

Para Politikası Açısından Türkiye’de 2001 ve 2008 Kriz Deneyimleri

Öz

Türkiye’de 2000’li yıllarda döviz kuru ve enflasyon hedeflemesi gibi birbirinden farklı iki para politikası stratejisi uygulanmıştır. Bu politikaların uygulanabilirliği ve etkinliği tartışılırken 2001 ve 2008 yıllarında farklı nedenlerle iki önemli ekonomik kriz yaşanmıştır. Türkiye’de iç şoklardan kaynaklanan 2001 krizi ve dış şoklardan kaynaklanan 2008 krizi nedeniyle para politikası önemli değişiklikler geçirmiştir. Ancak, TCMB bu şoklar nedeniyle Türkiye ekonomisinde ortaya çıkan dalgalanmaları ve krizleri yönlendirmek konusunda etkinlikten uzak kalmıştır. Türkiye gibi dışa açık küçük ülkelerde giderek sıklaşan şoklar, bu tür ekonomilerin karakteristik özelliği olan dışa bağımlılık ve yabancı sermaye girişleri, uygulanan para politikalarını etkinlikten uzaklaştırmaktadır. Dolayısıyla Türkiye’de para politikası ihtiyaç duyulduğunda çeşitli ekonomik şokların önleyicisi ya da bertaraf edicisi değil, takipçisi rolünü üstlenmektedir.

Anahtar Kelimeler: *Ekonomik Kriz, Küresel Kriz, Para Politikası, Merkez Bankası.*

Evaluating the Impact of 2001 and 2008 Crisis in Turkey from a Monetary Policy Perspective

Abstract

Two different monetary policy strategies implemented in Turkey during the 2000s were exchange rate managing and inflation targeting. While the feasibility and effectiveness of these policies were controversial and debated among the economists and policymakers, two major economic crises took place during this period in 2001 and 2008. Monetary policy underwent radical transformations by the 2001 financial crisis mainly due to internal shocks and the 2008 financial crisis related to external shocks in Turkey. However, CBRT seems to be ineffective in managing the fluctuations and the crises in the Turkish economy. The increasing frequency of shocks in relatively small open economies like Turkey renders monetary economies inefficient due to external dependency and capital inflows. Therefore, monetary policy in Turkey is not an instrument of prevention against economic shocks; instead, it is more of a response to shocks.

Keywords: *Economic Crisis, Global Crisis, Monetary Policy, Central Bank.*

Özgür BALMUMCU¹
Bora SÜSLÜ²

¹ Yrd. Doç. Dr., Adnan Menderes Üniversitesi, Söke İşletme Fakültesi, Ekonomi Bölümü,
balmumcu@adu.edu.tr

² Prof. Dr., Muğla Sıtkı Koçman Üniversitesi, İktisat ve İdari Bilimler Fakültesi, İktisat Bölümü,
sbora@mu.edu.tr

1. Giriş

Giderek artan finansallaşmanın beraberinde getirdiği yaygınlaşan ve sıklaşan ekonomik krizler genellikle finansal piyasalar odaklı gerçekleşirken, bu sürecin reel ekonomiye yansımaları daralma ve durgunluk şeklinde olmaktadır. Kriz sürecinde uygulanan para politikalarının beklenen etkileri yaratmaması, krizlerin sıklaşması, uzun sürmesi ve çok sayıda ülkeyi etkilemesi, eleştirilerin merkez bankacılığına ve para politikasına yönelmesine yol açmıştır. Enflasyon, üretim ve finans üçgeninde yürütülmesi giderek zorlaşan para politikası, belli kurallar dışına çıkılması durumunda krize davetiye çıkarılacağı görüşünün savunulduğu bir ortamda gerçekleşen son küresel ekonomik kriz karşısında etkisiz kalmıştır. Finansal piyasaları gözeterrek reaktif para politikaları uygulayan merkez bankaları, bir dönem sadece fiyat istikrarını dikkate almış olsalar da 2008 yılında başlayan küresel finans krizi ile dar kapsamlı para politikası çerçevesini terk etmişlerdir. Daha esnek para politikalarının uygulamaya konulduğu yeni dönemde merkez bankaları sadece fiyat istikrarını değil, finansal piyasaları ve reel ekonomiyi de dikkate alan pro-aktif politikaları benimsemişlerdir.

Dışa açık küçük ekonomilerde kısıtlı üretim ve sığ finansal piyasalar nedeniyle ekonomi ithalata bağımlı hale gelmiş, bu da şokların ekonomi üzerindeki etkisini artırmıştır. Gerek uluslararası ticaret gerekse sermaye hareketlerinde yaşanan serbestleşme, finansal kuruluşların uluslararası faaliyetlerini artırdığı gibi gerçekleşen parasal işlemleri de çeşitlendirmiştir. Bu şartlarda para politikası uygulamaları bazı zorluklarla karşılaşmaktadır. Para politikasının uzun ve değişken gecikmelere sahip olması, etkinliğini tartışmalı hale getirmektedir. Söz konusu çeşitliliği dikkate almadan merkez bankalarının etkin bir para politikası izlemeleri artık mümkün görünmemektedir. Son küresel kriz, fiyat istikrarı odaklı enflasyon hedeflemesi stratejisini zayıflatarak merkez bankalarına yönelik güveni azaltmıştır.

2000’li yıllarda dünyada para politikası bu şekilde evrilirken, Türkiye’de ise iç şoklardan kaynaklanan 2001 krizi ile dış şoklardan kaynaklanan 2008 krizi sırasında ve sonrasında para politikasının değişim geçirdiği görülmüştür. 2001 yılında Türkiye’de gerçekleşen ekonomik kriz nedeniyle, o dönemde TCMB tarafından uygulanan döviz

kuru hedeflemesi ve sabit döviz kuru stratejileri terk edilmiştir. Kriz sonrası dönemde öncelikle esnek döviz kuru sistemine geçilmiş, örtük enflasyon hedeflemesi ile bir ara dönem oluşturularak gerekli makroekonomik koşulların oluşturulması amaçlanmıştır. Bu süreçte gerek merkez bankacılığına yönelik yapısal düzenlemelerde gerekse makroekonomik göstergelerde elde edilen olumlu sonuçlar, 2006 yılında açık enflasyon hedeflemesine geçilmesini sağlamıştır. Ancak küresel boyutta yaşanan ve 2008 yılında dünya ekonomisine yayılan finansal krizin Türkiye ekonomisine özellikle 2009 yılında ağırlıklı olarak reel kriz biçiminde yansımaları, TCMB’nin 2010 yılında para politikası çerçevesine makro ihtiyat politikasını dâhil ederek yine değişikliğe gitmesine neden olmuştur.

Türkiye’de 2000’lerde farklı nedenlerle gerçekleşmiş olan iki önemli ekonomik kriz, büyük ölçekli ekonomik küçülmeleri beraberinde getirmiştir. İki kriz de döviz kuru hedeflemesi ve enflasyon hedeflemesi gibi iki farklı para politikası stratejisinin benimsendiği farklı koşullarda gerçekleşmiştir. Söz konusu krizlere para politikası kanalıyla verilen reaksiyon etkinlikten uzak kalmıştır. Krizleri takiben para politikasında ortaya çıkan yeni düzenlemeler, Türkiye’de merkez bankacılığı anlayışının krizden krize değiştiğini ve ana akım merkez bankacılığı literatürünü geriden takip ettiğini göstermektedir.

2001 ve 2008 kriz deneyimleri, bu krizlerin Türkiye açısından taşıdığı farklı özellikler ve Merkez Bankası’nın söz konusu kriz dönemlerinde verdiği para politikası tepkileri açısından önemlidir. Çünkü bu kriz dönemlerinin ardından Türkiye’de merkez bankacılığı önemli değişimler geçirmiş, uygulanan para politikaları ile araçları da farklılaşmıştır. Bu noktadan yola çıkan çalışma, 2000’li yıllarda yaşanan iki önemli ekonomik kriz bağlamında Türkiye’de merkez bankacılığı ve para politikası uygulamalarının geçirdiği dönüşümü incelemektedir. Çalışmanın amacı, Türkiye’de döviz kuru hedeflemesi ve enflasyon hedeflemesi stratejilerinin, iç ve dış şoklar nedeniyle yaşanan söz konusu krizler karşısında verdikleri reaksiyonlar itibariyle etkinlikten nasıl uzaklaştıklarını ortaya koymaktır. Nitekim merkez bankacılığı alanındaki birçok tartışmanın merkezinde de, 2000’li yıllarda sıklaşan ekonomik krizler ile birlikte ortaya çıkan durgunluk ve para politikasının bu süreçteki etkinliği sorunsalı yer almaktadır.

2. Dünyada Para Politikası Uygulamalarına Kısa Bir Bakış

Dünya ekonomisinde para politikası uygulamalarının geçmişine bakıldığında döviz kuru hedeflemesi, parasal hedefleme, enflasyon hedeflemesi ve açık bir nominal çapanın olmadığı örtülü para politikası uygulaması ön plana çıkar. Literatür daha çok ilk üç para politikası stratejisine odaklanmış durumdadır. Finansal piyasaların giderek karmaşıklaşan yapısı, ülke ekonomilerinin büyüklüğü ve yaşanan ekonomik krizlerin içsel veya dışsal nedenlerden kaynaklanıyor olması para politikası tercihlerini etkilemektedir. Önemli olan, ülke ekonomisinin içinde bulunduğu durumu ve dışsal koşulları dikkate alan bağımsız bir para politikası stratejisi uygulayabilmektir.

Bu bağlamda merkez bankası parasal bir büyüklük ya da döviz kuru gibi ara amaç değişkenlerini veya nominal milli gelir ya da enflasyon gibi nihai amaç değişkenlerini hedef alabilmektedir. Nihai değişkenler ekonomik birimlerin politika uygulama sürecinde ortaya çıkabilecek maliyetler konusunda ikna edilmelerini kolaylaştırırken, ara değişkenler hedeflere ulaşılmasını görece hızlandırır. İzlenen politikaların finansal değişkenlere etkisi hemen görülebilirken, fiyatlar veya milli gelire olan etkisi gecikmeler içerebilmektedir. Merkez bankasının doğrudan kontrol edebildiği parasal hedeflemeden enflasyon veya nominal milli gelir hedeflemesine geçildikçe politika sürecinin şeffaflığı artmakta, ancak hedef değişkenin kontrolü güçleşmektedir (Telatar, 2002: 192-193).

Özellikle dışa açık küçük ekonomiler için önem taşıyan, reel ekonomiyi doğrudan etkileme potansiyeline sahip olan ve ülkenin yeterli döviz rezervi olması ön koşuluna bağlı olan döviz kuru hedeflemesi, para politikası çerçevesinde doğrudan hedef veya araç olarak kullanılabilir. Temel dayanağı, enflasyon oranını düşürmek ya da enflasyonist beklentileri kontrol altına almak amacıyla ulusal para biriminin güçlü bir ülke para birimine bağlanmasıdır. Christensen ve Hansen'e (2007) göre, dışa açık küçük ekonomi ihracat ve ithalata daha fazla bağlı olduğu için, döviz kuru riskine daha fazla maruz kalmaktadır. Bu durumda dışa açık küçük ekonomi için mantıklı olan, fiyat istikrarını nihai amaç olarak belirlemiş olan dışa açık büyük ekonomiye döviz kurunu sabitlemek olmaktadır. Böylece dışa açık büyük ülke-

deki fiyat istikrarı dışa açık küçük ülkedeki reel kurlarda istikrarı sağlayarak enflasyonun kontrol edilmesine olanak sağlayacaktır. Dolayısıyla dışa açık büyük ekonomi fiyat istikrarını dışa açık küçük ekonomiye aktarmaktadır. Ancak para politikasının yurtdışı gelişmelere bağımlı hale gelmesi nedeniyle merkez bankasının bağımsız politika uygulama gücü azalmakta, stratejinin ülke içinde veya dışında oluşan şoklara karşı esnekliğinin az olması ve sermaye hareketlerinin olumsuz etkileri nedeniyle ekonomi spekülasyon saldırılarına açık hale gelmektedir.

Para arzının iktisadi konjonktür ile uyumlu biçimde ayarlanması ise yeterince gelişmiş para ve sermaye piyasalarının varlığına bağlıdır. Enflasyonist beklentileri şekillendirmek amacıyla parasal taban, geniş para ya da kredi büyüklüklerinin artış oranlarının hedeflenmesi için fiyat istikrarı ile bu yolda ara amaç olarak kullanılan parasal büyüklükler arasında güvenilir ve istikrarlı bir ilişki olmalıdır. Finansal piyasalarda görülen yeni araçlar ve derinleşen finansal serbestleşme, Onur'a (2008: 128) göre, para arzı ile enflasyon arasındaki nedensellik bağlarını zayıflatmış, parasal büyüklüklerin reel değişkenler üzerindeki etkilerini azaltmıştır.

Dolayısıyla bu gelişmeler, herhangi bir ara amaç olmadan doğrudan enflasyonun kendisini hedefleyen enflasyon hedeflemesini öne çıkarmaya başlamıştır. Bu stratejide merkez bankaları ekonomik birimlerin kararlarını farklılaştıracak politikalarından kaçınmak istedikleri için genelde kısa vadeli faiz oranı gibi tek bir araç kullanırlar. Süslü ve Dişbudak'a (2012: 81) göre, politika aracı olarak kısa vadeli faiz oranının kullanılması, enflasyon ve çıktıda ortaya çıkabilecek sapmalara karşı para otoritesine risk oluşturmadan hedefi değiştirme imkânı tanımaktadır. Diğer taraftan, politika faiz oranı tek bir denge ortaya çıkarırken ekonomik birimlerin uzun vadeli kararlar almalarını mümkün kılmaktadır.

Açık bir hedef belirlediği için kurala dayanan bu strateji, krediler ve varlık fiyatları gibi değişkenlere sadece toplam talep ve toplam maliyet unsurları ile ilişkileri bağlamında tepki vermektedir (Kara, 2012: 6). Öngörülemeyen içsel ve dışsal şoklara tepki verebilme esnekliğine sahip olduğu için "iradi" veya "kural benzeri" olarak adlandırılabilir. Basit bir kuraldan temel farkı, tahmin ile hedef arasındaki sapmaları önleyebilecek politika seçene-

lerini geliştirebilmesidir (Yay, 2006: 8). Friedman ve Kuttner (2009) ise enflasyon hedeflemesinin öngörülemez şoklara karşı yeniden ayarlanabilecek bir para politikası uygulamasına imkân vermediğini ve katı kurallar dayattığını ifade etmiştir. Burada esneklik ile kast edilen, enflasyon hedefine yönelen merkez bankasının makroekonomik gelişmeler karşısında dengeleyici tepkilerinin ne kadar çeşitlilik arz edebildiğidir.

Fiyat istikrarına odaklanan para politikası stratejileri olarak ön plana çıkan enflasyon hedeflemesi ve döviz kuru hedeflemesi, enflasyon düzeyinin azaltılmasında etkin bulunsa da, Christensen ve Hansen’e (2007) göre, sadece döviz kuru hedeflemesi enflasyonda istikrarsızlığı azaltabilmektedir. Bu iki para politikası stratejisi açısından en etkin işlem hedefi ise, faiz oranının hedeflenmesidir. Çünkü para piyasasında yaşanan kısa dönemli dalgalanmalar, ekonomideki geçerli döviz kuru ve fiyat düzeyini birlikte etkileyebilmektedir. Bununla birlikte, White (2006) fiyat istikrarının sağlanmasının orta vadede ekonominin makroekonomik açıdan gerilemesini engellemeyeceğini, geri planda kalan diğer para politikası hedeflerinin enflasyon üzerinde çeşitli kısıtlar oluşturduğunu, özellikle kredi büyümesi, aktif fiyatları ve harcama modellerindeki önemli sapmalarla bağlantılı iktisadi engellerin bulunduğunu ifade etmiştir.

Para politikası araçlarının etkinliği ile ilgili literatür son dönemde finansal piyasalar üzerine odaklanmaktadır. Geçmişte kısa vadeli faiz oranının para politikasının temel aracı olduğu ortaya konulmuş olsa da, 2000’li yıllarda finansal piyasalarda yaşanan hızlı gelişmeler ve artan çeşitlilik bu aracın etkinliğini tartışmaya açmıştır. Goodhart vd. (2009) kısa vadeli faiz oranının hem fiyat istikrarını hem de finansal istikrarı sağlayacağını savunurken, De Grauwe ve Gros (2009) ile Svensson (2010) bu süreçte ikincil bir para politikası aracının kullanımını gerekli görmüşlerdir. Sadece fiyat istikrarına odaklanan bir merkez bankasının politika faizindeki değişimin enflasyon üzerindeki net etkisini tahmin etmesi yeterli görüldüğü için, kredi ve döviz kuru kanallarının ayrı ayrı etkilenmesine gerek duyulmamıştır. Ancak, finansal istikrarı da dikkate alan bir merkez bankası için politika faizini kullanmak tek başına yeterli değildir. Nitekim Kara (2012: 6-7) hem kredilerin hem de döviz kuru istenilen yönde hareket etmesi için parasal otoritenin kısa vadeli faizle birlikte başka araçları

da devreye sokması gerektiğini ifade etmektedir.

2000’lerin ortalarına kadar uluslararası ekonomide ortaya çıkan gelişmeler, çıktı büyümesi çerçevesinde risk alma potansiyelini arttırarak kredi konjonktürünü genişletmiştir. Bu sürecin başlangıcı, ABD ekonomisinde finansal sisteme yönelik düzenlemelerin azaltılması ve 2000 yılında “Yeni Ekonomi” hisse senedi balonunun çökmesinin etkilerine karşı koymak için FED tarafından faiz oranlarının aşırı düşürülmesi olmuş; bu da konut balonunun oluşmasına yol açmıştır. 2004 yılından itibaren enflasyonist baskıların artması nedeniyle FED Temmuz 2004-Haziran 2006 döneminde faiz oranlarını aylık 25 baz puan artırınca, değişken faizli eşik-altı ipotek kredisi müşterilerinin ödemeleri gereken taksit tutarları yükselmiş; 2005-2006 döneminde ABD ekonomisinde kredi döngüsünün doyum noktasına ulaşması, konut sektöründe yaşanan kredi akışının kontrolden çıkmasına neden olmuştur. Reel ekonomide talep azalmış, yüksek borç seviyeleri ve zayıf yatırımlar sorun olmaya başlamış; finansal sistemin zayıflamaya başlaması reel ekonomideki daralmanın şiddetini arttırmıştır. Bu dönemde piyasada yatırım amaçlı kullanılacak aşırı miktarda likiditenin varlığı, dar kâr marjlarının oluşmasına sebep olmuş ve bu gelişmeler kontrolsüz kredi akışının önünü açmıştır. Sürecin sonunda riskli konut kredisine dayalı yatırım araçlarının ve finansal aracılardan kredi derecelerinin düşürülmesi, bu yatırımların ve firmaların değerlerinin hızla erimesine neden olmuş; piyasalar hızla likidite krizine sürüklenmiştir (Schwartz, 2009: 19-20).

Svensson’a (2011) göre, bu büyük finansal kriz para politikası tarafından kontrol edilemeyen faktörlerden kaynaklanmıştır. Varlığa dayalı menkul kıymetlerin riskinin değerlendirilmesinde önemli miktarda bilgi seti sorunu bulunmaktadır. Finansal istikrarsızlık, para politikasının aktarım mekanizmasında aksaklıklara neden olmakta, böylelikle para politikasının etkinliği azalmakta ve politika faiz oranı araç niteliğini kaybetmektedir. Bunun için finansal istikrarı hedefleyen ayrı bir araç setine ve finansal istikrar politikasına ihtiyaç bulunmaktadır. Foster ve Magdoff’a (2009: 26-27) göre ise reel ekonomideki düşük büyüme oranı nedeniyle sermayenin yaşadığı kâr sorunu, borçların ve spekülasyon kazançlarının artması ile aşırı finansallaşmayı beraberinde getirmiştir. Sürecin arka planında yatan bir diğer faktör de ABD ekonomisinin sahip

olduğu yüksek cari açıklardır. Bu durum bir yandan FED'in parasal taban yaratma davranışını şekillendirmiş, diğer yandan da ABD ekonomisinin para benzeri yaratma gücünü denetimsiz biçimde artırmıştır. Toksik varlık olarak nitelendirilen para benzerlerinin hacminde meydana gelen artış, ABD ekonomisinde parasal taban aleyhine bir likidite piramidi oluşturmuştur. Piyasa mekanizmasına dayalı bir ekonominin büyümesi dışsal fon kullanımının yaygınlaşmasına bağlı olduğu için, söz konusu likidite piramidi krizin temel kaynağı haline gelmiştir. Çünkü böyle dönemlerde para benzerleri ile parasal taban arasındaki bağ kopmaktadır (Çiftçi ve Uğur, 2010: 134).

Sonuç olarak, dışa açık ve sermaye hareketlerinin serbest olduğu bir ekonomide para politikasının etkinliğini artıran stratejinin esnek kur rejimini de barındıran enflasyon hedeflemesi olduğu kabul görmüşken ve bu strateji ekonomik şokları en az hasarla atlatabilen ve makro değişkenlerdeki bozulmaları minimize edebilen bir strateji olarak öne çıkmışken, esnekleştirilmiş para politikası uygulamalarına olanak tanımışken ve böylece parasal otorite etkin bir likidite yönetimine sahip olmuşken gerçekleşen 2008 küresel krizi enflasyon hedeflemesine olan güveni sarsmıştır (Eroğlu ve Eroğlu, 2010: 250-251). Çünkü enflasyon odaklı para politikası, varlık fiyatlarında meydana gelen dalgalanmaların yol açtığı konjonktür dalgasını ve dolayısıyla krizi öngörememiştir. Konjonktürün genişleme aşamasında kredilerde ve varlık fiyatlarında meydana gelen artış potansiyel üretim miktarını artırdığı için, üretim açığı küçülmüş ve enflasyonist baskı azalmıştır (Oktar vd., 2012: 143-144).

Bu krizle birlikte ayrıca finansal istikrarı sağlamak için sadece politika faiz oranının ve fiyat istikrarının yeterli olmadığı yönündeki şüpheler de artmıştır (Carney, 2009; White, 2006; Svensson, 2011). Çünkü sadece enflasyona odaklanan dar kapsamlı para politikası, merkez bankalarının finansal istikrarın belirleyici unsurlarını gözden kaçırmalarına neden olmaktadır (Buiter, 2009). Küresel kriz ile sonuçlanan bu süreç sonrasında ortaya çıkan yeni politika tasarımı çerçevesinde finansal istikrarı da dikkate almak durumunda kalan parasal otorite, politika araçlarını faiz koridoru, haftalık repo faizi, likidite yönetimi ve zorunlu karşılıklar gibi uygulamalarla çeşitlendirmiştir.

3. Türkiye'nin 2001-2008 Kriz Deneyimlerinde Para Politikası

1980 sonrası Türkiye'de yaşanan finansal serbestleşme sürecinde fiyat istikrarının öncelikli amaç olması yönündeki görüşler ağırlık kazanmıştır. Bu dönemde TCMB'nin karşılaştığı politika alternatifleri; parasal hedefleme, döviz kuru hedeflemesi ve enflasyon hedeflemesi stratejileri olmuştur. Finansal serbestleşmeyle birlikte yeni finansal araçların yaygınlaşması, bu programların etkinliğini azaltmıştır. Söz konusu stratejilerin her biri ekonomik krizle sonuçlanmıştır. 2000'li yıllarda önce döviz kuru sonra da enflasyon hedeflemesi öne çıkarken, biri iç diğeri dış kaynaklı iki ekonomik kriz de beraberinde gelmiştir. 2001 ve 2008 kriz deneyimleri, hem bu krizlerin Türkiye açısından taşıdığı farklı özellikler hem de TCMB'nin söz konusu kriz dönemlerinde verdiği para politikası tepkileri açısından tartışılmaktadır. Çünkü söz konusu kriz dönemlerinin ardından Türkiye'de merkez bankacılığı önemli değişimler geçirmiş, uygulanan para politikaları ile araçları da farklılaşmıştır.

3.1. Kasım 2000-Şubat 2001 Krizinde Para Politikası

Küresel ekonomide yaşanan 1997 Güneydoğu Asya ve 1998 Rusya krizlerinin olumsuz etkileri nedeniyle Türkiye ekonomisinin negatif seyri hızlanmış, ekonomi %6,1 küçülmüş, TÜFE %68,8'e ulaşmıştı. Cari işlemler hesabında sıkıntı yaşamayan ancak kronik enflasyon sürecini kıramayan Türkiye, ağırlaşan kamu iç borcu ve kırılanlaşan bankacılık sektörü ile karşı karşıyaydı (Celasun, 2002: 14). Bu gelişmeler nedeniyle 2000 yılında IMF ile anlaşma yenilendi ve "döviz kuruna dayalı enflasyonu düşürme programı" devreye sokuldu. Bu program, sermaye giriş ve çıkışlarının sterilize edilmediği para politikasını garanti eden güçlü bir döviz kuru taahhüdünü, gelirler politikasını ve geniş çaplı yapısal reformları ortaya koymaktaydı.

Programın temel politika aracı kur, odak noktası ise para politikasıydı. Merkez Bankası'nın piyasadaki TL artışını önceden açıklanan döviz kurları çerçevesinde, döviz alım-satımı yaparak karşılaması öngörülmüştü. Yani likiditenin döviz karşılığı yaratılması benimsenmiş ve Merkez Bankası'nın kısa vadeli faiz oranları üzerindeki etkisi sınırlanmıştı. Bu bağlamda faizlerin belirlenmesi sermaye

hareketlerine bağlı olarak piyasalara bırakılmıştı (Celasun, 2002: 14). Kur riskinin azalması, ekonomik birimlerin öngörü imkânlarının artması ve kurala dayalı para politikası sonucunda, 2000 yılının ilk yarısında faiz oranları düşmüş, bir önceki yıl %100’lerin üzerinde olan iç borçlanma faiz oranları 2000 yılında %40 seviyesine gerilemişti. Aynı yıl, programda öngörülen enflasyon hedeflerine ulaşamamakla birlikte enflasyonla mücadelede önemli bir aşama kaydedilmiş ve enflasyon oranı son 14 yılın en düşük seviyesine gerilemişti (TCMB, 2001: 1).

Döviz kuruna dayalı istikrar programlarının faizlerde ve ekonomik faaliyetlerde ilk aşamada önemli bir iyileşmeye yol açtığı, buna karşın cari işlemler kaleminde bozulma gözlemlenebildiği, uygulanan politikalar inandırıcı ise kur çapasının enflasyonda hızlı bir gerileme yarattığı bilinmektedir. Çünkü kurlar girdi maliyetleri nedeniyle enflasyon üzerinde doğrudan, sözleşmelerin döviz üzerinden yapılmasının yaygınlaşması ve beklentiler üzerindeki etkisi nedeniyle de dolaylı yoldan etkili olmaktadır. Nitekim Türkiye ekonomisinde de kurlar enflasyon üzerinde en belirleyici faktörlerden biridir.

Dolayısıyla, kriz öncesinde uygulanan parasal program ve elde edilen olumlu sonuçlar, faiz oran-

larında hızlı bir düşüşü beraberinde getirmiş, bu gelişmeler ertelenmiş tüketim ve yatırım harcamalarının gerçekleşmesini sağlayarak kredi talebinin artmasını ve ekonomik büyümenin tekrar hızlanmasını sağlamıştır (Tablo 1). Ancak, 2000 yılında iç talepte görülen canlanma, enerji fiyatlarındaki artış ve TL’nin özellikle Euro karşısında reel olarak değerlendirilmesi gibi bir dizi gelişme ithalatı büyük bir hızla artırmış ve Tablo 1’de görüldüğü gibi cari işlemler dengesinin bozulmasına neden olmuştur (TCMB, 2002: 13).

2000 yılının ikinci yarısında özelleştirme ve yapısal reformlarda gözlenen yavaşlama tedirginliği artırmış, böylelikle sermaye girişlerini ve dolayısıyla likiditeyi olumsuz etkilemiş, bütün bunlar kısa vadeli faiz oranlarının tekrar yükselmesine neden olmuştur. Tablo 1’de ortaya konulduğu gibi, gerek sanayi üretim endeksinde yaşanan dalgalanmalar gerekse gerçekleşen GSYH büyüme hızının potansiyelin altında kalması nedeniyle ekonominin reel kesimi 2000 yılında olumsuz sinyaller vermiş, ancak politika uygulayıcılar bu sinyalleri dikkate almamıştır (Türel, 2010: 39). Ancak, 2000 yılının son çeyreğinde yükselişe geçen gecelik faiz oranları (Tablo 1), azalış seyrine giren Merkez Bankası döviz rezervleri, TMSF bankalarının aktiflerinin likidite edilememesi ve fon fazlası olan bankaların söz konusu bankalara olan depolarını kapatması gibi nedenlerle kriz kaçınılmaz olmuştur.

Tablo 1. Bazı Makroekonomik Göstergelerin 2000-2001 Dönemindeki Görünümü

Göstergeler	2000				2001			
	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4
GSYH Büyüme Hızı	5,42	6,48	8,56	6,20	1,33	-6,35	-6,51	-9,85
Sanayi Üretim Endeksi	-11,46	11,98	1,98	5,69	-16,99	3,22	4,66	-3,49
Enflasyon (TÜFE)	11,48	5,22	7,49	9,28	10,38	18,52	11,22	13,52
O/N Faiz Oranı	41,49	39,93	36,60	99,58	185,36	71,47	62,28	58,98
Reel Döviz Kuru*	130,83	133,63	136,13	145,50	133,33	109,07	100,83	106,77
Cari İşlemler Dengesi	-2.301	-3.271	-1.334	-3.014	-571	1.422	2.092	817
Top. Net Sermaye Gir.	2.856	4.670	1.777	-2.380	-3.982	-6.787	-3.438	-2.477
TCMB Brüt Rez. Değ.	-1,08	7,07	-0,07	2,31	-25,11	-12,86	14,48	0,75

Not: Tabloda GSYH büyüme hızı sabit fiyatlarla %, sanayi üretim endeksi % değişme, enflasyon %, bankalararası para piyasası ağırlıklı ortalama gecelik faiz oranları %, reel döviz kuru 1995=100 endeks değeri, cari işlemler dengesi ile net sermaye girişi milyon Dolar ve Merkez Bankası brüt rezerv değişimleri % değişme olarak ifade edilmiştir.

** Reel döviz kurundaki artış TL'nin reel olarak değer kazandığını, tersi ise değer kaybettiğini göstermektedir.*

Kaynak: <http://evds.tcmb.gov.tr/>

Bu gelişmeler 2000 yılı Kasım ayının ikinci yarısında mali piyasalarda güvensizliği artırmıştır. Güven kaybı ise mali piyasalarda likidite ihtiyacının hızla artmasına ve Tablo 1’de görüldüğü gibi, kısa vadeli faizlerin aynı dönemde %100’lerin üzerine çıkmasına neden olmuştur. Bu doğrultuda kamu menkul kıymetleri ve hisse senedi fiyatlarında hızlı düşüş gözlenmiş, dolayısıyla yabancı yatırımcılar Türkiye’deki portföylerini azaltmaya başlamıştır. Ayrıca enflasyon beklendiği kadar hızlı azalmayınca, reel kur değerlenme eğilimine girmiş, ithalatın hızla artmasıyla dış açık kaygı verici boyutlara yükselmiştir (Tablo 1).

Bu risklere rağmen, TCMB döviz kurunu savunmak adına yüksek maliyete katlanma yolunu seçmiş; Kasım 2000’de döviz hedef alan yoğun spekülasyon saldırıyı çok yüksek faiz oranları, 5.4 milyar dolarlık döviz rezervi kaybı ve ek rezerv olanağı biçiminde verilen vadesi kısa, maliyeti yüksek 7.5 milyar dolarlık IMF kredisi ile savuşturmayı tercih etmiştir. Kasım 2000 krizine Merkez Bankası’nın para politikası tepkisinin ilk adımı olan 20-21 Kasım’da TCMB sorunlu bankaların likidite ihtiyacına cevap vermemiştir. Çünkü artış hızı önceden belirlenmiş bir sabit kur rejiminde piyasaya likidite verilmesi, bankalararası para piyasasında faiz oranlarının aşırı yükselişini dizginlese de, döviz talebini artırmakta ve artan döviz talebi kura yukarı yönlü baskı yapmaktadır (Özatay, 2011: 95). İkinci adım olan 22-29 Kasım döneminde ise likidite ihtiyacının yarattığı baskı artmış, döviz rezervlerindeki erime parasal tabanı azaltmıştır. Merkez Bankası likidite ihtiyacını karşılayabilmek için çoğunlukla API kanalıyla piyasaya 3.9 katrilyon liralık likidite sağlamıştır. Aynı dönemde yerli ve yabancı yatırımcıların döviz talebinin artması nedeniyle 6 milyar dolarlık net döviz satışı da yapılmıştır (TCMB, 2001: 1). Üçüncü adımı oluşturan 30 Kasım-6 Aralık haftasının ilk gününde Merkez Bankası’nın net iç varlıklarını sabit tutacağını açıklamasıyla gecelik faiz oranları

%316’ya sızramış; bankacılık sektöründe sorunlar derinleşmiştir (Somçağ, 2006: 113-114).

Güven kaybına rağmen kriz öncesi belirlenen döviz kuru politikasına devam edilmekte ısrar edilmesi, Şubat 2001’de daha büyük bir krizi beraberinde getirmiştir. 19 Şubat 2001 tarihli bir gün valörlü 7.6 milyar dolarlık döviz talebinin gerçekleşmesini engellemek isteyen Merkez Bankası’nın likiditeyi kısıması, günlük aşırı likidite ihtiyacı içinde olan bankacılık sistemi nedeniyle, ödemeler sisteminin kilitlenmesine neden olmuş ve piyasa mekanizması işlemez hale gelmiştir. Gecelik faiz oranları çok yükselmesine rağmen Merkez Bankası, yoğun döviz talebi nedeniyle, 20-21 Şubat günlerinde 5 milyar dolarlık döviz satışı yapmak zorunda kalmıştır (TCMB, 2002: 45-46). Faiz oranlardaki aşırı yükseliş ile birlikte kamu borcunun çevrilebilmesi de tehlikeye girmiştir. Sonrasında baskının ve faiz yükselişinin devam etmesi nedeniyle mevcut sistemin sürdürülmesinin ekonomiye daha fazla zarar vereceği düşünülerek döviz kurları dalgalanmaya bırakılmıştır (Akçay, 2009: 225).

Bu dönemde finansal kesimle ilgili gelişmelere bakıldığında, Tablo 2’de ortaya konulduğu gibi, M2Y/GSYH oranı itibarıyla para politikasının ulusal para aleyhine spekülasyona imkân verecek ölçüde gevşek olduğu görülmektedir. 2001 yılının ikinci çeyreğinde tırmanışa geçerek 2002 yılının sonuna kadar devam eden M2Y/GSYH yükselişi, esas itibarıyla devalüasyonların yabancı para cinsinden mevduatların TL karşılığını artırmasından kaynaklanmıştır. Gevşek para politikasının da desteğiyle, özel sektöre açılan kredilerin GSYH oranı, 2000 yılı boyunca istikrarlı bir yükseliş sergilemiş, özel kesim kayda değer bir kredi sıkışması ile karşılaşmamış, ancak krizle birlikte 2001 yılının ilk çeyreğinden başlayarak söz konusu krediler daralmış ve kredi sıkışması yaşanmıştır (Tablo 2).

Tablo 2. Bazı Finansal Göstergelerin 2000-2001 Dönemindeki Görünümü

Göstergeler	2000				2001			
	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4
M2Y/GSYH (%)	26,10	28,78	31,55	34,11	30,06	35,25	42,12	44,36
M2Y/Rezervler*	3,37	3,21	3,33	3,34	4,91	4,38	3,88	3,70
KVDB/Rezervler*	1,05	1,00	1,06	1,13	1,38	1,35	1,07	0,87
BTV/GSYH (%)	44,35	49,44	54,74	61,75	53,20	61,79	67,71	67,52
ÖSK/GSYH (%)	10,59	12,38	14,19	15,34	11,68	12,07	12,87	12,81
İMKB 100 Endeksi	16.689	16.571	12.941	11.778	9.554	10.948	9.368	10.640
Reel Faiz Oranı**	-15,59	-13,80	-8,61	0,82	33,05	4,55	3,45	-7,29

Not: Tabloda yer alan kısaltmalardan KVDB kısa vadeli dış borcu, BTV bankaların toplam varlıklarını ve ÖSK ise bankalar tarafından özel sektöre açılan kredileri ifade etmektedir.

* Bu değerler oran olarak ifade edilmiştir. Tabloda İMKB 100 Endeksi kapanış puanını gösterirken diğer değişkenler % olarak gösterilmiştir.

** 1 yıl vadeli mevduat faiz oranı ile TÜFE oranı arasında yapılan reel faiz hesaplaması aracılığıyla elde edilmiştir.

Kaynak: <http://evds.tcmb.gov.tr/>

Türel’e (2010: 45) göre, toplam net sermaye girişleri ile İMKB 100 endeksi arasında uzun dönemli bir ilişki söz konusudur ve sermaye akımlarından İMKB 100’e doğru olan ilişkinin yönü 1-3 çeyreklik bir gecikmeye sahiptir. Tablo 1’den yola çıkarak Tablo 2’de yer alan İMKB 100 endeksindeki dalgalanmalar incelendiğinde, bunu doğrular nitelikte aynı yönlü gelişmeler olduğu görülmektedir. Merkez bankasının döviz rezervlerinin döviz spekülasyonu karşısında ne kadar caydırıcı olabileceğini gösteren M2Y/Rezervler oranı ise 2000 yılı boyunca değişmemekle birlikte 2001 yılının ilk iki çeyreğinde yaşanan artışla ekonominin parasallaşmasına paralel bir trend izlemiştir. Bu oranın zirve noktası, krizin odak noktası olan 2001 yılının ilk çeyreğidir. Kısa vadeli dış borçların rezervlere oranı da aynı şekilde 2000 yılı boyunca %1 dolayında istikrarlı bir yapı sergilemiş ancak krizle birlikte 2001 yılının ilk çeyreğinde zirve yapmış ve sonrasında 2001 yılının son çeyreğinden başlayarak %1’in altına inmiştir (Tablo 2).

Ticari bankaların toplam varlıklarının GSYH oranı 2000 yılı boyunca genişlemiş ancak, Tablo 2’de gösterildiği gibi, krizin egemen olduğu 2001 yılının ilk çeyreğinde önemli ölçüde düşerek belirgin bir finansal varlık erimesine yol açmıştır. Kriz öncesi dönemde nominal faiz oranları düşük enflasyon beklentilerine göre belirlendiği için, reel faiz oranlarının negatif değerler aldığı dönemler söz konusu olmuştur. Krizin başlangıcı olan 2000 yılının son çeyreğinde reel faiz oranları yükselişe geçmiş, 2001 yılının ilk çeyreğinde zirveye eriş-

miş ve aynı yılın ikinci çeyreğinde tekrar düşüşe geçmiştir. Bu durum, 2000 yılının son çeyreğinde başlayan net sermaye çıkışı ile (Tablo 1) yakından ilişkilidir. Söz konusu dönemde yüksek faiz oranlarının sermaye çıkışını engelleyeceği beklenirken bu gerçekleşmemiştir (Tablo 2).

Sonuç olarak, Mayıs 2001’de uygulamaya konulan “Güçlü Ekonomiye Geçiş Programı” doğrultusunda dalgalı kur rejimine geçilmiş, TCMB’nin kısa vadeli faiz oranları üzerindeki etkisi artırılmıştır. Merkez Bankası’nın önceliği, para politikasının etkinliği açısından faiz oranlarını kontrol edilebilir hale getirmek ve ödemeler sisteminin çalışır hale gelmesiyle finansal istikrarı sağlamak olmuştur. Bu program ile ekonominin şoklara karşı dayanıklılığının artırılması ve olası krizlere karşı kırılganlığının azaltılması temel ilkeler olarak benimsenmiştir. Çünkü sermaye hareketlerinin kontrol edilemediği bir ortamda hem döviz kurunu hem de faiz oranlarını bir araç olarak kullanmak mümkün değildir (Kazgan, 2012: 232-235). TCMB, bir yandan kendi işlemleri dolayısıyla piyasaya çıkan likiditenin, diğer yandan da bankacılık sisteminin açık pozisyonlarından kaynaklanan döviz talebinin kurlar üzerinde yarattığı baskıyı gidermek amacıyla ihale yöntemiyle döviz satışlarına başlamıştır. Böylece döviz satışlarıyla bir yandan etkili bir sterilizasyon süreci başlatılmış, diğer yandan da dalgalı kur rejiminin işleyişini bozmadan bankacılık sisteminin döviz ihtiyaçları karşılanarak açık pozisyon risklerinin azaltılmasına katkı sağlanmıştır (Sağlam, 2009: 182-184).

Krizle sonuçlanan programa yöneltilen eleştirilerden birincisi, döviz çapa olarak kullanan benzer programların Brezilya, Rusya, Meksika ve Tayland gibi ülkelerde başarısız sonuçlar elde etmiş olmasıdır. Bankacılık sisteminin riskli yapısı değiştirilmeden programa başlanmış olması ise eleştirilerin ikinci odak noktası olmuştur. Döviz kuruna dayalı istikrar programlarını gevşek maliye politikaları, zayıf bankacılık sistemi, olumsuz dış ticaret şokları ve diğer ülkelerde yaşanabilecek dışsal şoklar gibi risklerle birlikte yürütmek mümkün görünmemektedir. Buna rağmen, Dornbusch (2001) ve Fischer (2001) gibi iktisatçılar, politika uygulamaları ne yönde olursa olsun Merkez Bankası'nın süreci düzeltmeyeceğini, Türkiye ekonomisinde 2001 veya başka bir yıl içinde döviz krizinin kaçınılmaz olduğunu vurgulamışlardır. Enflasyon ile döviz kuru bağlantılarının güçlü olduğu ekonomilerde döviz kuruna dayalı programların başarısı için kredibilite ön şarttır.

Türkiye'nin yaşadığı bu kriz, ülkenin para politikası perspektifini değiştiren çok boyutlu yeni koşulları beraberinde getirmiştir. 2001 krizinin ardından Hazine tarafından gerçekleştirilen iç borç takası ile vadeleri uzatılan kamu borçlarının çevrilme riski azaltılmış, böylece faiz oranları üzerindeki baskı hafifletilmiş ve bankacılık sisteminin açık pozisyon sorunu giderilerek ekonomi politikalarının dalgalı kur rejimi altında daha etkin sürdürülmesi sağlanmıştır. Kriz sonrası dönemde dalgalı kur rejimi çerçevesinde TL'nin değerinde yaşanan hızlı düşüşün enflasyon üzerindeki etkilerini sınırlandırmak amacıyla para politikası daha aktif kullanılmaya başlanmıştır. Güçlü Ekonomiye Geçiş Programı'nın getirdiği en önemli düzenleme, enflasyonla mücadelede aktif bir para politikası uygulanması ve gerekli koşullar sağlandığında enflasyon hedeflemesine geçilmesi olmuştur. Bu bağlamda 2001 yılı öncesi için pasif para politikası, 2001 yılı sonrası için ise faiz oranlarının kontrolünü içeren aktif para politikası değerlendirilmesi yapmak mümkündür. Yasa değişikliği ile

TCMB tam operasyonel bağımsızlığa kavuşturulmuş, kamu kesimi ile ilişkisine son verilmiş, fiyat istikrarı ile amacı netleştirilmiş ve para politikası kararlarında bağımsızlığı güvence altına alınmıştır.

3.2. 2008 Krizinde Para Politikası

2000'li yıllar boyunca artan ABD cari açığı nedeniyle Dünya ekonomisine daha fazla dolar ihraç edildi. Böylece gelişmekte olan ülkelerin döviz rezervleri büyürken bu durum ABD tahvillerine olan talebi artırmış ve sonuçta ABD iç faiz oranlarının düşmesiyle birlikte Türkiye gibi gelişmekte olan ülkelere sermaye girişleri çoğalmıştı. Ancak ABD ekonomisinden başlayarak likidite talebinin artması sonucunda ekonomik birimlerin bilançolarını küçültme girişimi sistemi kilitledi ve mevcut sistemin nakit para ihtiyacını karşılaması mümkün olmadı. Bu gelişmeler ABD ekonomisinde finansal sektörü tıkanma noktasına getirirken, ortaya çıkan ekonomik durgunluk ve sonrasındaki finansal kriz dünya ekonomisine hızla yayıldı (Köse ve Togay, 2010: 8).

Bunlar olurken Türkiye, 2002 yılı ile birlikte tırmanışa geçen dış kaynak girişinin de katkısıyla, Kasım 2000-Şubat 2001 krizine göre çok daha olumlu ekonomik koşullara sahipti. O dönemdeki sorunlu bankaların sermayeleri güçlendirildiği, düzenleme ve denetim sıkılaştırıldığı için ekonominin kırılabilirliği azalmıştı. Kamu bütçesinin durumu önceki yıllara göre olumlu bir seyir izlemiş, faiz oranları ve enflasyon çok daha düşük düzeylere inmiş ve kamu borçları içinde TL'nin ağırlığı artarken vade yapısı da uzamıştı. Tablo 3'te görüldüğü gibi, 2008'in ilk çeyreğinde yüksek bir büyüme hızı (%7,01) yakalanmış, gecelik faiz oranları (%15,4) düşmüş, TL reel olarak değer kazanmış ve ekonomiye önemli miktarda net sermaye girişi gerçekleşmişti.

Tablo 3. Bazı Makroekonomik Göstergelerin 2008-2009 Dönemindeki Görünümü

Göstergeler	2008				2009			
	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4
GSYH Büyüme Hızı	7,01	2,63	0,86	-6,97	-14,74	-7,77	-2,77	5,86
Sanayi Üretim Endeksi	-3,56	5,47	-4,97	-9,14	-14,60	14,87	2,82	7,49
Enflasyon (TÜFE)	3,05	2,81	0,78	3,02	1,05	0,77	0,34	4,21
O/N Faiz Oranı	15,42	15,58	16,65	16,34	12,52	9,56	8,06	6,73
Reel Döviz Kuru*	185,43	175,40	189,07	171,03	163,13	166,87	168,07	170,27
Cari İşlemler Dengesi	-12.928	-15.461	-7.864	-5.901	-1.816	-5.229	-1.824	-4.501
Top. Net Sermaye Gir.	12.885	12.621	12.160	1.191	1.212	2.078	5.637	5.285
TCMB Brüt Rez. Değ.	4,12	1,86	1,19	-9,24	-8,47	1,88	7,82	0,85

Not: Tabloda GSYH büyüme hızı sabit fiyatlarla %, sanayi üretim endeksi % değişme, enflasyon %, bankalararası para piyasası ağırlıklı ortalama gecelik faiz oranları %, reel döviz kuru 1995=100 endeks değeri, cari işlemler dengesi ile net sermaye girişi milyon Dolar ve merkez bankası brüt rezerv değişimleri % değişme olarak ifade edilmiştir.

* Reel döviz kurundaki artış TL'nin reel olarak değer kazandığını, tersi ise değer kaybettiğini göstermektedir.

Kaynak: <http://evds.tcmb.gov.tr/>

Bu makroekonomik çerçevenin de etkisiyle, uluslararası piyasalarda yaşanan dalgalanmalara bağlı olarak Türkiye ekonomisinde 2008'in ikinci çeyreğinden itibaren başlayan yavaşlama ve dolayısıyla ekonominin reel kesiminden gelen olumsuz sinyaller politika uygulayıcılar tarafından dikkate alınmamıştır. Tablo 3'te ortaya konulduğu gibi, 2008'in son çeyreğinden başlayarak bir yıl boyunca ekonomi sürekli küçülmüş; buna paralel olarak sanayi üretim endeksinde gerilemeler yaşanırken net sermaye girişi azalmış ve dolayısıyla Merkez Bankası'nın döviz rezervi önemli ölçüde daralmıştır. Çünkü Türel'e (2010: 41) göre, yabancı yatırımcılar Türkiye gibi gelişmekte olan ülkelere ilişkin iyimser beklentilerini çok dönemlerinde düzeltmektedirler.

2008'in son çeyreğinde dış talep azalışına bağlı olarak Türkiye'nin ihracatı 10 milyar dolar kadar gerilemiş, dış ticaret açığı 70 milyar dolara dayanarak tarihi rekorunu kırmış, ihracattaki çöküş ihracata dönük çalışan sanayileri olumsuz etkilemiş ve işsizlik 2009 Şubat'ına gelindiğinde %16,1 ile rekor kırmıştır. 2009'un ilk çeyreğinde daralma şiddetlenerek sürmüştü ve ekonomik küçül-

me (%14,7) tavan yapmıştır. 2008 boyunca yıllık %12,7 ile maliyet artışları yaratan ÜFE, 2009'da dibe vurmuş ve aylık bazda altı ay boyunca negatif değerler almıştır. Bu gelişmeler Türkiye'de küresel krizin reel sektöre yansıdığı algısını güçlendirmiş ve bu yansımanın şiddeti 2008'in son çeyreğinden 2009'un son çeyreğine kadar devam etmiştir (Kazgan, 2012: 282-287). Bu dönemde Türkiye ekonomisinde en çok dikkat çeken durumlardan biri ise, kriz dolayısıyla kur ve faiz oranları üzerinde önemli bir baskının oluşmamasıdır. TCMB rezervlerinde 2008'in son ve 2009'un ilk çeyrek dönemlerinde yaşanan rezerv kayıpları (Tablo 3), TL'de yaşanabilecek aşırı değer kayıplarını önlemiştir. Daralan dış talep, buna bağlı olarak küçülen Türkiye ekonomisi ve dolayısıyla düşen iç talebin etkisiyle enflasyon oranı da 2009'un ilk üç çeyrek dönemi sonunda yıllık %6,3'e kadar gerilemiş ve cari açık azalmıştır (Tablo 3). Diğer taraftan, Tablo 4'te görüldüğü gibi, bankaların toplam varlıklarının GSYH'ye oranı açısından Türkiye ekonomisinde finansal varlık erimesi yaşanmamış, aksine bu oran kriz boyunca yükselerek 2008'in son çeyreğinde %67,5 iken 2009'un son çeyreğinde %76,8'i bulmuştur.

Tablo 4. Bazı Finansal Göstergelerin 2008-2009 Dönemindeki Görünümü

Göstergeler	2008				2009			
	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4
M2Y/GSYH (%)	39,18	39,88	42,01	45,91	46,93	47,26	49,14	51,76
M2Y/Rezervler*	4,18	3,97	4,32	4,08	4,25	4,42	4,47	4,71
KVDB/Rezervler*	0,61	0,70	0,75	0,75	0,73	0,71	0,68	0,69
BTV/GSYH (%)	58,29	60,48	62,48	67,51	69,25	70,56	73,79	76,81
ÖSK/GSYH (%)	24,61	26,66	28,01	27,38	26,66	27,36	28,30	29,97
İMKB 100 Endeksi	44.989	40.688	38.309	26.362	25.018	32.531	43.234	49.177
Reel Faiz Oranı**	11,16	7,05	10,13	14,50	12,61	18,68	17,08	13,91

Not: Tabloda yer alan kısaltmalardan KVDB kısa vadeli dış borcu, BTV bankaların toplam varlıklarını ve ÖSK ise bankalar tarafından özel sektöre açılan kredileri ifade etmektedir.

* Bu değerler oran olarak ifade edilmiştir. Tabloda İMKB 100 Endeksi kapanış puanını gösterirken diğer değişkenler % olarak gösterilmiştir.

** 1 yıl vadeli mevduat faiz oranı ile TÜFE oranı arasında yapılan reel faiz hesaplaması aracılığıyla elde edilmiştir.

Kaynak: <http://evds.tcmb.gov.tr/>

M2Y/Rezervler oranı, Tablo 4'te gösterildiği gibi, Türkiye'de 2009 yılında sürekli yükselmiş ve kriz döneminde ekonominin kırılmasını açığa vurmuştur. En olumlu gelişme ise kısa vadeli dış borçların GSYH oranında yaşanmış ve istikrarlı bir grafik sergilemiştir. Böylece Türkiye ekonomisi küresel finans krizi süresince kısa vadeli dış yükümlülüklerini karşılayamama riskini düşük tutmuştur. Türkiye ekonomisinde GSYH büyüme hızı ile birlikte en sert düşüş İMKB 100 endeksinde yaşanmış ve 2009 yılının ilk çeyreğinde bir önceki yılın aynı dönemine göre %46,6 değer kaybetmiştir.

Dünya ekonomisinde durgunluk yaratan ve Türkiye'de reel ekonomiyi olumsuz etkileyen ekonomik gelişmelere rağmen TCMB fiyat istikrarını temel hedef olarak alan açık enflasyon hedeflemesine 2008 yılında devam etmiş; enflasyon beklentileri ve temel enflasyon göstergelerinde bozulma gözlemlendiğini, enflasyon katılığına ilişkin risklerin arttığını ve bu nedenle 2008 yılında faiz artırımına gidip para politikası duruşunu sıkılaştırabileceğini ifade etmişti. Nitekim 2008 yılında uluslararası piyasalarda artan dalgalanmaların etkisiyle Türkiye'nin risk priminde bir artış meydana gelmiş ve TCMB bu gelişmenin enflasyonda yukarı yönlü bir baskı yaratacağını düşünerek kısa vadeli faiz oranlarını yükseltmiştir. Bu doğrultuda TCMB, politika aracı olan kısa vadeli faiz oranını %16,75'e çıkarmıştır. Risk algılamasındaki artış ve parasal sıkılaşmanın etkisiyle, takip eden dönemde Türkiye'nin iktisadi faaliyetleri yavaşla-

mıştır (TCMB, 2008-IV: 3-4).

Bununla birlikte TCMB ekonominin işleyişini kontrol altında tutmak için önlemler almaya devam etmiş; TCMB nezdindeki döviz repo piyasasında aracılık faaliyetlerine tekrar başlanmış, bankaların likidite durumlarını daha da güçlendirmek amacıyla döviz alım ihalelerine ara verilmiş ve döviz piyasalarındaki dalgalanmaları önlemek amacıyla piyasaya döviz satım ihaleleri yoluyla döviz likiditesi sağlanmasına karar verilmiştir (TCMB, 2008-IV: 6). Ancak yıl içinde süregelen arz şoklarının geçici olmadığı yönündeki algının güçlenmesi, küresel piyasalardaki dalgalanmaların artarak devam etmesi ve ikincil etkilerin görülme-ye başlanması nedeniyle orta vadeli enflasyon tahminleri yukarı yönlü olarak 2009 yılı için %7,5 ve 2010 yılı için %6,5 ve 2011 yılı için %5,5 olarak revize edilmiştir (TCMB, 2009: 31).

Ayrıca 2009 yılı için büyüme tahmini %4 olarak belirlenmişken Türkiye ekonomisi 2009 yılının ilk çeyreğinde %14,7 küçülmüş (Tablo 3) ve söz konusu tahmin ancak Nisan ayının ortasında güncellenmiştir. Özatay'a (2011: 153-154) göre bu politika tepkisizliğinin iki muhtemel nedeni bulunmaktadır: Birincisi, 2007 yılında seçim nedeniyle bozulmaya başlayan bütçe performansının 2009 yılına gelindiğinde iyice belirginleşmesi, politika uygulayıcılarda bir miktar tedirginlik yaratmıştır. İkincisi ve daha önemlisi ise Türkiye'de normal koşullarda resesyon ya da durgunluk ile nasıl mücadele edileceğinin bilinmemesidir.

Sonuçta, uzun süreli ekonomik küçülme TCMB’nin faize yönelik tavrını değiştirmesine yol açmıştır. 2009 boyunca bankalararası para piyasası gecelik ortalama borçlanma faiz oranı sürekli düşüş eğilimi göstermiştir (Tablo 3). Buna paralel olarak 1 yıl vadeli mevduat ve DİBS bileşik faiz oranları da düşüş trendine girmiştir. 1 yıl vadeli mevduat faiz oranlarında görece bir miktar oynaklık yaşanmış olsa da 2001 kriz deneyimine göre piyasa faiz oranları oldukça istikrarlı bir seyir izlemiştir. Küresel krizin derinleştiği dönemde piyasa faiz oranlarında görülen oynaklık azalışını ve faiz indirimlerini, kredi notu düşük gelişmekte olan ülkeler içerisinde yer almasına rağmen, Türkiye’nin risk primindeki bozulmanın görece düşük kalmasına bağlamak mümkündür. Türkiye’de ekonomik birimlerin döviz borçluluğunun düşük seviyede olması, görece sağlam bir finansal yapı ve bunlara bağlı olarak risk primindeki bozulmanın sınırlı kalması nedeniyle TCMB yüksek oranda faiz indirimlerine gidebilmiştir (Öztürk ve Gövdere, 2010: 389).

Ekonomik durgunluk karşısında önerilen politika, para politikasının gevşetilmesidir. Bu da öncelikle faiz oranlarının düşürülmesinden geçmektedir (Krugman, 2010: 59). Ancak gerek ekonomik yapının görece sağlıklı olması gerekse enflasyon hedeflemesi stratejisi çerçevesinde öncelikle fiyat istikrarının gözetilmesi nedeniyle TCMB 2008 boyunca para politikasını gevşetmemiştir. Bu süreçte TCMB’nin para politikası kararlarını şekillendiren başlıca gelişmeler, 2007 yılından itibaren artan küresel mali piyasalardaki sorunların ve arz şoklarının döviz kurları ve risk primi üzerindeki olumsuz etkileri olmuştur. Bu gelişmeler enflasyon oranının belirlenen hedef patikasının üzerinde seyretmesine neden olmuş, para politikasının 2008’in son çeyreğine kadar sıkı bir duruş sergilemesini gerektirmiştir. Ancak bu süreçte küresel dalgalanmaların reel ekonomi için yarattığı riskler gözden kaçmış, yılın son çeyreğinde küresel ekonomide yaşanan belirgin yavaşlama ile birlikte yurtiçi talepte de daralma gerçekleşmiş, bu gelişmeler sonucunda Merkez Bankası yılın son iki ayında politika faiz oranını toplamda 175 baz puan düşürmüş ve böylelikle bankalararası para piyasası gecelik faiz oranı Aralık 2008’de %15,7 düzeyine gerilemiştir. 2009 yılının ilk dokuz ayında ekonomi ciddi oranda küçülmüş, enerji fiyatları düşük düzeylerde seyretmiş ve bu nedenlerle TCMB politika faiz oranını 2009 yılı boyunca daha büyük oranlarda

indirmiştir. Böylelikle para politikası faiz oranı 2009 yılının Nisan ayında %9,75 ile Cumhuriyet tarihinde ilk defa tek haneye düşürülmüş, küresel fiyat ve faiz gelişmelerine bağlı olarak 2009 yılı sonunda ise %6,5’e çekilmiştir (TCMB, 2009-IV: 3-4).

Küresel krizin Türkiye ekonomisini etkileme kanallarından en önemlisi kredi kanalı olmuş, Türkiye’deki bankalar ve firmalar bilançosu zarar gören uluslararası bankalardan kredi kullanamaz hale gelmişlerdir. Türkiye’ye yönelik finansman akımında hedge fonları ve özel yatırım fonları önemli birer araç olduğu için, küresel kriz nedeniyle portföy yatırımı kanalıyla aktarılan fonlar azalmış, böylelikle ortaya çıkan döviz likiditesi sorunları ise TL’nin değer kaybetmesine neden olmuştur. Ancak 2008 yılının ikinci yarısında iç talepte yaşanan yavaşlama, döviz kurundan fiyatlara geçiş etkisini sınırlanmış ve böylece Türkiye ekonomisinde döviz kuru ile enflasyon arasındaki ilişki geçmiş dönemlere göre daha zayıf bir seyir izlemiştir.

2007-2009 döneminde Türkiye ekonomisinde bütçe dengesi açısından yaşanan bozulma, 2001 yılındaki kriz deneyimi ile karşılaştırılamayacak kadar önemsizdir. Diğer taraftan, Kasım 2000-Şubat 2001 krizlerinde yaşanan ekonomik küçülme, Türkiye ekonomisinin yapısal bozukluklara sahip olduğu bir dönemde gerçekleştiği için, krizden çıkış politikaları her iki durumu da yeniden düzenleyecek şekilde uygulanabilmiştir. Ekonominin başlangıç koşulları zaten bozuk olduğundan, para politikasında sıkılaştırmaya giderek ve böylelikle ekonomide güven tahsis ederek harcamaların artması aracılığıyla durgunluktan çıkmak mümkün olmuştur. Hâlbuki 2008-2009 krizi Türkiye’ye durgunluğu ekonomik yapının görece sağlıklı olduğu bir dönemde getirmiş, politika uygulayıcılar bu tezat karşısında kararsız kalmıştır.

Türkiye’de 2001 krizinin sağladığı deneyimin yanında, finansal sistemin sağlam yapısı, risk primindeki bozulmanın görece sınırlı kalması ve açık enflasyon hedeflemesine geçilmesinden sonra ilk defa 2009 yılında enflasyon oranının hedefin altında gerçekleşmesi gibi nedenlerle para politikasının hareket alanı genişlemiştir. Dolayısıyla 2009 yılında geç de olsa TCMB iktisadi faaliyet üzerinde oluşan tahribatı sınırlamaya odaklanmış; bir yandan kısa vadeli faiz oranlarını hızlı bir şe-

kilde aşağı çekerken, diğer yandan da dengeleyici bir likidite politikası izleyerek kredi piyasasındaki tıkanıklığı gidermeye çalışmıştır. Kriz sürecinde toplamda politika faiz oranını 1.025 baz puan indirilen TCMB, enflasyon hedeflemesi uygulayan ülkeler içinde kriz döneminde en fazla faiz indirimi-ne giden para otoritesi olmuştur (TCMB, 2009: 2).

2009 yılının son çeyreğinde çıkışa geçen Türkiye ekonomisi, bunu döviz fiyatlarına, dünya hammadde fiyatlarındaki gerilemeye, ÜFE ve faiz oranlarındaki sert düşümlere, reel ücretlerin gerilemesi ile üretim maliyetlerinde ortaya çıkan azalmaya ve bütün bu gelişmelerin maliyetleri düşürmesine borçludur. ABD ve AB ekonomilerinde krizden çıkış amacıyla yapılan harcamalar dünya pazarında fon bolluğunu tekrar artırmaya başlamış, buna bağlı olarak 2009 yılının üçüncü çeyreğinden başlayarak Türkiye’de de net sermaye girişi yükselmiştir. Böylece TL tekrar değerlendirirken İMKB 100 endeksi tırmanışa geçmiştir (Kazgan, 2012: 288-289). Türkiye’nin küresel krizin yansımalarını sınırlandırmak ve iç talebi canlandırmak için geç de olsa genişletici para politikasını devreye sokması ve kriz sırasında TCMB’nin piyasadaki döviz ile TL likiditesini takip ederek gerektiğinde politika araçlarını devreye sokması bu süreçte etkili olmuştur. Başvurulan politika araçlarından en önemlisi ve sık kullanılanı ise faiz oranı olmuştur.

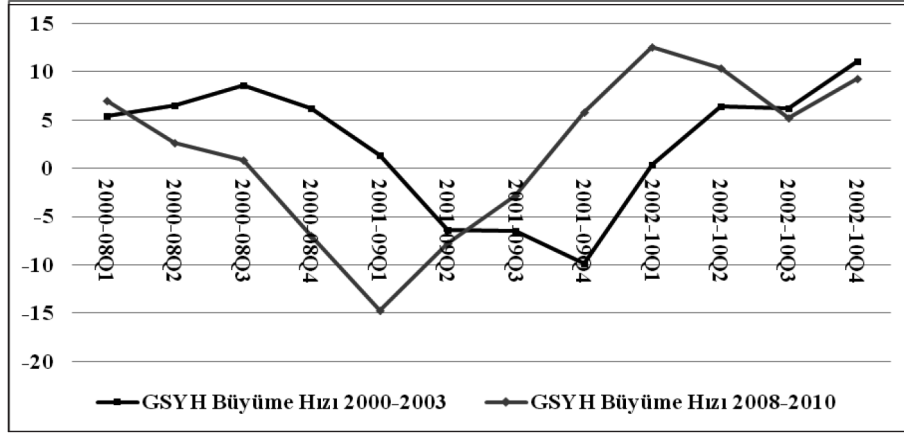
4. Türkiye’de 2001-2008 Krizlerinin Para Politikası Açısından Karşılaştırılması

Türkiye ekonomisinin 2000’lerde karşılaştığı iki büyük kriz, gerek ulusal gerekse uluslararası ekonomik ortam ve koşullar bakımından farklılıklar göstermektedir. Türkiye’nin bizzat yaşadığı ya da etkilendiği bu krizlerde ortak ve tetikleyici unsur spekülasyon sermaye hareketlerindeki ani yön ve hacim değişiklikleri olmakla birlikte, 2001 krizini

bankacılık sektöründen kaynaklanan finansal bir kriz ve aynı zamanda bir para krizi, 2008 krizini ise uluslararası finansal krizin olumsuz etkileri ile oluşan bir reel kriz olarak değerlendirmek mümkündür.

Hem 2001 hem de 2008 kriz deneyimlerinde Merkez Bankası’nın kur ve talep idaresine yönelik politikalarının uygulanma biçimi, önemi ve öncelikleri değişmiştir. Türkiye’nin yaşadığı son iki kriz sadece Türkiye’nin para politikası uygulamalarından değil, aynı zamanda uluslararası ekonomik düzenin işleyişine bağlı sistemik sorunlardan da kaynaklanmıştır. Gerek siyasi otoritenin gerekse para otoritesinin dış şokları ülkeye taşıyan aktarım mekanizmaları üzerinde etkili olabilecek önlemleri almakta geciktiği görülürken, bu tür krizlerin orta vadede Türkiye için tekrarlanabileceği düşünülmektedir.

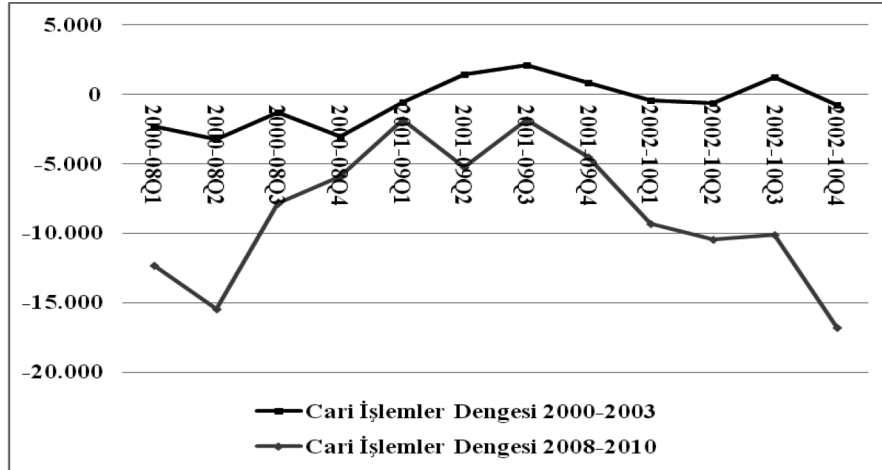
Bu bağlamda, Türkiye için 2001 ve 2008 krizlerine ilişkin bir karşılaştırma yapmak amacıyla, 2000Q1-2002Q4 ve 2008Q1-2010Q4 aralıkları çeyrek dönemler itibarıyla grafiklerin yatay ekseninde birlikte değerlendirilmiştir. Yaşanan son küresel krizin Türkiye ekonomisine etkileri 2009 yılında yansıdığı için 2008-2010 dönemi verileri karşılaştırmaya dâhil edilmiştir. Bu açıdan her iki kriz sürecinde de GSYH büyüme hızının izlediği seyir incelendiğinde, 2008 krizinin Türkiye’de çok daha şiddetli hasıla kayıplarına yol açtığı ve büyüme rakamlarında yaşanan gerilemenin çok daha hızlı olduğu Grafik 1’de görülmektedir. 2001 krizinde zirve noktasından dip noktaya beş çeyrek dönemde ulaşıırken, 2008 krizinde dört çeyrek dönemde dip noktaya ulaşılmıştır. Dolayısıyla 2001 krizine nazaran 2008 krizinde daha sert bir daralma yaşanmıştır. Söz konusu dönemlerde 2001 krizi boyunca büyüme hızı yıllık ortalama %5,60 daralırken, 2008 krizi ortalama %8,06’lık daralmayı beraberinde getirmiştir.

Grafik 1. Türkiye’de 2001 ve 2008 Kriz Dönemlerinde GSYH Büyüme Hızları (%)

Not: TCMB Elektronik Veri Dağıtım Sistemi verileri ile hazırlanmıştır.

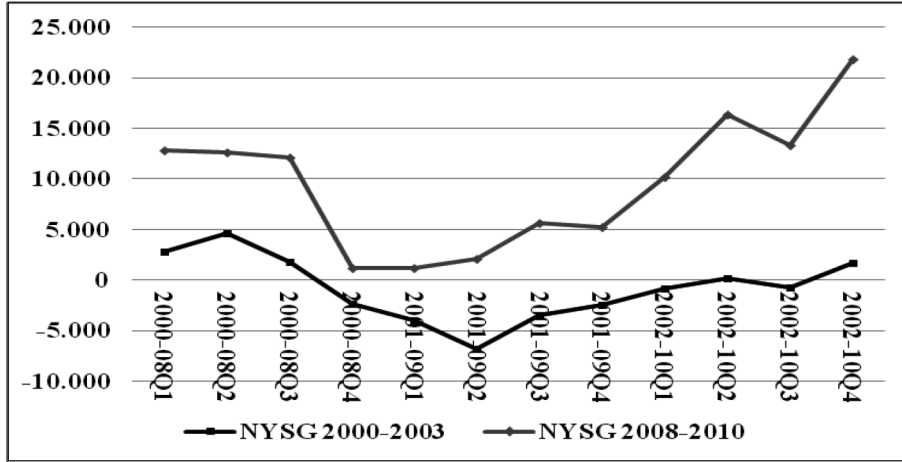
GSYH bakımından oluşan bu farklılık, her iki kriz döneminde Merkez Bankası'nın verdiği para politikası tepkisi ve dış talebin seyri ile ilgilidir. 2001 krizi öncesinde TCMB uyguladığı döviz kuru hedeflemesini sürdürmekte ısrar etmiş, kriz ile birlikte kuru dalgalanmaya bırakmak zorunda kaldığında ise kurda önemli miktarda yükseliş yaşanmıştır. Kriz nedeniyle iç talepte oluşan daralmaya rağmen, TL'nin değer kaybetmesiyle ihracat üzerinden dış talep artışı telafi edici bir rol oynamıştır. 2008 krizinde ise daralan iç talebi telafi edici bir dış talep imkânı söz konusu olmamıştır.

Çünkü 2008 krizi öncelikle uluslararası bir krizdir ve Türkiye ekonomisinde dış talep cephesinde önemli miktarda daralmaya yol açmıştır. TCMB uluslararası ekonomideki olumsuz gelişmeleri göz ardı ederek enflasyon hedeflemesi çerçevesinde fiyat istikrarını gözetmiş ve 2008 yılında faiz indirimine gitmemiştir. Bu ısrarın arkasında sermaye girişlerindeki ivmeyi kaybetme kaygısı da bulunmaktadır. Sonuçta, Merkez Bankası'nın müdahalede geç kalması iç talepte şiddetli bir daralmayı beraberinde getirmiş, bu sefer iç talepteki daralmayı telafi edecek bir dış talep imkânı da olmamıştır.

Grafik 2. Türkiye’de 2001 ve 2008 Kriz Dönemlerinde Cari İşlemler Dengesi (Milyon Dolar)

Not: TCMB Elektronik Veri Dağıtım Sistemi verileri ile hazırlanmıştır.

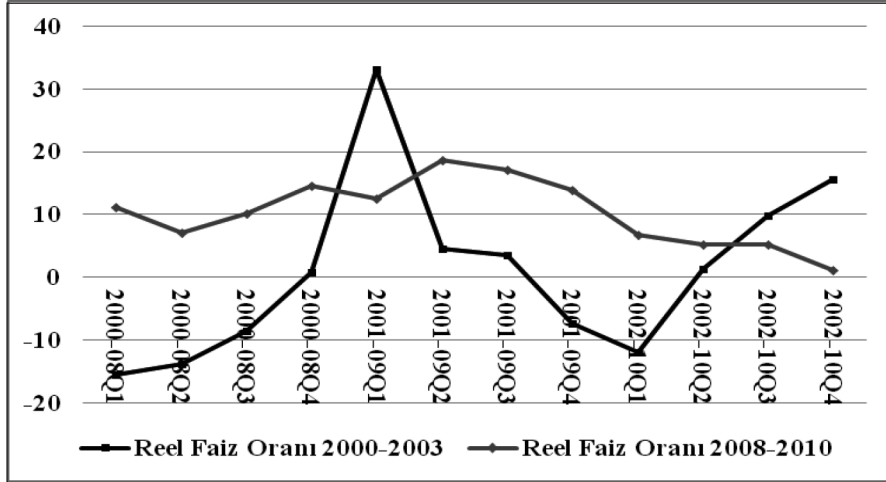
Grafik 3. Türkiye’de 2001 ve 2008 Kriz Dönemlerinde Net Yabancı Sermaye Girişi (NYSG) (Milyon Dolar)



Not: TCMB Elektronik Veri Dağıtım Sistemi verileri ile hazırlanmıştır.

Her iki kriz döneminde ihracat olanaklarının yarattığı fark, Grafik 2’de ortaya konulan cari açıkların gelişiminden rahatlıkla görülmektedir. 2001 yılında toplamda 3.8 milyar dolar cari fazla söz konusu iken, 2009 yılında 13.4 milyar dolar cari açık ortaya çıkmıştır. 2008 yılında Türkiye’de cari açıkların rekor düzeylere ulaşması ve açıkların büyük ölçüde borç yaratan akımlarla finanse edilmesi, uluslararası finansal krizin Türkiye’ye yansımalarının en önemli nedenlerinden biridir. Bu gelişmelerde dış talebin yarattığı fark kadar kur farklılıkları da rol oynamıştır. 2001 krizi sonrasında “Güçlü Ekonomiye Geçiş Programı” ile birlikte benimsenen ve sonraki yıllarda devam ettirilen yüksek faiz-düşük kur politikası, her iki kriz dönemi arasında fark yaratan bir diğer unsur olmuştur. Bu politika 2002 sonrasında yabancı sermaye girişlerini artırmış, 2008 krizinin yaşandığı dönemde de Türkiye ekonomisi için çıkış ivmesi sağlamıştır.

Öyle ki, 2001 yılında sermaye akımlarından gelen dış şokun yıllık değeri -16.7 milyar dolar iken ve kriz nedeniyle bir önceki yıla göre azalma yaşanmasına rağmen 2009 yılında 14.2 milyar dolarlık sermaye girişi yaşanmıştır. 2008 yılında 38.8 milyar dolar olan yabancı sermaye girişinin 2009 yılında 14.2 milyar dolara gerilemesi ekonomik daralmanın nedenlerinden biri olsa da, bu göstergenin hiç negatif değerler almaması 2008 krizinin önemli farklılıklarından biridir. Bu rakamın 2010 yılında 61.7 milyar dolara yükselmesi ise, 2008 krizi sonrasında yaşanan hızlı toparlanmanın en büyük kaynağı olarak görülmektedir. Grafik 3’te görüldüğü gibi, her iki şok döneminde de yabancı yatırımcılar Türkiye ile ilgili beklentilerini düzeltmişler ve bu doğrultuda sermaye çıkışı yaşanmış ancak yüksek faiz-düşük kur politikası nedeniyle sermaye hareketleri 2008 krizi döneminde sürekli pozitif değerler almıştır.

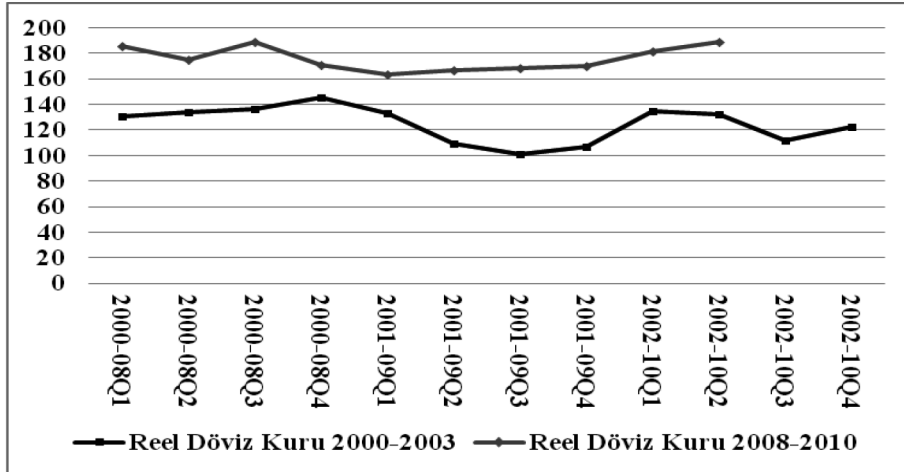
Grafik 4. Türkiye’de 2001 ve 2008 Kriz Dönemlerinde Reel Faiz Oranları* (%)

* 1 yıl vadeli mevduat faiz oranlarından TÜFE oranları çıkartılarak elde edilmiştir.

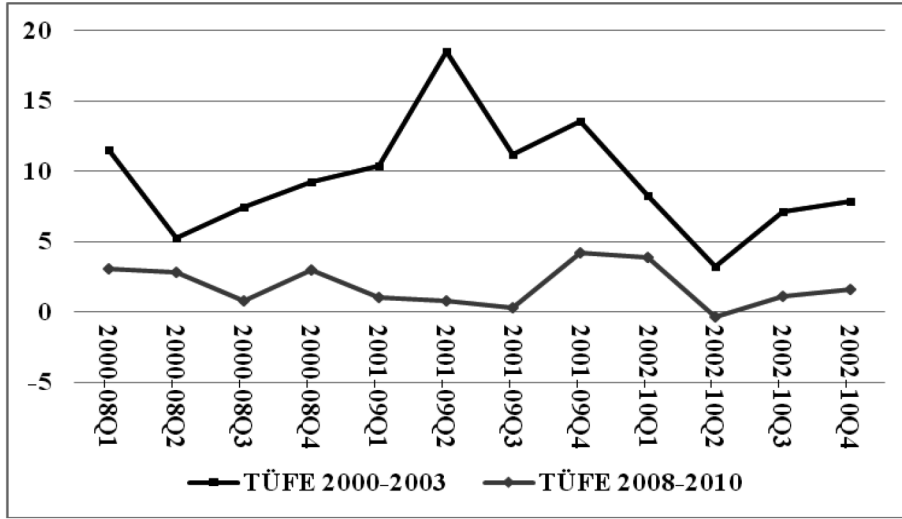
Not: TCMB Elektronik Veri Dağıtım Sistemi verileri ile hazırlanmıştır.

Yüksek faiz-düşük kur politikasının bir sonucu olarak, 2008-2010 dönemi reel faiz oranlarının, 2000-2002 dönemine göre sürekli pozitif ve yüksek olduğu görülmektedir. 2000-2002 döneminde ise reel faiz oranları ağırlıklı olarak negatif seyretmiştir (Grafik 4). 2000 yılının son çeyreğinden sonra bir yıl boyunca pozitif değerler alan reel faiz oranları, 2001 krizi nedeniyle çıkış eğiliminde olan sermaye hareketleri ile yakından ilişkilidir. Çünkü o dönemde yüksek reel faiz oranlarının sermaye kaçışını caydıracağı düşünülmüştür. Ayrıca 2001

krizinde gerçekleşen panik faiz artırımını, 2008 krizinde yaşanmamıştır. 2010 yılının son çeyreğinde reel faiz oranında yaşanan önemli düşüş, Merkez Bankası'nın aynı dönemde para politikası çerçevesini değiştirmesiyle yakından ilişkilidir. Söz konusu dönemde makro finansal risklerin artması nedeniyle, TCMB makro ihtiyat politikasını para politikası çerçevesine dâhil etmiş ve bu doğrultuda sermaye girişlerini sınırlamak için yüksek faiz-düşük kur politikasından vazgeçmiştir. Nitekim 2011 yılında reel faiz oranı negatif değerler almıştır.

Grafik 5. Türkiye’de 2001 ve 2008 Kriz Dönemlerinde TCMB Reel Kur Endeksi

Not: TCMB Elektronik Veri Dağıtım Sistemi verileri ile hazırlanmıştır.

Grafik 6. Türkiye’de 2001 ve 2008 Kriz Dönemlerinde TÜFE Oranları (%)

Not: TCMB Elektronik Veri Dağıtım Sistemi verileri ile hazırlanmıştır.

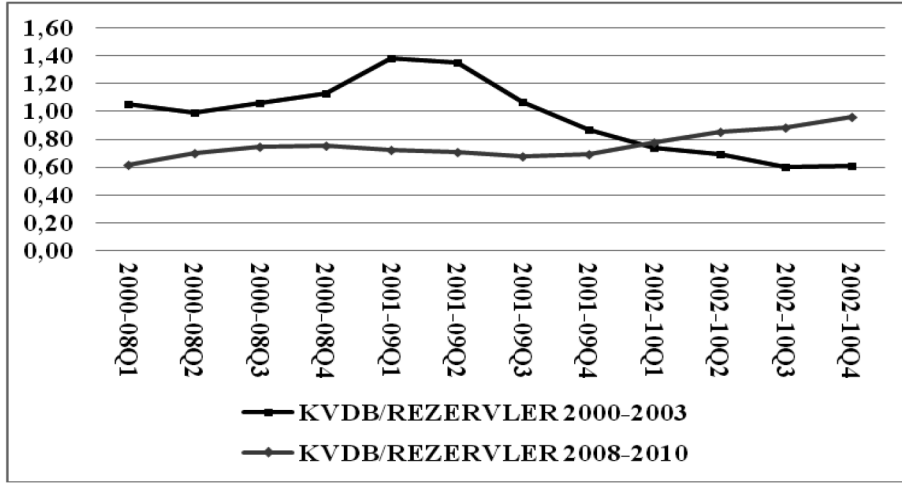
Diğer taraftan, her iki kriz dönemindeki TCMB reel kur endeksi incelendiğinde, politika farklılığının kur boyutu da açık bir biçimde görülmektedir. Grafik 5’te görülen TCMB reel kur endeksinin yükselmesi, TL’nin reel olarak değer kazandığı anlamına gelmektedir. 2008 krizinde reel kur endeksinde yaşanan düşüş, 2001 krizine göre çok daha az olmuştur. 2008 kriz döneminde TL yaklaşık %15 değer kaybederken, 2001 krizinde bu değer kaybı %45’i bulmuş ve üç çeyrek dönem gibi uzun bir zaman aralığına yayılmıştır. Ayrıca Türkiye her iki krizi de farklı kur rejimleri altında yaşamıştır. Dalgalı kur rejiminin krize karşı bir güvence oluşturacağı savı, 2008 kriz deneyimi tarafından doğrulanmamıştır.

Yıldırım’a (2011: 89) göre, Türkiye’de talep şoklarının çıktı üzerindeki etkisi enflasyon üzerindeki etkisinden daha büyüktür. Bu durum, Türkiye ekonomisinde talepteki artışın büyük bir bölümünün yüksek ithalatla karşılandığını göstermektedir. Yüksek ithalatı olanaklı kılan temel faktör ise, yüksek reel faizle uyarılan yoğun dış kaynak girişidir. Yoğun dış kaynak girişlerine bağlı olarak TL’nin genellikle değerli olması, talepteki artışın önemli bir kısmının ithalatla karşılanmasını kolaylaştırmaktadır. Bu süreç, 2008 krizi sırasında çıktıda yaşanan sert daralmayı açıklamaktadır. Hem iç hem de dış talepte yaşanan negatif şok, Türkiye

ekonomisinde ciddi ölçekli bir daralmayı beraberinde getirmiştir.

2000-2002 döneminde yüksek bütçe açıkları, bütçe açıklarının borçlanma ile finanse edilmesi, ekonomik birimlerin enflasyonist beklentileri, ithal edilen ara malların fiyatlarında yaşanan artışlar ve döviz kurundan enflasyona geçişkenliğin yüksek olması nedeniyle Türkiye’de yüksek ve istikrarsız enflasyon yaşanmıştır (Dibooğlu ve Kibritçioglu, 2004: 44). 2002-2006 döneminde mali disiplinin görece sağlanması ve yukarıda sayılan olumsuz faktörlerin birçoğunun bertaraf edilmesi nedeniyle enflasyon düşmüş ve istikrar kazanmıştır. Grafik 6’da görüldüğü gibi, 2008-2010 döneminde TÜFE oranları, 2001 krizinin yaşandığı döneme göre çok daha istikrarlı ve düşük düzeyde bir görünüm sergilemiştir. Bu süreçte iç ve dış talepte yaşanan şiddetli daralma kadar uluslararası ekonomilerde oluşan durgunluk ve deflasyon nedeniyle ithal girdi maliyetlerinin azalması da etkili olmuştur.

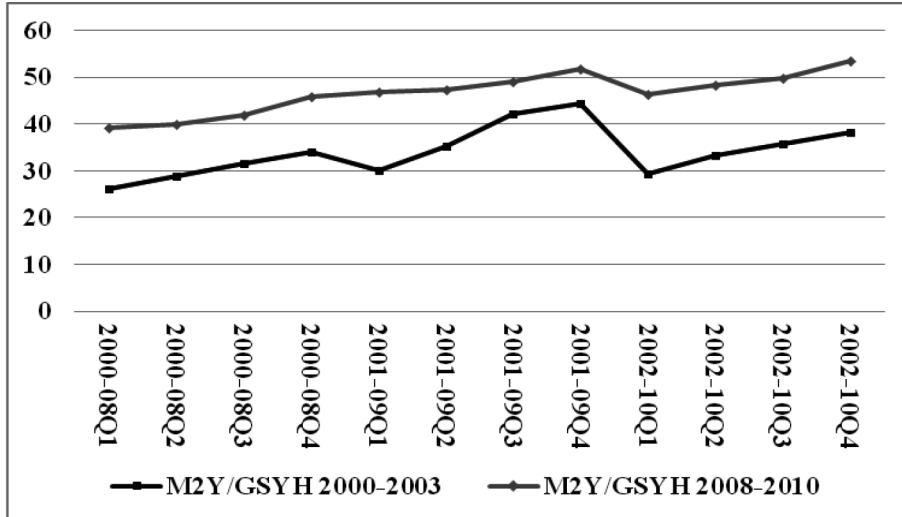
Ayrıca 2002 sonrası dönemde uygulanan mali disiplinle birlikte bütçe açığının azalması, ekonomiye yönelik güvenin artması, yoğun dış kaynak girişi ve buna bağlı olarak TL’nin değerlenmesi, enflasyonun 2008 krizinin yaşandığı dönemde düşük ve istikrarlı bir seyir izlemesini sağlamıştır (Yıldırım, 2011: 82).

Grafik 7. Türkiye’de 2001 ve 2008 Kriz Dönemlerinde Kısa Vadeli Dış Borçların TCMB Rezervlerine Oranı

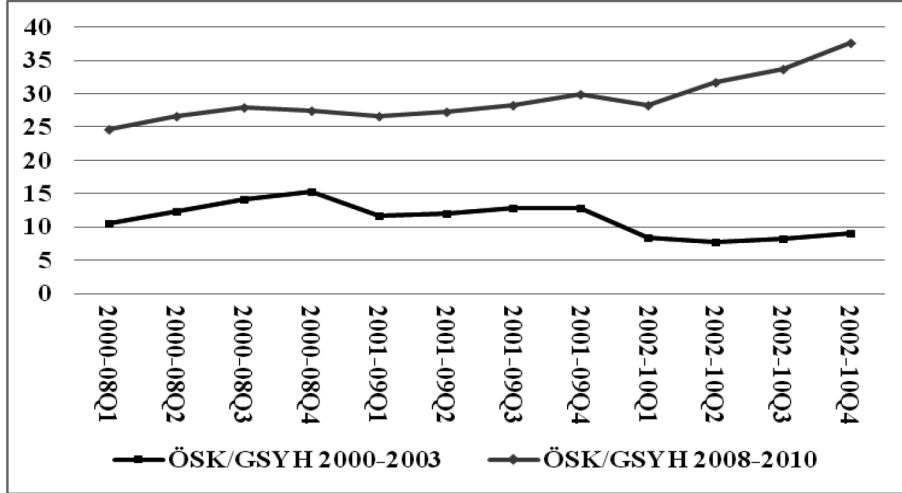
Not: TCMB Elektronik Veri Dağıtım Sistemi verileri ile hazırlanmıştır.

Her iki kriz dönemi arasında fark yaratan göstergelerden biri de kısa vadeli dış borçların (KVDB) TCMB brüt rezervlerine oranı olmuştur. Türkiye’nin borçlarını geri ödeyebilme gücünü gösteren bu oran, gerek rezerv yeterliliği gerekse kriz göstergesi olması açısından önem arz etmektedir. Bu oranın 1’den küçük olması ya da 1’e ulaşması beklenir. 1’den büyük olması durumunda spekülasyon döviz taleplerini tırmandıran likidite sorunlarına işaret eden bu oran, Grafik 7’de gö-

rüldüğü gibi, 2001 krizinde sürekli 1’in üzerindeyken 2008 krizinde 1’in altında seyretmiştir. Bu da 2001 krizinde rezervlerin ciddi miktarda azaldığını göstermektedir. Bu oran, 2001 krizinde bir “ters V” görüntüsü çizerken, 2008 krizinde istikrarlı bir görünüm sergilemiştir. Bu oranın 2010 yılının ikinci yarısında yükselişe geçmesiyle Merkez Bankası’nın makro ihtiyat politikasına geçişi paralellik göstermektedir.

Grafik 8. Türkiye’de 2001 ve 2008 Kriz Dönemlerinde Para Arzında Yaşanan Gelişmeler (%)

Not: TCMB Elektronik Veri Dağıtım Sistemi verileri ile hazırlanmıştır.

Grafik 9. Türkiye’de 2001 ve 2008 Kriz Dönemlerinde ÖSK/GSYH Oranı (%)

Not: TCMB Elektronik Veri Dağıtım Sistemi verileri ile hazırlanmıştır.

Özatay’a (2009) göre, TCMB 2001 krizi öncesinde para politikasını TL aleyhine spekülasyona imkân verecek ölçüde gevşetmiştir. Grafik 8’de 2000 yılının ilk üç çeyreğinde para politikasındaki gevşeme görülmektedir. Ancak, krizin başlangıcı olan 2000 yılının son çeyreğinde bankaların likidite ihtiyacını karşılamayarak döviz kurunu korumayı tercih eden Merkez Bankası, para politikasını sıkılaştırmıştır. Bunun maliyeti ise Şubat 2001’de krizin derinleşmesi olmuştur. 2001 yılının ilk çeyreğinden sonra M2Y/GSYH oranında görülen sıçrama, para politikasının gevşetilmesi kadar devalüasyonun yabancı para cinsinden mevduatın TL eşdeğerini artırmasını da yansıtmaktadır (Türel, 2010: 43). Benzeri bir hamleyi Merkez Bankası’nın 2008 krizi döneminde yapmadığı ve uluslararası piyasalardaki eğilime uyararak para politikasını geç de kalsa 2009 sonuna kadar gevşettiği görülmektedir.

Diğer taraftan, 2001 krizi öncesinde özel bankaların portföylerinde önemli miktarda DİBS tuttuğu bilinmektedir. Buna rağmen, Türel’in (2010) vurguladığı gibi, 2000 yılında yürütülen gevşek para politikasının desteği ile kriz öncesi aylarda özel sektöre açılan kredilerin GSYH oranı (ÖSK/GSYH) görece istikrarlı kalmış ve özel kesim kredi sıkışması ile karşılaşmamıştır. Ancak, 2001 krizi sırasında ciddi bir kredi sıkışması yaşandığı ve kredi kanalıyla krizin derinleştiği Grafik 9’dan izlenebilmektedir. Ticari bankaların bu dönemde maruz kaldığı şoklar ve BDDK’nın aşırı ihtiyatlı konjonktür yanlı düzenlemeleri nedeniyle özel kredilerin canlanması uzun sürmüştür. 2008 krizinde ise durum oldukça farklı seyretmiş, kamu

açıklarının önemli ölçüde daraltılmış olması nedeniyle bankaların özel sektörü fonlama imkânı artmıştır. Merkez Bankası’nın bu süreçte para politikasını gevşetmesinin de etkisiyle kredi kanalı etkinliğini korumuştur. Dolayısıyla 2008 krizi sırasında yaşanan ekonomik daralmanın bankacılık sektörü ile ilgisi bulunmamaktadır.

Sonuç olarak, 2001 yılında yaşanan kriz deneyimi, para politikasının kura yavaş tepki vermesi ya da şokların güçlü olması gibi nedenlerle, kuru sabitlemenin para politikası açısından sürdürülemez bir politika olduğunu göstermiştir. Çünkü şokların şiddetli ve sık olduğu bir ekonomide kura yönelik spekülasyon ataklar başarılı olmaktadır. Nitekim Şubat 2001 krizine gelirken Türkiye’de iç ve dış şoklar döviz kuru üzerinde yoğun bir baskı oluşturmuş, bankacılık sektörünün likidite ihtiyacı artmış ancak TCMB re-aktif bir para politikası izleyerek son ana kadar döviz kuru hedefini korumayı tercih etmiştir. Resmi kur aşırı değerlenmiş ve faiz oranları bu nedenle yükselmiştir. Sürecin sonu ise Türkiye ekonomisi için spekülasyon atak ve şiddetli bir ekonomik kriz olmuştur.

Domaç ve Mendoza (2004) çalışmalarında, söz konusu dönemde Merkez Bankası’nın belli bir döviz kurunu savunmak yerine müdahale etmesi ve pro-aktif bir para politikası yürütmesi durumunda, geçici döviz kuru şoklarının enflasyon ve finansal istikrar üzerindeki olumsuz etkilerinin azalacağını savunmuşlardır. 2001 krizi sırasında yapılması gereken şey, Mishkin’e (2004) göre, Merkez Bankası’nın dalgalanmaları ortadan kaldırmak için faiz oranlarını kullanarak kura müdahale et-

mesidir. Böylece Merkez Bankası kuru değil fiyat istikrarını ve onu etkileyen her şeyi önemseydiğini göstermiş olacaktır. Ancak o dönemde benimsemiş olduğu döviz kuru hedeflemesi ile TCMB faiz oranı aracını pasifleştirmiştir.

Bununla birlikte TCMB, 2001 sonrası dönemde fiyat istikrarını olumsuz etkileyecek her türlü arz ve talep şokuna tepki vermiştir. Bu bağlamda, Merkez Bankası’nın 2003-2005 döneminde yaşanan pozitif arz şokuna yönelik politika tepkisi, ihtiyatlı faiz indirimi ve düzenleme-denetlemelerin sıklaştırılması gibi faiz dışı araçlar olmuştur. 2006 yılının ikinci çeyrek döneminde yaşanan güçlü talep ve negatif arz şokuna ise güçlü parasal sıkılaştırma ile karşılık verilmiştir. 2007 yılında ABD ekonomisinde başlayan ve 2008 yılında küresel bir nitelik kazanan finansal kriz ortamında Türkiye’de 2008 yılının ikinci çeyreğinde yaşanan negatif arz şokuna TCMB hedef revizyonuna giderek ölçülü faiz artırımını ile yanıt vermiştir. Ancak 2008 yılının son çeyreğinde küresel krizin de derinleşmesi ile birlikte ortaya çıkan negatif talep şoku karşısında TCMB geç de olsa faiz indirimine gitmiştir (Yıldırım, 2011).

2008 yılında para politikası uygulamasında oluşan bu algı gecikmesini Merkez Bankası’nın kriz ortamında fiyat istikrarı hedefine odaklanmasına bağlamak mümkündür. Ancak geleneksel para politikası çerçevesinde enflasyon hedeflemesinin çıktıda yaşanan dalgalanmaları azalttığı yönündeki görüş, 2008 kriz deneyiminin Türkiye’de 2001 krizine göre çok daha şiddetli hasıla kayıplarına yol açması nedeniyle tartışmalı hale gelmiştir. Çünkü Süslü’ye (2013) göre, dışa açık küçük bir ülke olan Türkiye ekonomisinin enflasyon hedeflemesi stratejisini izlemesi, olası dışsal şoklar ve arz şokları karşısında toplam talepteki dalgalanmaları artırmakta ve bu da ekonomik büyümede daha büyük dalgalanmalara yol açmaktadır.

Bu sav, Yıldırım’ın (2011: 94) çalışmasında yapmış olduğu analiz ve sonucunda elde ettiği bulgularla da desteklenmektedir. Türkiye’de toplam talep şoklarının çıktı üzerindeki etkisi, enflasyon üzerindeki etkisinden daha büyüktür. Türkiye ekonomisinin genel karakteristik özelliği olan yoğun dış kaynak girişi, buna bağlı değerli TL ve yüksek ithalat hacmi, bu bulguyu desteklemektedir. Ayrıca, Süslü ve Dişbudak’a (2012: 79) göre, katı enflasyon hedeflemesi Türkiye gibi dışa açık kü-

çük ülkelerde döviz kurunun aşırı değerlenmesine yol açarak varlık fiyatlarındaki dalgalanmayı artırmaktadır. TCMB için önemli bir kontrol değişkeni olan kısa vadeli faiz oranlarının toplam talep üzerindeki etkisinin zayıf olduğu ortaya çıkmıştır. Bu durum, faiz aktarım mekanizmasının sağlıklı bir biçimde işlemediğinin göstergesidir. Para arzının içselleşmesi ile beraber, Merkez Bankası’nın politika aracı olan kısa vadeli faiz oranının piyasadaki diğer faiz ve menkul getiriler üzerindeki etkinliği azalmıştır.

5. Sonuç

Finansal piyasaların istikrarsızlaştığı kriz dönemlerinde merkez bankaları piyasaların temizlenmesine zaman kazandırmak için genellikle genişletici politikalar uygulamaktadırlar. İstikrarsızlık giderilinceye kadar kısa vadeli politika faiz oranı düşürülmekte, belirginleşen likidite ihtiyacı merkez bankası tarafından karşılanmaktadır. Hem kredilerin hem de döviz kurunun istenilen yönde hareket etmesi için parasal otoritenin kısa vadeli faizle birlikte başka araçları da devreye sokması gerekebilmektedir. Fazlasıyla karmaşık olan finansal istikrarı somut, açık ve net bir sayısal politika hedefine indirgemek, fiyat istikrarına göre politik yönü daha ağır bastığı için, iyice zorlaşmaktadır.

Sermaye hareketlerinin serbest olduğu dışa açık küçük ekonomilerde para politikasının etkinliğini artıran stratejinin ne olduğu tartışılmaktadır. Şokları bertaraf edebilmek ve makro değişkenlerdeki bozulmaları azaltabilmek için finansal ve reel sektörlere ilişkin değişkenlerin para politikası çerçevesine eklenmesi ve bu doğrultuda yeniden düzenlenmesi gerektiği savunulmaktadır. Çünkü enflasyon odaklı para politikaları, varlık fiyatlarında meydana gelen dalgalanmaların yol açtığı konjonktür dalgasını ve dolayısıyla krizi öngörememektedir. Para politikası açısından amaç, ara amaç ve araç çerçevesinin çeşitlendirilmesi ise, merkez bankalarının kredibilite ve yönetim sorunları yaşamalarına ve politika çelişkileri ortaya çıkmasına yol açabilmektedir. Bu noktada merkez bankalarının krizlerle mücadele edebilmesi için diğer denetleyici ve düzenleyici kurumlarla iş birliğine gitmesi kaçınılmaz görünmektedir.

Türkiye gibi dışa açık küçük ekonomilerde giderek sıklaşan şoklar, bu tür ekonomilerin karakteristik özelliği olan dışa bağımlılık ve yabancı sermaye

girişleri para politikasını zorlaştırmakta ve bağımsızlıktan uzaklaştırmaktadır. TCMB, bu çalışmaya konu olan 2000’li yıllarda ortaya çıkan dalgalanmaları ve krizleri yönlendirmek konusunda etkinlikten uzak kalmıştır. Çünkü para politikasının etkinliğini artırabilmek için enflasyonun döviz kuru ve para arzı ile bağlarının zayıflatılması, faiz oranıyla ise güçlendirilmesi gerekirken Türkiye’de bu koşullar tam anlamıyla sağlanamamıştır.

Ayrıca Türkiye gibi hızlı finansal serbestleşme sonrasında tasarruf-yatırım dengelerinde yapısal açıklar veren, kalıcı işsizlik sorunlarını çözemeyen ve mali kurumlarına gevşek bir denetim uygulayan gelişmekte olan ülkeler kriz çevrimleriyle yaşamaya mecbur kalmaktadır. Nitekim Türkiye’de 2000’li yıllarda döviz kuru ve enflasyon hedeflemesi gibi birbirinden farklı iki para politikası stratejisi uygulanmasına rağmen, 2001 ve 2008 yıllarında iki önemli ekonomik kriz yaşanmıştır. Politika uygulayıcıların dış şokları ülkeye taşıyan aktarım mekanizmalarına yönelik tedbirler almadan kaçınmaları, bu tür krizlerin orta vadede tekrarlanabileceğini ve para politikalarının çözümsüz kalacağını düşündürmektedir.

Bu koşullar altında, Türkiye gibi ülkeler etkin para politikası uygulamalarından uzaklaşarak hızlı büyüme, dış dengenin bozulması ve kriz sarmalına mahkûm olmaktadır. Her iki kriz deneyiminde de politika uygulayıcılar krizlerin, dış kaynak girişlerinin canlanması ile kendiliğinden sona ereceğini düşünmüş, bu nedenle alınan önlemler geç ya da yetersiz kalmış, ekonomik toparlanmanın orta vadeye yayılan bir durgunluk sürecine dönüşme riski göz ardı edilmiştir. Tasarruf açığı bulunan Türkiye, dış kaynağa bağımlı bir ekonomik görünüm sergilemektedir. Bu bağımlılık, kriz dönemlerinde yabancı yatırımcıların risk alma iştahının azalması nedeniyle Türkiye’den çekilmeleri ile birlikte kaynak sıkıntısına dönüşmektedir. Bu durum, krizin getirdiği resesyonu derinleştirmekte ve para politikasının etkinliğini azaltmaktadır.

Bu bağlamda, Türkiye’de spekülâtif sermaye hareketlerinde gözlemlenen ani yön ve hacim değişiklikleri, 2001 ve 2008 kriz deneyimleri açısından ortak unsur olarak dikkat çekmektedir. Türkiye’de yabancı sermayeyi ülke ekonomisine çekmek için 2000’li yıllarda yüksek faiz-düşük kur politikası uygulandığı unutulmamalıdır. Uluslararası ekonomide sermaye akımlarının hacim, bileşim ve

oyunaklığı, Türkiye’de kriz oluşumları ve krize yönelik para politikaları açısından belirleyici olmaktadır. Yabancı sermaye çıkışları, döviz kurunun yükselmesine, faiz oranlarının artmasına ve ekonomide kriz çıkmasına ya da krizin derinleşmesine yol açmaktadır. Merkez Bankası’nın faiz politikalarının kriz dönemlerinde öncelikle net sermaye çıkışını gözettiği anlaşılmaktadır. Çünkü her iki kriz döneminde de reel faiz oranları kriz öncesinde yükselmeye başlamış ve net sermaye çıkışları ile paralel bir tavır sergilemiştir.

Türkiye’de 2001 yılında yaşanan kriz deneyimi, para politikasının kura yavaş tepki vermesi ya da şokların güçlü olması gibi nedenlerle, kuru sabitlemenin para politikası açısından sürdürülemez bir politika olduğunu göstermiştir. Çünkü şokların şiddetli ve sık olduğu bir ekonomide kura yönelik spekülâtif ataklar sonuç vermektedir. Nitekim Şubat 2001 krizine gelinirken Türkiye’de iç ve dış şoklar döviz kuru üzerinde yoğun bir baskı oluşturmuş, bankacılık sektörünün likidite ihtiyacı artmış, ancak TCMB re-aktif bir para politikası izleyerek son ana kadar döviz kuru hedefini korumayı tercih etmiştir. Hâlbuki döviz kuru hedeflemesi ödemeler bilançosunun sürdürülebilirliği açısından faize göre daha riskli bir politika aracıdır.

2001 krizi sonrası dönemde ise fiyat istikrarını olumsuz etkileyecek her türlü arz ve talep şokuna tepki veren bir Merkez Bankası ortaya çıkmıştır. Geleneksel para politikası çerçevesinde enflasyon hedeflemesinin çıktıda yaşanan dalgalanmaları azalttığı yönündeki görüş TCMB nezdinde ağırlık kazanmış, ancak 2008 krizi Türkiye’de 2001 krizine göre çok daha şiddetli hasıla kayıplarına yol açmıştır. Görülmektedir ki, dışa açık küçük ülke konumundaki Türkiye’nin enflasyon hedeflemesi stratejisini izlemesi, olası dışsal şoklar ve arz şokları karşısında toplam talepteki dalgalanmaları artırmakta ve bu da ekonomik büyümede daha büyük dalgalanmalara yol açmaktadır. Türkiye’de toplam talep şoklarının çıktı üzerindeki etkisi, enflasyon üzerindeki etkisinden daha büyüktür. Bu süreçte TCMB için önemli bir kontrol değişkeni olan kısa vadeli faiz oranlarının toplam talep üzerindeki etkisinin de yeterince güçlü olmadığı ortaya çıkmıştır. Türkiye ekonomisinin genel karakteristik özelliği olan yoğun dış kaynak girişi, buna bağlı değerli TL ve yüksek ithalat hacmi bu görüşü desteklemektedir. Ayrıca, Türkiye’de bankacılık sektörünün yurtdışı kaynaklı borçlanma olanakla-

rının artması, Merkez Bankası’nın banka kredileri üzerindeki kontrol gücünü zayıflatmaktadır.

Gerek 2001 gerekse 2008 kriz deneyimleri Türkiye’de orta vadeli çevrimin iniş evrelerinde gerçekleşmiş; her iki kriz deneyiminde de kur ve talep idaresine yönelik politikaların uygulama biçimi ve öncelikleri farklılıklar göstermiştir. Çünkü söz konusu krizler gerek ulusal gerekse uluslararası ekonomik koşullar bakımından farklı koşullarda gerçekleşmiştir. Üstelik 2001 krizi öncesinde Türkiye’nin sahip olduğu olumsuz makroekonomik göstergeler, 2008 krizi öncesi cari açık dışında söz konusu olmamıştır. Ancak, bu görece sağlıklı ve yarattığı güven ile ortaya çıkan algılama güçlüğü, TCMB’nin 2008 krizine karşı para politikası tepkisinin gecikmesine yol açmıştır. 2008 küresel finans krizinin fiyat istikrarının görece sağlandığı bir ortamda gerçekleşmesi ve finansal istikrar açısından kaygıları artırması nedeniyle TCMB 2010 sonunda açık enflasyon hedeflemesi stratejisine makro ihtiyat politikasını eklemiş ve pro-aktif bir para politikası izlemeye başlamıştır.

Türkiye için 2000’li yıllarda yaşanan iki krizden yola çıkarak para politikası uygulamaları açısından bir değerlendirme yapıldığında, Türkiye’de para politikasının aktif bir rol üstlenemediği, daha çok ekonomide ortaya çıkan olumsuz koşulların istikrarsızlığa yol açmasına engel olmak için kullanıldığı görülmektedir. Gerek politik gerekse iktisadi gelişmeler ve en önemlisi de dünya ekonomisinde yaşanan dalgalanmalar para politikasının arzulan etkinlik düzeyine ulaşmasına engel olmaktadır. Yaşanan ekonomik gelişmeler TCMB’nin kendi bilançosuyla piyasadaki para miktarı arasında güçlü bir ilişki kurmasına imkân vermemektedir. Dolayısıyla para politikası çeşitli ekonomik gelişmelerin takipçisi durumuna düşmektedir.

Literatüre bakıldığında, kriz dönemlerinde yapılması gerekenin ilk etapta para politikasını gevşetmek olduğu görülmektedir. Çünkü iç talep açısından yaşanan çöküşü tersine çevirmek ve resesyondan çıkış sürecini başlatmak için bu politikaya ihtiyaç vardır. Bu politika süreci, Post-Keynesyen görüş doğrultusunda, iç talebi canlandırmaya katkı sağlayacak şekilde maliye politikası ile desteklenebilir. Kriz dönemlerinde maliye politikası para politikası ile bağdaştırılabilirse, Türkiye ekonomisi resesyon sürecinden daha az maliyetle çıkabilir. Bununla birlikte, Türkiye gibi tasarruf açığı

olan ülkelerde makro açıdan en etkin politikanın maliye politikası olduğu bilinmektedir. Özellikle sermaye hareketlerinin yönetiminde maliye politikası önem arz etmektedir. Çünkü TCMB’nin kısa vadeli sermaye girişlerine karşı yapabilecekleri oldukça sınırlıdır. Kriz sonrası ekonomilerde orta vadede sıkı maliye politikası uygulanmalı, genişletici politikaların orta vadede telafi edileceği ve sıkılaştırılacağı önceden açıklanmalıdır. Çünkü yeni para politikası çerçevesinde beklentiler son derece önemlidir. İç talebi canlandırmaya yönelik genişletici politikaların amaca ulaşması açısından kriz dönemlerinde kredi kanalının işler halde tutulması gerekir. Firmalar, işleyen bir kredi sisteminin verdiği güvene sahip olmalıdır.

Kaynakça

- AKÇAY, Ümit; (2009), *Para, Banka, Devlet, Sosyal Araştırmalar Vakfı, İstanbul.*
- BUITER, Willem H.; (2009), “Negative Nominal Interest Rates: Three Ways to Overcome the Zero Lower Bound”, *North American Journal of Economics and Finance*, 20 (3), pp. 213-238.
- CARNEY, Mark; (2009), “Some Considerations on Using Monetary Policy to Stabilize Economic Activity”, *Remarks at the Federal Reserve Bank of Kansas City*, <http://www.bis.org/review/r090826a.pdf>, 15.08.2015.
- CELASUN, Merih; (2002), “2001 Krizi, Öncesi ve Sonrası: Makroekonomik ve Mali Bir Değerlendirme”, <http://content.csbs.utah.edu/~ehrbare/erc2002/pdf/i053.pdf>, 11.06.2015.
- CHRISTENSEN, Anders M. and Niels L. HANSEN; (2007), “The Monetary Policy Regime and the Development in Central Macroeconomic Variables in the OECD Countries 1970-2005”, *Danmarks Nationalbank Working Papers*, 31, <https://www.econstor.eu/bitstream/10419/82363/1/502499869.pdf>, 02.02.2017.
- ÇİFTÇİ, Hakkı ve M. Sedat UĞUR; (2010), “Küresel Finans Krizi ve Türkiye Ekonomisi Üzerine Etkileri”, iç. İrfan Kalaycı (Ed.), Halil Seyidoğlu’na Armağan: Finansal Kriz Yazıları, Nobel Yayın Dağıtım, Ankara, ss. 117-148.
- DE GRAUWE, Paul and Daniel GROS; (2009), “A New Two-Pillar Strategy for the ECB”, *Economic Policy CEPS Policy Briefs*, 191, <http://www.ceps.eu/book/new-two-pillar-strategy-ecb>, 01.08.2015.
- DİBOĞLU, Sel and Aykut KİBRİTÇİOĞLU; (2004), “Inflation, Output Growth and Stabilization in Turkey, 1980-2002”, *Journal of Economics and Business*, 56 (1), ss. 43-61.
- DOMAÇ, İlker and Alfonso MENDOZA; (2004), “Is There Room for Foreign Exchange Interventions under an Inflation Targeting Framework Evidence from Mexico and Turkey”, *World Bank Policy Research Working Paper*, 3288, <http://elibrary.worldbank.org/content/workingpaper/10.1596/1813-9450-3288>, 03.07.2015.

- DORNBUSCH, Rudi; (2001), "A Primer on Emerging Market Crises", NBER Working Paper Series, 8326, <http://www.nber.org/papers/w8326.pdf>, 11.08.2015.
- EROĞLU, Nadir ve İlhan EROĞLU; (2010), "2008 Finans Krizi Çerçevesinde Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası'nın Kriz Yönetimi ve Çıkış Stratejisi", iç. İrfan Kalaycı (Ed.), Halil Seyidoğlu'na Armağan: Finansal Kriz Yazıları, Nobel Yayın Dağıtım, Ankara, ss. 233-253.
- FISCHER, Stanley; (2001), "Exchange Rate Regimes: Is the Bipolar View Correct?", IMF: Finance and Development, 38 (2), <http://www.imf.org/external/pubs/ft/fandd/2001/06/fischer.htm>, 02.02.2017.
- FOSTER, John B. ve Fred MAGDOFF; (2009), "Finansal Sıkışma ve Durgunluk: Reel Ekonomiye Dönüş", Monthly Review, 20, ss. 17-48.
- FRIEDMAN, Benjamin M. and Kenneth N. KUTTNER; (2009), "Implementation of Monetary Policy: How Do Central Banks Set Interest Rates", Handbook of Monetary Economics, http://www.ecb.int/events/pdf/conferences/monetaryeconomics/item4_paper.pdf, 22.07.2015.
- GOODHART, Charles, SUNIRAND, Pojanart and Dimitrios P. TSOMOCOS; (2009), "The Optimal Monetary Instrument for Prudential Purposes", Journal of Financial Stability, 7 (2), pp. 70-77.
- KARA, A. Hakan; (2012), "Küresel Kriz Sonrası Para Politikası", Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası Çalışma Tebliği, 12/17, <http://www.tcmb.gov.tr/research/discus/2012/WP1217.pdf>, 12.08.2015.
- KAZGAN, Gülten; (2012), Türkiye Ekonomisinde Krizler (1929-2009) "Ekonomi Politik" Açısından Bir İrdeleme, 3. Baskı, İstanbul Bilgi Üniversitesi Yayınları.
- KÖSE, Nezir ve Selahattin TOĞAY; (2010), Küresel Ekonomik Krizin Türkiye'de Reel Sektöre Yansımaları, Milli Produktivite Merkezi Verimlilik Raporu, Ankara.
- KRUGMAN, Paul; (2010), Bunalım Ekonomisinin Geri Dönüşü ve Küresel Kriz, 6. Baskı, Çev.: N. Domaniç, Literatür Yayınları, İstanbul.
- MISHKIN, Frederic S.; (2004), "Can Inflation Targeting Work in Emerging Market Countries?", International Monetary Fund Conference, <http://www.imf.org/external/np/res/seminars/2004/calvo/pdf/mishki.pdf>, 05.08.2015.
- OKTAR, Suat, TOKUCU, Erkan ve Zekayi KAYA; (2012), Finansal Küreselleşme Sürecinde Merkez Bankacılığı ve Para Politikaları, Nobel Akademik Yayıncılık, Ankara.
- ONUR, Sara; (2008), "Türkiye Ekonomisi'nde Faiz Oranları-Enflasyon İlişkisi Üzerine Bir Model Denemesi (1980-2005)", Journal of Qafqaz University, 24, ss. 123-145.
- ÖZATAY, Fatih; (2009), "Türkiye'de 2000-2008 Döneminde Para Politikası", İktisat İşletme ve Finans Dergisi, 24 (275), ss. 37-65.
- ÖZATAY, Fatih; (2011), Finansal Krizler ve Türkiye, 3. Baskı, Doğan Kitap, İstanbul.
- ÖZATAY, Fatih; (2012), "Para Politikasında Yeni Arayışlar", İktisat İşletme ve Finans Dergisi, 27 (315), ss. 51-75.
- ÖZTÜRK, Serdar ve Bekir GÖVDERE; (2010), "Küresel Finansal Kriz ve Türkiye Ekonomisine Etkileri", Süleyman Demirel Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi, 15 (1), ss. 377-397.
- SAĞLAM, Erdal; (2009), "Türkiye'nin Kriz Deneyimi", iç. E. Kumcu (Ed.), Krizler, Para ve İktisatçılar, 2. Baskı, Remzi Kitabevi, İstanbul, ss. 171-198.
- SCHWARTZ, Anna J.; (2009), "Origins of the Financial Market Crisis of 2008", Cato Journal, <http://object.cato.org/sites/cato.org/files/serials/files/cato-journal/2009/1/cj29n1-2.pdf>, 12.08.2015.
- SOMÇAĞ, Selim; (2006), Türkiye'nin Ekonomik Krizi Oluşumu ve Çıkış Yolları, 2006 Yayınevi, İstanbul.
- SÜSLÜ, Bora; (2013), "Türkiye Ekonomisi İçin Büyüme Beklentisi Kendi Kendini Besleyen Bir Süreç mi? Neo-Wicksellyen Bir Bakış Açısı", TİSK AKADEMİ, 8 (16), ss. 188-203.
- SÜSLÜ, Bora ve Cem DİŞBUDAK; (2012), "TCMB'nin Para Politikası Duruşunun Alternatif Açıklaması: Parasal Durum Endeksi (MCI)", Yönetim ve Ekonomi Dergisi, 19 (2), ss. 67-85.
- SVENSSON, Lars E. O.; (2010), "How Has Our View of Central Banking Changed with the Recent Financial Crisis?", Speech at the CEPR/ESI 14th Annual Conference of Central Bank of Turkey, <http://www.cepr.org/meets/wken/1/1745>, 15.07.2015.
- SVENSSON, Lars E. O.; (2011), "Monetary Policy After The Financial Crisis", Speech at the Asia's Role in the Post-Crisis Global Economy Concurrence, San Francisco, USA, <http://www.bis.org/review/r11201a.pdf>, 23.08.2015.
- TCMB; (2001), Para Politikası Raporu, Ankara: Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası.
- TCMB; (2002), 2001 Yıllık Rapor, Ankara: Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası.
- TCMB; (2008-IV), Enflasyon Raporu, Ankara: Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası.
- TCMB; (2009), Yıllık Rapor 2008, Ankara: Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası.
- TCMB; (2009-IV), Enflasyon Raporu, Ankara: Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası.
- TCMB; (2015), Elektronik Veri Dağıtım Sistemi, <http://evds.tcmb.gov.tr/>
- TELATAR, Erdi; (2002), Fiyat İstikrarı: Ne? Nasıl? Kimin İçin?, İmaj Yayınevi, Ankara.
- TÜREL, Oktar; (2010), "Türkiye'de 1994, 2001 ve 2008-9 Ekonomik Krizlerinin Karşılaştırmalı Analizi", Ekonomik Yaklaşım, 21 (75), ss. 27-75.
- WHITE, William R.; (2006), "Is Price Stability Enough?", BIS Working Papers, 205, <http://www.bis.org/publ/work205.pdf>, 20.07.2015.
- YAY, Gülsün G.; (2006), "Para Politikası Stratejileri ve Enflasyon Hedeflemesi", İktisat Dergisi, 470-471, ss. 3-17.

YAY, Gülsün G.; (2009), “Küreselleşme ve Para Politikası”, *Ekonomi Bilimleri Dergisi*, 1 (1), ss. 29-38.

YILDIRIM, Zekeriya; (2011), “Türkiye’de Toplam Talep ve Arz Şoklarının Çıktı ve Enflasyon Üzerindeki Etkileri”, *Anadolu Üniversitesi Sosyal Bilimler Dergisi*, 11 (2), ss. 81-96.