülkeler için gerek çevre ülke olmalarından dolayı gerekse de yapısal kırılganlıklarından zor bir strateji olduğu yönündeki argümanlar Türkiye örneğinde güçlenmiştir (Yılmaz, 2008: 4).

2008 yılı sonlarına kadar başta enerji ve gıda fiyatlarındaki baskılar enflasyonu yukarı yönlü itmeye devam etmiştir. Daha önemlisi ise enflasyon beklentilerindeki bozulma izlenen stratejiye ve para politikalarına güveni azaltmıştır. TCMB küresel emtia ve enerji fiyat hareketlerine direkt tepki yerine beklentiler üzerindeki etkisini izlemeyi tercih etmiştir. Yıl sonu enflasyon hedefi olan %4 oranının yakalanacağına dair inanç azalmış ve son üç yıllık enflasyon hedeflemesinin hepsinde sapmalar gerçekleşeceği kabul edilmiştir. Buna paralel olarak enflasyon hedefleri hükümet ile yapılan istişareler sonucunda yukarı yönlü revize edilmiştir. Sonuç olarak sonraki üç yıllık dönemde sırasıyla hedefler %7,5, %6,5 ve %5,5 olarak güncellenmiştir (TCMB, 2008: 4).

Açık enflasyon hedeflemesine geçişten küresel krize kadar geçen yaklaşık 3 yılda tüm olumsuzluklara rağmen Türkiye ekonomisinin geçmiş tecrübelere göre sağlam bir performans gösterdiği söylenebilir. Finansal sistemin güçlendirilmesi ve kamu borçlarının kontrol altına alınması makro ekonomik yapının kırılganlığını azaltmıştır. Türkiye’nin risk primleri azalmış, faiz oranlarında aşırı dalgalı hareketler yaşanmamıştır (Keller v.d. 2007: 20).

3.2.5. 2008 Küresel Kriz Koşullarında Para Politikasında Tepkiler

ABD’de ortaya çıkan küresel finansal kriz 2008 yılının sonlarına doğru derinleşerek önce diğer gelişmiş ülkeleri ardından da gelişmekte olan ülkeleri etkisi altına

almıştır. Her iki kategorideki ülkelerin merkez bankaları hızlı bir şekilde faiz indirimlerinde bulunmuştur. Faiz indirimlerinin temel nedenlerinden biri, finansal kurumların ve hane halklarının varlıklarında gözlenen değersizleşmenin önüne geçmek için likidite kolaylığı yaratmaktır. Böylelikle oluşan panik ortamı yatıştırılarak bozulan yatırım tasarruf dengesi yeniden sağlanmak istenmiştir. Diğer bir neden ise küresel emtia ve enerji fiyatlarındaki sert düşüşün toplam talep üzerinde daralmaya işaret etmesidir. Deflasyonist etkilerin uzun süre devam etmesi ekonomik aktiviteleri kısıtlayıcı bir risktir. Ancak finansal piyasalarının derinliği ve birbiriyle ilişki biçiminden dolayı merkez ve çevre ülkelerin faiz indirim kapasiteleri birbirinden farklı olmaktadır. Gelişmekte olan çevre ülkelerin yabancı sermaye girişlerine daha fazla bağımlı olması faiz indirimi konusunda sınırlandırıcı etkiye sahiptir. Bu ülkelerin finansal kredi derecelendirme kuruluşları tarafından risk primlerinin yüksek gösterilmesi faiz indirimlerinde bir diğer belirleyici unsurdur. Özetle küresel deflasyonist bir süreçte faiz indirimleri için elverişli bir iklim mevcutken, merkez bankalarının hareket alanı merkez ve çevre ülkeler arasındaki risk farkı ve bağımlılık düzeyiyle orantılıdır (TCMB, 2009: 72).

Gelişmiş ülke merkez bankaları krizin ilk döneminde varlık fiyatlarındaki bozulmalar karşısında temkinli yaklaşarak ani tepkilerden kaçınmışlardır. Ancak finansal kurumların art arda temerrüt riskiyle karşılaşması, ekonomik aktivitelerin yavaşlaması, istihdamda azalma ve emtia fiyatlarında sert geri çekilmeler merkez bankalarını eyleme zorlamıştır. Krizin etkileri Türkiye ekonomisine sirayet etmeye başladığında TCMB hızlı kararlar almıştır. Bankanın en önemli dayanağı ise 2001 Krizi sonrası restore edilen bankacılık ve finansal sistemin dayanıklılığı olmuştur. Ayrıca krizin finansal piyasalarda bulaşıcılığına neden olan toksik varlıkların, Türkiye piyasalarında ve kurumlarında yatırıma konu olmaması finansal sistemi korumuştur. Krizin derinleşmesiyle küresel likidite akışı yavaşlayınca TCMB kredi kanalıyla parasal genişlemeye gitmiştir. Emtia fiyatlarında düşüş, küresel ve iç talepte daralmaya paralel olarak enflasyon beklentilerinin düşüşe geçmesiyle banka, önden yüklemeli bir hamle ile 2008 Aralık ayından 2009 Nisan ayna kadar politika faizinde indirimler yapmıştır. 2009 yılının ikinci çeyreğinde ekonomik aktivitede görece bir toparlanma yaşansa da

kalıcılığından kuşku duyulduğu için TCMB faiz indirimlerini sürdürmüştür. Krizin başında enflasyon hedeflemesi stratejisini benimseyen merkez bankaları arasında görece yüksek faiz oranlarına sahip olmasından ötürü kriz süresince 1.025 baz puan ile en yüksek faiz indirimi yapabilen merkez bankası olmuştur (TCMB, 2009a: 2-3).

TCMB'nin küresel fiyat hareketlerinin de etkisiyle enflasyon beklentilerini kontrol altına almıştır. Politika faizlerindeki düşüşü reel faizler izleyerek kredi hacminde genişleme yaşanmıştır. Özellikle 2009 yılının ikinci çeyreğinde düşen kredi faizlerine rağmen enflasyonist baskı yaşanmamış aksine yılsonu enflasyonu, belirsizlik aralığı içinde ve hedef enflasyonun altında gerçekleşmiştir. Maliye tarafında ise 2001 Krizinden beri kamu borçları üzerindeki kontrol mekanizmasının varlığı küresel kriz esnasında para politikasını desteklemiştir. TCMB, küresel konjonktürün etkisiyle ve yurt içi gelişmeleri referans alarak 2010, 2011 ve 2012 yıllarına ait enflasyon hedeflerini sırasıyla %6,5, %5,5 ve %5 seviyelerinde oluşturmuştur (TCMB, 2009a: 10).

2010 yılına gelindiğinde küresel krizin etkilerinin azaldığı kanaatini getiren TCMB, kriz döneminde alınan tedbirlerin kademeli bir şekilde kaldırılması ve daha normal bir para politikasına geçiş için Nisan ayında çıkış stratejisini deklare etmiştir. Bu bağlamda TCMB kriz boyunca piyasaları rahatlatmak için atmış olduğu likidite adımlarını geri almıştır. Bankanın temel hedefi olan fiyat istikrarının yanına kriz boyunca finansal istikrar eklenmiştir. Parasal sıkılaşma izlenirken zorunlu karşılık oranları aktif bir şekilde kullanılmıştır. Ayrıca banka döviz alım ihaleleri gerçekleştirerek rezervlerini desteklemeyi amaçlamıştır (TCMB, 2010: 3).

Merkez bankasının kriz boyunca kullandığı politika faizi bir haftalık repo faiz oranları olmuştur. Bunun yanında gecelik borç verme ve gecelik borç alma faiz oranları bir bant oluşturacak şekilde kullanılmış ve buna “faiz koridoru” adı verilmiştir. Faiz koridoru ile beklenmedik durumlar karşısında piyasanın fonlanması için esnek bir hareket alanı yaratılmak amaçlanmıştır. 2010 yılının sonlarına doğru yabancı sermaye girişleri yeniden artmaya başlamış, ithalatın artmasıyla cari denge açık verirken kredi genişlemesinde de belirgin artışlar gözlenmiştir. Her üç durumun da eş anlı önüne geçilebilmek tek bir politika aracıyla mümkün değildir. Çünkü herhangi biri için uygu-

lanacak çözüm diğer sorunların derinleşmesine neden olacaktır. Örneğin yabancı sermaye girişlerinin yoğun olduğu bir dönemde kredi genişlemesini dizginlemek için faiz artırımı yapmak, sermaye girişlerinin daha da hızlanmasını tetikleyecektir. Dolayısıyla TCMB politika faizlerinin yanında yardımcı araçların eş anlı kullanımına ihtiyaç duymuştur. Bir taraftan sermaye girişlerini yavaşlatmak için düşük faiz politikası izlerken, kredi hacmini küçültmek için de zorunlu karşılık oranlarını artırmıştır. TL cinsi kredi arzının daraltılması için zorunlu karşılık oranları yükseltilirken, zorunlu karşılıklara ödenen faiz uygulaması kaldırılmıştır. Ayrıca zorunlu karşılık oranları uzun vadede kısa vadeye doğru kendi içinde de kademeli yükseltilmiştir. Böylelikle bankacılık kesiminin yükümlülüklerinin vadesinin uzatılması teşvik edilmiştir (Başçı ve Kara, 2011: 17).

Krizin etkilerinin azalması ve normale dönen para politikaları içerisinde belirleyici olan TCMB politika faizidir. 2010 yılında faiz oranları düşük seyrine devam etmiştir. Krizin merkez bankalarına kazandırdığı en önemli tecrübe finansal istikrarın fiyat istikrarı kadar önemli olduğu ve göz ardı edilmemesi gereği olmuştur. Bu bağlamda TCMB fiyat istikrarı hedeflerine ulaşmaya çalışırken yardımcı araçlarla finansal istikrarı da gözetecek yeni bir araç yelpazesi dizayn etmiştir. Cari açığın çevre ülkeler için yaratabileceği tehlikeler kriz döneminde tekrar merkez bankalarının belleğinde canlanmıştır. TCMB özellikle diğer benzer yapıdaki çevre ülkelerin kamu borç yapılarını dikkate alarak mali disiplinin önemine dikkat çekmiştir. Aynı yıl açıklanan üç yıllık enflasyon hedefleri ise 2011,2012 ve 2013 için sırasıyla %5,5, %5 ve %5 şeklinde belirlenmiştir (TCMB, 2010: 8).

Özetle Türkiye ekonomisi 2009 yılı sonlarından itibaren krizin etkilerinden sıyrılmaya başlamıştır. Ancak bu başarıda en büyük etken para politikasında alınan kararlardan ziyade emtia ve enerji fiyatlarındaki düşüş, reel ücretlerde ve üretim maliyetlerinde gerileme ve küresel faiz oranlarındaki düşüş olmuştur. Krizden en çok hasar gören başta ABD ve AB ülkeleri varlık alımları ve düşük faiz politikalarıyla küresel likiditeyi yeniden yükseltmiş, Türkiye gibi ülkeler için düşük faizlerle yüksek sermaye girişlerini olanaklı kılmıştır. Böylece bir yandan TL değerlenirken, faizler düşük kalmış ve borsa endeksinde istikrarlı artışlar yaşanmıştır (G. Kazgan, 2012: 289).

3.3. Küresel Kriz Sonrası Geleneksel Olmayan Para Politikaları

Gelişmiş ülke merkez bankaları başta olmak üzere dünyanın çoğu merkez bankası, küresel finansal kriz sonrasında “fiyat istikrarı sağlanırsa finansal istikrar sağlanır” görüşünden vazgeçmek zorunda kalmıştır. Krizin öğretmiş olduğu en önemli ders, finansal istikrar kavramının da en az fiyat istikrarı kadar önemsenmesi gerektiğidir. Çünkü tek başına fiyat istikrarına odaklanan bir parasal yönetim, değişik piyasalarda oluşabilecek varlık balonlarını göz ardı edebilir. Dolayısıyla krizden çıkış stratejilerini oluştururken merkez bankaları artık hem fiyat istikrarını hem de finansal istikrarı gözetecek politikaları beraber uygulamak durumunda kalmıştır (Gertler ve Karadi, 2011: 18). Açık enflasyon hedeflemesi stratejisi uygulayan merkez bankalarının bu kapsamda oluşturdukları yeni araçlar “geleneksel olmayan” para politikası araçları olarak tarif edilmektedir.

Krizin etkilerinin azalmaya başladığı 2010 ve 2011 yıllarında merkez bankaları kriz döneminde uygulanan politikaların tepkilerini azaltmak için kriz tedbirlerini yavaşça ortadan kaldırmaya uğraşmaktaydı. Gelişmiş ülkeler varlık alım programları sebebiyle büyüyen bilançolarını yönetmekle meşgulken, gelişmekte olan ülke merkez bankaları da yabancı sermaye akımlarını kontrol etmeye, cari açık ve döviz kurunda meydana gelen dalgalanmaları azaltmaya uğraşıyordu. TCMB, her iki amacı beraber gerçekleştirmek için geleneksel politika faizi ile birlikte zorunlu karşılık oranlarını ve faiz koridoru denilen yeni politika araçlarını devreye sokmuştu (TCMB, 2011: 2).

Büyük merkez bankalarının yaratmış olduğu küresel likidite bolluğu Türkiye gibi gelişmekte olan ülke piyasalarına giriş yaptığı için kredi hacminde genişleme ve TL’de hızlı bir değerlenme süreci görülmüştür. 2010 yılının son çeyreğinde faiz koridoru uygulaması, zorunlu karşılıklar ve likidite araçları TCMB tarafından aktif biçimde kullanılmaya başlanılmıştır. Ağustos 2011 dönemine kadar hem sermaye girişlerinde istenilen ölçüde sınırlama sağlanmış ve yurt içi kredi artış hızında belirgin bir yavaşlama kaydedilmiştir. Banka bunu yaparken küresel sermaye bolluğunu gözeterek faiz koridorunu alt bandına doğru genişletmiştir. Böylelikle gecelik borç verme faizleri

politika faizlerinin çok altında kalarak yabancı sermaye akımları için cezbedici olmamaktadır. Ek olarak banka, yabancı sermaye girişleri karşısında döviz alım ihaleleri açarak döviz fazlasıyla hem rezervlerine takviye yapmış hem de Türk lirasının gereğinden fazla değerlenmesinin önüne geçmeye çalışmıştır (TCMB, 2011: 4).

2011 yılının ortalarına gelindiğinde küresel büyüme hızında belirgin yavaşlama ve Euro bölgesinde artan kamu borçları sonucu gelişmekte olan ülkelere yatırım iştahında azalış gerçekleşmiştir. Türkiye gibi ülkelere bu sefer sermaye çıkışları başlamış, TCMB ise önlem olarak aşırı sermaye girişi döneminin tersi uygulamalar tercih etmiştir. Gecelik faizler yükseltilerek faiz koridoru daha dar bir banda sokulmuştur. Ancak ağustos ayından itibaren Türk lirası aşırı değersizleşince banka ilave tedbirler almak zorunda kalmıştır. Öncelikle faiz koridorunun her iki bandını da yükselterek yönünü daha yukarı çekmiştir. Yabancı sermaye çıkışını yavaşlatmak için yapılan faiz artırımlarının bankacılık sisteminde likidite sorunu yaratmaması için de zorunlu karşılıklarda indirimle gidilmiştir (TCMB, 2011: 6).

Küresel sermaye hareketlerinin çok hızlı yön değiştirdiği ve risklerin yüksek olduğu dönemlerde faiz koridoru uygulaması TCMB için esnek bir hareket alanı yaratmaktadır. Faiz koridoru yanında zorunlu karşılıklar, rezerv opsiyon mekanizması ve diğer likidite araçları da geleneksel olmayan para politikası içinde yer almakta ve aktif olarak kullanılmaktadır.

3.3.1. Faiz Koridoru Uygulaması

Faiz koridoru, TCMB tarafından gecelik borç verme ve gecelik borç alma faizleri arasındaki aralığa verilen isimdir. Finansal belirsizlikleri ve sermaye hareketlerindeki volatilitiyi yumuşatarak finansal istikrara katkı sağlaması amaçlanmaktadır (Vural, 2013: 63).

Enflasyon hedeflemesi stratejisinde başat para politikası aracı kısa vadeli faiz oranlarıdır. TCMB likidite yönetimi bir hafta vadeli repo ihaleleri, gecelik repo işlemleri ve geç likidite penceresi araçlarından oluşmaktadır. Likidite yönetimi bankalar ile TCMB arasında gerçekleşmektedir ve geleneksel fonlama aracı teminat karşılığı yapı-

lan bir haftalık repo ihaleleridir. Dolayısıyla normal koşullarda merkez bankasının politika faiz oranı olarak adlandırdığı faiz türü bir hafta vadeli repo faiz oranıdır. TCMB gerek duyduğunda bir haftalık repo ihaleleri de yapabilmekte ve faiz oranları piyasa koşullarında oluşmaktadır. Eğer piyasaların daha uzun dönemli likidite ihtiyaçları olursa repo ihaleleri daha uzun vadeli de yapılabilmektedir (Kara, 2012: 8).

Repo ihaleleri dışında TCMB tarafından piyasa yapıcı bankalara gene teminat karşılığında gecelik repo ve geç likidite penceresi üzerinden fonlama imkanı sunulmaktadır. Bir başka ifadeyle, bankalar likidite ihtiyacını vadesine göre faiz oranlarından karşılayabilecek geniş bir yelpazeye sahiptir.

Politika faiz oranı ve faiz koridoru aralıkları aylık yapılan PPK toplantılarında yeniden değerlendirilerek kamuoyu ile paylaşılır. Faiz koridoru uzun zamandır TCMB araç setinde yer almasına rağmen aktif kullanımı 2010 yılından sonra başlamıştır. Daha farklı bir ifadeyle 2010 öncesinde etkinliği daha pasif düzeydedir. Faiz koridoru, yalnızca piyasa faizlerinin politika faizlerinden aşırı sapmasını önlemek amacıyla simetrik ve sabit bir bant görevi üstlenmişti. Ayrıca yeni kullanım şekli doğrultusunda faiz koridoru ihtiyaçlar dahilinde aylık değil günlük olarak güncellenebilmektedir. Faiz koridorunun elastik yapısı, kredi ve döviz kuru kanallarının kullanım amaçlarını fiyat istikrarı ve finansal istikrar olarak çok fonksiyonlu hale getirmektedir (TCMB, 2013: 26).

2012 yılında enflasyonist risklerin yeniden belirginleşmesiyle TCMB parasal duruşunu sıkılaştırmıştır. Neticesinde enflasyon beklentilerinin gerilemesine paralel yılın ikinci yarısında para politikaları büyümeye katkı amacı taşımaktadır. Bu bağlamda faiz koridorunu alt sınırına doğru fonlama faizleri kaydırılarak likidite desteği sağlanmıştır. Diğer taraftan Rezerv Opsiyon Mekanizması da yardımcı bir araç olarak kullanılmış ve faiz koridorunun üst bandı yıl sonuna doğru alt seviyelere çekilmiştir (TCMB, 2012: 8). Böylelikle faiz koridoru kullanılarak piyasanın likidite ihtiyaçlarına cevap verilirken kredi hacmi ve sermaye akımlarında sert hareketler bertaraf edilmektedir.

3.3.1.1. Bir Hafta Vadeli Repo İhaleleri (Politika Faizi)

PPK tarafından belirlenen faiz oranı üzerinden miktar ihalesiyle yapılan bir işlemdir. İhaleye katılan kurumların verebilecekleri teklifin üst sınırı bulunmaktadır. Bu sınır, her kurum için zorunlu karşılık oranının tüm bankalar arasındaki payının iki katı alınarak toplam ihale tutarıyla çarpılmasıyla elde edilir. İhaleler iş günlerinde saat 11:00’da yapılır ve sonuçlar en geç takip eden yarım saat içinde açıklanır (Yücememiş v.d. 2015: 461).

TCMB piyasaları fonlarken Interbank piyasasında ve açık piyasa işlemlerini kullanır. 10:00-16:00 saatleri arasındaki faiz koridoru işlemleri TCMB borçlanma oranı tabanı ile TCMB borç verme oranı tavanı arasındadır. Koridorun bantları 16:00 ve 17:00’da yapılan geç likidite penceresi işlemlerinde genişlemektedir. Geç likidite pençesi borçlanma oranı daha düşük bir alt bandı, Geç likidite penceresi borç verme oranı da daha üst bir bandı temsil etmektedir. Politika faizinin önemi, tüm piyasa faiz türleri için gösterge niteliğinde olmasıdır. Dolayısıyla yatırım, tüketim ve harcama davranışları üzerinde belirleyici etkisi bulunmaktadır.

3.3.1.2. Gecelik (O/N) Borç Alma/Verme Faizi

Interbank piyasasında iş günleri 10:00-12:00 ve 13:00-16:00 saatleri arasında TCMB tarafından bir gece vadeli borç alma ve borç verme faiz oranları belirlenmektedir. Bankanın belirlediği borç alma faizi taban, borç verme faizi ise tavan niteliğinde olmaktadır ve işleme tabi olan faiz oranı bu iki bandın dışında oluşmaz. Bankalar diğer likidite işlemlerinde olduğu gibi teminat karşılığında ve işlem limitleri dahilinde TCMB’den borç alabilmekte (TCMB borç verme faizinden) ve fazla likidite durumunda TCMB’ye borç verebilmektedirler (TCMB borçlanma faizinden) (Yücememiş vd., 2015: 461).

3.3.1.3. Geç Likidite Penceresi (GLP)

TCMB likidite yönetimi amacıyla açık piyasada sürdürdüğü tahvil-bono, repo-ters repo işlemlerine ek olarak “Geç Likidite Penceresi” uygulamasıyla bankacılık kesimine likidite desteği sunarak finansal istikrara katkı sağlar. GLP uygulaması, TCMB’nin son kredi mercii özelliğini kullanarak bankaların acil ve günlük likidite

sıkışıklığı durumunda faydalanmalarını sağlayan bir araçtır. İş günlerinde 16:00-17:00 saatleri arasında kullanılabilir (Yücememiş vd., 2015: 461).

GLP, adından da anlaşılacağı için gecikmiş işlemler için bir likidite aracıdır. Dolayısıyla gecelik ve geçici özelliğe sahiptir. Aynı zamanda gün içerisindeki faiz koridorunun üst bandından daha yüksek bir faiz oranına sahiptir. Bunun sebebi gün sonu işlemlerini gecelik borç alma ve verme faizleriyle kapatamayan bankaları caydırıcı olması açısından dır.

TCMB, 2017-2018 yıllarında geç likidite penceresi uygulamasını örtük politika faizi olarak kullanmıştır. Normal koşullarda politika faizi göstergesi olan 1 haftalık repo faiz oranını sabit tutmuş ancak repo ihalesi yapmayarak bankalara aktif likidite imkanı olarak geç likidite penceresini zorunlu araç göstermiştir. Bu dönemde GLP faiz oranı %10'dan %27 seviyesine yükseltilmiştir. Böylelikle bankaların kredi maliyeti yükselmiş, kredi hacmi daraltılmak istenirken kurlardaki baskı hafifletilmeye çalışılmıştır (Kılıcı, 2019: 15).

3.3.2. Rezerv Opsiyon Mekanizması (ROM)

Merkez bankalarının belirlemiş olduğu belli bir oran ölçeğinde, tüm bankaların topladıkları mevduatın belli bir bölümünü merkez bankalarında karşılık olarak ayırmak zorundadır. Bu uygulama hem para tabanını sınırlandırmak için bir politika aracı görevi görmekte aynı zamanda bankaların kredi olarak kullanamadıkları bir teminat özelliği taşımaktadır. Zorunlu karşılık (ZK) oranları parasal genişleme dönemlerinde azaltılır ve parasal sıkılaşma dönemlerinde yükseltilerek parasal taban düzenlemelerine katkı sağlar (Glocker ve Towbin, 2012: 8). Ancak esas kullanım şekli, politika faizindeki değişiklikler neticesinde oluşan sermaye giriş ve çıkışlarına karşı kredi hacmini dengelemek için sterilizasyon aracı olmasıdır.

Zorunlu karşılık oranının kredi hacmine etkisi likidite kanalı üzerindedir. TCMB'nin geleneksel olmayan yeni araçları faiz koridoru ve aktif likidite yönetimi, zorunlu karşılık vasıtasıyla piyasadan emilen likiditeyi tekrar ve gerektiği kadar piyasaya enjekte ederek parasal tabanda dengesizliği engellemektedir. Ayrıca zorunlu karşılıkların aktif kullanımı faiz koridorunun daha etkin çalışmasına zemin yaratmaktadır.

Rezerv Opsiyon Mekanizması (ROM) ise bankaların zorunlu karşılık oranlarında belli bir yüzdeye kadar isterlerse döviz ya da altın olarak temin etme imkanı veren bir opsiyondur. Türk lirası dışındaki varlıkların dağılma sınırları rezerv opsiyon oranı ile oluşturulmaktadır. Her bir birim TL için hangi cins ne kadar döviz ya da altın ayrılabileceğini ise Rezerv Opsiyon Katsayısı (ROK) ile açıklanmaktadır (Koray v.d. 2012: 3).

Rezerv Opsiyon Mekanizmasının esas amacı bankaların TL ihtiyacını daha düşük maliyetli karşılımlarını sağlamak, döviz rezervlerini güçlendirmek ve sermaye akımlarının finansal piyasalar üzerinde kırılmalık yaratmasını önlemektir. Döviz ve altının merkez bankası rezervlerinde karşılık olarak tutulması ihtiyaç halinde kullanma imkanı sunduğundan bir para politikası aracı olarak kullanılmaktadır (Oduncu 2013: 2).

Sermaye çıkışlarının yoğunlaştığı dönemlerde, döviz cinsi borçlanmanın maliyeti yüksek ve kaynak arzı sınırlı olmaktadır. Böyle zamanlarda bankalar TCMB rezervlerinde karşılık olarak ayırdıkları dövizlerini kullanabilirler. Diğer taraftan kullanacakları dövizin yerine karşılık olarak TL koymak zorunda kalacaklarından bu kez TL likidite arayışı artacaktır. Bankalar TL cinsi mevduat faizlerini yükseltebilir ya da kredi verme konusunda daha seçici davranabilirler. Piyasalarda döviz likiditesi bolsa TCMB ROK’u yükseltebilir tersi durumda da indirebilir. ROM vasıtasıyla döviz kurlarındaki aşırı oynaklıklara dolaylı müdahale edilebilmektedir (Çetin, 2016: 88).

Rezerv Opsiyon Katsayısı yalnızca merkez bankasının brüt rezervleri üzerinde etkili olmaktadır. Çünkü ROM aracılığıyla rezervlerde bulunan döviz ve altınlar TCMB’nin satın almış olduğu varlıklar değil yalnızca bankaların emanetleridir. Dolayısıyla ROK değerinin artırılması TCMB brüt rezervlerini etkilerken, net rezervlerinde bir değişik yaratmamaktadır.

3.3.3. İletişim Politikasının Stratejik ve İdeolojik Önemi

2001 krizi sonrası Türkiye’nin ekonomi politik paradigmasında önemli değişimler yaşanmıştır. Yeni finansal mimari ve yapısal reformlar kapsamında devletin ekonomi yönetimindeki rolü yalnızca maliye politikaları ile sınırlandırılmıştır. Artık

finansal istikrarsızlıklarda devlet değil piyasa başarısızlığı söylemi geçerli olacaktır. Merkez bankasının yeni fonksiyonlarından biri devletin ekonomik aktörler ile kurumsal bağlantı aracı olmasıdır. Bankanın kurumsal yapısındaki bu değişimin yeni karakteristiğinde şeffaflık, bağımsızlık, iletişim ve beklenti yönetimi gibi özelliklerin ön plana çıkarılması göze çarpmaktadır. Öte yandan belli bir birikim olgunluğuna erişen ulusal sermayenin sınır ötesine uzanabilmesi için merkez bankasının katalizörlüğüne ihtiyacı vardır. Dolayısıyla merkez bankasının yeni özellikleri devlet, sermaye ve toplumsal kesimler arasında aracılığa uygun tesis edilmiştir.

Merkez bankası, bahsi geçen katalizör görevini enformasyon alışverişi ile gerçekleştirir. Ekonomik aktivitelerden ve aktörlerden gelen enformasyonları işleyerek kendilerine yeni enformasyon olarak sunar. Bu sayede ekonomik algı ve beklentilerdeki sapmaları yeniden istediği yöne çevirebilecektir.

Enflasyon hedeflemesi stratejisini bir nevi beklenti yönetimi stratejisi olarak tanımlamak Yeni Keynesyen ekol çerçevesinde yanlış olmayacaktır. Çünkü enflasyon hedeflemesi, ekonomik aktörlerin geleceğe dair enflasyon beklentileri sabit bir yöne odaklanmasını gerektirir. Tam bu noktada gerçekleşen enflasyon ile hedeflenen ya da beklentilerde kabul edilen enflasyonu yakınsama görevini yerine getirecek bir araca ihtiyaç vardır. Şeffaflık, güvenilirlik ve hesap verilebilirlik olgularını kapsayan “iletişim politikası aracı” bu bağlamda kritik rol oynar. Toplumun enflasyon hedeflerine ulaşılacağına ve fiyat istikrarının kalıcı olarak gerçekleşeceğine inandırılması stratejinin temel dinamiğidir (Kansu, 2007: 63).

Para politikalarının kendisinden daha önemli olan unsur toplumun bu politikalara itibar etmesidir. Eğer toplumsal kesimlerin merkez bankasına ve para politikalarına karşı güvensizliği varsa hangi araç ne şekilde kullanılırsa kullanırsın istenilen etkiyi yaratamayacaktır. Hatta böylesi bir güvensizlik ortamında para politikası uygulamalarının tersine beklenti ve davranışlar oluşabilecektir. Ekonomik birimlerin para politikasına tam itimadı olduğu durumlarda ise para otoritesinin yalnızca söylem ve işaretleleri bile ekonomik davranışları istenilen yöne çekme gücüne sahiptir (Akdiş, 1992: 84).

Merkez bankasının iletişim politikasının ideolojik tarafı özellikle kriz zamanlarında ortaya çıkan ekonomik zararın toplumsallaştırılması aşamasında belirginleşir. Örneğin enflasyon, ekonomik temelli bir sorun olmasına karşı toplumsal alana yayılan bir sorun niteliği kazanmıştır. Buna paralel olarak toplumun her kesimi enflasyondan aynı biçimde etkilenmez. Dolayısıyla iletişim, toplumsal alanın yönetiminde başarılı olduğu ölçüde enflasyonu yönetme kabiliyetine sahiptir.

Tüm dünyada 2000'lerden itibaren yeni finansal mimari içerisinde sermaye, merkez bankalarının “bağımsız” olarak kullandığı araçlar doğrultusunda akışkanlık kazanmıştır. Bir başka deyişle ulusal merkez bankaları sermayenin küresel yolculuğunda köprü görevi görmektedir. Ancak bu yolculuğun tıkanmaması için hem toplumsal kesimler hem de siyasi otoriteler gerektiğinde sermaye lehine müdahalelerden çekinmemiştir. Çünkü pek çok siyasi otoritenin istikrarı sermayenin istikrarına bağlıdır.

İletişim politikası toplumdaki tüm kesimlerden enformasyonu işleyen bir mekanizma olduğu için birbirine karşıt toplumsal yapıların taleplerini bünyesinde barındırır. Ancak tüm talepleri dikkate alsa da finansal sermayenin uzun erimli istikrarının gözetilmesi son aşamada uygulamaların rotasını tayin etmektedir. Merkez bankasının topluma dönük bu imajı bankanın esas amacını örtük hale getirmektedir (Elgie, 1998: 55).

TCMB bünyesinde iletişim politikaları 2002 yılında “İletişim Genel Müdürlüğü’nün” kurulmasıyla resmi bir kimlik kazanmıştır. Toplumsal kesimleri para politikaları hakkında bilgilendirmek ve ikna etmek için hukuki düzenlemeler ile görev ve yetkileri belirlenmiştir. Banka içerisinde başlı başına bir genel müdürlük olarak iletişim politikasının yürütülmesi, verilmek istenen söylem ve mesajların önemini ortaya koymaktadır.

DÖRDÜNCÜ BÖLÜM

TCMB POLİTİKA FAİZİ ÜZERİNE BİR ANALİZ

4.1. Çalışmanın Amacı

Çalışmada, TCMB'nin araç seçimlerinde ve karar alma süreçlerinde bağımsızlık türlerine etki eden parametreler mercek altına alınmıştır. Esas para politikası aracı olan politika faizinde 2013 yılından itibaren değişimler baz kabul edilerek bu tarihten sonraki faiz değerleri, TÜFE, dolar kuru ve dünyadaki rezerv para birimlerinin arzından sorumlu merkez bankaları olan FED, ECB, BOE'nin politika faiz oranları modele katılmıştır. Ayrıca TCMB'nin almış olduğu aksiyonlarda etken faktörleri tespit edebilmek için 2013-2020 yıllarını kapsayacak şekilde kapsamlı bir medya taraması yapılmış ve 39250 adet haber arasından para politikasında etkili olabilecek ekonomik olaylar seçilmiştir.

Çalışmadaki temel amaç; TCMB'nin almış olduğu politika faizi kararlarında baskı unsuru yaratabilecek herhangi bir dışsal etki altında kalıp kalmadığını tespit etmek ve varsa bunların nedenlerini analiz ederek bağımsızlık kavramıyla üzerinden tartışmaktır. Dolayısıyla enflasyon hedeflemesi stratejisinin Türkiye özelindeki başarısı hakkında yorum yapılabilir. Bu doğrultuda kısa vadeli faiz oranlarının arttırılması ya da azaltılmasına etki edecek olaylar ve iktisadi gelişmeler; dış ekonomik sebepler, iç ekonomik sebepler, siyasi unsurlar verileri altında ele alınmıştır. İç ekonomik gelişmelerden kastedilen, Türkiye'nin siyasi ve iktisadi yönetimi sonucu sahip olduğu risk primleri seviyesi (CDS), kredi derecelendirme kuruluşları tarafından verilen notlar ve cari açık gibi unsurlardır. Dış ekonomik gelişmeler ise; dünya merkez bankalarının kararları, küresel riskler, enerji ve emtia fiyatlarında önemli fiyatlamalar gibi Türkiye'nin edilgen konumunda takip ettiği gelişmeler ağıdır. Ayrıca bu unsurların zaman zaman Türkiye ekonomisi lehine ve TCMB'nin hedeflerine ulaşmasında pozitif katkılarının da olması sebebiyle ilgili parametrelerden oluşturulan “dummy” yani “kukla” veriler, negatif ve pozitif yönlü olmak üzere ikiye ayrılmıştır. Çalışmanın konusu gereği siyaset mekanizması ve merkez bankası ilişkisi göz önünde bulundurularak ilgili gelişmeler de analize dahil edilmiştir. Çalışmanın temel motivasyonlarından

Merkez bankasının karar alma süreçlerinde bağımsızlığı hususu da esasen bu noktada önem arz etmektedir. Merkez bankası kararlarına yönelik bürokrasiden ya da toplumsal baskı grupları tarafından yapılan eleştiriler ve yorumlar da haberler üzerinden tespit edilerek “politik söylem” adıyla kategorize edilmiştir. PPK öncesi ve sonrasında yapılan bu açıklamalar, tarihleri referans alınarak dummy veri seti oluşturacak şekilde istatistikselleştirilmiş ve analize katılmıştır.

4.2. Çalışmanın Yöntemi

Çalışmanın yöntemini açıklamadan önce kullanılan değişkenleri içeren bazı literatür örneklerine yöntem ve bulgular açısından değinmek neden böyle bir çalışmaya ihtiyaç duyulduğuna dair somut fikirler verecektir. Aynı zamanda çalışmanın özgün yanlarının belirginleşmesi açısından faydalı olacağı düşünülmektedir.

Barbaros ve Erol (2007: 20) yapmış oldukları çalışmada enflasyon hedeflemesi stratejisini Türkiye özelinde değerlendirmişlerdir. Para politikası araçları ile enflasyon arasındaki ilişkiyi 1987-2006 yılları arasında TÜFE, parasal taban, döviz kuru, faiz oranı, dolarizasyon oranı ve GSYİH’de yaşanan yüzdelik değişim üzerinden ele almışlardır. VAR (Vektör Otoregresyon) yöntemiyle elde ettikleri bulgular, kısa vadeli faiz oranlarının enflasyon üzerinde etkili olduğunu ortaya koymuştur. Ayrıca döviz kurundan enflasyona geçişkenliğin uzun dönemli ve güçlü olduğu yönündedir. Dolayısıyla açık enflasyon hedeflemesine geçiş için hazırlık aşamasını başarılı bulmuşlardır.

Yapraklı (2007: 122), kural para politikası üzerinde döviz kuru ile enflasyonun etkilerini incelemiştir. Örtük enflasyon hedeflemesi dönemi olarak adlandırılan 2001-2006 yıllarında kısa vadeli faiz oranını, reel üretim açığını, TÜFE verilerini ve reel efektif kur endeksi değişkenlerini analizine dahil etmiştir. Granger nedensellik analizini kullanarak üretim açığı ve enflasyon değişkenlerinden faiz oranına doğru tek yönlü bir nedensellik saptamıştır. Regresyon tahminlerinde açık uygulanan kural politikanın Türkiye’de geçerli olduğunu, kısa vadeli faiz oranları üzerinde enflasyon ve üretim açığının istatistiki yönden anlamlı ve pozitif, döviz kurunun ise anlamsız olduğunu ifade etmiştir. Yapraklı’nın analizine göre TCMB para politikasını belirlerken

enflasyon değişkenine yüksek oranda dikkat etmekte, dvız kurlarına ise sınırlı önem vermektedir.

Sever ve Mızrak (2007: 265) faiz oranı, enflasyon ve dvız kuru arasındaki ilişkileri araştırmıştır. VAR yönteminden faydalanarak Türkiye’de enflasyon ile dvız kuru arasındaki yapıyı 1987-2006 yılları arasında ele almıştır. Edinilen sonuçlara göre ilgili değişkenlerin hem kendi arasında hem de ortaya çıkan şoklardan etkilendiği ortaya çıkmıştır. Öte yandan dvız kurunun dışsal bir değişken olmasından dolayı enflasyon ve faiz oranı üzerinde daha yüksek bir etkisi görülmüştür. Dolayısıyla dvız kuru istikrarı olmadan faiz oranlarında ve enflasyonda kalıcı bir istikrar sağlanamayacağı görüşündedirler.

Yapraklı ve Kaplan (2012: 185) alışmasında “açık hedeflemesi stratejisinin başarısı için para politikası araçları ile enflasyon arasında öngörülebilir ilişki olmadır” hipotezini sınamıştır. Bunun için enflasyon üzerinde parasal tabanın, kısa dönem reel faiz oranının ve reel efektif kur endeksinin etkilerini 2006-2011 yıllarını kapsayacak şekilde ele almışlardır. Granger testlerine göre enflasyon ile reel efektif kur ve faiz oranı arasında iki yönlü nedensellik bulunmuştur. Eş bütünleşme ve hata düzeltme modeli sonucunda hem kısa hem uzun dönemde enflasyon ve faiz oranlarının zayıf da olsa dvız kurundan olumsuz etkilendiği ifade edilmiştir. Özetle açık enflasyon hedeflemesi stratejisinin Türkiye uygulaması başarılı bulunmuştur.

Saraçoğlu ve diğerleri (2015: 75) 2013 tarihinde Fed Başkanı Bernanke’nin tahvil alım programını bitireceğini açıklaması üzerine gelişmekte olan ülkelerden sermaye çıkışlarının dvız kuru, faiz ve enflasyon üzerindeki etkilerini 2008-2015 yılları arasında Türkiye özelinde ele almışlardır. Granger nedensellik testlerine göre faiz ile enflasyon arası çift yönlü ilişki bulunmuştur. Enflasyon ile sermaye hareketleri arasında da faiz kanalı üzerinden bir nedensellik ilişkisi tespit edilmiştir. Özellikle 2013 sonrasında Türkiye gibi düşük kur yüksek faiz politikası uygulayan ülkelerde yüksek cari açıkların bulunması nedeniyle faiz oranı belirlenirken kur istikrarına dikkat edilmesi gerektiğine vurgu yapmışlardır.

Yenice ve Yenisu (2019: 1065) döviz kurundan enflasyon ile faiz oranına geçişkenliği ve enflasyon ile faiz oranı arasındaki doğrudan ilişkiye mercek tutmuştur. 2003-2018 yılları arasında Türkiye’de enflasyon, döviz kuru ve faiz oranları değişken olarak analize eklenmiştir. ARDL sınır testi ve Eş bütünleşme testi yapılmış ardından Toda-Yamamoto testi ile nedensellik ilişkileri sınanmıştır. Bulgulara göre döviz kuru-nun enflasyon ve faize doğru geçiş etkisi doğrulanmıştır. Ayrıca enflasyon olgusunun faiz oranları üzerinde belirleyici olduğunu saptamışlardır.

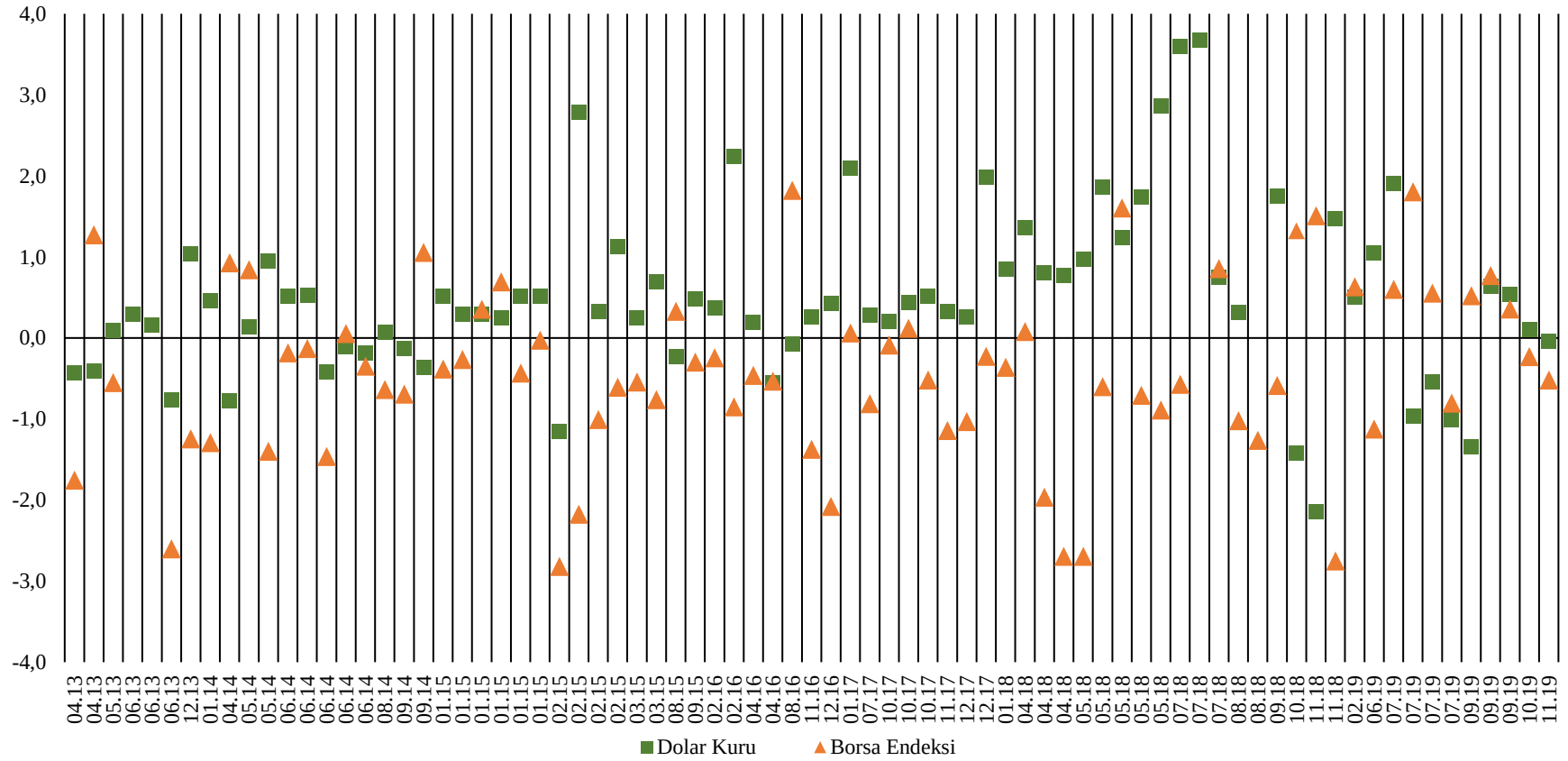
Bu çalışma daha önce belirtildiği üzere TCMB’nin kısa vadeli faiz oranları üzerindeki kararlarında bağımsızlığına etki eden faktörleri ortaya koymak üzere gerçekleştirilmektedir. Yapılan incelemelerin ve elde edilen bulguların isabet oranını artırmak için ise birtakım istatistiki modellemelerden faydalanılmıştır. Diğer taraftan bir istatistiki modelin doğru ve isabetli sonuç verebilmesi için doğru verilerin ele alınarak araştırılması gerekmektedir. Bu doğrultuda çalışma için merkez bankasının kısa vadeli para politikası aracını ifade eden politika faizleri, fiyat istikrarının göstergesi olan TÜFE ve döviz kurları seçilmiştir. Ayrıca Türkiye’nin küresel finansal sistem içerisinde çevre ülke olarak sınıflandırılmasından ötürü merkez ülkelerin merkez bankaları, örneğin; FED, ECB ve BOE’nin politika faiz oranlarının ele alınması teorik olarak ilişkili bulunmuş ve ilgili parametrelere dair veriler toplanmıştır.

Öte yandan TCMB’nin karar alma mekanizmasının aslında çeşitli faktörlere karşı verilmiş tepkiler olduğu düşünüldüğünde, bunların neler olduğunun tespit edilmesi ve modele dahil edilmesi elzemdir. Zira TCMB’nin kararlarının yalnızca ‘TÜFE-Döviz Kuru-Merkez Ülke Kararları’ ekseninde şekillenemeyeceği aşıkardır. Bu nedenle çalışmada, TCMB’nin aksiyonlarına etki eden diğer faktörler, TCMB’nin aldığı kararlardan sonra yaptığı açıklamalardaki ‘kararlara dayanak unsurlar’ dikkate alınarak tespit edilmeye çalışılmıştır. Bu doğrultuda 2013-2020 yıllarını kapsayacak şekilde kapsamlı bir medya taraması yapılmış ve para politikası kararlarına etki edebilecek toplam 39250 adet ekonomi-finans eksenli haber elde edilmiş ve incelenmiştir. Bahsi geçen haberler “finans.mynet.com” isimli haber sitesinin arşivi üzerinden, “Parsehub” isimli web kazıma programı aracılığıyla çekilmiş, ardından senelik bazda excel tablola-

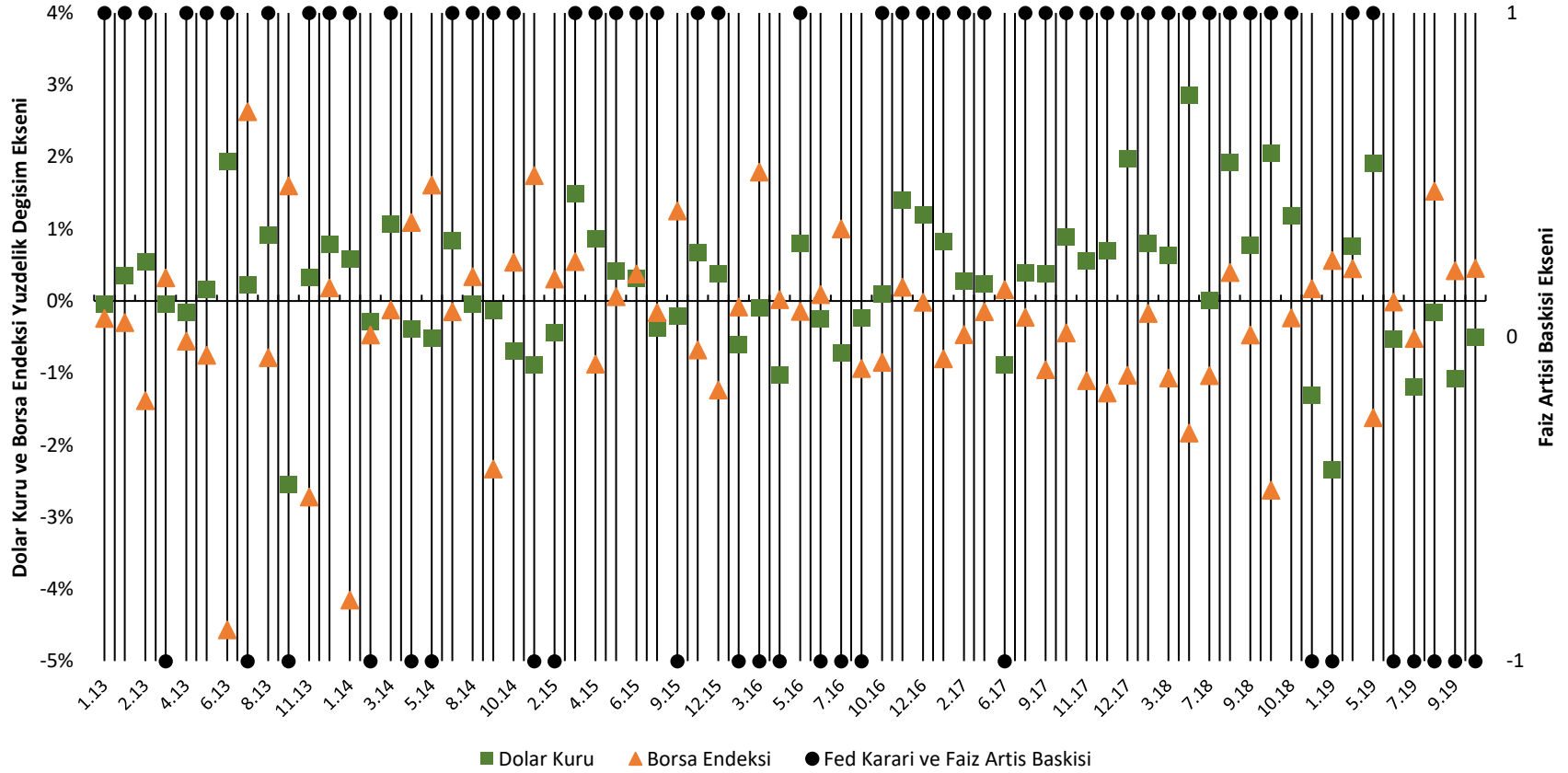
rına aktararak elimine edilmiştir. Veriler için baz alınan haberler belirlenirken, finansal piyasalarda olaylara karşı en hassas ve hızlı tepki veren göstergelerin başında borsa endeksi ve kur hareketleri olmasından dolayı bu göstergeler arasında anlamlı ve trend içeren ilişkilerin varlığı araştırılmıştır. Bir başka söylemle borsa endeksine ve döviz kuruna etki edebilecek ancak para politikasına herhangi bir tesirde bulunamayacak tek seferlik ya da çok kısa süreli gelişmeler çalışma dışında bırakılarak, devamlılık gösteren gelişmeler tespit edilmeye çalışılmıştır. Gerçekten de Grafik-4.1 ve Grafik-4.2’de sunulan gelişmeler dikkate alındığında çalışmada kullanılan FED politika faizine dair FED’in verdiği sinyaller ve TCMB’ye ve onun politikalarına yönelik siyasetçilerin söylemleri ile döviz kuru ve borsa endeksi arasında dikkate değer bir ilişki olduğu görülecektir. Dolayısıyla çalışmada seçilmiş haberler ile bunların ekonomik göstergeler üzerindeki etkisinin uzun dönemli anlamlı ilişkisine önemli bir işarettir.

Bahsedilen grafiklerden ilki olan Grafik-4.1’e bakıldığında, politik söylemlerin gerçekleştirilmiş olduğu tarihlerde (grafikte belirtilen tarihlerde), ekseriyetle dolar kurunun arttığı ve borsa endeksinin düştüğü gözlemlenmektedir. Bu durum politikacıların TCMB hakkındaki söylemlerinin yabancı sermaye çıkışlarını tetiklediğiyle ilişkilendirilebilir. Grafik-4.2’de ise sağdaki eksenindeki artışın, yani FED tarafından yapılan ve Türkiye’de politika faizini artırıcı etkiye sahip olan açıklamalar olması durumunda (bu etkiler 1 ve -1 değerleriyle ele alınmış olup, etkinin varlığı 1 ve etkinin yokluğu ya da faiz indirimine olanak verecek durumlar -1 ile gösterilmiştir), döviz kurunun arttığı ve borsa endeksinin düştüğü görülmektedir.

Grafik-4.1: Politik Söylemler ile Dolar Kuru ve Borsa Endeksi Arasındaki İlişki



Grafik-4.2: FED Açıklamaları ile Dolar Kuru ve Borsa Endeksi Arasındaki İlişki



Öte yandan TCMB'nin PPK toplantılarına dair paylaştığı notlarda da referans gösterilen küresel para arzındaki gelişmeler, enerji fiyatlarında yaşanan değişimler, küresel ve/veya ulusal düzeydeki şoklar gibi unsurları içeren böylesi bir medya araştırmasının arkasında yatan temel argüman, TCMB'nin bazı durumlarda referans göstererek karar almasına etki eden bu unsurların dışında başka faktörlerin olup olmadığına yönelik bir çıkarım yapılabilmesi olmuştur. Kısaca TCMB kararlarında, PPK notlarında değinilmeyen ancak varlığı ile baskınlık yaratabilecek içsel ve dışsal faktörler test edilmiştir.

Diğer taraftan böylesi bir uygulama, TCMB'nin karar alma süreçlerinde etki sahibi olan unsurların iktisat teorisi çerçevesinde tasnif edilmesine de imkan sunmaktadır, yani 'etkilerin sistematik tasnifi' gerçekleştirilebilmiştir. Burada bahsedilen tasnif ise öncelikli olarak etkinin coğrafi kaynağına, -yani iç ve dış etkenler ya da çalışmada kullanıldığı biçimiyle 'faiz kararına etkiyen ülke içi etkiler' ve 'faiz kararına etkiyen ülke dışı etkiler'-, sonrasında ise bu etkilerin yönüne göre, -yani 'politika faizini artırıcı baskılar' ve 'politika faizini azaltmaya olanak sağlayan gelişmeler'-, olarak tanımlama yapılmıştır. Bu işlem sonucunda 'Ülke İçi Faiz Artırıcı Baskılar', 'Ülke İçi Faiz İndirimine Olanak Sağlayan Gelişmeler', 'Ülke Dışı Faiz Artırıcı Baskılar' ve 'Ülke Dışı Faiz İndirimine Olanak Sağlayan Gelişmeler' olmak üzere 4 farklı dummy veri elde edilmiştir. Burada dummy veri olarak bahsedilen bu setler ise etkinin varlığının belirtilen tarihte olması durumunda 1 ve olmaması durumunda ise 0 değeri üzerinden temsil usulü ile oluşturulmuştur. Öte yandan burada iç ekonomik gelişmelerden kastedilen Türkiye'nin siyasi ve iktisadi yönetimi sonucu sahip olduğu risk primleri seviyesi (CDS), kredi derecelendirme kuruluşları tarafından verilen notlar ve cari açık gibi unsurlarken, dış ekonomik gelişmeler ise; dünya merkez bankalarının kararları, küresel riskler, enerji fiyatlarındaki önemli fiyatlamalar gibi Türkiye'nin edilgen konumda takip ettiği gelişmeler olarak gösterilebilir.

Buraya kadar bahsedilenler göz önünde bulundurulduğunda, yapılan ifadelerde modele dahil edilen verilerin neler olduğu ve bunların neden seçildiği açık bir şekilde aktarılmakla birlikte, verilere biçilen zaman değerine ilişkin zaman aralığının özelli-

ğine dair bir açıklama yapılmadığı anlaşılmaktadır. Dolayısıyla bu çalışmada, veri toplama işlemi gerçekleştirilirken 2013 yılı başlangıç olarak kabul edilmiş ve çalışma gerçekleştirilirken içinde bulunulan 2020 yılı ise çalışmanın tamamlandığı tarih olarak ele alınmıştır. 2013 yılının başlangıç olarak ele alınmasında birden fazla kritik sebep vardır. Birincisi FED'in küresel kriz sonrası başlattığı varlık alım programını bitireceğini ve politika faizlerini artıracaklarını ilan ederek küresel krizin etkilerinin silindiğini belirtmesidir. Bir diğer neden ise yakın dönem Türkiye tarihindeki en büyük toplumsal hareketlerden biri olan Gezi olaylarının yaşanmış olması ve beraberinde ekonomik, politik ve toplumsal düzeyde ciddi gelişmeleri beraberinde getirmesidir. Başlangıç kabul edilen tarihten itibaren, önceki dönemlerde görece istikrarlı seyreden kur ve faiz hareketlerinde sert oynaklıkların uzun süre devamı yaşanmıştır.

Bu bilgilere ek olarak belirtilmesi gereken önemli bir nokta da TCMB'nin bağımsızlığını sorgulatabilecek bir başka hususun varlığıdır. Özellikle 2016 yılında darbe girişiminin ardından yaşananlar, yönetim biçiminin değişimi ve kanun hükmünde kararnamelerle ülkenin yönetimi ve son olarak da hükümet yetkililerinin TCMB'nin politikalarına yönelik eleştirileri, hatta çoğu zaman sözlü yönlendirmeye kaçan açıklamalar düşünüldüğünde, TCMB kararları üzerinde etkin olan bir başka unsurun daha var olduğu söylenebilir. 'Ülke içi politik söylemler' olarak isimlendirilen bu etki, toplanan haberler içerisinde yönetimde bulunanlar tarafından TCMB'ye yönelik gerçekleştirilmiş açıklamalar üzerinden oluşturulmuş bir başka dummy veri ile incelenmiştir. PPK öncesinde veya sonrasında gerçekleştirilen eleştiri veya sözlü yönlendirme biçimindeki türlü açıklamalar ilgili tarih referans alınarak, diğer dummy verilerin oluşturulmasına benzer şekilde 1 ve 0 değerlerinden temsil ile oluşturulmuştur. Diğer veri setlerinden farklı olarak TCMB tarafından karar alma sürecinde hiçbir şekilde ifade edilmeyen, ancak kararlara önemli etkisi olduğu düşünülen bir unsurdur. Diğer taraftan bu türlü bir dummy oluşturma tekniği göz önünde bulundurulduğunda, bu noktada bu veri setinin neden diğerleri gibi iki yönlü etkiyi içermediği, yani pozitif ve negatif etki üzerinde ayrıştırılmadığı düşünülebilir. Burada böyle bir uygulamaya gidilmemiş olmasının temel sebebi ise yapılmış tüm söylemlerin istisnasız bir şekilde eleştiri biçiminde gerçekleştirilmiş olması, yani faiz indiriminden başka bir yön içermemesidir.

Belirtmekte fayda var ki bu denli büyük bir haber arşivinin tamamının ham veri olarak paylaşılması, tez kapsamında mümkün olmayan bir durumdur. Ancak Microsoft Excel üzerinden hassas bir şekilde listelenmiş olan bu dummy veri kaynakları, istenilmesi takdirinde tüm okuyucularla paylaşmaya hazır şekilde kaydedilerek saklanmıştır. PPK ve haber tarihleri, haber linkleri, haber başlıkları kısa özet olacak şekilde toplanmış ve arşivlenmiştir.

Çalışmaya dair bahsedilmesi gereken önemli bir başka husus verilerin zaman yapısı ile ilgilidir. Nitekim TCMB tarafından gerçekleştirilen PPK toplantıları, esasen ele alınan dönemde sıralı aylık periyotlarla yapılmamıştır. Bu nedenle politika faizlerinin klasik zaman serisi teknikleri ile ele alınabilmesi mümkün değildir. Çalışmada bu zorluktan kurtulabilmek adına, yani verilerin aylık zaman serisine uygun hale getirilebilmesi için PPK toplantılarının düzenlenmediği ve faizlerin sabit kaldığı aylar, veri setine cari faiz düzeyi dikkate alınarak dahil edilmiştir. Ancak böylesi bir girişim bile zaman serisindeki problemlerin çözülebilmesi açısından yeterli değildir. Zira TCMB'nin farklı dönemlerde politika faizi yerine farklı politika araçları kullanmış olması, verilerin zaman serisi açısından takibini ayrıca zorlaştırmaktadır. Nitekim 2013 yılından itibaren belirli dönemlerde bir haftalık repo faizinin (politika faizi), kısa bir dönemde ise geç likidite penceresi aracının politika faizi olarak kullanılması -haftalık repo faiz oranı sabit tutulurken haftalık repo ihalesi açılmayarak GLP üzerinden piyasanın fonlanması- bu ikiliden hangisi değişken olarak alınırsa alınsın, uzun süreli durağan süreçlerle karşılaşılmasına neden olmaktadır. Oysa esasında bu süreçte politika faizinde değişimler olmuş ama bu durum resmi politika faizi değişimi olarak ilan edilmemiştir. Kısa dönemli uygulanan bu dual ve zımni para politikası, düzgün bir analiz yapılmasına olanak sağlamamaktadır. Çalışmada bu durumdan kurtulabilmek için ise başka dummy verilerin yaratılması ihtiyacı doğurmuştur. Buna göre öncelikle, haftalık repo faiz oranlarında ya da geç likidite penceresi faiz değerlerinde bir değişim yaşanması durumu 1 ve yaşanmaması durumu ise 0 olarak kodlanarak 'faiz değişimi' dummy verisi oluşturulmuştur. Ancak bu şekilde oluşturulan bir veri, artış ve azalış etkilerini aynı anda içerdiğinden, gerçekleştirilen politik söylemlerle düşük korelasyon oluşması sonucu ihtimali taşımaktadır. Dolayısıyla böylesi bir istatistiki hataya düşmemek için, tekrardan 'negatif yönlü faiz değişimi' ve 'pozitif yönlü faiz değişimi'

olmak üzere iki ayrı dummy veri seti oluşturulmuştur. Böylesi bir yaklaşım sonucu politik söylem verisi ile faiz indirimi verisi arasında anlamlı bir ilişki beklenmektedir.

Çalışmaya dair belirtilmesi gereken son nokta ise birden çok model kullanılması ile ilgidir. Bu durum çalışmanın konusu ve kapsamına dair birkaç önemli detayla ilgilidir. Bu detaylar ise şöyle sıralanabilir:

- Modeller oluşturulurken “E-views 8” ve “Stata 15” isimli ekonometri ve istatistik programlarından faydalanılmıştır.
- Çalışmada ele alınan faiz değişimleri, 2013 yılından itibaren sıklaşmakla beraber, politik söylem verileri daha çok 2016’dan sonra sıklaşmaktadır. Bu açıdan etkinin daha net gözlemlenebilmesi için 2016 ve sonrası yılların özellikle analiz edilmesi gerekmektedir. Ancak böylesi bir tutum, yanlış bir sonuç ve çalışma algısı oluşturabileceğinden ötürü, çalışmanın 2013’e kadar uzatılması daha mantıklıdır. Fakat bu durumda da etkinin gözlenmesi zorlaşacağı için iki farklı model oluşturulması en sağlıklı çözümdür.
- Her ne kadar çalışma merkez bankası bağımsızlığı ekseninde gerçekleşmekte ve TCMB’nin kısa vadeli faiz kararlarını irdelese de çalışmada dikkate alınan politik söylemlerin genel olarak faiz indirimine yönelik olması ve sergilenen tutumun da ekseriyetle tenkit edici biçimde oluşu düşünüldüğünde, politika faizlerinde yaşanan değişimlerin negatif ve pozitif yönlü olarak tek tek ele alınmasının daha tutarlı sonuçlar vereceği düşünülebilir. Bu nedenle çalışmada faiz değişimine yönelik genel veriye ek olarak faiz indirimi ve faiz artışı şeklinde ayrı ayrı incelemeler yapılmıştır ki bu durum birden fazla model oluşturulmasını desteklemiştir.
- Ortaya çıkan sonuçlar birden fazla model çerçevesinde irdelenerek var olan durum farklı açılardan ortaya konulmaya çalışılmıştır. Nitekim birden çok model kurulması, bağımsızlık söylemine dair tüm boyutların ele alınmasını ve değerlendirilmesini daha kolay hale getirmektedir.

Tüm bu açıklamaların ardından çalışmada çoklu regresyon modelinin kullanıldığı, bu istatistiki yöntem üzerinden birçok model geliştirildiğini belirtmek gerekir. Her ne kadar model sayısı birden fazla olsa da çalışmada kullanılan istatistiki yöntem,

aşağıdaki matematiksel gösterimin çeşitli varyasyonlarından ibarettir. Bahsedilen model ise şu şekildedir.

$$Y_i = B_0 + B_1X_{i1} + B_2X_{i2} + \dots + B_nX_{in} + e_i$$

Burada;

i = Zaman İndekslerini

Y = Bağımlı Değişkeni / Faiz Kararlarını

B = Faktör Katsayılarını

X= Bağımsız Değişkenleri / Faktörleri

e = Hata Terimini

ifade etmektedir.

4.3. Metodoloji ve İstatistiki Yöntem

Bu bölümde çalışmada kullanılan metot ve istatistiki yöntemlerin açıklamalarına yer verilmiştir. Ele alınan bazı zaman serileri verili bir kaynaktan doğrudan elde edilmeyip manuel olarak hazırlanmıştır. Bu yöntem çalışmanın özgünlüğüne ve literatüre katkı sağlaması beklenen özelliklerindendir. Ayrıca zaman serilerinin yapısal özelliklerinde dolayı çoklu regresyon analizinin uygun bir yöntem olacağına kanaat getirilmiştir. Dolayısıyla çalışmada çoklu regresyon analizinin temel varsayımlarını test eden yardımcı araçlardan da faydalanılmıştır.

4.3.1. Çoklu Regresyon Analizi

Çoklu Regresyon Analizi modelinin uygulamada tercih edilmesinin nedeni, anakütle gözlem değerlerine etki eden farklı olasılıklarda başka gözlem değerlerinin de bulunmasıdır. Dolayısıyla basit regresyon modeli, mevcut ilişkileri açıklamakta yetersiz kalacaktır. Çoklu regresyon yöntemi kullanılarak oluşturulan modeller tahmini değerleri vermektedir. Kısaca tahmin edilmeye çalışılan bağımlı değişkene etki eden, model içerisindeki bağımsız değişkenler ayrı ayrı ifade edilerek, sahip oldukları tahmin katsayıları kendine özgü olarak ortaya çıkartılmıştır. Regresyon analizlerinde kul-

lanılan en etkili yöntemlerden biri “En küçük kareler yöntemi” olarak ifade edilen yöntemdir. Tahmin değerlerinin gerçek değerlere en yakın şekilde açıklama kabiliyeti mevcuttur.

Çoklu regresyon analizi uygulamasında ele alınan ilişki biçimi, bağımsız değişkenlerin bağımlı değişken ya da değişkenler üzerindeki etki oranına regresyon katsayıları göz önünde bulundurularak değerlendirilir.

Kurulan modellerde bağımlı ve bağımsız değişkenlerin haricinde hata terimi ismiyle bir başka parametre daha yer almaktadır. Aslında modelin ölçüm başarısı tamamen hata teriminin sahip olduğu değerlere bağlıdır.

Bağımlı ve bağımsız değişkenler arasında ölçüm hataları bulunabilir, ilgili değişkenlerden yanlış sayıda örneklem seçilmiş olabilir, eksik değişken modele bırakılmış olabilir. Tüm bu özelliklerle regresyon analizlerinde yapılan ölçüm hatası nedenleridir. Dolayısıyla modelin ölçüm başarısını teyit için hata teriminden faydalanılmaktadır.

Hata terimi e_i sembolüyle ifade edilirken modelin içinde minimum bir değer alması uygun görülür. En küçük kareler yöntemi hata teriminin en küçük değeri alması için kullanılmaktadır (Sevüktekin ve Nargeleçekenler, 2010: 346).

4.3.2. En Küçük Kareler Yönteminin Varsayımları

En küçük kareler yönteminin teorik olarak belli varsayımları mevcuttur. Bunlar sağlanamadığı takdirde regresyon analizinin başarıya ulaşması beklenemez. Özetlemek gerekirse bunlar; (Gujarati ve Porter, 2009: 189)

- Hataların beklenen değerinin ortamasının sıfır olmasıdır, $E(e)=0$
- Hataların sabit varyansa sahip olması, $Var(e_i)=\sigma^2$
- Hataların birbirinden bağımsız olması, $Cov(e_i, e_j)=0$
- Bağımlı değişken ile hata terimleri arasında korelasyon olmaması, $Cov(e_i, Y_i)=0$
- Bağımsız değişkenler ile hata terimlerinin bağımsız olması, $Cov(e_i, X_i)=0$

- Bağımsız değişkenlerin kendi arasında anlamlı bir ilişki bulunmaması, $Cov(X_i, X_j)=0$ şeklindedir.

Bağımlı ve bağımsız değişkenler kendi başlarına doğrusal olmasa bile aralarındaki ilişkinin doğrusal özellik taşıması beklenir.

En küçük kareler yönteminin varsayımlarından en az birisi bile sağlanamıyorsa analizin tahmincilerinin açıklama gücü gerçeklikten sapma gösterir.

4.3.3. Çoklu Doğrusal Bağlantı Sorunu

Bağımsız değişkenlerin birbiri arasında anlamlı ve yüksek ilişkinin olması çoklu doğrusal bağlantı olarak isimlendirilir ve regresyon analizinde arzu edilmeyen bir durumdur. Böyle bir durumun varlığında (Gujarati ve Porter, 2009: 327):

- Regresyon katsayıları belirsiz ve standart hatalar sonsuz olur.
- Regresyon katsayıları daha yüksek varyans ve kovaryans değerleri alır.
- Modelin açıklama gücünü ifade eden R^2 yüksek olur ancak değişken istatistiki olarak anlamsızlaşır (t test).

Çoklu doğrusal bağlantı sorunu bulunduğu birbiriyle ilişki içerisindeki bağımsız değişkenlerden bazılarının modelden çıkartılması gerekir. Ancak hangi değişkenin çıkartılacağı önem taşır, aksi modelin tanımı tamamen hatalı olacaktır.

Çoklu doğrusal bağlantı sorununu tespit etmek için kullanılan birkaç yaygın yöntem mevcuttur ki bunlar şu şekilde incelenebilir:

- İki bağımsız değişken arasındaki korelasyon katsayısı $r > 0.75$ olacak şekilde anlamlıysa bu durum çoklu bağlantı sorununa yol açabilir. Ancak her anlamlı korelasyonun da bağlantı sorunu yarattığı söylenemez. Zira eğer çoklu korelasyon katsayısı (R), basit korelasyon katsayısından büyükse bu sorun gerçekleşmez.
- Oluşturulan modele yeni bağımsız değişkenler ilave edildiğinde R^2 de önemli değişim oluşmuyorsa, burada çoklu bağlantı probleminden şüphe edilebilir.

- İki değişken arasındaki kısmi korelasyonun anlamsız olması da bağlantı sorununa işaret edebilir. Ayrıca kısmi korelasyonun yüksek olduğu durumlarda da bağlantı sorunu mevcut olabilir.

Çoklu doğrusal bağlantı sorununun tespit edilmesine yönelik farklı metotlar mevcuttur. Varyans arttırıcı faktör (VIF: Variance Inflation Factor) ismiyle kullanılan yöntem, çoklu doğrusal bağlantı sorununun tespitinde sık yararlanılan bir yöntemdir ve bu çalışmada da bu usul kullanılmıştır. Bir örnekle açıklamak gerekirse;

$$Y_i = B_0 + B_1X_{i1} + B_2X_{i2} + B_3X_{i3} + e_i$$

şeklindeki bir modelin VIF değerlerini hesaplamak için ilk olarak X_1 bağımlı değişken, X_2 ve X_3 ise bağımsız değişkenler olarak kabul edilerek modelin birinci R^2 değeri hesaplanır. Bu şekilde X_1 için $VIF(X_1) = 1 / (1 - R^2_1)$ olarak varyans arttırıcı faktör değeri ortaya çıkar. Aynı yöntem izlenerek X_2 ve X_3 değişkenleri de teker teker bağımlı değişken olarak ele alınırken diğer değişkenler ise onun bağımsız değişkeni gibi kabul edilir. Bu işlemlerin ardından aynı sırayla $VIF(X_2) = 1 / (1 - R^2_2)$ ve $VIF(X_3) = 1 / (1 - R^2_3)$ olarak diğer değişkenler için de varyans arttırıcı faktör değerleri hesaplanmış olur.

Eğer bağımlı ve bağımsız değişkenler arasında ilişki yoksa kısaca $R^2=0$ olacağından dolayı VIF değeri 1'e eşit olacaktır ($VIF = 1 / (1 - R^2) = 1 / (1 - 0) = 1$). Değişkenler arasındaki ilişki tam ise yani $R^2=1$ durumunda VIF değeri sonsuz olacaktır ($VIF = 1 / (1 - R^2) = 1 / (1 - 1) = \infty$). VIF değerinin 10 ve daha büyük olduğu durumlarda örneğin $R^2=0.9$ ise doğrusal bağlantı sorununa rastlanılabilmektedir (Gujarati & Porter, 2009:328).

4.3.4. Heteroskedasite Problemi ve Breusch-Pagan Testi

Heteroskedasite, değişen varyans adıyla da literatürde kullanılmaktadır. Bu durum, en küçük kareler yönteminin varsayımlarından biri olan hata teriminin tüm gözlemler için sabit varyanslı olma koşulunun gerçekleşmemesidir. Bir başka ifade ile homoskedasite durumundan sapma halidir.

Heteroskedasite durumu farklı sebeplerden gerçekleşebilir. Örneğin; toplanan verilerin hatalı olması, modelin fonksiyonel yapısı ya da bağımlı değişken için ölçüm hatalarından kaynaklı olabilir.

Çoklu regresyon analizinde istenmeyen bir olgu olan heteroskedasitenin mevcut olduğu durumlarda; (Sümer, 2006: 19)

- Modelin tahmincileri hatasız ancak etkin değildir.
- Modelin tahmin edicilerinin sahip olduğu varyans değerleri büyük ya da küçük çıkabilir.
- Varyans değerlerinin yanlış hesaplanması ise aralık tahminlerini, t ve F testlerini de beraberinde yanlışlığa itecektir.

Heteroskedasitenin ölçülmesi için farklı ekonometrik testler kullanılabilir. Bunlardan biri Breusch-Pagan Testi'dir ki çalışmada da bu yöntem kullanılmıştır.

Breusch-Pagan Testi, regresyon modellerinde sabit varyans varsayımının geçerliliğinin test edilmesinde kullanılan ve bağımsız değişkenlerin bir tanesi ya da daha fazlasının heteroskedasiteye neden olduğu varsayıma dayanan ekonometrik bir yöntemdir.

4.3.5. Normal Dağılım, Çarpıklık-Basıklık ve Shapiro-Wilk Testi

İstatistikte kullanılan verilerin normal dağılım sergileyip sergilemediğini ölçme yollarından biri çarpıklık (skewness) ve basıklık (kurtosis) katsayılarına bakmaktır. Normal dağılımı simetrik bir çan eğrisi gibi düşünersek bu simetrinin bozulma derecesi çarpıklık, aynı eğrinin sivrilik derecesi de basıklık olarak adlandırılır.

Normal dağılımın mevcut olduğu koşullarda çarpıklık katsayısı sıfırdır ($\alpha_3 = 0$). Eğer bu katsayısı negatif ise ($\alpha_3 < 0$) çarpıklığın sağa doğru olduğunu, pozitif ise ($\alpha_3 > 0$) çarpıklığın sağa doğru olduğunu belirtir.

Basıklık katsayısı da normal dağılım sergilendiğinde sıfırdır. Bu katsayının pozitif olması normal dağılıma göre görece sivri bir görünüm verdiğini gösterir. Tam tersi şekilde negatif bir basıklık katsayısı ise normal dağılıma göre çok daha düz bir dağılımı belirtir. Bir serinin normal dağılım gösterebilmesi için hem simetrik hem de normal bir basıklık değerine sahip olması gereklidir.

Diğer taraftan normal dağılımı ölçmek için çeşitli testler de mevcuttur. Regresyon analizlerinde normal dağılımı ölçmek için kullanılan bu testlerden biri, ilk kez 1965 yılında Samuel Shapiro ve Martin Wilk tarafından yapılan Shapiro-Wilk testidir (Shapiro & Wilk, 1965). Söz konusu test için oluşturulan sıfır hipotezinin özelliği seçilen örneklemden oluşturulan veri serisinin normal dağılım göstermesidir. Shapiro-Wilk testinin en önemli avantajı büyük örneklem kümeleri dahilinde uygulanabilmesidir. Ayrıca Shapiro, Wilk ve Chen (1968)'in benzeri test tipleriyle yapmış olduğu simülasyon çalışmaları sonucunda Shapiro-Wilk testinin benzeri testlere göre çok daha başarılı sonuç verdiği saptanmıştır. Çalışmada uygun şartlar altında bu test de kullanılmıştır.

4.4. Çalışmada Kurulan Modeller

Çalışmada 8 farklı model kurulmuştur. Bu modeller kurulurken en başta çalışmaya katılması düşünülen ECB ve BOJ politika faizi verilerinin anlam bozucu etki yarattığı tespit edilmiş ve modellerden çıkartılmıştır. Bu durumun arkasında yatan sebepler, Japonya ile gerçekleştirilen ticari ve ekonomik ilişkilerin Türk ekonomisi üzerinde büyük bir etkisi olmaması ve bu nedenle de BOJ kararlarının TCMB kararlarına büyük bir etkide bulunmamasıdır. Diğer taraftan Türkiye'nin ticari partneri olan Avrupa Birliği ve para birimi olan Euro'nun küresel ticaret ve ilişkilerde Amerikan dolarına göre rezerv ağırlığı olmaması, BOJ ve ECB'nin kararlarının küresel finansal hareketler açısından FED'e göre daha az domine edici etkisi sayılabilir.

4.4.1. M-I: Faiz Değişimi ve Tüm Faktörler Arası İlişki

Çalışmada gerçekleştirilen ilk analiz ya da Model-I, çalışmada kullanılan tüm veri setlerinin analize sokulması ile elde edilmiş olup, temel olarak çalışmaya yön gösterici bir hüviyete sahiptir. Modelin olasılık değeri 0,0003 olup referans alınan $p < 0,05$ varsayımını sağladığı için Model-I'in %95 güven aralığında anlamlı olduğu kabul edilmektedir. Kullanılan değişkenlerden yalnızca "IcBasNeg" ve "PolSoylem" olasılık değerleri sırasıyla 0.032 ve 0.000 olduğundan $p < 0,05$ şartını sağladığı için istatistiki olarak anlamlıdır. Diğer değişkenler ise $p < 0,05$ şartını sağlamadığı için bağımlı değişkenle anlamlı bir ilişki olmadığı görülmektedir.

Tablo-4.1: Model-I Regresyon Analizi Sonuçları

Değişim Kaynağı	Kareler Toplamı	Serbestlik Derecesi	Kareler Ortalaması	Gözlem Sayısı	=	87
				F (8,78)	=	4.31
Açıklanan Artık	6.59208944	8	.824011179	Olasılık > F	=	0.0003
	14.9251519	78	.191348102	R ²	=	0.3064
Toplam Değişme	21.5172414	86	.250200481	Düzeltilmiş R ²	=	0.2352
				Ort. K.T.K.	=	.43743

FaizDegis	Katsayı	Standart Hata	t	P> t	[95% Güven Aralığı]	
TUFEDif	.0269033	.0391534	0.69	0.494	-.0510451	.1048518
KurDif	-.0589527	.2321755	-0.25	0.800	-.5211786	.4032732
DiBasNeg	.0125235	.1213643	0.10	0.918	-.2290943	.2541412
DisBasPoz	.0156132	.1039045	0.15	0.881	-.1912447	.2224712
IcBasNeg	-.2653086	.1217576	-2.18	0.032	-.5077093	-.0229078
IcBasPoz	.0244639	.11399	0.21	0.831	-.2024728	.2514006
PolSoylem	.4712369	.0983846	4.79	0.000	.2753683	.6671056
FED	-.086255	.3950477	-0.22	0.828	-.8727345	.7002246
sabit	.3060418	.1031781	2.97	0.004	.1006299	.5114537

Regresyon modelinde çoklu doğrusal bağlantı sorununu sınamak için VIF testi uygulanmıştır. Model-I'in VIF test sonucu ise alttaki gibidir. Burada tüm değişkenlerin VIF değerlerinin 5'ten küçük olduğu görülmektedir. Bu açıdan modelde çoklu doğrusal bağlantı sorunu olmadığı söylenebilir.

Tablo-4.2: Model-I VIF Testi Sonuçları

Değişken	VIF	1/VIF
TUFEDif	1.33	0.751144
IcBasNeg	1.23	0.810192
DisBasNeg	1.23	0.815452
DisBasPoz	1.22	0.817585
IcBasPoz	1.21	0.826567
KurDif	1.20	0.830011
FED	1.11	0.899221
PolSoylem	1.06	0.944970
Ortalama VIF	1.20	-

Model-I'in değişken varyans sorununa sahip olup olmadığını tespit etmek için gerçekleştirilen Breusch-Pagan heteroskedasite testi alttaki gibidir. Test sonuçlarına göre olasılık değeri 0.6682 olup $p > 0.05$ olduğu için varyansın sabit olduğu H_0 hipotezi reddedilemez ve kabul edilir. Dolayısıyla modelde değişken varyans sorunu olmadığı anlaşılmaktadır.

Tablo-4.3: Model-I Breusch-Pagan Test Sonuçları

H0	=	Sabit Varyans
Değişkenler	=	FaizDegis'in uygun değerleri
Chi² (1) => Ki-Kare	=	0.18
Olasılık > Ki-Kare	=	0.6682

Model-I'in normal dağılıma uyup uymadığını test etmek için gerçekleştirilen Skewness-Kurtosis normallik testi sonucuna göre olasılık değeri 0.3529 olup $p > 0.05$ olduğu için H_0 hipotezi yani modelin hata terimlerinin normal dağıldığı varsayımı

reddedilemez. Bu nedenle regresyon varsayımlarından biri olan hata terimlerinin normal dağılması varsayımının da geçerli olduğu söylenebilir.

Tablo-4.4: Model-I Normal Dağılım Test Sonuçları

Değişken	Gözlem	Çarpıklık	Basıklık	Düzeltilmiş Ki-Kare	Olasılık > Ki-Kare
Hata Terimi	87	0.5099	0.2075	2.08	0.3529

Regresyon varsayımlarının yerinde olduğu göz önünde bulundurulduğunda regresyon modelinin istatistiki olarak anlamlı bir model olduğu söylenebilir. Modele bakıldığında faiz indirimini destekleyici ülke içi ekonomik faktörler (IcBasNegatif) ile siyasi otorite tarafından TCMB'ye yönelik gerçekleştirilmiş olan söylemleri ifade eden (PolSoylem) faktörlerinin anlamlı, diğerlerinin ise anlamsız çıktığı görülmektedir. Burada bağımlı değişken olan faiz değişiminin, ilgili dönemde politika faizi olarak kullanılan haftalık repo veya geç likidite penceresindeki herhangi bir değişime bağlı olarak oluşturulmuş bir dummy veri olduğunu unutmamak gerekir. Yine aynı şekilde politik söylem faktörü ve faiz indirimini destekleyici ülke içi ekonomik faktör verilerinin de 1 ve 0 şeklinde dummy veriler olduğu unutulmamalıdır. Bu bilgiler ışığında modele bakıldığında, politik söylemler verisinin, faiz değişimi verisinin varyansındaki değişimi (0.47) kuvvetinde açıkladığı anlaşılmaktadır. Burada katsayının pozitif olması, politik söylemler verisinin 1 olduğu dönemlerle ve faiz değişimi verisinin 1 olduğu dönemlerin aynı yönde bir ilişki içerisinde olduğunu göstermektedir. Faiz indirimini destekleyici ülke içi ekonomik faktörler verisinin katsayısının negatif yönlü (-0.26) olması ise faiz değişiminin 1'den 0'a ya da 0'dan 1'e gittiği dönemlerde, ülke içi ekonomik baskılar verisinin 0'dan 1'e ya da 1'den 0'a gittiğini göstermektedir.

Diğer taraftan bu modelin, hareket mekanizmasını daha iyi açıklayabilir bir şekilde geliştirilmesi mümkün olabilir. Nitekim siyasi söylemlerin tamamen düşük faiz politikasını destekleyici yönde olduğu düşünülürse, bu söylemlerin artış yönlü faiz kararların alınmasına baskı oluşturacağı ve faiz arttırımına yönelik bir teşvik oluşturmayacağı açıktır. Dolayısıyla faiz kararlarını, faiz indirimleri ve faiz artırımları olarak iki farklı aksiyon şeklinde ele almak daha ilginç sonuçlar elde edilmesini

mümkün kılabilir. Bu ayırmadaki temel hipotez, faiz indirim kararlarının politik söylemlerle uyumlu bir gidişat sergileyip, iç ve dış ekonomik gelişmelerle fazla bir ilişki göstermemesi, faiz artırımı kararının ise daha çok var olan baskılarla ilişkili olmasıdır. Ancak politik söylemlerin genel yapısı dikkate alındığında bunların faiz kararlarından önce ve tamamen faiz indirilmesine yönelik olsa da genel veri oluşturma mantığı içerisinde 1 ve 0 olarak oluşturulmuşlardır. Belirli bir PPK’da faiz artırımı kararı alınmış olsa bile bu dönemde de politik söylem gerçekleşmiş olabileceği için modelin anlamlı çıkması da yüksek bir olasılıktır.

4.4.2. M-II: Faiz İndirimi, (-) Etkiler ve Zaman Serileri İlişkisi

Önceki modelde de belirtildiği üzere bu model, etkilerin daha iyi gözlemlenebileceği düşüncesi ile oluşturulmuştur. Etkilerin daha iyi gözlemlenebilmesi adına Model-II, çalışmada kullanılan faiz indirimine olanak sağlayan tüm değişkenlerin analize sokulması ile elde edilmiştir. Teorik olarak faiz artırımını gerektiren faktörlere dair dummy veriler model dışı bırakılmıştır.

Modelin olasılık değeri 0,0004 olup referans alınan $p < 0,05$ varsayımını sağladığı için Model-II’in %95 güven aralığında anlamlı olduğu kabul edilmektedir. Kullanılan değişkenlerden yalnızca “FED” ve “PolSöylem” olasılık değerleri sırasıyla 0.036 ve 0.000 olduğundan $p < 0,05$ şartını sağladığı için istatistiki olarak anlamlıdır. Diğer değişkenler ise $p < 0,05$ şartını sağlamadığı için bağımlı değişkenle anlamlı bir ilişki olmadığı görülmektedir.

Tablo-4.5: Model-II Regresyon Analizi Sonuçları

Değişim Kaynağı	Kareler Toplamı	Serbestlik Derecesi	Kareler Ortalaması	Gözlem Sayısı	=	87
Açıklanan Artık	4.65839585	6	.776399308	F (6,80)	=	4.72
	13.1576961	80	.164471201	Olasılık > F	=	0.0004
				R ²	=	0.2615
Toplam Değişme	17.8160920	86	.207163860	Düzeltilmiş R ²	=	0.2061
				Ort. K.T.K.	=	.40555

FaizNegatif	Katsayı	Standart Hata	t	P> t	[95% Güven Aralığı]	
TUFEDif	-.0173229	.036065	-0.48	0.632	-.0890946	.0544487
KurDif	-.2880597	.2144937	-1.34	0.183	-.7149158	.1387965
DisBasNeg	.1085635	.103714	1.05	0.298	-.0978339	.3149609
IcBasNeg	-.1237161	.1067379	-1.16	0.250	-.3361314	.0886991
PolSoylem	.3560433	.0910518	3.91	0.000	.1748444	.5372421
FED	-.76404	.3582177	-2.13	0.036	-1.476916	-.0511641
sabit	.1679579	.0672722	2.50	0.015	.0340818	.3018339

Model-II'nin VIF test sonucu ise alttaki gibidir. Burada tüm değişkenlerin VIF değerlerinin 5'ten küçük olduğu görülmektedir. Bu açıdan modelde çoklu doğrusal bağlantı sorunu olmadığı söylenebilir.

Tablo-4.6: Model-II VIF Testi Sonuçları

Değişken	VIF	1/VIF
TUFEDif	1.31	0.760949
IcBasNeg	1.10	0.906167
DisBasNeg	1.04	0.959779
KurDif	1.20	0.830011
FED	1.06	0.940021
PolSoylem	1.05	0.948332
Ortalama VIF	1.13	-

Model-II'nin değişken varyans sorununa sahip olup olmadığını tespit etmek için gerçekleştirilen Breusch-Pagan heteroskedasite testi alttaki gibidir. Test sonuçları-

na göre olasılık değeri 0.1708 olup $p > 0.05$ olduğu için varyansın sabit olduğu H_0 hipotezi reddedilemez ve kabul edilir. Dolayısıyla modelde değişken varyans sorunu olmadığı anlaşılmaktadır.

Tablo-4.7: Model-II Breusch-Pagan Test Sonuçları

H0	=	Sabit Varyans
Değişkenler	=	FaizNegatif'in uygun değerleri
Chi² (1) => Ki-Kare	=	1.88
Olasılık > Ki-Kare	=	0.1708

Model-II'nin normal dağılıma uyup uymadığını test etmek için gerçekleştirilen Skewness-Kurtosis normallik testi sonucuna göre olasılık değeri 0.0205 olup $p < 0.05$ olduğu için H_0 hipotezi yani modelin hata terimlerinin normal dağıldığı varsayımı reddedilir. Bu nedenle regresyon varsayımlarından biri olan hata terimlerinin normal dağılması varsayımının burada tam olarak işlemediği anlaşılmaktadır ki bu da seçilen döneme ilişkin bir sorun olabilir. Bu nedenle diğer modellerde verilerin sınırlandırılması yoluna gidilmiş ve yeni modeller bu sınırlandırılmış veriler üzerinden gerçekleştirilmiştir.

Tablo-4.8: Model-II Normal Dağılım Test Sonuçları

Değişken	Gözlem	Çarpıklık	Basıklık	Düzeltilmiş Ki-Kare	Olasılık > Ki-Kare
Hata Terimi	87	0.0039	0.5429	7.78	0.0205

4.4.3. M-III: Faizi Değişimi ve Tüm Faktörler Arası İlişki (>2016)

Bu modelde, Model-I'den farklı olarak faktörlerin zaman aralığı 2013-2020 olarak değil de 2016-2020 olarak ele alınmıştır. Böylesi bir tutum, Türkiye'de 2016 yılından itibaren yaşanan gelişmelerle doğrudan bağlantılıdır. Özellikle yönetim erkinde yaşanan değişim ve TCMB'ye yönelik artan eleştirilen ve iç-dış konjonktürdeki gelişmelerin, veriler arasındaki ilişkileri bu dönemde daha da kuvvetlendirdiği düşünülmektedir.

Modelin olasılık değeri 0,0021 olup referans alınan $p < 0,05$ varsayımını sağladığı için Model-III'ün %95 güven aralığında anlamlı olduğu kabul edilmektedir. Kullanılan değişkenlerden yalnızca “IcBasNeg” ve “PolSoylem” olasılık değerleri sırasıyla 0.022 ve 0.000 olduğundan $p < 0,05$ şartını sağladığı için istatistiki olarak anlamlıdır. Diğer değişkenler ise $p < 0,05$ şartını sağlamadığı için bağımlı değişkenle anlamlı bir ilişki olmadığı görülmektedir.

Tablo-4.9: Model-III Regresyon Analizi Sonuçları

Değişim Kaynağı	Kareler Toplamı	Serbestlik Derecesi	Kareler Ortalaması	Gözlem Sayısı	=	44
				F (8,35)	=	3.94
Açıklanan Artık	5.11435847	8	.639294808	Olasılık > F	=	0.0021
	5.68109608	35	.162317031	R ²	=	0.4738
Toplam Değişme	10.7954545	43	.251057082	Düzeltilmiş R ²	=	0.3535
				Ort. K.T.K.	=	.40289

FaizDeğis	Katsayı	Standart Hata	t	P> t	[95% Güven Aralığı]	
TUFEDif	.0137457	.041131	0.33	0.740	-.0697546	.097246
KurDif	.084507	.2268231	0.37	0.712	-.3759683	.5449824
DisBasNeg	.2078703	.215606	0.96	0.342	-.2298332	.6455738
IcBasNeg	-.3924136	.1635436	-2.40	0.022	-.7244247	-.0604025
PolSoylem	.5304247	.1290955	4.11	0.000	.2683469	.7925025
FED	.0189626	.3763587	0.05	0.960	-.7450862	.7830114
DisBasPoz	-.2132865	.1471545	-1.45	0.156	-.5120261	.0854531
IcBasPoz	.1283071	.1558878	0.82	0.416	-.1881621	.4447763
sabit	.3979176	.1581403	2.52	0.017	.0768758	.7189595

Model-III'ün VIF test sonucu ise alttaki gibidir. Burada tüm değişkenlerin VIF değerlerinin 5'ten küçük olduğu görülmektedir. Bu açıdan modelde çoklu doğrusal bağlantı sorunu olmadığı söylenebilir.

Tablo-4.10: Model-III VIF Testi Sonuçları

Değişken	VIF	1/VIF
IcBasNeg	1.57	0.635771
TUFEDif	1.53	0.652671
IcBasPoz	1.48	0.675621
DisBasPoz	1.27	0.785272
DisBasNeg	1.27	0.787881
KurDif	1.25	0.796932
FED	1.16	0.859625
PolSoylem	1.11	0.902196
Ortalama VIF	1.33	-

Model-III'ün değişken varyans sorununa sahip olup olmadığını tespit etmek için gerçekleştirilen Breusch-Pagan heteroskedasite testi alttaki gibidir. Test sonuçlarına göre olasılık değeri 0.2651 olup $p > 0.05$ olduğu için varyansın sabit olduğu H_0 hipotezi reddedilemez ve kabul edilir. Dolayısıyla modelde değişken varyans sorunu olmadığı anlaşılmaktadır.

Tablo-4.11: Model-III Breusch-Pagan Test Sonuçları

H0	= Sabit Varyans
Degiskenler	= FaizDegis'in uygun degerleri
Chi² (1) => Ki-Kare	= 1.24
Olasılık > Ki-Kare	= 0.2651

Model-III'ün normal dağılıma uyup uymadığını test etmek için gerçekleştirilen Skewness-Kurtosis normallik testi sonucuna göre olasılık değeri 0.8901 olup $p > 0.05$ olduğu için H_0 hipotezi yani modelin hata terimlerinin normal dağıldığı varsayımı reddedilemez. Bu nedenle regresyon varsayımlarından biri olan hata terimlerinin normal dağılması varsayımının da geçerli olduğu söylenebilir.

Tablo-4.12: Model-III Normal Dağılım Test Sonuçları

Değişken	Gözlem	Çarpıklık	Basıklık	Düzeltilmiş Ki-Kare	Olasılık > Ki-Kare
Hata Terimi	44	0.6295	0.9913	0.23	0.8901

Model-III'ün Shapiro-Wilk test sonuçlarına göre olasılık değeri 0.5311 olup $p>0.05$ olduğu için hata terimlerinin normal dağılım sergilediği görülmektedir.

Tablo-4.13: Model-III Shapiro-Wilk Test Sonuçları

Değişken	Gözlem	W	V	z	Olasılık > z
Hata Terimi	44	0.97872	0.906	-0.210	0.58311

Yukarıda ifade edilen modelde bağımlı değişken olan faiz değişimleri ile bağımsız değişkenler arasındaki ilişki ortaya konulmuştur. Öncelikli olarak verilere bakıldığında göze çarpan ilk fark, aynı modelin 2013 yılı başlangıçlı versiyonunun R^2 değerinin 0.30 iken bu modelde bahsedilen değerin 0.47 olarak tespit edilmiş olduğudur. Bu durum, Model-III'ün, Model-I'e göre daha başarılı bir regresyon modeli olduğunu ortaya koymaktadır. Ayrıca regresyon varsayımlarına yönelik yapılan testlere bakıldığında modelde değişken varyans, ve çoklu doğrusal bağlantı problemleri olmadığı ve regresyon hata terimlerinin normal dağıldığı görülmektedir. Ayrıca bu modelde, Model-I ve Model-II'de sağlanmamış olan Shapiro-Wilk Normallik Testi'nin de sağlandığı görülmektedir (Skewness ve Shapiro testlerinde $p>0.05$ 'ten büyük olması aranır). İlk iki model, muhtemelen gözlem sayısının 50'den fazla olması nedeniyle Shapiro testinin şartlarını sağlamazken sadece Skewness-Kurtosis üzerinden normallik varsayımını sağlamıştır. Bu açıdan Model-III'ün kendinden öncekilere göre en iyi ve en isabetli model olduğu söylenebilir.

Tabloya bakıldığında, "Polsoylem" ve "IcbasNeg" verilerinin anlamlı, diğer verilerin ise anlamsız olduğu görülmektedir. Burada "Polsoylem" verisinin katsayısı 0.53 ve "Icbasneg"'in ise -0.39 olarak tespit edilmistir. Her iki verinin katsayısının

kuvvet çarpanı olarak Model-I'den yüksek olduğu dikkat çekmektedir. Bu açıdan bu iki verinin faiz kararı ile ilişkisinin 15 Temmuz 2016'dan sonra daha belirgin hale geldiği söylenebilir.

Modelde politik söylemler ile faiz değişimleri arasındaki ilişkinin pozitif yönlü olduğu dikkate alındığında, PPK toplantılarından önce yapılan politik açıklamaların faiz kararları üzerinde etki yarattığı iddia edilebilir. Diğer taraftan "IcBasNeg" verisi ile faiz değişimi arasında negatif yönlü bir ilişki olması ise ilginç bir sonuç olarak değerlendirilebilir. Nitekim bu iki verinin de 1 ve 0 değerlerinde veriler olduğu göz önünde bulundurulursa, bu ilişki faiz değişiminin yaşanmadığı dönemlerde (0), faiz indirmeye imkan sağlayacak ülke içi ekonomik gelişmeler yaşandığı dönemlerde (1), ya da tam tersi bir şekilde faiz değişimi yaşandığı dönemlerde de (1), faiz indirmeye yönelik ülke içi ekonomik gelişmeler yaşanmadığı (0) yönünde bir bağlantı oluşturmaktadır. Bu durum, faiz indirim kararlarının reel ekonomik faktörlerle ilişkisi olmadığı iddiasını destekleyici önemli bir bulgu olarak kabul edilebilir.

Öte yandan Model-III'teki verilere bakıldığında, burada faiz kararında etkin olması beklenerek TÜFE ve döviz kuru verilerindeki artışın anlamlı olmadığı görülmektedir. Ancak bu verilerin esasen dış ve iç ekonomik veriler içerisinde dolaylı olarak zaten ele alınmış olma ihtimali bulunduğundan bu verilerin çıkarıldığı bir model kurulması daha farklı sonuçlar yaratabilir. Bu nedenle Model-IV'te bu veriler regresyondan çıkarılarak yeni bir model oluşturulmuştur.

4.4.4. M-IV: Faiz Değişimi ve Dummy Veriler İlişkisi (>2016)

Bir önceki Model-III'te belirtildiği üzere dummy verilerin esasen TÜFE ve döviz kuru faktörlerinin etkilerini de içerebileceği düşünülebilir. Zira oluşturulan dummy veriler, ekonomide yaşanan gelişimlerin bir uzantısı olup, TÜFE ve döviz kuru da bu gelişmeler içinde dolaylı ve/veya dolaysız olarak yer almaktadır. Her ne kadar çoklu doğrusal bağlantı sorunları tespit edilmemiş olsa da böylesi bir modellemenin daha tutarlı sonuçlar alınmasına vesile olabileceği düşünülebilir.

Model-IV'ün olasılık değeri 0,0002 olup referans alınan $p < 0,05$ varsayımını sağladığı için modelin %95 güven aralığında anlamlı olduğu kabul edilmektedir. Kullanılan değişkenlerden yalnızca “IcBasNeg” ve “PolSoylem” olasılık değerleri sırasıyla 0.011 ve 0.000 olduğundan $p < 0,05$ şartını sağladığı için istatistiki olarak anlamlıdır. Diğer değişkenler ise $p < 0,05$ şartını sağlamadığı için bağımlı değişkenle anlamlı bir ilişki olmadığı görülmektedir.

Tablo-4.14: Model-IV Regresyon Analizi Sonuçları

Değişim Kaynağı	Kareler Toplamı	Serbestlik Derecesi	Kareler Ortalaması	Gözlem Sayısı	=	44
				F (5,38)	=	6.67
Açıklanan Artık	5.04483028	8	1.00896606	Olasılık > F	=	0.0002
	5.75062427	35	.151332218	R ²	=	0.4673
Toplam Değişme	10.7954545	43	.251057082	Düzeltilmiş R ²	=	0.3972
				Ort. K.T.K	=	.38901

FaizDegis	Katsayı	Standart Hata	t	P> t	[95% Güven Aralığı]	
DisBasNeg	.1810581	.2013456	0.90	0.374	-.2265447	.5886609
DisBasPoz	-.2289931	.1362575	-1.68	0.101	-.5048320	.0468458
IcBasNeg	-.4094642	.1523912	-2.69	0.011	-.7179640	-.1009644
IcBasPoz	.1245358	.144952	0.86	0.396	-.1689042	.4179758
PolSoylem	.537215	.121207	4.43	0.000	.2918443	.7825857
sabit	.4232246	.1415183	2.99	0.005	.1367358	.7097133

TÜFE ve döviz kuru verilerinin çıkarıldığı yeni modele dair regresyon sonuçlarına bakıldığında, ilk olarak Model-IV'nin R² değerinin, Model-III'ten 0.0065 puan daha düşük olduğu, ancak uyarlanmış R² değerinin ise 0.0437 puan daha yüksek olduğu görülmektedir. Bu açıdan modelin istatistiki olarak daha başarılı olduğu söylenebilir. Yine bir diğer ilginç bulgu da Model-III'ten farklı olarak Model-IV'te faiz artırımını destekleyici dış ekonomik baskılar verisinin %10 anlamlılık düzeyi eşğinde olduğu görülmektedir. Model-III'te %15 anlamlılık düzeyinde anlamlı olan bu verinin modelleme de yapılan değişimle bu hale gelmiş olması ve veri setinin düzgün oluşu göz önünde bulundurulduğunda, ‘outlier’ verilerin olabileceği düşünülerek modelin robust metodu ile alınmasının daha tutarlı sonuçlar ortaya

çıkartılabileceği varsayılmış ve Stata programındaki robust komutu ile model robust edilmiştir.

Burada bahsedilen robust metodu, bir takım istatistiki teknikler ile yapılan istatistiki analizin daha keskin bir hale getirilmesi olarak tanımlanabilecek olup, bu tekniğin arka planının çalışma açısından bir önemi olmadığından burada detaylı bir şekilde tanımlanmayacaktır. Bununla birlikte robust işlemi sonucunda, modelin R^2 değerinde, yani genel açıklayıcılığı üzerinde bir değişiklik olmadığına belirtilmesinde fayda vardır. Robust tekniği ile gözlemlenebilecek değişimler, model F değerinde ve faktör anlamlılıklarında ortaya çıkmakta olup, bu da modelin kuvvetlendirilmesi ve keskinleştirilmesi ile doğrudan alakalıdır. Ayrıca robust işlemi sonucunda, regresyon kalıntılarındaki heteroskedastisite problemi oluşmayacağı için, Breusch-Pagan testinin uygulanması da mümkün olmamaktadır ki bu nedenle robust modellerde sadece VIF değerlerine ve normallik varsayımlarına bakılması yeterli olmaktadır.

Model-IV'e dair VIF test sonucuna bakıldığında (Tablo-4.15) burada VIF değerlerinin 5'ten küçük olduğu görülmektedir. Bu açıdan modelde çoklu doğrusal bağlantı sorunu olmadığı söylenebilir.

Tablo-4.15: Model-IV VIF Testi Sonuçları

Değişken	VIF	1/VIF
IcBasNeg	1.46	0.682677
IcBasPoz	1.37	0.728528
DisBasNeg	1.19	0.842297
DisBasPoz	1.17	0.853914
PolSoylem	1.05	0.954191
Ortalama VIF	1.25	-

Model-IV'ün normal dağılıma uyup uymadığını test etmek için gerçekleştirilen Skewness-Kurtosis normallik testi sonucuna göre olasılık değeri 0.8359 olup $p > 0.05$ olduğu için H_0 hipotezi yani modelin hata terimlerinin normal dağıldığı varsayımı reddedilemez. Bu nedenle regresyon varsayımlarından biri olan hata terimlerinin normal dağılması varsayımının da geçerli olduğu söylenebilir.

Tablo-4.16: Model-IV Normal Dağılım Test Sonuçları

Değişken	Gözlem	Çarpıklık	Basıklık	Düzeltilmiş Ki-Kare	Olasılık > Ki-Kare
Hata Terimi	44	0.6028	0.7742	0.36	0.8359

Model-IV'ün Shapiro-Wilk test sonuçlarına göre olasılık değeri 0.84273 olup $p>0.05$ olduğu için hata terimlerinin normal dağılım sergilediği görülmektedir.

Tablo-4.17: Model-IV Shapiro-Wilk Test Sonuçları

Değişken	Gözlem	W	V	z	Olasılık > z
Hata Terimi	44	0.98539	0.622	-1.006	0.84273

Bu kontrollerin ardından anlamlılığı kabul edilen modele dair robust regresyon analizi sonuçlarına bakıldığında diğer modellerden farklı olarak faiz artırıcı ülke dışı baskıları ifade eden 'DisBasPoz' faktörünün olasılık değerinin bu modelde 0,079 değerinde (%10 anlamlılık düzeyinde) anlamlı olduğu görülmektedir. Öte yandan TÜFE ve döviz kurunun çıkarıldığı bu modeldeki katsayılara bakıldığında, değer bağlamında ufak farklar görülmekle birlikte bu değişimlerin önemsiz düzeyde olduğu söylenebilir ki bu açıdan bu farklılıklar yoruma değer görülmeyebilir.

Tablo-4.18: Model-IV Robust Regresyon Analizi Sonuçları

						Gözlem Sayısı = 44
						F(5, 38) = 13.11
						Olasılık > F = 0.0000
						R = 0.4673
						Ort. K.T.K. = .38901
FaizDegis	Katsayı	Standart Hata	t	P> t	[95% Güven Aralığı]	
DisBasNeg	.1810581	.2128534	0.85	0.400	-.249841	.6119572
DisBasPoz	-.2289931	.1267528	-1.81	0.079	.4855908	.0276045
IcBasNeg	-.4094642	.1540501	-2.66	0.011	.7213223	-.0976061
IcBasPoz	.1245358	.1504329	0.83	0.413	.1799997	.4290714
PolSoylem	.537215	.1206896	4.45	0.000	.2928917	.7815382
sabit	.4232246	.1667075	2.54	0.015	.0857429	.7607062

Tablo-4.18’ye bakıldığında, politik baskı unsurlarının, faiz değişimi ile önceki modellerde de olduğu gibi yine pozitif yönlü, faiz indirmeye olanak sağlayacak ülke içi gelişmeler ve faiz arttırma baskısı oluşturacak ülke dışı gelişmelerin ise faiz değişimi ile negatif yönlü (-0.22) ve anlamlı bir ilişki içinde olduğu görülmektedir. Burada faiz değişimi ve ülke dışı baskılar verilerinin 1 ve 0 seklindeki dummy veriler olduğu düşünüldüğünde, Model-IV’e dair bulgular ışığında ülke dışı faiz artırma baskısı oluşturacak durumlarda yaşandığında TCMB politika faizinde değişiklik olmadığı, TCMB’nin politika faizinde değişikliğe gittiği dönemlerde ise ülke dışı faiz artırma baskısı oluşturacak durumların yaşanmadığı söylenebilir. Bu durum baskı olmadığında faiz indirimine gidilmiş olabilmesi ihtimalinden ötürü açıklanabilir bir husus olmakla birlikte, baskının olduğu durumlarda adım atılmaması ise yanlış bir politika uygulanması ya da politika uygulamasında bağımsız olunmaması ve uygun hamlelerin gerçekleştirilmemesi ile ilişkilendirilebilir ki bu da her halükarda başarısız bir durumu ifade etmektedir.

4.4.5. M-V: Faiz İndirimi ve Dummy Veriler İlişkisi (>2016)

Gerçekleşen politika faizi değişimlerini, genel olarak değişim değil de indirim ve artırım olarak ele alınmasında fayda olabileceği düşüncesi ile oluşturulmuş olan modellerden ilki olan Model-V’e dair regresyon sonucuna bakıldığında %10 anlamlılık düzeyinde (0.0055) göze çarpan ilk detaylardan birinin bu modeldeki R^2 değerinde göreceli olarak düşük olması olduğu söylenebilir (bkz.Tablo-4.19). Gerçekten verilere bakıldığında Model-V’te R^2 değerinin 0.34 olduğu, buna karşılık Model-IV’te bu değer 0.46 olduğu görülmektedir. Bu durum verinin yapısındaki yön azalması ve R^2 değerini artırabilecek TÜFE, Döviz Kuru ve FED politika faiz oranlarının hesaba katılmaması ile ilgili olabilir. Ancak 0.34’luk bir R^2 değeri sosyal bilimlerde kabul edilebilir bir düzeydir.

Model-V’te kullanılan değişkenlerden yalnızca “DisBasNeg”, “IcBasPoz” ve “PolSoylem” olasılık değerleri sırasıyla 0.071, 0.091 ve 0.002 olduğundan $p < 0,05$ veya $p < 0.10$ şartlarını sağladığı için istatistiki olarak anlamlıdır. Diğer değişkenler ise bu şartları sağlamadığı için bağımlı değişkenle anlamlı bir ilişki olmadığı görülmektedir.

Tablo-4.19: Model-V Robust Regresyon Analizi Sonuçları

Gözlem Sayısı	=	44
F(5, 38)	=	3.96
Olasılık > F	=	0.0055
R ²	=	0.3431
Ort. K.T.K.	=	.35179

FaizNegatif	Katsayı	Standart Hata	t	P> t	[95% Güven Aralığı]	
DisBasNeg	.3069343	.1655226	1.85	0.071	.0281486	.6420173
DisBasPoz	-.1355364	.1072783	-1.26	0.214	-.35271	.0816372
IcBasNeg	-.0369614	.1059853	-0.35	0.729	.2515174	.1775946
IcBasPoz	.2475696	.1425398	1.74	0.091	.0409873	.5361264
PolSoylem	.3956895	.1187287	3.33	0.002	.1553357	.6360432
sabit	.0185736	.1022322	0.18	0.857	.1883848	.2255319

Model-V'in VIF test sonucu ise alttaki gibidir. Burada tüm değişkenlerin VIF değerlerinin 5'ten küçük olduğu görülmektedir. Bu açıdan modelde çoklu doğrusal bağlantı sorunu olmadığı söylenebilir.

Tablo-4.20: Model-V VIF Testi Sonuçları

Değişken	VIF	1/VIF
IcBasNeg	1.46	0.682677
IcBasPoz	1.37	0.728528
DisBasNeg	1.19	0.842297
DisBasPoz	1.17	0.853914
PolSoylem	1.05	0.954191
Ortalama VIF	1.25	-

Model-V'in normal dağılıma uyup uymadığını test etmek için gerçekleştirilen Skewness-Kurtosis normallik testi sonucuna göre olasılık değeri 0.1401 olup $p > 0.05$ olduğu için H_0 hipotezi yani modelin hata terimlerinin normal dağıldığı varsayımı reddedilemez. Bu nedenle regresyon varsayımlarından biri olan hata terimlerinin normal dağılması varsayımının da geçerli olduğu söylenebilir.

Tablo-4.21: Model-V Normal Dağılım Test Sonuçları

Değişken	Gözlem	Çarpıklık	Basıklık	Düzeltilmiş Ki-Kare	Olasılık > Ki-Kare
Hata Terimi	44	0.0591	0.6980	3.93	0.1401

Model-V'in Shapiro-Wilk test sonuçlarına göre olasılık değeri 0.07305 olup $p > 0.05$ olduğu için hata terimlerinin normal dağılım sergilediği görülmektedir.

Tablo-4.22: Model-V Shapiro-Wilk Testi Sonuçları

Değişken	Gözlem	W	V	z	Olasılık > z
Hata Terimi	44	0.95330	1.987	1.453	0.07305

- Dış ekonomik faktörler arasında faiz indirimine olanak sağlayacak gelişmelerin var olması, faiz indiriminin varyansındaki değişimin 0.30'unu açıklayabilmektedir. Bir başka ifadeyle, faiz indirimine imkan sağlayacak dış ekonomik gelişmeler yaşanmasının, bazı dönemlerde faiz indirimine yol açtığı söylenebilir.
- İç ekonomik faktörler nedeniyle faiz artırımına neden olabilecek baskıların oluşması, faiz indiriminin varyansındaki değişimin 0.24'ünü açıklayabilmektedir. Teorik olarak ele alındığında, burada faiz indiriminini mümkün kılacak iç ekonomik gelişmelerin yaşanmasını ifade eden "IcBasNeg" verisinin anlamlı çıkması, "IcBasPoz" verisinin ise anlamsız çıkması beklenirdi; ancak böyle bir durumun olmaması, iç ekonomik baskıların olduğu bazı dönemlerde, faiz indirimine gidildiği anlamına gelmektedir ki, bu da faiz indirimi kararının iç ekonomik dinamiklerden öte başka saiklerle gerçekleştirilmiş olabileceğine dair önemli bir işarettir.
- Politik söylem ve faiz indirimi arasında da daha önceki modellerde de olduğu gibi yine pozitif yönlü (0.39) ve beklentiyi doğrulayan bir ilişki tespit edilmiştir. Yani burada da yine faiz kararları üzerindeki politik baskı unsurları ile faiz indirimi hareketleri arasında istatistiki olarak anlamlı bir ilişki

bulunmuştur ki bu durum tüm modellerde istikrarlı bir şekilde tekerrür etmektedir.

4.4.6. M-VI: Faiz Artırımı ve Dummy Veriler İlişkisi (>2016)

Faiz artırımı ve diğer faktörler arasındaki ilişkinin incelendiği Model-VI'ya dair istatistiklere bakıldığında dikkat çeken ilk sonucun modelde olasılık değerinin 0.0347 olup 0.05 anlamlılık düzeyine yakınsamasıdır. Ayrıca normallik varsayımının zorlandığı da anlaşılmaktadır. Buna rağmen faiz artırımı kararları incelendiğinde buna etki eden tek anlamlı faktörün ülke içi faiz indirimine olanaklı ekonomik gelişmeler (IcBasNeg) olduğu ve ilgili parametre ile faiz artırımı kararları arasında da beklendiği üzere negatif yönlü bir ilişki olduğu görülmektedir. Bir başka ifadeyle, faiz artırımının gerçekleştirildiği dönemlerde, faiz indirimine imkan sunabilecek ülke içi ekonomik gelişmelerin yaşanmadığı söylenebilir. Bunun beklenen bir sonuç olduğu açıktır, ancak faiz artırımına neden olabilecek ülke içi ekonomik baskılar (IcBasPoz) verisinin olasılık değeri 0.503 olup $p > 0.05$ olması sebebiyle aralarında anlamlı bir ilişki olmasının beklenmedik bir sonuç olduğu belirtilebilir. Bu durum faiz artırımı kararlarının, koşulların ağırlığına rağmen baskılanması ya da geç alınmasıyla ilgili olabilir. Diğer taraftan TCMB'nin politika faiz oranlarını uzun süre sabit tutarken belli tarihlere gelindiğinde oldukça sert biçimde artırmak zorunda kalması bu durumu doğrulayacak niteliktedir. İlave bir çıkarım olarak, artan baskılar ile faiz artırımı kararları arasında gecikmeli etkiler olabilmesi muhtemeldir. Ancak PPK kararları veri setinin böylesi bir zaman serisi analizine olanak sağlamayışı, burada herhangi bir VAR modeli oluşturulamamasına neden olmaktadır ki bu nedenle böyle bir ilişki hakkında kesin bir yargıya varmanın güç olduğunu belirtebiliriz.

Tablo-4.23: Model-VI Robust Regresyon Analizi Sonuçları

Gözlem Sayısı	=	44
F(5, 38)	=	2.70
Olasılık > F	=	0.0347
R ²	=	0.1911
Ort. K.T.K.	=	.40558

FaizPozitif	Katsayı	Standart Hata	t	P> t	[95% Güven Aralığı]	
DisBasNeg	-.1258763	.0989524	-1.27	0.211	-.326195	.0744425
DisBasPoz	-.0934567	.1455792	-0.64	0.525	.3881665	.201253
IcBasNeg	-.3725028	.1301193	-2.86	0.007	.6359156	-.10909
IcBasPoz	-.1230337	.1818362	-0.68	0.503	.4911419	.2450745
PolSoylem	.1415255	.124605	1.14	0.263	.1107242	.3937752
Sabit	.404651	.1747912	2.32	0.026	.0508047	.7584973

Model-VI'nın VIF test sonucu ise alttaki gibidir. Burada tüm değişkenlerin VIF değerlerinin 5'ten küçük olduğu görülmektedir. Bu açıdan modelde çoklu doğrusal bağlantı sorunu olmadığı söylenebilir.

Tablo-4.24: Model-VI VIF Testi Sonuçları

Değişken	VIF	1/VIF
IcBasNeg	1.46	0.682677
IcBasPoz	1.37	0.728528
DisBasNeg	1.19	0.842297
DisBasPoz	1.17	0.853914
PolSoylem	1.05	0.954191
Ortalama VIF	1.25	-

Model-VI'nın normal dağılıma uyup uymadığını test etmek için gerçekleştirilen Skewness-Kurtosis normallik testi sonucuna göre olasılık değeri 0.0683 olup $p > 0.05$ olduğu için H_0 hipotezi yani modelin hata terimlerinin normal dağıldığı varsayımı reddedilemez. Bu nedenle regresyon varsayımlarından biri olan hata terimlerinin normal dağılması varsayımının da geçerli olduğu söylenebilir.

Tablo-4.25: Model-VI Normal Dağılım Test Sonuçları

Değişken	Gözlem	Çarpıklık	Basıklık	Düzeltilmiş Ki-Kare	Olasılık > Ki-Kare
Hata Terimi	44	0.0335	0.3052	5.37	0.0683

Tablo-25'e göre normallik koşulu sağlanmış olsa da Model-VI'nın Shapiro-Wilk test sonuçlarına göre olasılık değeri 0.00040 olup $p < 0.05$ olduğu için hata terimlerinin normal dağılım sergilemediğinden modele dair yapılacak çıkarımlar önceki modeller kadar güvenilir olmayabilir.

Tablo-4.26: Model-VI Shapiro-Wilk Testi Sonuçları

Değişken	Gözlem	W	V	z	Olasılık > z
Hata Terimi	44	0.88562	4.867	3.349	0.00040

4.4.7. M-VII: Faiz İndirimi ve Tüm Faktörler Arası İlişki (>2016)

R^2 değerinin sadece dummy verileri içeren modellerde, tüm faktörlerin içerildiği modele göre dikkate değer bir biçimde düşük gerçekleştirildiği göz önünde bulundurularak oluşturulan modellerden ilki olan Model-VII'nin regresyon sonuçları, Tablo-4.27'de paylaşılmıştır. Bu tabloya bakıldığında, Model-VII'nin olasılık değeri 0,0000 olup referans alınan $p < 0,05$ varsayımını sağladığı için modelin %95 güven aralığında anlamlı olduğu kabul edilmektedir. R^2 değerinin de 0.44 olarak belirgin bir şekilde yükseldiği anlaşılmaktadır. Kullanılan değişkenlerden “DisBasPoz”, “Pol-Soylem” ve “FED” olasılık değerleri sırasıyla 0.078, 0.005 ve 0.002 olduğundan $p < 0,05$ veya $p < 0.10$ şartlarını sağladığı için istatistiki olarak anlamlıdır. Diğer değişkenler ise bu şartları sağlamadığı için bağımlı değişkenle anlamlı bir ilişki olmadığı görülmektedir.

Tablo-4.27: Model-VII Robust Regresyon Analizi Sonuçları

Gözlem Sayısı	=	44
F(5, 38)	=	8.71
Olasılık > F	=	0.0000
R ²	=	0.4455
Ort. K.T.K.	=	.33678

FaizNegatif	Katsayı	Standart Hata	t	P> t	[95% Güven Aralığı]	
TUFEDif	-.0289604	.0345137	-0.84	0.407	-.099027	.0411062
KurDif	-.0991096	.1450872	-0.68	0.499	.3936523	.1954332
DisBasNeg	.2337026	.1528603	1.53	0.135	.0766204	.5440256
DisBasPoz	-.19739	.1087187	-1.82	0.078	.4181007	.0233206
IcBasNeg	-.1045385	.1113375	-0.94	0.354	.3305656	.1214887
IcBasPoz	.1886221	.151301	1.25	0.221	.1185353	.4957795
PolSoylem	.3634123	.1208417	3.01	0.005	.1180906	.608734
FED	-.6586134	.201558	-3.27	0.002	1.067798	-.2494288
sabit	.1388042	.1105229	1.26	0.217	.0855692	.3631776

Model-VII'nin VIF test sonucu ise alttaki gibidir. Burada tüm değişkenlerin VIF değerlerinin 5'ten küçük olduğu görülmektedir. Bu açıdan modelde çoklu doğrusal bağlantı sorunu olmadığı söylenebilir.

Tablo-4.28: Model-VII VIF Testi Sonuçları

Değişken	VIF	1/VIF
IcBasNeg	1.57	0.635771
TUFEDif	1.53	0.652671
IcBasPoz	1.48	0.675621
DisBasPoz	1.27	0.785272
DisBasNeg	1.27	0.787881
KurDif	1.25	0.796932
FED	1.16	0.859625
PolSoylem	1.11	0.902196
Ortalama VIF	1.33	-

Model-VII'nin normal dağılıma uyup uymadığını test etmek için gerçekleştirilen Skewness-Kurtosis normallik testi sonucuna göre olasılık değeri

0.0281 olup $p < 0.05$ olduğu için H_0 hipotezi yani modelin hata terimlerinin normal dağıldığı varsayımı reddedilir. Bu nedenle regresyon varsayımlarından birinin burada tam olarak işlemediği anlaşılmaktadır.

Tablo-4.29: Model-VII Normal Dağılım Test Sonuçları

Değişken	Gözlem	Çarpıklık	Basıklık	Düzeltilmiş Ki-Kare	Olasılık > Ki-Kare
Hata Terimi	44	0.0093	0.2655	7.14	0.0281

Model-VII'nin Shapiro-Wilk test sonuçlarına göre olasılık değeri 0.01015 olup $p < 0.05$ olduğu için hata terimlerinin normal dağılım sergilemediği görülmektedir.

Tablo-4.30: Model-VII Shapiro-Wilk Testi Sonuçları

Değişken	Gözlem	W	V	z	Olasılık > z
Hata Terimi	44	0.92965	2.994	2.321	0.01015

Model-VII'de herhangi bir çıkarım yapmak doğru olmasa da modeldeki anlamlı ilişkiler göz önünde bulundurulduğunda, modelde tespit edilen FED kararları ile TCMB faiz indirimi verileri arasındaki ters yönlü ilişkinin; FED'in politika faizlerini arttığı dönemlerde, TCMB tarafından belirlenen politika faizinde indirim gerçekleşme olasılığını azalttığı söylenebilir. Aynı şekilde faiz artırımına neden olabilecek ülke dışı ekonomik baskıların artması durumunda da TCMB tarafından alınmış olan bir 'faiz indirim kararının' gerçekleşmiş olma ihtimalinin azaldığı ifade edilebilir. Bu iki teorik durumun eş anlı gerçekleşmesi ise TCMB'nin faiz indirim kararları alırken dış ekonomik konjonktürü de karar alma süreçlerine dahil etmesi anlamına gelmektedir. Politik söylem ile faiz indirimleri arasındaki pozitif ilişki ise yine önceki modellerdeki yorumlarla aynı ve tutarlı sonuçları vermektedir.

4.4.8. M-VIII: Faiz Artırımı ve Tüm Faktörler Arası İlişki (>2016)

R^2 değerinin sadece dummy verileri içeren modellerde, tüm faktörlerin içerildiği modele göre dikkate değer bir biçimde düşük gerçekleştirildiği göz önünde bulundurularak oluşturulan modellerden ikincisi olan Model-VIII'in regresyon sonuçları, Tablo-4.31'te paylaşılmıştır. Tabloya bakıldığında dikkati çeken ilk unsur, Model-VII'nin olasılık değeri 0.0257 olup 0.05 eşik değerine yakınsadığıdır. Bu açıdan modelin halen kabul edilebilir olmakla birlikte, sorunlu bir sonuca yaklaştığı söylenebilir. Kullanılan değişkenlerden yalnızca "IcBasNeg" ve "FED" olasılık değerleri sırasıyla 0.036 ve 0.041 olduğundan $p < 0,05$ şartını sağladığı için istatistiki olarak anlamlıdır. Diğer değişkenler ise bu şartı sağlamadığı için bağımlı değişkenle anlamlı bir ilişki olmadığı görülmektedir.

Tablo-4.31: Model-VIII Robust Regresyon Analizi Sonuçları

						Gözlem Sayısı = 44
						F(5, 35) = 2.57
						Olasılık > F = 0.0257
						R^2 = 0.3286
						Ort. K.T.K. = .38501
FaizPozitif	Katsayı	Standart Hata	t	P> t	[95% Güven Aralığı]	
TUFEDif	.0427061	.0291712	1.46	0.152	.0165146	.1019269
KurDif	.1836166	.1738239	1.06	0.298	.1692646	.5364978
DisBasNeg	-.0258323	.1000017	-0.26	0.798	.2288465	.1771819
DisBasPoz	-.0158965	.140557	-0.11	0.911	.3012425	.2694495
IcBasNeg	-.2878751	.1316785	-2.19	0.036	.5551967	-.0205536
IcBasPoz	-.060315	.1803129	-0.33	0.740	.4263697	.3057397
PolSoylem	.1670124	.123955	1.35	0.187	.0846296	.4186544
FED	.677576	.3187744	2.13	0.041	.0304296	1.324722
sabit	.2591134	.1764538	1.47	0.151	.0991069	.6173336

Model-VIII'in VIF test sonucu ise alttaki gibidir. Burada tüm değişkenlerin VIF değerlerinin 5'ten küçük olduğu görülmektedir. Bu açıdan modelde çoklu doğrusal bağlantı sorunu olmadığı söylenebilir.

Tablo-4.32: Model-VIII VIF Testi Sonuçları

Değişken	VIF	1/VIF
IcBasNeg	1.57	0.635771
TUFEDif	1.53	0.652671
IcBasPoz	1.48	0.675621
DisBasPoz	1.27	0.785272
DisBasNeg	1.27	0.787881
KurDif	1.25	0.796932
FED	1.16	0.859625
PolSoylem	1.11	0.902196
Ortalama VIF	1.33	-

Model-VIII'in normal dağılıma uyup uymadığını test etmek için gerçekleştirilen Skewness-Kurtosis normallik testi sonucuna göre olasılık değeri 0.1006 olup $p > 0.05$ olduğu için H_0 hipotezi yani modelin hata terimlerinin normal dağıldığı varsayımı reddedilemez.

Tablo-4.33: Model-VIII Normal Dağılım Test Sonuçları

Değişken	Gözlem	Çarpıklık	Basıklık	Düzeltilmiş Ki-Kare	Olasılık > Ki-Kare
Hata Terimi	44	0.1538	0.1121	4.59	0.1006

Tablo-33'e göre normallik koşulu sağlanmış olsa da Model-VIII'in Shapiro-Wilk test sonuçlarına göre olasılık değeri 0.01084 olup $p < 0.05$ olduğu için hata terimlerinin normal dağılım sergilemediğinden modele dair yapılacak çıkarımlar önceki modeller kadar güvenilir olmayabilir

Tablo-4.34: Model-VIII Shapiro-Wilk Testi Sonuçları

Değişken	Gözlem	W	V	z	Olasılık > z
Hata Terimi	44	0.93047	2.959	2.296	0.01084

Dolayısıyla modelin tam anlamıyla sağlıklı bir istatistiki model olmadığı belirtilebilir. Bu açıdan modele dair yapılacak çıkarımların zayıf ve güvenilir olmayan çıkarımlar olduğu ifade edilmelidir. Elde edilen sonuçlar incelenecek olursa, modelde anlamlı faktörlerin FED ve faiz indirimine olanak sağlayacak iç gelişmeler olduğu görülmektedir. Burada FED kararları ile aradaki pozitif yönlü ilişki (0.67), FED faizlerinin arttığı dönemlerde TCMB'nin de faiz artırımına gitmesine işaret etmektedir. Faiz indirimine imkan sunacak ülke içi ekonomik gelişmelerle aradaki negatif ilişki de yine tutarlı bir sonuçtur. Zira bu ilişki, faiz indirimine imkan sunacak unsurların olmadığı durumlarda, yani olumlu ekonomik gelişmelerin olmadığı dönemlerde faiz artırımına gidildiğini ifade etmektedir. Politik söylemlerle arada bir ilişki olmaması da kararların, siyaset ile ilişkilendirilemeyeceği anlamına gelmektedir. Bu durum göz önünde bulundurulduğunda, faiz artırım kararlarının, indirim kararlarına göre daha tahmin edilebilir sonuçlar verdiği söylenebilir.

4.5. Analizlerin Değerlendirilmesi

Bu çalışmanın temel amacı TCMB'nin başat politika aracı olan kısa vadeli faiz oranları üzerindeki karar hakimiyetini ve bağımsızlığını ana akım iktisadın tartışma dışı bıraktığı kavramlarla analiz etmektir. Etkisi olabileceği düşünülen faktörler yukarıda değinildiği gibi büyük merkez bankalarının kararları, enerji ve emtia fiyatlarındaki gelişmeler olmak üzere dışsal kaynaklı olabilir. Diğer taraftan Türkiye'nin ekonomik ve siyasi yönetiminden kaynaklanan risk primleri, enflasyon beklentileri gibi unsurlar içsel kaynaklıdır. Hepsine ek olarak bürokrasi yönetimi temsilcilerinin TCMB'nin kurumsal kimliği ve politikaları hakkındaki yorum, söylem ve eleştirileri modellere dahil edilerek faiz kararları üzerinde anlamlı bir ilişki olup olmadığı test edilmiştir.

Çalışmanın veri setini oluşturan tarih aralığının 2013 yılı olarak başlatılması bilinçli bir tercihtir. Çünkü ilgili yıl itibarıyla Fed, küresel kriz sonrası uyguladığı geleneksel para politikası uygulamalarına son vereceğini hatta tersine hareket ettireceğini açıklamış ve küresel krizin etkilerinin ekonomiden silindiğini örtük bir şekilde deklare etmiştir. Bu bağlamda Türkiye gibi gelişmekte olan ülkeler için küresel likidite akışı

önce yavaşlama ardından durma ve son olarak geri çekilme evreleri geçirmesi beklenir. Fed'in faiz artışı yapabileceğine yönelik sinyalleri TCMB politika faizi kararları için önem arz edecektir.

Çalışmada çoklu regresyon analizinden faydalanılarak çok sayıda model kurulmuş farklı parametrelerin birbiriyle anlamlı ilişkileri test edilmiştir. Çalışmada 8 farklı modelin oluşturulması deneysel bir amaç taşımasından kaynaklanmaktadır. Farklı modellerin yanlışılanabilirlikleri üzerinden doğru model oluşturulana kadar testler yapılmıştır. Böylelikle yalnızca doğrudan en iyi modelin yer aldığı bir çalışmaya yöneltilebilecek neden başka veriler ve modellerin seçilmediğine dair haklı eleştirilere yanıt verilmek istenilmiştir. Analizin daha sağlıklı değerlendirme imkanı sunması açısından faiz değişimine dair potansiyel etkiler; faiz artışına etkiler ve faiz indirimine etkiler biçiminde iki ayrı yönde ele alınmıştır. Teste tabi olan bu iki yönün kendi iç dinamiklerinin ağırlığını ayrı ayrı değerlendirmek için ülke içi faiz pozitif ve negatif etkiler ile ülke dışı pozitif ve negatif etkiler olarak yeniden değerlendirilmiştir. Ancak siyasi söylem baskısı sayılabilecek unsurlar istikrarlı bir şekilde hep faiz artışına eleştirel nitelikte olduğundan pozitif ya da negatif olarak bir ayrıma tabi tutulmamıştır.

Baskı unsuru sayılan faktörler modellerde dummy değişken olarak yer almaktadır. Dummy parametreler oluşturulurken haber kaynaklarından seçilen geniş medya taraması sonucu para politikasına etki eden haberler seçilerek yukarıda belirtilen düzeyde kategorize edilmiş ve varlık durumuna göre 1 ve 0 değerleri verilerek kantitatif özellik kazandırılmıştır. Böylece regresyon analizinde anlamlı bir ölçüme konu olabilmektedir. Dikkate alınan haberler ve olaylar PPK'nın almış kararları vurgularken raporlarında etkilendiğini ifade ettiği unsurları içermektedir. Yani emtia ve enerji fiyatları, küresel faiz oranları, büyük merkez bankalarının söylem ve sinyalleri, CDS primleri, cari açık, TÜFE, dolar kuru gibi para politikasının dikkate aldığı ve süreklilik arz eden gelişmeler haberler arasında seçilmiştir. Buna paralel olarak tek seferlik yaşanan ancak borsalara ve döviz kuruna kısa süreli etki eden şoklar analizde kullanılan veri setine dahil edilmeyerek dışarda bırakılmıştır.

2016 yılında gerçekleşen askeri darbe teşebbüsü ve ardından olağanüstü hal yönetimine geçiş, tüm kurumları gayri ihtiyari tedbirler almaya zorlamıştır. Kanun

hükmünde kararnamelerle yürütmenin icra edilmesi ise acil kararların hızlıca uygulamasını sağlamıştır. Dolayısıyla bu tarih sonrasındaki para politikasına ilişkin siyasi söylemlerin aritmetik artışı merkez bankası üzerinde siyasi baskının arttığı izlenimini kuvvetlendirmektedir. Dolayısıyla politik söylem değişkeninin analize dahil edilmesinin temelinde ilgili tarihten sonra belirginleşmesi bulunmaktadır.

Çalışmada dikkat çeken bir diğer nokta 2017-2018 yılları döneminde politika faizi olarak 1 hafta vadeli repo faizi yerine örtük olarak geç likidite penceresi aracı kullanılmıştır. Böylesi bir durumun varlığı olarak siyasi otoritenin faiz artışına karşı baskısı olduğu iddia edilmektedir. Çünkü resmi politika faizi olan 1 haftalık repo faiz oranları sabit tutulurken repo ihaleleri yapılmamış, bankacılık kesimi yalnızca daha yüksek faiz oranını içeren geç likidite penceresi aracılığıyla fonlanmıştır.

Çalışmada elde bulgular neticesinde ele alınan değişkenlerin faiz indirimi ve faiz artırımını yönünde farklı düzeyde anlamlılıkları olduğu görülmektedir. İlk modelde tüm değişkenler ile faiz değişimi arasındaki ilişki analiz edilmiş ve sonuç anlamlı çıkmıştır.

Faiz indirimine olanak sağlayan iç ekonomik gelişmeler ve gene faiz indirimi konusunda baskı unsuru yarattığı düşünülen politik söylemlerin anlam düzeyi yüksektir. Bu ilişki özellikle 2016 sonrasını içeren modellerde daha yüksek bir katsayıyla belirgin olmaktadır.

Faiz artırımına neden olabilecek ülke dışı ekonomik gelişmelerin yaşandığı dönemlerde politika faizinde sürekli değişiklik olmamaktadır. Merkez bankasının politika faizinde değişiklik yaptığı dönemlerde ise faiz artışına neden olabilecek ülke dışı ekonomik unsurlar baskın gözlemlenmemiştir. Dolayısıyla yurt dışı kaynaklı faiz artırma baskısı yokken faiz indirimleri de mümkün olabilmektedir.

Faiz indirimini destekleyen dış ekonomik unsurların görüldüğü durumlarda faiz indirimleri bazı dönemlerde görülmüştür. Bir başka ifadeyle faiz indirimine olanak sağlayan dışsal gelişmeler her zaman faiz indirimi şeklinde sonuçlanmamıştır. Yani küresel pozitif havanın faiz indirimleriyle her zaman uyumu yoktur.

İç ekonomik gelişmelerin faiz artırımı baskısı kurduğu bazı dönemlerde faiz indirimine gidildiği görülmüştür. Bu durum faiz indirimlerinde yurt içi ekonomik gelişmelerden başka nedenlerin daha etkili olabileceği şeklinde yorumlanabilir. Politik söylemler ile faiz indirimleri arasında tutarlı ve pozitif yönlü ilişki tüm modellerde anlamlı sonuçlar vermektedir.

Ülke içinde faiz artışını gerekli kılan unsurlar belirginken faizler yükseltilmemiştir. Bu durum faiz kararları üzerinde baskı oluştuğu şeklinde yorumlanabileceği gibi kararların hatalı bir şekilde ya da geç alınmasından kaynaklı olabilir. Çünkü yukarı yönlü baskı unsurları varken politika faizinin uzun süre sabit bırakıldığı dönemlerin ardından sert faiz artırımlarının görülmesi bu varsayımı destekler niteliktedir.

Fed söylemleri, iç politik söylemler ve faiz artırımına neden olabilecek diğer dışsal unsurlar tüm modellerde anlamlı sonuç göstermiştir. Özellikle Fed faiz artışı baskıları ile TCMB faiz artışları arasında daha yakın ilişki tespit edilmiştir. Bu durumda TCMB'nin faiz artışı kararlarında Fed politikalarının ve küresel gelişmelerin önemli rol oynadığını söylemek mümkündür.

Politika faizlerinin yükseldiği dönemler ile politik söylemler değişkeni arasında anlamlı bir ilişki görülmemiştir. Ayrıca faiz indirimini kolaylaştıracak ülke içi gelişmelerin olmadığı durumda faiz artırımlarının gerçekleşmesi analizin bütünüyle tutarlı bir sonuçtur. Dolayısıyla faiz artırımlarının, faiz indirimlerine göre daha uyumlu ve tahmin edilebilir olduğu varsayımı yapılabilir.

Özetle, TCMB politika faizi hakkında indirim kararlarında politik söylemlerin anlamlı bir baskı unsuru olduğu söylenebilir. Öte yandan faiz artırımları konusunda da en yüksek düzeyde anlamlılığın Fed'in sıkı para politikasıyla uyumlu olduğu görülmektedir. O halde literatürle uyumlu olarak TCMB'nin Fed'in takipçisi konumunda olan bir çevre ülkenin merkez bankası olma özelliği taşıdığı iddia edilebilir. Böylesi bir ilişki TCMB'ye ek bir bağımlılık yaratmaktadır. Diğer taraftan özellikle faiz indirimleri yönünde bürokrasi yönetimi temsilcilerinin söylemlerinin istikrarlı ve anlamlı olması TCMB'nin faiz indirimlerindeki siyasi bağımsızlığının sorgulanmasına neden olmaktadır.

SONUÇ

Merkez bankaları, Altın Standardı döneminden bu yana farklı parasal sistemler içerisinde sermayenin sınırlar ötesi hareket etmesini sağlayan ağlar örerken, ulusal sınırlar içerisinde de paranın yeniden üretimini ve dağıtımını sürdürürler. Tüm bu ilişkiler ve fonksiyonlar farklı dönemlerde revaçta olmuş iktisat teorileri öncülüğünde gerçekleşmiştir. Paradigmalarındaki değişimler, teorilerin yetersizliğinden ziyade sermayenin birikim sürecindeki kırılma dönemlerine tekabül etmektedir. Bir başka ifadeyle iktisadi ekollerin geçerliliği krizlerle sınanmaktadır denilebilir. Bu bağlamda para teorisine ilişkin değişik teknik modeller, araçlar, düzenlemeler getirilse de tartışmaların odağında devletin ekonomik aktivitelerdeki rolü her daim baki kalmıştır.

Merkez bankaları finans kapitalin merkezinde yer alırlar. Devlet tarafından oluşturulmuş, görev ve yetkileri kanunlarla belirlenmiş kurumlar olmasına rağmen devlet ile mesafeleri dönemler arasında farklılık içermiştir. Son otuz yıl içinde dünyada ve Türkiye’de öne çıkan anlayış merkez bankalarının bağımsız olması yönündedir. Oysaki basit bir kavram gibi gözükse de bağımsızlık olgusunun altında derin ideolojik temeller ve görece farklı tanımlar yatmaktadır.

Merkez bankası bağımsızlığı kavramına temel olarak iki farklı teorik cepheden bakmak mümkündür. Birincisi egemen iktisat anlayışını temsil eden Yeni Neo-Klasik sentezdir. Yeni Keynesyen ve Yeni Klasik ekollerin uzlaşısı çerçevesinde ana akım iktisat olarak da tabir edilir. Bu görüşe göre merkez bankalarının başarısı bağımsızlıklarıyla doğru orantılıdır. Bir banka kurumsal, araçsal, ekonomik bağımsızlıklarına sahipse ve yasal olarak güvence altına alındıysa, para politikalarını etkin yöneteceği ve pek çok sorunun üstesinden geleceği varsayımı hakimdir. İkinci teorik yaklaşım ise heterodoks olarak adlandırılan, ana akım düşünce ekolleri dışında kalan ve liberal politikaları eleştiren iktisat ekolüdür. Heterodoks iktisatçılara göre devlet, siyasi iktidara sahip olanların yönetebildiği bir aygıttır. Siyasi iktidar da modern, sınıflı toplumlarda sermayenin egemenliğindedir. Bu bağlamda merkez bankaları hükümetler ve kamu finansmanı karşısında mesafeli bir duruş sergileyerek sermaye ile olan esas ilişkisini gizlemektedir. Para gibi toplumsal ilişkilerin belirleyicisi olan bir olgunun yönetiminde toplumsal sınıfların mücadelesinin yer alması çok şaşırtıcı bir durum değildir.

O halde merkez bankasının fonksiyonel konumunu sınıfsal çatışmaların ve tüm kurumların merkezinde tahayyül etmek yerinde olacaktır.

Pratik deneyimler ışığında merkez bankası bağımsızlığına etki eden ancak görünürde belirgin olmayan farklı faktörlerin varlığından söz etmek mümkündür. Birincisi, baskı gruplarının para otoritesi hakkındaki söylem, eleştiri ve telkinleri bankanın yönlendirmeye çalıştığı beklentiler ile çelişebilir. Kamuoyunda banka ve siyaset arasında çatışma izlenimi oluşması kurumun itibarını zedeleyebileceği gibi politika etkinliğini zayıflatır. Dolayısıyla politika araçları üzerinde alınacak kararların gecikmeli, ters yönde ya da olması gerekenden şiddetli etkileri ortaya çıkabilir.

İkinci olarak ülkelerin siyasi ve ekonomik güçlerinden doğan uluslararası bir hiyerarşi mevcuttur. Doğrudan ifade edilmemekle birlikte bu hiyerarşi kendisini hegemonya adı altında küresel ilişkilerde belli eder. Ülkeler arasındaki hegemonik yapı, dünya sistemleri analizi ve bağımlılık kuramlarında merkez ve çevre ayrımı olarak ifade edilmiştir. Merkez ülkeler, hegemonyanın temsilcisi olup üstünlükleriyle avantajlar sağlayabilmektedir. Diğer taraftan çevre ülkeler ise görece yetersizliklerinden dolayı içsel sorunlarla boğuşmakta ve merkez ülkelerle ilişkilerini en az zarar görece şekilde yönetmeye çalışmaktadırlar. Böyle bir ilişki sıfır toplamı bir oyun türüne benzer. Çevre ülkelerin mutlak güç sahibi olması ancak merkez ülkelerin gücünü yitirmesiyle mümkün olmaktadır.

Üretim faktörlerinden sermayenin hareket rotasında merkez çevre ülkeler ilişkisi daha belirgindir. Merkez ülkeler, birikim rejimini en üst seviyeye çıkarabildikleri için yüksek tasarruf hacimlerine sahiptir. Sermayenin hareket yasası gereğince kendilerine daha yüksek kar sağlayacak görece ucuz piyasalara yatırım arayışı içindedir. Bu koşullar içinde çevre ülkelerin piyasaları, merkez ülke sermayesinin yatırım iştahını kabartmaktadır. Çevrenin ucuz emek gücü, atıl kapasite kullanımı, yüksek enflasyondan dolayı yüksek faiz politikaları oldukça cezbedicidir.

Finansallaşma sürecinde, merkezin çevre ile sermaye özelindeki ilişkisi 1980’li yıllara kadar dış borç mekanizmasıyla akışkanlık kazanmıştır. 1990’lardan itibaren özel sektörün payının büyümesi, devletin ekonomik etkinliklerde rolünün azalması ve

finansal piyasaların derinleşmesiyle sermayenin akış kanalı daha çok özel tasarruflar üzerinden gerçekleşmiştir. Burada en önemli husus kurumların olduğu kadar bireylerin yani hane halklarının borçlandırma mekanizmalarıyla finansal sisteme içerilmesi olmuştur.

Ülkeler ve bireyler bazında borçlanma ilişkilerinin aracılığında gene merkez bankaları yer almaktadır. Çünkü bir ülkeye sermaye çeken başat unsur faiz oranlarıdır ve bunu belirlemek ulusal merkez bankalarının tekelindedir. Ayrıca küresel sermayenin yatırım yapabileceği piyasaların oluşturulması, araçların tahsisi, kuralların düzenlenmesi ve denetlenmesinde en yetkili kurumlardır. Merkez ülkelerde biriken sermayenin başka coğrafyalara transfer olması ancak daha yüksek kar fırsatlarıyla gerçekleşir. Bu yüzden sermaye girişlerine ihtiyaç duyan çevre ülkelerin merkez bankaları, gelişmiş ülkelerin merkez bankalarından daha yüksek getiri imkanı yani faiz sunmak zorundadır. Bu denklem neticesinde merkezin çevreye karşı hegemonyası merkez bankaları arasında da gözlemlenir. Gelişmiş ülke merkez bankaları lider konumda olup almış olduğu kararlar, takipçisi olan gelişmekte ülke merkez bankalarının hareket alanını kısıtlamaktadır. Aksi halde sermaye giriş çıkışlarında ani dalgalanmalar meydana gelerek kur ve faiz şoklarına ya da cari açık sorunlarına neden olabilir.

Türkiye'nin askeri, politik, ekonomik ve sosyokültürel konumu baz alındığında dünya ölçeğinde yarı çevre statüsünde değerlendirilebilir. Merkez ülkelerle finansal ilişkisi mercek altına alındığında ise çevre ülke özellikleri baskın çıkmaktadır. Bunun en önemli nedenleri Türkiye'nin süre gelen yüksek enflasyon problemi, tasarruf açığı, bütçe açığı, siyasi ve mali istikrarsızlık gibi sorunlardan kaynaklı dışa bağımlılığıdır. Altının çizilmesi gereken husus, böylesi bir tablonun kendiliğinden oluşmadığı bugüne kadar izlenen ekonomi politikalarının sonucu olduğudur. Yeni yatırımlar için ülke dışı finansman ihtiyacı, önce yabancı sermayeye bağımlılığı ardından ekonomik kırılganlıkları beraberinde getirmiştir.

TCMB, kuruluşundan bu yana farklı zaman dilimlerinde reformlara sahne olmuştur. Ancak tarihindeki en köklü kurumsal değişim 2001 Krizi sonrasında yaşanmıştır. 2001 Krizi, Türkiye'de ekonominin, siyasetin ve toplumsal dinamiklerin kırıl-

maya uğradığı bir tarih olarak para politikasında ve merkez bankacılığında paradigmanın değiştiği bir dönemi başlatmıştır. Dünya’da 1990’lardan beri yaygınlaşmaya başlayan para politikası stratejisi “enflasyon hedeflemesi” olmuştur. Türkiye’de 1990-2000 yılları arasında enflasyon hedeflemesi stratejisi tartışılmış, hukuki taslaklar oluşturulmuş ancak uygulama imkanı bulamamıştır. 2001 krizi sonrası yaşanan radikal değişim ortamı merkez bankasının bu yapısal reformları uygulamasına zemin oluşturmuştur.

Enflasyon hedeflemesi stratejisi Yeni Keynesyen ekolün normlarıyla uyumlu ve kurala dayalı bir para politikasıdır. Dolayısıyla enflasyon hedeflemesi stratejisinde beklentilerin yönetimi başlı başına politikanın başarısına etki eder. Her ne kadar enflasyon hedeflemesinde ana para politikası aracı kısa vadeli faiz oranları olsa da iletişim politikaları bu anlamda önemlidir. İletişimin ikna edici olması için kurumun itibarlı olması gerekir. Bu anlamda kurumun bağımsızlığı, şeffaflığı, hesap verilebilirliği gibi unsurlar etkin iletişim için gerekli normlardır.

TCMB, enflasyon hedeflemesi stratejisine kademeli bir şekilde geçmek istemiştir. 2002-2006 yılları arasındaki bu dönem geçiş dönemi olarak “örtük enflasyon hedeflemesi” olarak adlandırılmış, enflasyonda ve faizlerde belirgin düşüşlere sahne olmuştur. Enflasyondaki düşüşle eş anlı olarak büyüme oranlarında da istikrarlı artış görülmüştür. Ana akım iktisatçılar tarafından para politikasının net başarısı olduğu düşünülse de arka planda küresel konjonktürün pozitif etkileri yansımaktadır. Aynı dönemde küresel faiz oranlarının düşük seyretmesi TCMB’nin faiz indirimlerini elverişli kılmış, küresel enerji ve emtia fiyatlarındaki düşüş enflasyonist baskıları azaltmıştır ve gıda arzına paralel olarak gıda fiyatları düşük kalmaya devam etmiştir. Kısaca örtük enflasyon hedeflemesi döneminde yapısal reformlara ve programlara bağlılık devam ederken küresel rüzgarlar TCMB lehine esmiştir.

2006 yılı açık enflasyon hedeflemesinin resmi uygulama imkanı bulunduğu sene ilan edilmiştir. Çünkü gerekli altyapı sürecinin tamamlandığı, PPK’nın etkinliğini kazandığı ve iletişim politikalarının daha aktif kullanılacağı açıkça belirtilmiştir. Diğer

tarafından örtük enflasyon dönemindeki pozitif dışsal faktörler yerini tam tersi bir tabloya bırakmıştır. Türkiye'nin aynı tarihlerde yaşadığı iç siyasi ve jeopolitik faktörler beklentilerde geçici bozulmaya neden olmuştur.

Küresel ekonominin yakın tarihli en büyük krizi olan 2008 finansal krizi enflasyon hedeflemesi stratejisinin dünya genelinde revize edildiği bir tarih olmuştur. Çünkü küresel kriz, finansal istikrarın en az fiyat istikrarı kadar önemli olduğunu hatırlatmış ve merkez bankalarının her iki amacı eş anlamlı gözetmesi gerektiğini öğretmiştir. Krizden çıkış için başta gelişmiş ülkelerin merkez bankaları geleneksel olmayan para politikası araçlarından taktiksel olarak faydalanmıştır. Özellikle dünyanın en güçlü merkez bankası kabul edilen Fed, kısa vadeli faiz oranlarını uzun süre sıfıra yakınlıkla tutarak piyasalara likidite kolaylığı sağlamıştır. Diğer taraftan kredi ve varlık alım programlarıyla kendi bilançosu üzerinden finansal kurumları desteklemeye devam etmiştir. Piyasalara uzun süre enjekte edilen fonlar görece yüksek faiz oranları sebebiyle çevre ülkelere doğru hareket etmiştir. Türkiye bu küresel fon rüzgarlarından faydalanarak 2008-2013 arası düşük kur ve düşük faiz ortamı yakalayabilmiştir.

Bu çalışma, merkez bankası bağımsızlığı kavramını değerlendiren alternatif yaklaşımlara katkı sağlamak amacıyla hazırlanmıştır. TCMB'nin 2013-2020 yılları arasındaki kısa vadeli faiz oranları hakkındaki kararlarına etki ettiği düşünülen unsurlar araştırılmıştır. Bulgular ışığında toplumsal baskı gruplarının söylemleri ve büyük merkez bankası davranışları alınan kararlar üzerinde en az iç ve dış kaynaklı makro ekonomik görünüm kadar ilişkili olabileceğini ortaya koymaktadır. Analizlerle uyumlu olarak faizlerin yukarı ya da aşağı yönlü hareketleri göre etken parametrelerin ağırlıkları farklı olmaktadır. Dolayısıyla kural politikaların uygulanabilirliği ve araç bağımsızlığı gibi tartışmaların merkez bankacılığı genelinde değil, ülke merkez bankaları özelinde tartışılması daha uygun olacaktır.

Çalışmanın sonucuna göre enflasyon hedeflemesi stratejisine ve kural politikalarına getirilen eleştiriler Türkiye özelinde ve ilgili dönemde haklı çıkmaktadır. Çünkü strateji ve kural politikalar oluşturulurken gelişmiş ülkelerin ekonomisi dikkate alınmıştır. Bu ülkeler düşük ve istikrarlı enflasyon oranlarına sahip olduklarından ve yapısal şoklara dayanıklı oldukları için kısa vadeli faiz oranlarıyla küçük ayarlamalar

yaparak enflasyonda yaşanan sapmaları kontrol edebilirler. Ancak gelişmekte olan ülkeler aynı makro ekonomik özelliklere sahip olmadığından başarı şansı az görülmektedir. Türkiye'nin hem yapısal özellikleri hem de TCMB'nin bağımsızlığının maruz kaldığı unsurlar, stratejinin başarısının teorik düzeyde olduğu kadar yüksek olamayacağını göstermektedir.

Merkez bankalarının kurumsal bağımsızlık göstergeleri hukuki olarak güvence altına alınmaya çalışılsa da toplumsal ve finansal konumları bu olguyu sınırlandırmaktadır. Özellikle gelişmekte olan ülke merkez bankalarının büyük merkez bankalarının takipçisi durumunda kalmaları küresel düzeyde tam bağımsız olamadıklarına işaret etmektedir. Bağımsızlık mefhumuna gölge düşüren unsurlar mevcutken kısa vadeli faiz oranlarının ya da geleneksel olmayan para politikası araçlarının hedeflere ulaşmada etkinlik sağlayamaması şaşırtıcı olmaz. Bu bağlamda para politikasını tüm ekonomik sorunların üstesinden gelebilecek bir silah ve merkez bankalarını da bu silahın yegane silahşoru olarak gören iktisat anlayışının krizleri geciktirmekten öte bir başarı sağlaması zor olacaktır. Toplumsal refahın daha adil dağılımını, ekonomik kalkınmanın ve istihdamın sürekliliğini sağlamak ancak sosyal politikaların ve maliye politikalarının en az para politikası kadar benimsenmesiyle mümkün olabilir.

KAYNAKÇA

- AJAYI, S. I.: 1999 “Evolution and Functions of Central Banks”, **Economic and Financial Review**, 37(4), 11–27.
- AKÇAY, M. A.: 1997 “Para Politikası Araçları Türkiye ve Çeşitli Ülkelerdeki Uygulamalar”, **T.C. Başbakanlık Devlet Planlama Teşkilatı**.
- AKÇAY, Ü.: 2009 **Para, Banka, Devlet**, İstanbul, Sosyal Araştırmalar Vakfı.
- AKÇAY, Ü.; GÜNGEN, R.: 2016 **Finansallaşma, Borç Krizi ve Çöküş**, 2. bs., İstanbul, Nota Bene Yayınları.
- AKDİŞ, M.: 1992 **Para Politikalarının Ekonomik İstikrar Üzerindeki Etkinliği ve Türkiye**, Afyon, Afyon Kocatepe Üniversitesi Yayınları.
- AKDİŞ, M.: 2006 **Para Teorisi ve Politikası**, Ankara, Gazi Kitabevi.
- AKTAN, C.C.: 2010 “Monetarizm ve Rasyonel Beklentiler Teorisi”, **Ekonomi Bilimleri Dergisi**, 2(1), 168–187.
- AKTAN, C.C.: 2008 **Yeni İktisat Okulları**, 2. bs., Ankara, Seçkin Yayıncılık.
- AKYÜZ, Y.; BORATAV, K.: 2003 “The Making of the Turkish Financial Crisis”, **World Development**, 31(9), 1549–1566.
- ALESINA, A.; SUMMERS, L.H.: 1993 “Central Bank Independence and Macroeconomic Performance: Some Comparative Evidence”, **Journal of Money, Credit and Banking**, 25(2), 151.

- ALPARSLAN, M.;
ERDÖNMEZ, P.A.: 2000 “Enflasyon Hedeflemesi”, **Bankacılar Dergisi**, (35), 14–41.
- AMADEO, K.: 2020 **Central Bank: Definition, Function and Role.**
- ARBY, M.F.;
HANIF, M. N.: 2010 **Monetary and Fiscal Policies Coordination - Pakistan’s experience**, University Library of Munich.
- AREN, S.: 1998 **İstihdam, Para ve İktisadi Politika**, 11. bs., Ankara, Savaş Yayınları.
- ARESTIS, P.; SAWYER, M.C.: 2002 “Can Monetary Policy Affect the Real Economy?”, **SSRN Electronic Journal**, No. 355.
- ATAÇ, B.: 2013 **Maliye Politikası: Gelişimi, Amaçları, Araçları ve Uygulama Sorunları**, 10. bs., Ankara, Turhan Kitabevi.
- ATEŞ, B.A.: 2016 “Kripto Para Birimleri, Bitcoin ve Muhasebesi”, **Çankırı Karatekin Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi**, 7(1), 349–366.
- AYDIN, Y.: 2012 “Say Yasası Üzerine Bir İnceleme: Klasik İktisatçıların ve Marx’ın Yorumu” **İstanbul Üniversitesi Sosyal Bilimler Dergisi**, (1), 23–51.
- BAILEY, S. J.: 1995 **Public sector economics: theory, policy and practice**, Macmillan International Higher Education.
- BALIBAR, E.;
WALLERSTEIN, I.: 2007 **İrk, Ulus, Sınıf: Belirsiz Kimlikler**, İstanbul, Metis Yayınları.
- BANAİAN, K.; LANEY, L.; WILLETT, T.: 1983 “Central bank independence: An international comparison”, March, **Economic Review**.
- BARBAROS, R.F.;
EROL, E.: 2007 “Türkiye’de enflasyon hedeflemesi” **İktisat İşletme ve Finans**, 22(255), 20-44.

- BARBER, W.: 2007 **İktisadi Düşünce Tarihi.** İstanbul, Metropol Yayınevi.
- BARIŞIK, S.: 2004 “Merkez Bankası Bağımsızlığı, Makroekonomik Etkileri ve 2001 Tarihli TCMB Kanununun Yansımaları”, **Ankara Üniversitesi SBF Dergisi**, 59(3), 1.
- BAŞÇI, E.; KARA, H.: 2011 “Finansal İstikrar ve Para Politikası” **İktisat İşletme ve Finans**, 26(302), 9–25.
- BBC: 2018 “Türkiye’deki ekonomik krizler: 1994, 2001 ve 2007’de neler yaşandı?”, (Çevrimiçi) <https://www.bbc.com/turkce/haberler-turkiye-45226072>, 20 Ocak 2021.
- BERNANKE, B.S.: 2005 “The Logic of Monetary Policy”, **Vital Speeches of the Day**, 71(6), 165–171.
- BERNANKE, B.S.; MISHKIN, F.S.: 1997 “Inflation Targeting: A New Framework for Monetary Policy?”, **Journal of Economic Perspectives**, 11(2), 97–116.
- BİLGİLİ Y.: 2017 **Makro İktisat**, 7. bs., İstanbul, 4T Yayınevi.
- BİRDAL, M.: 2018 **Bir Krizin Anatomisi**, 1. bs., Kor Kitap.
- BLINDER, A.: 1982 **Issues in the Coordination of Monetary and Fiscal Policy**, (Working Paper Series No. 982), Cambridge, MA.
- BORATAV, K.: 2000 “Emperyalizm mi? Küreselleşme mi?” **İçinde Küreselleşme, Emperyalizm, Yerelcilik, İşçi Sınıfı**, İstanbul, İmge Kitabevi.
- BORDO, M. (1984) “The Gold Standard: The Traditional Approach”, İçinde M. Bordo and A. Schwartz (Ed.), **A Retrospective on the Classical Gold Standard, 1821-1931** (ss. 23–120). University of Chicago Press.

- BOYES, W.; MELVIN, M.: 2013 **Fundamentals of Economics**, 6. ed., Cengage Learning.
- BRUNNER, K.; MELTZER, A.: 1972 “Friedman’s Monetary Theory”, **Journal of Political Economy**, 80(5), 837–851.
- BSB: 2006 “IMF Gözetiminde On Uzun Yıl, 1998-2008: Farklı Hükümetler, Tek Siyaset”, **EMO**, Ankara,
- CARARE, A.; SCHAECHTER, A.; STONE, M.R.; ZELMER, M.: 2002 “Establishing Initial Conditions in Support of Inflation Targeting”, **IMF Working Papers**.
- ÇAYIR, M.; ERER, D.; ERER, E.; ALTAY, N.O.: 2015 “Tcmb, Fed ve Ecb Para Politikalarının Türk Bankacılık Sektörü Performansı Üzerindeki Etkileri: Markov Swithcing Yaklaşımı (2002-2013)”, **Maliye Finans Yazıları**, (104), 9–28.
- CELASUN, M.: 2001 “Gelişen Ekonomilerin Dış Kaynak Kullanımı, Finansal Krizler ve Türkiye Örneği, 2001”, **Doğu Batı**, 4(17), 161–179.
- CELASUN, O.; GELOS, R. G.; PRATİ, A.: 2004 “Would “cold turkey” work in Turkey?”, **IMF Staff Papers**, 51(3), 493-509.
- ÇETİN, M.Ö.: 2016 “Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası (TCMB) Para Politikası Uygulamalarının Gelişimi”, **Finansal Araştırmalar ve Çalışmalar Dergisi**, 8(14), 67–101.
- CİZRE, Ü.; YELDAN, E.: 2005 “The Turkish Encounter with Neo-Liberalism: Economics and Politics in the 2000/2001 Crises”, **Review of International Political Economy**, 12(3), 387–408.
- ÇOLAKOĞLU, B.: 2002 “Enflasyon Hedeflemesi Stratejisine Geçiş Bağlamında TC Merkez Bankası Bağımsızlığının Fonksiyonelliği”, **Kocaeli Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi**, (2), 17–31.

- CROCKETT, A.;
FERGUSON, R.W.;
ISSING, O.;
MUSSA, M.;
YAMAGUCHI, Y.: 2003
CUKIERMAN, A.: 1994 “Monetary Stability, Financial Stability and the Business Cycle: Five Views”, **BIS Papers**, No. 18.
“Central Bank Independence and Monetary Control”, **The Economic Journal**, 104(427), 1437.
- DEBELLE, G.; FISCHER, S.: 1994 “How Independent Should a Central Bank Be?”, **In Conference Series**, Federal Reserve Bank of San Francisco, pp. 195-221.
- DELFAUD, P.: 2010 **Keynes ve Keynesçilik**, 1. bs., Ankara, Dost Yayınevi.
- DEQUECH, D.: 2007 “Neoclassical, mainstream, orthodox, and heterodox economics”, **Journal of Post Keynesian Economics**, 30(2), 279–302.
- DOĞAN, S.: 2006 “Keynesyen Teori’ye Bir Tepki: Arz Yanlı İktisat”, **SÜ İİBF Sosyal ve Ekonomik Araştırmalar Dergisi**, (12), 253–272.
- DUMLU, Z.: 1998 “1980 Sonrası Merkez Bankası”, İçinde **75. Yılda Paranın Serüveni**, İstanbul: Türkiye Ekonomik ve Toplumsal Tarih Vakfı, s. 201-204.
- DÜNDAR, N.: 2020 “Fed ve ECB’nin Para Politikası ve Büyüme Arasındaki İlişki: Türkiye İçin VAR Analizi (2000-2017)”, **Uluslararası Sosyal Araştırmalar Dergisi**, 13(69), 1149–1158.
- DURMUŞ, M.: 2003 **Maliye Politikaları, Teori ve Uygulamalarının Değerlendirilmesi**. Ankara, Yaklaşım Yayınları.
- DURMUŞ, M.: 2013 **Kapitalizmin Krizi**, Gazi Kitabevi.

- DUTTON, J.: 1984 “The Bank of England and the Rules of the Game under the International Gold Standard: New Evidence”, In **M. Bordo & A. Schwartz (Ed.), A Retrospective on the Classical Gold Standard, 1821-1931**, University of Chicago Press, pp. 173-202.
- EDWARDS, S.: 2001 “Exchange rate regimes, capital flows and crisis prevention”, (No. w8529), **National Bureau of Economic Research**.
- EĞİLMEZ, M.: 2007 **Light Günlük**, İstanbul, Remzi Kitabevi.
- ELGIE, R.: 1998 “Democratic Accountability and Central Bank Independence: Historical and Contemporary, National and European Perspectives”, **West European Politics**, 21(3), 53–76.
- ERDEM, N.; ATBAŞI, F.D.: 2011 Finans Sermayenin Kriz Döngüsü: Merkez-Çevre “Yakınsaması”. **Ankara Üniversitesi SBF Dergisi**, 66(4), 33–66.
- ERDOĞAN, S.: 2005 “Alternatif Para Politikası Stratejileri Üzerine Karşılaştırmalı Bir Değerlendirme”, **Kocaeli Üniversitesi Sosyal Bilimler Dergisi**, (9), 34–54.
- EROĞLU, Ö.; ALTINTAŞ, H.: 1997 “Merkez Bankasının Bağımsızlığı Sorunu: Enflasyon ve Ekonomik Performans Üzerine Bir Değerlendirme”, **İktisat İşletme ve Finans**, 12(135), 48–63.
- FERRÉ, M.: 2008 “Fiscal Policy Coordination in the EMU”, **Journal of Policy Modeling**, 30(2), 221–235.
- FISCHER, S.: 1996 “Why Are Central Banks Pursuing Long-Run Price Stability?”, **Journal of Federal Reserve Bank of Kansas City**.
- FRASER, B.W.: 1994 “Central bank independence: What does it mean?”, **Reserve Bank of Australia Bulletin**, (2), 6-8.

- FRIEDMAN, B.M.: 2000 “Monetary Policy”, **NBER Working Paper No. 8057**, Cambridge, MA.
- FRIEDMAN, M.: 1968 “Money: Quantity Theory”, In **International Encyclopedia of the Social Sciences**, New York, Macmillan and Free Press, pp. 432-447.
- FRIEDMAN, M.: 1970 “A Theoretical Framework for Monetary Analysis”, **Journal of Political Economy**, 78(2), 193-238.
- GALBRAITH, J.K.: 1989 **Kuşku Çağı: Ekonomik Gelişmeler Tarihi**. İstanbul, Altın Kitaplar.
- GÄRTNER, M.: 2002 “Monetary Policy and Central Bank Behavior”, **University of St. Gallen Department of Economics Working Paper Series**, Department of Economics, University of St. Gallen.
- GERTLER, M.;
KARADI, P.: 2011 “A Model of Unconventional Monetary Policy”, **Journal of monetary Economics**, 58(1), 17-34.
- GİZ, D.;
CECAN, S.S.: 2011 “Enflasyon Hedeflemesi, Makroekonomik İstikrar ve Türkiye”, **Sosyal Siyaset Konferansları**, (60), 119-143.
- GLOCKER, C.;
TOWBIN, P.: 2012 “Reserve Requirements for Price and Financial Stability-When Are They Effective?”, **International Journal of Central Banking**, 8(1), 65-114.
- GOODFRIEND, M.: 2002 “Monetary Policy in the New Neoclassical Synthesis: A Primer”, **International Finance**, 5(2), 165-191.
- GOODFRIEND, M.: 2004 “Inflation targeting in the United States?”, In **The Inflation-Targeting Debate**, University of Chicago Press, pp. 311-352.
- GOODFRIEND, M.;
KING, R.G.: 1997 “The New Neoclassical Synthesis and the Role of Monetary Policy”, **NBER Macroeconomics Annual**, 12, 231-296.

- GORDON, R.J.: 1990 “What Is New-Keynesian Economics?”, **Journal of Economic Literature**, 28(3), 1115–1171.
- GRAY, S.; TALBOT, N.: 2006 **Monetary Operations**, London, Handbooks in Central Banking, No. 24
- GUJARATI, D.N.; PORTER, D.C.: 2009 **Basic Econometrics**, 5. ed., McGraw-Hill.
- GÜNEŞ, H.: 1990 **Türkiye’de Para Arzını Kontrol Araçlarının Etkinliği**. İstanbul, İstanbul Ticaret Odası.
- GÜNEY, P.Ö.: 2006 “İstikrar Politikaları, Hedefleme Stratejileri ve Türkiye Örneği”, **Hacettepe Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi**, 24(1), 21–44.
- HALAÇ, U.: 2007 “Türkiye’de Para ve Maliye Politikalarının Koordinasyonu”, **İşletme ve Finans Dergisi**, 22(254), 31–46.
- HAZİNE MÜSTEŞARLIĞI.: 1999 **IMF-Niyet Mektubu-Türkiye**, Ankara.
- IMF: 2004 **Monetary Policy Implementation at Different Stages of Market Development**, International Monetary Fund.
- IŞIK, S.: 2003 “Keynes Para Arzının Belirlenmesinde Bir Endojenist miydi ?”, **Ekonomik Yaklaşım**, 14(46), 71–106.
- ISSING, O.: 2011 “Lessons for Monetary Policy; What Should the Consensus Be?”, (No. 11/97). **IMF Working Papers**, International Monetary Fund.
- KAHNEMAN, D.; TVERSKY, A.: 1979 “Prospect Theory: An Analysis of Decision Under Risk”, **Econometrica**, 47(2), 263–291.

- KANSU, A.: 2007 “Para Politikasında Şeffaflık ve Enflasyonist Beklentilerin Yönlendirilmesi”, **Doğuş Üniversitesi Dergisi**, 8(1), 59–71.
- KARA, H.: 2006 “Turkish Experience With Implicit Inflation Targeting”, **Central Bank Review**, 8, 1–16.
- KARA, H.: 2012 “Küresel Kriz Sonrası Para Politikası”, **İktisat İşletme ve Finans**, 27(315), 9–36.
- KARASOY, A.; SAYGILI, M.; YALÇIN, C.: 1998 “Enflasyonun Doğrudan Hedeflenmesi Politikası ve Bazı Ülke Deneyimleri”, **TCMB Araştırma Genel Müdürlüğü Tartışma Tebliği**, No. 9801.
- KARTAL, F.: 2011 “Türkiye’de Enflasyon Hedeflemesi Stratejisi ve Para Politikasının Görünümü”, **Maliye Finans Yazıları**, 25(91), 77–100.
- KAZGAN, G.: 2008 **İktisadi Düşünce veya Politik İktisadın Evrimi**, 13. bs., İstanbul, Remzi Kitabevi.
- KAZGAN, G.: 2012 **Türkiye Ekonomisinde Krizler (1929-2009) “Ekonomi Politik” Açısından Bir İrdeleme**, 3. bs., İstanbul, İstanbul Bilgi Üniversitesi.
- KAZGAN, H.: 1998 “Ekonomide Kuruluş, Borsada Uyku Dönemi: Dünya Krizi ve Ekonomide Yapılanma”, **İçinde 75. Yılda Paranın Serüveni**, İstanbul, Türkiye Ekonomik ve Toplumsal Tarih Vakfı, s. 233-240.
- KELLER, C.; KUNZEL, P.; SOUTO, M.: 2007 “Measuring Sovereign Risk in Turkey: An Application of the Contingent Claims Approach”, **IMF Working Papers**, No. WP/07/233.
- KESRIYELİ, M.: 1997 “1980’li Yıllardan Günümüze Para Politikaları Gelişmeleri”, **TCMB Araştırma Genel Müd.**, Ankara, No:97/4

- KESRIYELİ, M.; KOÇAKER, İ.: 1999 “Monetary Conditions Index: A monetary policy indicator for Turkey”, **Central Bank of the Republic of Turkey, Research Department**, Ankara, No. 9908.
- KEYDER, N.; İMER-ERTUNGA, E.: 2012 **Para: Teori-Politika-Uygulama**, 12. bs., İstanbul, Seçkin.
- KEYNES, J.M.: 2008 **Genel Teori: İstihdam, Faiz ve Paranın Genel Teorisi**, İstanbul, Kalkedon.
- KING, J.: 2002 **A history of post Keynesian economics since 1936**, Edward Elgar Publishing.
- KILCI, E. N.: 2019 “Geç Likidite Penceresi Faiz Oranlarının Kredi Faiz Oranları ve Döviz Kurları Üzerindeki Etkisinin Analizi: Türkiye Örneği”, **Uluslararası Afro-Avrasya Araştırmaları Dergisi**, 4(8), 13–26.
- KORAY, A.; KARA, H.; YÖRÜKOĞLU, M.: 2012 “Sermaye Akımlarının Etkilerini Yumuşatmaya Yönelik Yeni Bir Para Politikası Aracı: Rezerv Opsiyonu Mekanizması”, **İktisat ve Toplum**, (25), 9–19.
- KORKMAZ, S.: 2010 “Yeni Keynesyen Phillips Eğrisinin Türkiye’ye Uygulanması”, **ZKÜ Sosyal Bilimler Dergisi**, 6(11), 141–162.
- KÖSE, Y.; ATIK, M.; YILMAZ, B.: 2015 “Merkez Bankası Kâr Etmeli Mi? T.C. Merkez Bankası Örneği”, **Niğde Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi**, 8(1), 261–275.
- KOZICKI, S.: 1999 “How Useful are Taylor Rules for Monetary Policy?”, **Economic Review**, (84), 5–33.
- KRUGMAN, P.R.; DOMINQUEZ, K.M.; ROGOFF, K.: 2006 “It’s Baaack: Japan’s Slump and the Return of the Liquidity Trap”, **Brookings Papers on Economic Activity**, 1998(2), 137.
- KUMCU, E.: 2002 **İstikrar Arayışları**. İstanbul, Doğan Kitap.

- KURUÇ, B.: 2016 “Bretton Woods Antlaşması’nın 70. Yılı”, **Hacettepe Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi**, 34(1), 7–26.
- LAURENS, B.; PIEDRA, E. DE LA.: 1998 “Coordination of Monetary and Fiscal Policies”, **IMF Working Paper**, No. 98/25.
- LEITE, S.: 1992 **Monetary Policy Instruments**, IMF Monetary and Exchange Affairs Department.
- MARX, K.: 2011a **Ekonomi Politikin Eleştirisine Katkı**, Ankara, Sol Yayınları.
- MARX, K.: 2011b **Kapital: Birinci Cilt**, Ankara: Sol Yayınları.
- MASSON, M. P. R.; SAVASTANO, M. M. A.; SHARMA, M. S.: 1997 **The scope for inflation targeting in developing countries**, International Monetary Fund.
- MAXFIELD, S.: 1997 **Gatekeepers of Growth: The International Political Economy of Central Banking in Developing Countries**, Princeton University Press.
- MCCALLUM, B.: 2000 “Alternative Monetary Policy Rules: A Comparison with Historical Settings for the United States, the United Kingdom, and Japan”, **NBER Working Series No. 7725**, Cambridge, MA
- MEULENDYKE, A.-M.: 1992 “Reserve Requirements and The Discount Window in Recent Decades”, **Federal Reserve Bank of New York Quarterly Review**, 17(3), 24–44.
- MISHKIN, F.: 2000 **Para Teorisi – Politikası**, 1. bs., İstanbul, Bilim Teknik Yayınevi.
- MISHKIN, F.: 2000 “Inflation targeting in emerging-market countries”, **American Economic Review**, 90(2), 105-109.

- MISHKIN, F.: 2001 “The Transmission Mechanism and the Role of Asset Prices in Monetary Policy”, **NBER Working Paper Series No. 8617**, Cambridge, MA.
- MISHKIN, F.: 2004 **The Economics of Money, Banking, and Financial Markets**, 7. ed., Boston, Pearson Addison Wesley.
- MISHKIN, F.; POSEN, A.S.: 1997 “Inflation Targeting: Lessons from Four Countries”, **Economic Policy Review**, 3(3), 9–110.
- NEILL, G.: 2012 “The LIBOR scandal - The rotten heart of finance”, (Çevrimiçi) <https://www.economist.com/briefing/2012/07/07/the-rotten-heart-of-finance>, 22 Mayıs 2020.
- OBBEN, J.: 2006 “Does Central Bank Independence Really Offer a 'free Lunch' to Countries?”, **Department of Applied and International Economics**, Massey University.
- OBSTFELD, M.; ROGOFF, K.: 1995 “The mirage of fixed exchange rates”, **Journal of Economic perspectives**, 9(4), 73-96.
- ODUNCU, A.; AKÇELİK, Y.; ERMIŞOĞLU, E.: 2013 “Reserve Options Mechanism and FX”, **Central Bank of the Republic of Turkey Working Paper**, No:13, Ankara.
- OKTAR, S.: 1996 **Merkez Bankalarının Bağımsızlığı**, 1. bs., Bilim Teknik Yayınevi
- OKTAR, S.: 1998 **Enflasyon Hedeflemesi, Para Politikasının Güvenilirliği ve Fiyat İstikrarı**, 1. bs., Bilim Teknik Yayınevi.
- OKTAR, S.; TOKUCU, E.; KAYA, Z.: 2013 **Finansal Küreselleşme Sürecinde Merkez Bankacılığı ve Para Politikaları**, 2. bs., NOBEL Akademik Yayıncılık.
- ÖNDER, İ.: 2014 “Tina ve Bir Alternatif Var”, **İktisat ve Toplum**, 39–44.

- ÖNDER, T.: 2005 **Para Politikası: Araçları, Amaçları ve Türkiye Uygulaması**, Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası Piyasalar Genel Müdürlüğü.
- ONUR, S.: 2014 “Türkiye Ekonomisinde Faiz Oranları-Enflasyon İlişkisi Üzerine Bir Model Denemesi (1980-2005)”, **Akademik İncelemeler Dergisi**, 3(2), 69–110.
- ÖZATAY, F.: 2009 “Türkiye’de 2000-2008 Döneminde Para Politikası”, **İktisat, İşletme ve Finans**, 24(275), 37–65.
- ÖZATAY, F.: 2011 **Parasal İktisat: Kuram ve Politika**, 1. bs., Ankara, Efil Yayınevi.
- ÖZTÜRK, F.: 2013 “Türkiye Ekonomisinin Kırılma Noktası: 24 Ocak İstikrar Kararları”, (Çevrimiçi) <https://web.archive.org/web/20151115182235/http://www.dunya-bulteni.net/haber/244303/turkiye-ekonomisinin-kirilma-noktasi-24-ocak-istikrar-kararlari>.
- ÖZTÜRK, S.: 2003 **Enflasyon Hedeflemesi**, İstanbul, Derin Yayınları.
- ÖZTÜRK, S.; BİNER, C.: 2008 “Gelişmekte Olan Ülkelerde Kurala Dayalı Para Politikasının Etkinliği Enflasyon Hedeflemesi Stratejisi: Türkiye Örneği”, **C.Ü. İktisadi ve İdari Bilimler Dergisi**, 9(1), 19–37.
- PARASIZ, İ.: 2016 **Para Teorisi ve Politikası**, 4. bs., Bursa, Ezgi Kitabevi.
- PAYA, M.: 2007 **Makro İktisat**, 3. bs., İstanbul, Filiz Kitabevi.
- POOLE, W.: 1999 “Monetary policy rules?”, **Federal Reserve Bank of St. Louis**, No:2.
- RODRIK, D.: 2000 “How Far Will International Economic Integration Go?”, **Journal of Economic Perspectives**, 14(1), 177–186

- RUDEBUSCH, G.; SVENSSON, L.E.: 1998 “Policy Rules for Inflation Targeting”, **NBER Working Paper Series No. 6512**, Cambridge, MA.
- SARAÇOĞLU, M.; KUZU, M.; KOCAOĞLU, F.: 2015 “Türkiye ekonomisinde sermaye hareketleri, döviz kuru, enflasyon ve faiz arasındaki etkileşimlerin küresel ekonomi politik çerçevesinde analizi”, **Gazi İktisat ve İşletme Dergisi**, 1(2), 75-110.
- SARGENT, T.J.; WALLACE, N.: 1981 “Some Unpleasant Monetarist Arithmetic”, **Quarterly Review**, Fall.
- SAVAŞ, V.F.: 2007 **İktisadın Tarihi**, Ankara, Siyasal Kitabevi.
- SCHINASI, G.J.: 2004 “Defining Financial Stability”, **IMF Working Paper No. 187**.
- SCHMANDT-BESSERAT, D.: 1992 “Before writing”, **Vol. I: From counting to cuneiform**, University of Texas press.
- SCHWARTZ, A.: 1984 “Introduction”, **In M. Bordo and A. Schwartz (Ed.), A Retrospective on the Classical Gold Standard, 1821-1931**, University of Chicago Press, s. 1-22.
- SERDENGECİ, S.: 2003 “I- Merkez Bankası Bağımsızlığı”, **Finansal Politik Ekonomik Yorumlar Dergisi**, (477), 41-51.
- SERİN, V.: 1998 **İktisat Politikası**, 1. bs., Alfa Yayınları.
- SEVER, E.; MIZRAK, Z.: 2007 “Döviz kuru, enflasyon ve faiz oranı arasındaki ilişkiler: Türkiye uygulaması” **Sosyal ve Ekonomik Araştırmalar Dergisi**, 265-283.
- SEVİNÇ, H.; CERGİBOZAN, R.; ÇEVİK, E.: 2016 “Fed’in Faiz Oranı Politikası ve TCMB’nin Politika Faizine Etkileri”, **Sosyal Bilimler Metinleri**, (1), 71-87.

- SEVÜKTEKİN, M.; NARGELEÇEKENLER, M.: 2010 **Ekonometrik Zaman Serileri Analizi**, 3. bs., Nobel Yayıncılık.
- SEYİDOĞLU, H.: 2003 **Uluslararası Finans**, 4. bs., İstanbul, Güzem Can Yayınları.
- SEYİDOĞLU, H.: 2009 **Uluslararası İktisat: Teori Politika ve Uygulama**, 17. bs., İstanbul: Güzem Can Yayınları.
- SHAPIRO, S.S.; WILK, M.B.: 1965 “An Analysis of Variance Test for Normality (Complete Samples)”, **Biometrika**, 52(3/4), 591–611.
- SINGH, A.; DHUMALE, R.: 2000 “Globalization, Technology, and Income Inequality: A Critical Analysis (No. 210)”, **Inequality Growth and Poverty in an Era of Liberalization and Globalization**.
- SINGH, J.: 2019 “Top 9 Functions of Central Bank – Explained!”, (Çevrimiçi), <https://www.economicdiscussion.net/banks/top-9-functions-of-central-bank-explained/613>.
- SKOUSEN, M.: 2014 **İktisadi Düşünce Tarihi: Modern İktisadın İnşası**, 6. bs., Ankara, Adres Yayınları.
- SNOWDON, B.; VANE, H.: 2005 **Modern Macroeconomics**, Northampton, Edward Elgar Publishing.
- SÖNMEZ, S.: 2010 “Kalkınmanın Finansmanı, Emperyalizm ve Finansal Serbestlik Üçgeninde Dış Borçlanma”, **Ekonomik Yaklaşım**, 21(75), 123–140
- SÜMER, K.K.: 2006 “White’ın Heteroskedisite Tutarlı Kovaryans Matrisi Tahmini Yoluyla Heteroskedasite Altında Model Tahmini”, **İstanbul Üniversitesi İktisat Fakültesi Ekonometri ve İstatistik Dergisi**, (4), 17–24.
- SVENSSON, L.E.O.: 1999 “Inflation Targeting as A Monetary Policy Rule”, **Journal of Monetary Economics**, 43(3), 607–654.

- SVENSSON, L.E.O.: 2003 “What Is Wrong with Taylor Rules? Using Judgment in Monetary Policy through Targeting Rules”, **Journal of Economic Literature**, 41(2), 426–477.
- TBB: 2001 “1994 yılı krizi sonrasında Meksika’da uygulanan para politikası”, **Bankacılık Araştırma Grubu**, Türkiye Bankalar Birliği.
- T.C. RESMÎ GAZETE: 1955 Sayı:8999, (Çevrimiçi) <https://www.resmigazete.gov.tr/arsiv/8999.pdf>.
- TAYLOR, J.B.: 1998 “Using Monetary Policy Rules in Emerging Market Economies”, In **75th Anniversary Conference, “Stabilization and Monetary Policy: The International Experience,”**, Mexico, Bank of Mexico.
- TCMB: 1970 “1211 Sayılı Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası Kanunu”, (Çevrimiçi) <https://www.mevzuat.gov.tr/MevzuatMetin/1.5.1211.pdf>.
- TCMB: 2000 “IMF Niyet Mektubu 18.12.2000”, (Çevrimiçi) <https://www.tcmb.gov.tr/wps/wcm/connect/f5c83fd3-2a16-48ff-8fe9-0e0eed9b2fb3/18.pdf?MOD=AJPERES&CAC-HEID=ROOTWORKSPACE-f5c83fd3-2a16-48ff-8fe9-0e0eed9b2fb3-m3fB7yR>. 5
- TCMB: 2001a “Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası Kanununda Değişiklik Yapılmasına Dair 4651 Sayılı Kanun”, (Çevrimiçi) <https://www.tcmb.gov.tr/wps/wcm/connect/26640b7b-9641-4c35-99ec-cd10a9d4e51b/program.pdf?MOD=AJPERES&CAC-HEID=ROOTWORKSPACE-26640b7b-9641-4c35-99ec-cd10a9d4e51b-m3fB7oF>.
- TCMB: 2001b “Türkiye’nin Güçlü Ekonomiye Geçiş Programı”, (Çevrimiçi) <https://www.tcmb.gov.tr/wps/wcm/connect/26640b7b-9641-4c35-99ec-cd10a9d4e51b/program.pdf?MOD=AJPERES&CAC-HEID=ROOTWORKSPACE-26640b7b-9641-4c35-99ec-cd10a9d4e51b-m3fB7oF>.

TCMB: 2003	“Yıllık Rapor”, 2002, Ankara.
TCMB: 2004	“Yıllık Rapor”, 2003, Ankara.
TCMB: 2005	“Yıllık Rapor”, 2004, Ankara.
TCMB: 2006a	“Yıllık Rapor”, 2005, Ankara.
TCMB: 2006b	“Enflasyon Hedeflemesi Rejimi”, (Çevrimiçi) https://www.tcmb.gov.tr/wps/wcm/connect/07d5ced0-3f5c-4fa8-bd23-619f6b3c1d6b/EnflasyonHedeflemesiRejimi.pdf?MOD=AJPERES&CAC-HEID=ROOTWORKSPACE-07d5ced0-3f5c-4fa8-bd23-619f6b3c1d6b-nndrZmH .
TCMB: 2007	“Yıllık Rapor”, 2006, Ankara.
TCMB: 2008	“2009 Yılında Para ve Kur Politikası”, Ankara.
TCMB: 2009a	“2010 Yılında Para ve Kur Politikası”, Ankara.
TCMB: 2009b	“Enflasyon Raporu 2009-III”, Ankara.
TCMB: 2010	“2011 Yılında Para ve Kur Politikası”, Ankara.
TCMB: 2011	“2012 Yılında Para ve Kur Poiitikası”, Ankara.
TCMB: 2012	“2013 Yılında Para ve Kur Politikası”, Ankara.

- TCMB: 2013 “Enflasyon Raporu 2012-IV”, Ankara.
- TCMB: 2019 “100 Soruda Merkez Bankacılığı”, Ankara.
- TCMB: 2021a “Merkez Bankası Para Politikası Çerçevesi”, (Çevrimiçi) <https://www.tcmb.gov.tr/wps/wcm/connect/TR/TCMB+TR/Main+Menu/Temel+Faaliyetler/Para+Politikasi/Para+Politikasi+Cerceve>.
- TCMB: 2021b “Merkez Bankası Tarihçesi”, (Çevrimiçi) <https://tcmb.gov.tr/wps/wcm/connect/TR/TCMB+TR/Main+Menu/Banka+Hakkinda/Tarihce>.
- TEKELİ, İ.; İLKİN, S.: 1977 **1929 Dünya Buhranında Türkiye’nin İktisadi Politika Arayışları**, Ankara, ODTÜ Yayınları.
- TETİK, M.; KARA, G.: 2020 “FED ve TCMB Politika Kararları Arasındaki Stratejik Etkileşimin Testi: Toda-Yamamoto Yaklaşımı”, **Ekoist: Journal of Econometrics and Statistics**, (32), 35–47.
- THORNTON, D.L.: 1986 “The Discount Rate and Market Interest Rates: Theory and Evidence”, **Federal Reserve Bank of St. Louis Review**, 68(7), 5–21.
- TUNÇ, H.: 2004 **Uluslararası Ticaret, Para ve Finans**, 1. bs., İstanbul, Alfa Yayınları.
- TURAN, G.G.: 1980 **Uluslararası Para Sistemi: Dünyü ve Bugünü**. Ankara, Türkiye İş Bankası Kültür Yayınları.
- TÜREL, O.: 2014 “T.C. Merkez Bankası’na Yeni Yasal Çerçeve: 4651 Sayılı Kanun Üzerine Gözlem ve Değerlendirmeler”, **Mülkiye Dergisi**, 25(229), 71–86.
- TÜSİAD: 2002 **Bağımsız Düzenleyici Kurumlar ve Türkiye Uygulaması**, (C. 349), İstanbul.

- ÜLGEN, G.: 2017 **Makro İktisat**, 1. bs., İstanbul, Türkmen Kitabevi.
- ULUSOY, A.; KARA, D: 2017 “Kamu Borç Yönetiminin Maliye ve Para Politikası ile Uyum Sorunu: Türkiye Pratiği”, **Maliye Araştırmaları Dergisi**, 3(1), 29–38.
- UYGUR, E.: 2001 “Enflasyon, Para ve Mali Baskı: İktisat Politikasında Geri Kalmışlık”, **İktisat İşletme ve Finans**, 16(189), 7–23.
- VURAL, U.: 2013 **Geleneksel Olmayan Para Politikalarının Yükselişi**, TCMB Uzmanlık Yeterlilik Tezi. Ankara
- WADHWANI, S.: 2008 “Should Monetary Policy Respond To Asset Price Bubbles? Revisiting the Debate”, **National Institute Economic Review**, 206(1), 25–34.
- WALLERSTEIN, I.: 2000 **The Essential Wallerstein**.
- WALLERSTEIN, I.: 2016a **Jeopolitik ve Jeokültür: Değişmekte Olan Dünya-Sistem Üzerine Denemeler**, Küre Yayınları.
- WALLERSTEIN, I.: 2016b **Tarihsel Kapitalizm**, Metis Yayınları.
- WALLERSTEIN, I.: 2019 **Bildiğimiz Dünyanın Sonu: Yirmi Birinci Yüzyılın Sosyal Bilimi**. Metis Yayınları.
- WALSH, C.E.: 2005 **Central bank independence Prepared for the New Palgrave Dictionary**.
- WHITE, W.R.: 2006 “Is price stability enough?”, **BIS Working Papers No. 205**.
- WOLF, N.: 2012 “This global financial fraud and its gatekeepers”, (Çevrimiçi) <https://www.theguardian.com/commentisfree/2012/jul/14/global-financial-fraud-gatekeepers>.

- WRAY, L.R.: 2014 “Central Bank Independence: Myth and Misunderstanding”, **Levy Economics Institute**, Working Paper No. 791.
- YAKUPOĞLU, A.: 2010 “Merkez Bankasının 2002-2009 Yılları Arasında Uyguladığı Para Politikası ve Kur Rejiminin Genel Bir Analizi”, **Maliye ve Finans Yazıları**, 1(88), 35–54.
- YAPRAKLI, S.: 2007 “Türkiye’de Enflasyon ve Döviz Kurunun Para Politikası Kuralı Üzerindeki Etkisi”, **İktisat İşletme ve Finans**, 22(258), 122-135.
- YAPRAKLI, S.; KAPLAN, F.: 2012 “Türkiye’de Uygulanan Açık Enflasyon Hedeflemesi Stratejisinin Başarısı Üzerine Ekonometrik Bir Değerlendirme”, **H.Ü. İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi**, 30 (2), 185-208.
- YAY, G.G.: 2002 “Chicago Okulu, Milton Friedman ve Monetarizm”, **Liberal Düşünce Dergisi**, (24), 196–207.
- YELDAN, E.: 2009 “Kapitalizmin Yeniden Finansallaşması ve 2007/2008 Krizi: Türkiye Krizin Neresinde?”, **Çalışma ve Toplum**, (1), 11–28.
- YELDAN, E.: 2013 **Küreselleşme Sürecinde Türkiye Ekonomisi: Bölüşüm, Birikim ve Büyüme**, 17. bs., İstanbul, İletişim Yayınları.
- YENİCE, S.; YENİSU, E.: 2019 “Türkiye’de Döviz Kuru, Enflasyon ve Faiz Oranlarının Etkileşimi”, **Dokuz Eylül Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi**, 21(4), 1065-1086.
- YILMAZ, D.: 2007 **Ekonomik Görünüm**,. Bursa Ticaret ve Sanayi Odası, Bursa.
- YILMAZ, D.: 2008 “Global Challenges and Local Response-Monetary Policy”, **BIS Review**, 82/2008.

YÜCEMEMİŞ, B.T.,
ALKAN, U.;
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**, 7(13), 449–478.

ZARAKOLU, A.: 2003

Bankacılar İçin Para ve Kredi Bilgisi, 12. bs., Banka ve Ticaret Hukuku Araştırma Enstitüsü, Ankara.

ÖZGEÇMİŞ

Emir Atay, ilk ve ortaöğrenimi İstan-bul'da tamamladı. 2003 yılında Eskişehir Anadolu Üniversitesi Sosyoloji bölümünde okumaya hak kazandı ancak tamamlamadan ayrıldı. 2006 yılında İstanbul Üniversitesi İktisat bölümüne sınavla giriş hakkı kazandı ve 2010 yılında onur öğrencisi olarak mezun oldu. Zorunlu askerlik hizmetini bitirdikten sonra 2011-2014 yılları arasında Ziraat Bankasında şube bankacılığı yaptı ve genel müdürlükte Bilgi Teknolojileri de-partmanında hizmette bulundu. İstanbul Üniversitesi İktisat Teorisi Tezli yüksek lisans programında başlamış olduğu eğitimi 2016 yılında tamamlayarak aynı sene içerisinde İstanbul Üniversitesi İktisat Anabilim Dalında doktora eğitimine başladı. 2015 yılında Araştırma Görevlisi olarak çalışmakta olduğu Haliç Üniversitesi İşletme bölümündeki görevine halen devam etmektedir.

