

## YÜKSEK FAİZ, SABİT VE ESNEK KUR SİSTEMİNDE SAVUNMA MEKANİZMASI OLARAK KULLANILABİLİR Mİ?

**Yrd.Doç.Dr. Aydan KANSU**

İstanbul Üniversitesi  
İktisat Fakültesi  
İktisat Bölümü  
aykansu@istanbul.edu.tr

**Doç.Dr. Cem Mehmet BAYDUR**

Muğla Üniversitesi  
İ.İ.B.F.  
İktisat Bölümü  
cbaydur@mu.edu.tr

### ÖZET

Döviz kuru ve faiz arasındaki ilişkiler iktisat literatürünün en tartışmalı konularından biridir. Sermaye çıkışı sonucu kurda yaşanan istikrarsızlığı gidermek için faizlerin artırılmasını savunan geleneksel görüşle, tam aksine, finansal kırılganlıkların yüksek olduğu bir ekonomide sermaye çıkışını faizleri yükselterek durdurmanın mümkün olmadığını, faizle kur arasındaki ilişkinin doğru yönlü olduğunu iddia eden revizyonist görüş bu makalenin inceleme konusunu oluşturmaktadır. Her iki görüş nominal kurları reel kurlarla bağlantılı kullanarak hipotezlerini ortaya koymakta ve değişik ülkelerden elde edilen ampirik gözlemleri ile desteklemektedir. Makale de Türkiye Kasım 2000 ve Şubat 2001 krizleri ile 2006 Mayıs ayında kurlarda yaşanan istikrarsızlığı para politikasıyla savunmanın yarattığı sonuç geleneksel ve revizyonist görüş açısından değerlendirilmektedir. Sonuç olarak Türkiye açısından geleneksel ve revizyonist görüş tanımladıkları ekonomik koşullar geçerli olduğu zaman para politikası etkin olabilmektedir.

**Anahtar Kelimeler:** Faiz oranı, döviz kuru, döviz krizi, para politikası

### CAN HIGH INTEREST RATE BE USED AS A DEFENCE MECHANISM ON FIXED AND FLEXIBLE EXCHANGE RATE REGIMES?

#### ABSTRACT

The relationship between exchange rate and interest rate is one of the most controversial issues in economics literature. Traditional approach claims increasing interest rate is a solution to exchange rate turbulences caused by capital outflows. Contrary to traditional approach revisionist approach, claims it is impossible to stop capital outflows by increasing the interest rates in highly fragile economies due to positive relationship between exchange rate and interest rate. Both approaches defend their hypothesis by empirical observations made for different countries. This article analyses November 2000, February 2001 crises and May 2006 exchange rate turbulence experienced in Turkey by employing both traditional and revisionist approaches. As a conclusion, both traditional and revisionist approaches are effective monetary policies for Turkey as long as the economic conditions defined by each approach are valid.

**Keywords:** Interest rate, exchange rate, exchange rate crisis, monetary policy

## 1.Giriş

Faiz düzeyini yükselterek döviz kurunda istikrar sağlanıp sağlanmadığı konusu halen iktisat literatüründe tartışılan ve uzlaşmaya varılamayan önemli konulardan biridir. Yüksek faiz politikasını savunan çalışmalar; Brailsford, Penm ve Lai (2006), Goldfajn ve Gupta (1999) , Goldfajn ve Baig (1998) , Tanner (1999), Dekle, Hsiao ve Wang (2001), Dekle, Hsiao ve Wang (2002). Yüksek faiz politikasına karşı çıkan çalışmalar; Chang ve ve Velasco (1997), Agenor (2003), Ohno, Shirono ve Şişli (1999), Caporale, Cipollini ve Demetradies (2000), UNCTAD (1998), Mishkin (1999), Pesenti ve Tille (2000), Bordo ve Meissner (2006), Duttagupta, Fernandez ve Karacadağ (2005), Feldstein (1998), Feldstein (1999), Chang (1999), Radalet ve Sachs (1998), Furman ve Stiglitz (1998), Stiglitz (2001), Stiglitz (2002). Faiz düzeyi yükselterek döviz krizini<sup>1</sup> veya kurda yaşanan dalgalanmaları ortadan kaldırmak mümkün müdür ya da bu politikanın banka ve şirket bilançolarında, işsizlik, büyüme ve cari açığa yaratacağı olumsuz etkiler göz ardı edilmeli midir? Bu tür sorular günümüz finans ve ekonomi çevrelerinde en çok tartışılan konular olsa bile kökeni çok eskilere dayanmaktadır. Bu politikanın etkili olup olmadığıyla ilgili tartışma 1800'lü yıllarda bile kesin bir sonuç vermemiştir.

“...Bank of England 1839'da ortaya çıkan krizin yaklaştığını göremediği ve faiz oranlarını kısa süre içinde yükseltmediği için ciddi eleştirilere uğramıştır... 1863 ve 1864'de Bank of England faiz oranını iki kez arttırarak yüzde 9'a yükseltti. Ancak bu Juglar'a göre 1864'dekinden ayrı düşünülemez, onun şiddetli ve kaçınılmaz bir devamı olan 1866'daki çöküşü geciktirmekle birlikte engelleyememişti...1869'da, Temmuz sonunda Avusturya-Macaristan Ulusal Bankası faiz oranlarını yükseltti. Bu eylemi çok gecikmişti.1869 sonbaharında aynı kentteki 1873 Büyük Çöküş'ünün biraz daha önemsiz bir kopyası olan çöküşün ortaya çıkmasını engelleyemedi...Bank of England 1873'te iskonto oranını yirmi dört kez değiştirerek, Mayıs'ta Avusturya ve Almanya'yı, Eylül'de Birleşik devletleri etkisi altına alan krizden kaçınmayı başarmıştı.Faiz oranı Kasım'da, Almanların Fransa-Prusya tazminatından kalan sterlin birikimlerini çekmelerini engellemek için yüzde 9'a çıkarılmıştı...” (Kindleberger, 2004:110-112).

---

<sup>1</sup> Döviz krizleri birinci , ikinci ve üçüncü nesil modellerle açıklanmaktadır.Bu tür bir sınıflandırmanın nedeni döviz krizlerinin farklı nedenlerden kaynaklanmasıdır..Bu makaledeki amacımız bu modelleri açıklamak değil sadece döviz krizini yaratacak riskler oluştuğunda bu durumun faiz düzeyini yükselterek önlenip önlenmeyeceğidir. Döviz krizlerini açıklayan modellerin önemli bir özelliği de sabit kur sisteminin geçerli olduğu ekonomilerde yaşanmasıdır.Sabit kur sisteminin, bu üç nesil modelin açıklandığı nedenlerden dolayı spekülasyon atak sonucu çökmesi döviz krizi olarak nitelendirilmektedir. Bu yüzden çalışmamızda döviz krizinden bahsederken sabit kur sisteminden, kurda dalgalanma yaşanmasının da esnek kur sisteminden bahsedildiğini hatırlatmakta yarar vardır.Çünkü esnek kur sisteminde yaşanan dalgalanmalar döviz krizi olarak nitelendirilemez.

1900'lü yıllardan sonra 2000'li yıllarda da yüksek faiz politikasının döviz krizini önleyebileceğini savunan geleneksel görüş ile bu politikanın etkili olmayacağını savunan revizyonist görüş arasındaki teorik tartışma devam etmektedir. Özellikle 1997 yılında yaşanan Doğu Asya krizinde IMF'in döviz kurunda istikrar sağlamak için faiz oranlarının yükseltilmesini istemesi bu iki farklı görüşü tekrar karşı karşıya getirmiştir. Sonuçta döviz krizi yaşayan Doğu Asya ülkelerinde faizin yükseltilmesinin etkili olup olmadığı ya da bu politikanın kısır döngü yaratarak krizi daha da körüklediği yolundaki tartışmalar daha da derinleşerek devam etmektedir.

Geleneksel görüş yüksek faiz politikasını savunurken, yüksek faiz veya sıkı para politikasının sermaye çıkışlarını durdurmakta etkin olduğunu ve yüksek faiz getirisinin yabancı yatırımcıları tekrar ülkeye çektiğini, spekülasyon çabalarını anlamsız hale getirerek kurların istikrar kazanmasına neden olduğunu belirtmektedir. Revizyonist görüş ise yüksek faizin nominal döviz kurunda istikrar sağlamada etkili olmadığını savunmaktadır. Örneğin bankaların/firmaların açık pozisyonda olmaları durumunda yükselen faizler bilançoları daha da olumsuz etkileyerek kredileri sınırlandırmakta, iflasları arttırmakta ve bu durum ekonominin daralmasına neden olmaktadır. Finansal kırılganlıkların yüksek olduğu bir ekonomide yüksek faiz olumsuz beklentileri arttırdığından sermaye çıkışı hızlanmakta ve böylece ulusal para daha hızlı değer kaybetmektedir. Yüksek faiz, banka ve şirket bilançolarındaki bozulma nedeniyle artan iflaslar veya bu tür olasılıklar ulusal paraya olan güveni hızla azaltan önemli bir unsurdur. Revizyonist görüş finansal kırılganlıklar altında ulusal paradaki değer kaybının faizle durdurulmaya çalışılmasının sermayenin ülkeyi terk etmesine yol açarak ekonomiye yüksek maliyetler getirdiğini ve kendi kendini besleyen bir kısır döngü yarattığını iddia etmektedirler.

Stiglitz Doğu Asya'da yaşanan kriz sürecinde IMF'in faiz oranlarını yükseltme konusunda ısrarlı olmasını eleştirmiş ve durumu "ekonomiyi yüksek faiz oranlarıyla boğmak" olarak ifade etmiştir. IMF yüksek faiz politikasının ülkeye sermaye girişinin destekleyeceğini böylece döviz kuru dengesinin sürdürülebileceğini, faiz oranı yeterince yükseltilmediği takdirde dolar cinsinden borçlu olanların borçlarını ödeyemeyeceklerini ve bu durumun ekonomide yıkıcı etkiler yaratacağı için savunmuştur. Oysa bunun tamamen tersi gerçekleşmiş, yüksek faiz oranları borç düzeyi yüksek olanları zor durumda bırakarak bankalara olan borçlarını ödeyemez duruma getirdiğinden bankalarda bu politikadan olumsuz etkilenmişlerdir. Yüksek faiz politikası durgun olan ekonomiyi daha da durgunlaştırmış ve bu politika sermayenin yurt dışına çıkışını engelleyememiştir (Stiglitz, 2002: 132-133). Doğu Asya krizinde örneğin şirketlerin aşırı borçluluğunun ulusal para üzerinde yarattığı baskı nedeniyle daha hızlı ve daha etkili para politikası kullanımı tek başına yeterli olmamıştır. Çözümlememiş yapısal sorunlar sadece baskı yaratmakla kalmamış faiz oranıyla savunmayı daha az güvenilir ve daha maliyetli hale getirmiştir (WEO,1998:42). 1992 yılında yaşanan ERM (Avrupa Döviz Kuru Mekanizması) krizinde İsviçre, İngiltere ve İtalya yüksek faiz oranlarının makroekonomik büyüklükler üzerinde yaratacağı maliyetler nedeniyle ERM'den ayrılmışlardır (Obstfeld,1995:174). 1999 yılında Brezilya da yaşanan krizi de önlemek için yükseltilen faiz oranları olumlu sonuç yaratmamıştır (Palma,2004).

Bu makalenin temel amacı geleneksel ve revizyonist görüşü Türkiye’deki iki farklı ekonomik ortamda değerlendirmektir. Bu bağlamda, Kasım 2000 yılında yaşanan krizden sonra yükselen faizin sabit kurun sürdürülmesinde neden etkili olmayıp Şubat 2001 döviz kriziyle terk edilmek zorunda kalındığı ve 2006 Mayıs türbülansında esnek kura dayalı istikrar programında yükselen faizin döviz kurunda istikrar sağlayıp sağlamadığı geleneksel ve revizyonist görüş açısından değerlendirilmiştir.

Çalışmanın ilk bölümünde geleneksel ve revizyonist görüşlerin faiz politikası, iki model yardımıyla gösterilmektedir. Bu modellerde sıkı para politikasının nominal kurlar üzerindeki etkileri reel kurla bağlantı kurularak değerlendirilmektedir (Dornbusch, 1994), (Obstfeld ve Rogoff, 1996). Geleneksel görüş açıklandıktan sonra revizyonist görüş ele alınarak, sıkı para politikasının kur ve faiz üzerindeki etkileri gösterilmektedir. Çalışmanın ikinci bölümünde Türkiye Kasım 2000 ve Şubat 2001 krizleri çerçevesinde para politikası, son bölümde ise 2006 Mayıs türbülansında uygulanan para politikası değerlendirilmektedir.

## **2.Model**

Buradaki model Obstfeld ve Rogoff’un (1996) çalışmasının genişletilmiş halidir. Model beş denklemden oluşmaktadır. Yurtiçi ve yurtdışı faiz sırasıyla  $i, i^*$ , reel para talebi  $m - p$ , reel döviz kuru da  $q$ , reel talep de  $y$  ‘dir. „\*“ işareti yabancı ülkelerin piyasalarını göstermektedir. Değişkenler logaritmiktir. Değişkenlerin üzerindeki bar işareti piyasaların veya değişkenlerin uzun vade denge değerlerine sahip olduğunu göstermektedir.

Açık faiz paritesi

$$i_{t+1} = i^* + e_{t+1} - e_t \quad (1)$$

Para talebi

$$m_t - p_t = -\eta i_{t+1} + \phi y_t \quad (2)$$

Reel döviz kuru

$$q_t = e_t + p^* - p_t \quad (3)$$

Toplam talep

$$y_t = \bar{y} + \sigma(e_t + p^* - p_t - \bar{q}) \quad (4)$$

Phillips eğrisi

$$p_{t+1} - p_t = \psi(y_t - \bar{y}) + e_{t+1} - e_t \quad (5)$$

Kısa dönemde fiyatlar sabittir. Bu durumda fiyatlardaki değişim aşağıdaki gibi yazılabilir.

$$\Delta p_0 = 0$$

Bunun yanında kısa dönemde, doğal çıktı düzeyi ve yurtdışı faiz oranı ile yurtdışı fiyatların da değişmediği kabul edilirse ( $p^* = i^* = \bar{y} = 0$ ) (1), (3), (2), (4) ve (5) nolu

denklemler  $\bar{e}$  bir araya getirilerek nominal döviz kuru  $\bar{e}$  ve nominal döviz kuru ile reel döviz kuru  $\bar{q}$  arasındaki ilişkileri verecek (6) ve (7) denklemler elde edilebilir.

$$\Delta e_{t+1} = e_{t+1} - e_t = \frac{e_t}{\eta} - \frac{(1-\sigma\phi)q_t}{\eta} - \left( \frac{\phi\sigma\bar{q} + m_t}{\eta} \right) \quad (6)$$

$$e_t - \bar{q} = \frac{1}{1+\eta} \sum_{s=t}^{\infty} \left( \frac{\eta}{1+\eta} \right)^{s-t} m_s + \frac{(1-\sigma\phi)}{1+\eta} \sum_{s=t}^{\infty} \left( \frac{\eta}{1+\eta} \right)^{s-t} (q_s - \bar{q}) \quad (7)$$

Eğer para arzı sabit bir değer olarak alınırsa  $\bar{m}$  (7) nolu denklem yeniden yazılarak reel ile nominal kur arasındaki ilişkiyi tanımlayan analiz için gerekli olan bir temel denklem aşağıdaki gibi yazılabilir .

$$e_t = \bar{m} + \bar{q} + \frac{(1-\sigma\phi)}{1+\psi\sigma\eta} (q_s - \bar{q}) \quad (8)$$

### 2.1. Para Politikasının Sıkılaştırılması ve Geleneksel Görüşün Değerlendirilmesi

Ekonominin başlangıçta uzun dönem denge değerlerine sahip olduğu varsayıldığında, para artış hızı için uzun dönem denge değeri  $\bar{m}$ , kur içinde uzun dönem denge değeri  $\bar{e} = \bar{m} + \bar{q}$  şeklinde olacaktır. Ekonomide bir şok yaşansın ve para arzı artışında beklenilmeyen sürekli bir azalmanın meydana geldiği varsayılınsın, yeni para değişim hızını da  $\bar{m}'$  ile gösterilsin. Bu durumda yukarıdaki (8) nolu denklemi T=0 kabul edilip, e yerini de (3) nolu denklemden faydalanılarak  $e_0 = q_0 + \bar{m}$ ,  $\bar{m}$  yerine de  $\bar{m}'$  ve fiyatlarında hemen uyarlanmadığı varsayımı altında (8) denklemin yeniden çözümü geleneksel görüşe göre sıkı para politikası ile nominal döviz kuru arasındaki ilişkiyi verecektir. Bu ilişkiye göre,

$$e_0 = \bar{m} + \bar{q} + \frac{1-\phi\sigma}{1+\phi\psi\eta} (\bar{m}' - \bar{m}) < \bar{e} \quad (9)$$

T=0 iken, para arzındaki azalma nominal kurun değer kazanmasına neden olmuştur. Döviz kuru, yabancı paranın alabileceği yerli para miktarı olarak tanımlanmaktadır.

### 2.2. Para Politikasının Sıkılaştırılması ve Revizyonist Bakış Açısının Değerlendirilmesi

Başlangıç koşullarındaki varsayımlar değiştirilerek T=0 da uzun dönem denge reel kurun  $\bar{q}'$  olduğu ve para arzı ile negatif yönlü bir ilişki içinde bulunduğu varsayılınsın.

$$\bar{q}' = \bar{q} - \theta(m_0' - m_0) \quad (10)$$

Bunun yanında (10) nolu denklem revizyonist görüşün incelediği ekonomik ortam içinde değerlendirmelidir. Ekonomik ortamla ilgili olmak üzere  $\theta > 1$  ise firma bilançolarının bozuk olduğu durumda para otoritesinin sıkı para politikası izlemesinin

iflasları arttırdığı ve böylece ekonomideki faaliyet ve istihdam düzeyini olumsuz etkilediği varsayılmaktadır. Olumsuz ekonomik ortamda uzun dönemdeki geri dönülemez zararlar, T=0 dönemindeki sıkı para politikasından kaynaklanmakta olduğu kabul edilebilir. Bu kısımdaki temel amaç bu tür bir ekonomik ortamda kısa dönemdeki para politikasının uzun dönem etkilerini kur açısından incelemektir. Kısa dönemde fiyatlar rijit olsa bile uzun dönemde fiyatlar gerekli uyarlanma gösterdiği sürece reel para arzı sabittir. Bu durumda parasal davranışın uzun dönemde reel kur üzerine bir etkisi olmayacaktır. Tek dönemlik para arzı azalışının T=1 den sonsuza kadar olan dönemde  $(m_1, m_\infty)$  reel kur  $\bar{q}'$  üzerinde etkisi olmayacaktır. Biraz önce klasik görüş için yapılan varsayım genişletilerek para arzı azalışının sürekli olduğu  $\bar{m}_0'$  kabul edilerek (10) nolu denklemin  $\bar{q}' = \bar{q} - \theta(\bar{m}_0' - \bar{m}_0)$  şeklinde yeniden yazılması gerekmektedir. (10) nolu denklemin yeni şekli dikkate alınarak (9) nolu denklemle revizyonist görüş ortaya konulabilir.

$$e_0 = \bar{m} + \bar{q} - \theta(\bar{m}' - \bar{m}) + \frac{1 + \sigma\psi\eta}{\phi\sigma + \sigma\psi\eta}(\bar{m}' - \bar{m}) \quad (11)$$

(11) nolu denkleme göre sıkı para politikası altında nominal döviz kurunun değer kaybetmesi ( $e_0 > \bar{e}$ ) için gerekli koşul  $(\bar{m}' - \bar{m})$  teriminin katsayıları dikkate alınarak ortaya konabilir. Para arzında meydana gelen azalmanın  $(\bar{m}' - \bar{m}) < 0$ ,  $e_0 > \bar{e}$  koşulunu sağlayabilmesi için (12) koşulun gerçekleşmesi gerekir.

$$\theta > \frac{1 + \sigma\psi\eta}{\phi\sigma + \sigma\psi\eta} \quad (12)$$

(11) ve (12) nolu denklemler revizyonist bakış açısını yansıtmaktadır. Sıkı para politikası tam bir ters etkiye yol açarak nominal döviz kurunun değer kaybetmesine neden olmaktadır. Ekonomini kırılgan bir yapıya sahip olduğu varsayıldığından, sıkı para politikası ve yükselen faiz sonucu artan iflaslar, büyüyen likitide ihtiyacı, daralan ekonomi ve kötüleşen beklentilerle beraber sermaye çıkışı, kur ile sıkı para politikası arasında bu tür bir ilişkinin ortaya çıkmasına neden olmaktadır. Bu koşullarda formel

olarak  $\theta > \frac{1 + \sigma\psi\eta}{\phi\sigma + \sigma\psi\eta}$  eşitsizliği ile ifade edilir. Benzer koşullar rakamla ifade

edilirse,  $\theta > 1$  iken sıkı para politikasına rağmen nominal döviz kuru değer kaybedecektir. 1997 yılında yaşanan Doğu Asya krizinde Kore ekonomisinin kriz esnasındaki temel makro parametreleri kullanılarak<sup>2</sup> sıkı para politikası ile faiz

---

<sup>2</sup>Bir kriz esnasında Kore için yapılan çalışmalarda  $\theta = 1.5$ ,  $\eta = 0.01$ ,  $\psi = 5$ ,  $\sigma = 1$  ve  $\phi = 1$  bulunmuştur (Dekle, Hsiao, Wang, 2001). Bu verilerin ışığında (12) nolu eşitsizliğin sağ tarafının yaklaşık "bir" değeri aldığı sol tarafının da birden büyük olduğu bulunmuştur.

arasındaki etkileşim rakamlara dökülebilir. Bunun için önce denge para arzı artışı tanımlanmalıdır. (4) nolu denklem (2) nolu denkleme yerleştirilip  $\Delta p_0 = 0$  kabul edilerek denge para arzı artış hızı  $\Delta m_0 = -\eta i + \phi \sigma \Delta e_0 + \sigma(\bar{q}' - \bar{q})$  denklemindeki gibi tanımlanabilir. (Dekle, Hsiao ve Wang, 2001).  $\Delta m_0 = -\eta i + \phi \sigma \Delta e_0 + \sigma(\bar{q}' - \bar{q})$  nolu denklemdeki  $\Delta e_0$  yerine 11 nolu denklem,  $(\bar{q}' - \bar{q})$  yerine de  $-\theta(\bar{m}_0' - \bar{m}_0)$  ifadesi yazılarak  $\Delta m_0$  çözümlenirse para politikası ile faiz arasındaki ilişki belirlenmiş olur (Dekle, Hsiao, Wang, 2001).

$$\Delta m_0 = -\frac{\eta \Delta i_0}{1 + 2\sigma\theta\phi - \frac{(1 + \psi\sigma\eta)\phi}{\phi + \psi\eta}} \quad (13)$$

(13) nolu denklem Kore için hesaplanan katsayılar ve  $\theta = 1.5$  alınarak sıkı para politikasının faiz ve kur üzerindeki etkileri rahatlıkla hesaplanır. (13) nolu denkleme göre para arzındaki % 1 azalma faizleri %10'dan % 40'lara çıkarmaktadır. Bu açıdan para arzındaki değişime göre faizlerde meydana gelen değişim % 300'dür. Faizler bu ölçüde değişirken reel kurda meydana gelen düzelme (artış) %1,5 ile çok sınırlı kalmaktadır (Dekle, Hsiao ve Wang, 2001). Bir kriz esnasında kuru korumak veya değer kaybını engel olmak için faizin yükseltilmesi gereken değer rahatlıkla % 1000'leri aşabilmektedir. Bu kadar yüksek faizlerin yarattığı enflasyon etkilerini hiç bir reel ekonomi taşıyamaz. Dolayısıyla sıkı para politikasıyla kriz engellenememekte tam tersine derinleşmektedir. Teorik çerçeve sıkı para politikasının farklı ekonomik ortamlarda döviz kuru üzerinde tam aksi yönde etkiler doğuracağını söylemektedir. Türkiye ekonomisinin Kasım 2000 yılından sonra ve 2006 Mayıs döneminde yaşadığı kurdaki dalgalanmalar karşısında izlediği para politikası ortaktır. Her iki dönemde de sıkı para politikası izlemiştir. Ancak sıkı para politikasının doğurduğu sonuçlar birbirinden çok farklıdır. Dolayısıyla yukarıdaki teorik çerçeve ile bu dönemleri incelemek modeli değerlendirme açısından faydalı olacaktır.

### 3. Kasım 2000 ve Şubat 2001 Krizleri

Kasım 2000 ve Şubat 2001 krizleriyle ilgili pek çok çalışma mevcuttur. Ekinci (2002), Ekinci ve Ertürk (2004), Uygur (2001), Eğilmez ve Kumcu (2001), Boratav (2001), Akyüz ve Boratav (2001), Alper (2001), Özatay ve Sak (2002), Özatay ve Sak (2003), Yeldan (2002), Öniş ve Rubin (2003), Özkan (2005), Kansu (2006), Üçer ve Rijckeghem (2006), Ghoshal (2006). Öncelikle Kasım 2000 kriz sürecine nasıl geldiğini anlayabilmek ve bu kriz sürecinden sonra yükselen faizlerin bile sabit kur

sisteminin çöküşünü neden engellemediğini anlayabilmek için 2000 yılında uygulanmaya başlanan, üç yıllık bir dönemi kapsayan enflasyonu düşürme programının özelliklerini ve yaşanan gelişmeleri incelemek gerekir.

Programın temel amaçları; tüketici enflasyonunu, 2000 yılı sonunda yüzde 25'e, 2001 yılı sonunda yüzde 12'ye ve 2002 yılında yüzde 7'ye indirmek, reel faiz oranlarını makul düzeylere düşürmek, ekonominin büyüme potansiyelini artırmak ve ekonomideki kaynakların daha etkin ve adil dağılımını sağlamaktır. Enflasyonu düşürme programı üç temel unsur üzerine kurulmuştur. Bunlar ;(TCMB,1999)

- a) Sıkı maliye politikası uygulayarak faiz dışı fazlanın artırılması, yapısal reformların gerçekleştirilmesi ve özelleştirmenin hızlandırılması,
- b) Enflasyon hedefleriyle uyumlu gelirler politikası ,
- c) Ekonomik birimlere uzun vadeli bir bakış açısı kazandırmak için enflasyonun düşürülmesine odaklanmış kur ve para politikaları uygulamaktır.

Bu makale açısından sıkı para politikası temel inceleme alanı olduğundan dönemin gelirler politikası ile yapısal politikalarından burada bahsedilmeyecektir. Temelde para politikası ve ekonomik kırılganlıkları hatırlatmak da makalenin anlaşılması açısından faydalı olacaktır.

2000 yılı istikrar programının ilk 18 aylık döneminde enflasyon hedefine yönelik kur sepeti (crawling peg) uygulanmış ve para politikası tamamen dış kaynağa dayandırılmıştır. TCMB Kasım 2000'e kadar net iç varlıkların gelişimi sürekli +,- %5 (-1010 ile -1350 trilyon TL lik) bandının içinde tutmayı başarmıştı ve sadece döviz karşılığında para arzı arttırılmıştır.

2000 yılındaki programda mali piyasalarda likidite yaratılması direkt uluslararası parasal sermaye hareketlerinin girişine dayanmıştı. Merkez bankasının para politikası uygulaması, piyasada gerçekleşen faiz oranları kısa vadeli sermaye hareketlerinin spekülasyon akımlarına bağlanmıştı. Uygulanan programda sterilizasyon yapmayacağını belirten merkez bankası piyasaları uluslararası sermayenin spekülasyon akımlarına açık bırakmıştı (Yeldan, 2002:3) Türkiye'de 1998-1999 yılında hafif atlatılan, 1994 ve 2001'de ağır yaşanan krizlerin belirleyici nedeni sermaye hareketlerinden kaynaklanan dalgalanmalardır (Boratav, 2004: 180).

Program süresince, sabit kur sisteminin uygulanması kur riskini ortadan kaldırmıştı. Bu durum, bankacılık ve reel sektörün dış kaynak kullanımının artmasına neden olmuştu. Banka ve şirketlerin bu tür politikalar izlemesindeki bir başka neden yurtiçi faizin yurtdışı faize göre yüksek olması ve böylece yurtdışından borçlanmanın maliyetinin düşük olmasıydı. 2000 yılının sonunda Türk bankacılık sektörüne biraz daha ayrıntılı bakıldığında pasifinde %70, mevduat %15'i dışarıdan sağlanan krediler, %15'i de diğer kalemlerden oluşmaktaydı. Pasifteki mevduatında yarısı yabancı para cinsindeydi ve vadesi kısaydı. Tasarruf Mevduatı Sigorta Fonu (TMSF) garantisine sahip bankalar yüksek faiz politikası izleyerek öz sermayelerini kaldıramayacakları yükleri de üzerlerine almışlardı. Bankacılık sektöründeki yoğun dış kaynak kullanımı hem iç



kredileri hem de kamu açıklarını finanse ederek toplam talebin artmasına da katkı yapıyordu. Her ne kadar bankaların açık pozisyonu sermayelerini % 20 ile sınırlandırılrsa bile Türk bankacılık sektörünün açık pozisyonu Tablo 1’de görüldüğü gibi 2000 yılında 20 milyar dolara ulaşarak öz sermayeleri ile karşılanamayacak bir büyüklüğe ulaşmıştı. Benzer bir gelişme reel sektör içinde söylenebilir. Bütün bu veriler bir sermaye çıkışı karşısında Türk bankacılık sektörünü finansal açıdan kırılganlığının bir göstergesidir. Artan iç talep, bozulan ödemeler dengesi, kırılgan bankacılık sistemi, Türkiye’deki ödemeler sisteminin sürekliliği açısından dış kaynak girişini hayati bir duruma getiriyordu. TSMF’ye devredilen bankaların ve kamu bankalarının görev zararları yüzünden interbank piyasasından sürekli olarak borçlanmak zorunda olmaları sistemin hassas noktalarındandı. Dışarıdan borçlanabilen özel bankalar sadece içeriye kredi açmamışlardı. Bu bankaların devleti finanse etmelerinin yanında, TMSF’undaki bankaları ve kamu bankalarını da fonlamakta oldukları dikkate alındığında sistemdeki herhangi bir noktadaki tikanıklık veya spekülâtif atak karşısında hassas olduğu ortaya çıkmaktadır. Bu koşullara sahip olan bir ekonomide, bir sermaye çıkışı esnasında faizlerin gerek yoğun talep, gerek risk gibi sebeplerle anormal ölçüde yükseleceği aşıkardır. Kısacası 2000 yılında Türkiye ekonomisinin durumu geleneksel görüşten ziyade revizyonist görüşün kabul ettiği bir ekonomik ortama sahipti. Çünkü yükselen faiz oranları finansal kırılganlığın yüksek olduğu bir ekonomide sabit kurun sürdürülmesini sağlamak yerine kısır döngü yaratarak kriz sinyalini oluşturacak duruma gelmişti. Finansal bilançoları riskli olan bir ekonominin yüksek faiz riskini kaldırabilmesi mümkün değildi ve olmamıştı.

**Tablo 1: Türkiye’de Bankaların Açık Pozisyonu (Milyar ABD Doları)**

Aylar	Tutar
1998	-8,4
1999	-13,3
2000-I	-15,7
2000-II	-18,1
2000-III	-20
2001-I	-12,1

Kaynak: TBB

Bankaların istikrara kavuşturulması ve döviz çapasının korunması birbirleriyle çatışan amaçlardır. Sabit döviz kuru sisteminin çökmesinin temel nedenlerinden biri bankacılık sisteminin zayıf olması ve yeterince denetlenmemesidir. Türkiye de bankaların yeterince denetlenmemesi de bankaları meydana gelecek olumsuz şoklara açık bir duruma getirmişti. 2000 yılında sıkı mali politikalar uygulanmasına rağmen gittikçe kötüleşen bankacılık sektörüne verilen üstü kapalı yardım garantileri ve muhtemel açıklar sabit döviz kurunun sürdürülebilirliği konusunda endişelerin ciddi şekilde artmasına neden olmuştu (Serdengeçti, 2002).

2000 yılı Ağustos ayı sonlarından itibaren iç ve dış piyasalarda sermaye hareketlerini ve faiz oranlarını olumsuz etkileyen cari işlemler açığında artışın sürmesi, yılın ikinci yarısında özelleştirme ve yapısal reformların zamanında yapılmaması tedirginlik yaratmıştı. Artan faiz oranları portföylerinde yoğun şekilde Devlet İç Borçlanma Senedi bulunduran bazı bankaları olumsuz etkileyerek Kasım ayının ikinci yarısında mali piyasalarda güvensizliğin artmasına neden olmuştu (Serdengeçti, 2001). Mali piyasalardaki dalgalanma IMF'le yapılan anlaşma ve bir takım önlemler sonucunda kısmen giderilmişti. Ayrıca döviz rezervlerinde artış sağlanmış ve faiz oranları kriz dönemine göre gerilemiş olsa bile faiz oranları kriz öncesi dönemle karşılaştırıldığında yüksek düzeyde kalmıştı. Bu faiz düzeyi, portföyünde yoğun olarak Devlet İç Borçlanma Senetleri bulunduran TMSF kapsamındaki bankaların mali yapılarının daha da bozulmasına neden olmasının yanı sıra özellikle aşırı gecelik borçlanma ihtiyacında olan kamu bankalarını da olumsuz etkilemişti (TCMB,t.y:10).

Banka bilançolarında bozulma yaşanmasının ekonomiyi etkilemesinin olumsuz nedenlerinden biri döviz krizine neden olmasıdır. Faiz oranlarındaki herhangi bir yükseliş kuru müdafaa etmek adına bankacılık sistemine daha da zarar vermektedir. Bu nedenle merkez bankasının spekülative atağı önlemesi zorlaşmaktadır. Bu negatif etkinin nedeni vade uyumsuzluğudur. Yatırımcıların bankacılık sisteminin kırılma riskini fark etmeleri merkez bankasının spekülative atağı başarıyla savunma ihtimalini azaltmakta ve hatta spekülative atağı artırıcı bir etki yaratmaktadır (Mishkin, 1998: 91-92).

Sabit kur sisteminde, likidite ihtiyacı olan bankalara merkez bankası son ödeme mercii görevini yerine getiremez<sup>3</sup>. Burada bankacılık sistemine verilen her likiditenin döviz alımına yönelmesi riski mevcuttur. Böylece hem likidite ihtiyacı giderilmemiş hem de rezervler erimiş olur. Dolayısıyla merkez bankası burada bir ikileme karşı karşıya kalmış olur (Erçel, 2003) (Kansu, 2006). Sermaye hareketlerinin serbest olduğu ülkelerde yarı sabit kur sistemlerinde kriz yaşanma eğilimi olduğu için uzun vadeli uygulanamıyor. Bu temelde imkansız üçlülerden<sup>4</sup> (impossible trinity) kaynaklanmaktadır (Fischer, 2001).

Sabit kur sisteminde, sermaye hareketleri serbestken para politikası bağımsız olarak kullanılamayacağı için merkez bankasının likidite sağlaması sabit kur sisteminin

---

<sup>3</sup> Uluslararası iktisat ders kitaplarının temel konularından biri olan Mundell-Fleming modelinde sermaye hareketlerinin serbest olduğu bir ortamda sabit kur sistemini uygulandığında bağımsız para politikasının kullanılamayacağını vurgulamaktadır. Dolayısıyla sermaye hareketleri serbestken bağımsız para politikası kullanılmak isteniyorsa kur sistemi esnek olmalıdır. Özetle para politikasının nasıl kullanılacağı kur sistemi tercihinin yarattığı bir sonuçtur.

<sup>4</sup> İmkansız üçlünün temeli 3.dipnotta belirtilen açıklamalara dayanmaktadır. Sermaye hareketlerinin serbest olduğu bir ortamda sabit kur sistemi tercih edilirse bağımsız para politikası uygulanamaz. Sermaye hareketleri serbestken esnek kur sistemi tercih edilirse para politikası bağımsız olarak kullanılabilir. Sabit kur sistemi ve bağımsız para politikası tercih edilirse sermaye kontrol altına alınmalıdır.

sürdürülmesini riske atmaktadır Krugman (2000), Celasun (2002), OECD (2001), Yenal (2002) , Ekinci (2002). Başka bir deyişle döviz kuruna dayalı istikrar programlarının vazgeçilmez özelliği merkez bankasının kredilerini dondurmamak zorunda kalmasıdır (Serdengeçti, 2002).

TCMB'nin piyasaya likidite vermeyi sürdürmemesinin Kasım ayında krizin boyutunu arttırdığını savunan görüşler de mevcuttur (Eğilmez, t.y). Ancak geçmiş yıllarda diğer ülkelerde yaşanan bu tür krizler bu görüşün geçerliliğini ortadan kaldırmaktadır. Örneğin 1995 yılının başlarında Meksika Peso'suna yönelik gerçekleştirilen spekülasyon atakta merkez bankasının para basarak son ödeme mercii görevini yerine getirmemesinin sabit kur sistemiyle tutarsız olması önemli rol oynamıştır. 1980'li yılların başlarında Şili ve Arjantin'de bankacılık krizini engellemek için para basıldığında aynı sorunla karşılaşmıştı. Sabit kur sisteminde merkez bankası bankacılık sisteminde yaşanan paniğe müdahale etmezse, bankanın kapanmasına neden olacak ve ekonomik aktivite sektöre uğrayacaktır. Eğer merkez bankası para basarak müdahale ederse spekülasyon atak riski ve kredibilite kaybetme riskiyle karşı karşıya kalacaktır. Bu farklı müdahale şeklinde, bankacılık krizine yönelik optimal olarak karşılık vermenin yaratacağı alternatif maliyetin dikkate alınması gerekmektedir ki bu da ekonomik ve politik faktörlere bağlı olmaktadır (Miller, 2000:451-452). Türkiye'de 2000 Kasım krizinde, IMF kurun bir bant içinde dalgalanmasını önerse de kredibilite kaybı endişesiyle hem ekonomi bürokrasisi hem politikacılar bu öneriyi karşı çıkmıştır (Uygur, 2001:23-24).

Kasım ayında bankacılık sisteminde yaşanan krize TCMB'nin likiditeyle karşılık vermemesi faizlerin yükselmesine neden olmuştu. Faizlerin yükselmesi devalüasyon beklentisine neden olduğundan sermaye kaçıışı başlamıştı. Sabit kur sisteminde son ödeme mercii görevini yerine getiremeyen TCMB başlangıçta likidite vermese de 22 Kasım'da açık piyasa işlemleriyle piyasaya 1,688 trilyon Türk lirası fon sağladı. Fakat gerek bankaların gerekse yabancı aktörlerin döviz taleplerindeki süreklilik TCMB'yi 30 Kasım'da piyasayı verdiği likiditeyi durdurmak zorunda bıraktı. 6 Aralık'ta IMF 7,5 milyar doları Ek Rezerv Kolaylığı olmak üzere toplam 10,4 milyar dolarlık kredi sağladı. Ancak bu önlemler de krizin yaşanmasını engelleyemedi. 19 Şubat 2001 tarihinde Hazine'nin yüklü iç borç itfası öncesindeki siyasi gerginlik durumu daha da kötüleştirdi. 22 Şubat 2001 tarihinde krizin bankacılık sisteminin işleyişini engelleyecek düzeylere ulaşmasının ekonomiye getireceği ek maliyetler dikkate alındı ve sabit kur sistemi terk edilerek esnek kur sistemine geçildi (TCMB,2001).

Tablo 2'den de görüldüğü üzere TCMB'nin sıkı para politikası (bkz.italik ve koyu rakamlar) faizin Kore örneği ile kıyaslanamayacak kadar yüksek bir düzeye % 2000'lere kadar yükselmesine sebep oldu. Faizi düzeyi kriz öncesine göre kıyaslandığında, bu dönemde ortalama %40'larda olan gecelik faizler yaklaşık 20 kat artmıştı. Şubat spekülasyon atakını engellemek için faizler % 6000 kadar arttırılmış, ama bu kadar yüksek faiz önünde durulamadığından kur savunma stratejisi terk edilmişti.

Kasım 2000 ile Şubat 2001'in sonuna kadar Türkiye ekonomisi için  $\theta > \frac{1 + \sigma\psi\eta}{\phi\sigma + \sigma\psi\eta}$  koşulunun geçerli olduğunu faizlerin %2000-6200 gibi muazzam değerlere

ulaşmasından anlıyoruz. Bu koşullarda sıkı para politikası uygulamak faizleri anormal ölçüde yükselmişti. TCMB'yi 30 Kasım'da piyasayı verdiği likiditeyi durdurduğunda para arzı ve talebine göre tanımlanan  $\Delta m_0 = -\frac{\eta\Delta i_0}{1 + 2\sigma\theta\phi - \frac{(1 + \psi\sigma\eta)\phi}{\phi + \psi\eta}}$  denkleminde

göre kuru korumak için gerekli olan faiz düzeyi %2000-6200 arasında oluşacaktı ki bu faiz düzeyi geri dönülemez zararların oluşmasına veya anormal ölçülerde artmasına neden olmuştur. Tabii ki bu noktada  $\theta > \frac{1 + \sigma\psi\eta}{\phi\sigma + \sigma\psi\eta}$  koşulu Türkiye için test

yapılmadan geçerliliği kabul edilebilir. Şöyle ki 1997 Asya'daki krizde Kore kuru savunmak için faizleri en çok %1000'lere kadar artırırken, bu ortamda  $\theta=1.5$  iken Kasım 2000 ile Şubat 2001 arasında ON faizlerin %2000 ile %6200 değerlerini aldığı Türkiye'de rahatlıkla  $\theta > 1.5$  olduğu hatta  $\theta$  katsayısının 1.5'tan oldukça büyük bir değer olduğu iddia edilebilir.

**Tablo 2: Türkiye'de Ekim 2000- Şubat 2001 ON Faizlerdeki Gelişim**

Tarih	ON	Tarih	ON	Tarih	ON	Tarih	ON
25/10/2000	45	27/12/2000	..	27/11/2000	<b>87</b>	29/1/2001	34
26/10/2000	46	28/12/2000	..	28/11/2000	<b>203</b>	30/1/2001	45
27/10/2000	45	29/12/2000	..	29/11/2000	<b>198</b>	31/1/2001	48
30/10/2000	80	1/1/2001	..	30/11/2000	<b>400</b>	1/2/2001	45
31/10/2000	82	2/1/2001	90	1/12/2000	<b>999</b>	2/2/2001	48
1/11/2000	49	3/1/2001	90	4/12/2000	<b>1950</b>	5/2/2001	45
2/11/2000	60	4/1/2001	62	5/12/2000	<b>600</b>	6/2/2001	46
3/11/2000	65	5/1/2001	75	6/12/2000	290	7/2/2001	51
6/11/2000	33.5	8/1/2001	57	7/12/2000	170	8/2/2001	53
7/11/2000	41	9/1/2001	50	8/12/2000	130	9/2/2001	55
8/11/2000	46	10/1/2001	45	11/12/2000	160	12/2/2001	53
9/11/2000	36.5	11/1/2001	45	12/12/2000	128	13/2/2001	51.75
10/11/2000	33	12/1/2001	43	13/12/2000	200	14/2/2001	45
13/11/2000	65	15/1/2001	43	14/12/2000	120	15/2/2001	45
14/11/2000	69	16/1/2001	40	15/12/2000	80	16/2/2001	45
15/11/2000	89	17/1/2001	45	18/12/2000	70	19/2/2001	50
16/11/2000	80	18/1/2001	37	19/12/2000	80	20/2/2001	<b>2300</b>
17/11/2000	42	19/1/2001	40	20/12/2000	84	21/2/2001	<b>6200</b>
20/11/2000	70	22/1/2001	35	21/12/2000	180	22/2/2001	<b>3000</b>
21/11/2000	86	23/1/2001	36	22/12/2000	125	23/2/2001	800
22/11/2000	<b>210</b>	24/1/2001	36	25/12/2000	200	26/2/2001	120
23/11/2000	<b>140</b>	25/1/2001	34	26/12/2000	140	27/2/2001	105
24/11/2000	<b>132</b>	26/1/2001	34	-	-	-	-

Kaynak:TCMB

Kasım 2000, Şubat 2001 döneminde, sıkı para politikasına dayanan geleneksel görüşü Türkiye için kabul etmek mümkün değildir. Kasım 2000'de TCMB çok yüksek faiz politikası ile ilk başta kuru korusa bile Şubat 2001'de yüksek faizle (sıkı para politikası) kurun değer kaybının birbiriyle doğru orantılı olduğunu öne süren revizyonist görüş haklı çıkmıştır<sup>5</sup>. Kısa dönemde izlenen bu faiz politikasının geri dönülemez uzun dönem zararları ise Türkiye ekonomisinin gelecek kuşaklarına miras kalmıştır. Kasım 2000 krizinden sonraki yüksek faiz finansal kırılganlıklar dikkate alındığında çok yıkıcı, geri dönülemeyecek zararlarında oluşmasına neden olmuştur. Yüksek faizlerin açık pozisyonda olan bankaların bilançolarını bozacağı da bir gerçektir. Kasım ve Şubat krizlerinde gecelik faizlerin % 2000 ile % 6200'lere yükselmesinin kamu ve TMSF bankalarına nasıl zarar vereceği basit bir örnekle anlatılabilir. Yıllık basit faiz % 3.650 olsun. Eğer bu faizden borçlu olan birisi için bu günlük % 10 faiz zararı, alacaklı olan birisi için de günlük % 10 faiz karı demektir. Faizin %6200 çıktığında ise faiz zararları günde % 20 artmaktaki bu maliyet herhangi bir ekonomik kurumun kaldırabileceği yük değildir. Kamu bankalarının ve TMSF'deki bankaların görev zararları Kasım ve Şubat krizinden sonra 44 milyar dolara yükselmiştir. Kamunun borç / GSMH oranı % 58,4'den % 74'e çıkmıştır. Üç aylık bir süre için artış % 26,4'tür. Bu artışın %95'ü banka zararlarından kaynaklanmıştır. Bu zararlar TCMB izlediği faiz politikasının ürünüdür. Faizin bu kadar yükselmesine izin vermek yerine sabit kurun Kasım ayındaki krizle birlikte terk edilmesi gerektiğini söylemek yanlış olmayacaktır.

#### **4. 2006 Mayıs Kur Türbülansı**

22 Şubat 2001 tarihinde krizle terk edilen sabit kur sisteminin mevcut ekonomik şartlar altında ve güven kaybının olduğu ortamda yeniden sabitlenmesi beklenemezdi. Devalüasyon kararı alan hükümet kriz sonrası esnek kur sistemine geçme kararı aldı. 2002-2005 tarihleri arasında uygulanan örtük enflasyon hedeflemesiyle 2006 yılında uygulanacak açık enflasyon hedeflemesinin şartları yapısal reformlarla beraber oluşturuldu.

2006 Mayıs ayı itibarıyla dış konjonktürün bozulması, ABD ve Japon Merkez bankalarının faiz artırmaları veya arttırma beklentileri, uluslararası finans piyasalarında Türkiye'nin çekiciliğini azaltmıştır. Bunun yanında hammadde fiyatlarındaki artış TCMB'nin enflasyonla mücadelesini önemli ölçüde zorlaştırmıştır. Türkiye ekonomisi ile ilgili beklentilerin 2006 Mayıs ayında olumsuzlaşması ile yaşanan kaynak çıkışı YTL'nin ciddi ölçüde (% 30) değer kaybetmesine neden olmuştur. Söz konusu değer kaybı yabancı girdi kullanımının yüksek olduğu bir ekonomide enflasyon ve beklentilerinin de artmasına sebep olmuştur. Enflasyon beklentileri yıl sonu hedefi olan % 5'in çok üzerine çıkarak % 10'lara ulaşmıştır (TCMB,2006).

Artan enflasyon ve bozulan enflasyon beklentileri sonucunda TCMB %13'lere kadar düşmüş olan O/N faizleri % 26 kadar yükselterek, reel faizleri arttırmıştır. TCMB

---

<sup>5</sup> 1994 yılında Türkiye'de yaşanan krizin revizyonist ve geleneksel görüş açısından değerlendirildiği çalışma için bkz. (Gümüşt.y)

sadece faizleri yükseltmekle kalmamış yanı sıra döviz satmış ve piyasadan depo ihaleleri ile YTL çekmiştir. Bütün bu çabaların sonucu YTL'yi değerlendirmiştir. 2001 yılında çıkarılan yasayla bağımsız olan TCMB'nin kredibilite kazanması ve sermaye hareketleri serbestken, esnek kur sisteminin uygulanması para politikasını bağımsız uygulama imkanını yaratmıştır

TCMB'nin aldığı önlemler ve 2006 Ağustos ayı itibariyle dış finans piyasalarındaki beklentiler tekrar olumluya dönmüş, ABD'nin faizleri arttırmaması dış finans konjonktürün Türkiye için tekrar olumluya dönmesiyle beraber, yabancı kaynağın yönünün tekrar Türkiye'ye çevrilmesine neden olmuştur. Kurda da istikrar sağlanması geleneksel görüşün ekonomik dengelerin oturduğu bir ekonomide geçerli olduğunu kanıtlamıştır. 2006'nın Mayıs ayında Türkiye ekonomisi Şubat 2001 krizine göre daha farklı bir makro ekonomik ortama sahip idi. Bankacılık sektöründeki bilançosu bozuk bankalar temizlenmiş, kamu tasarrufu önemli ölçüde artmıştı. Kur sisteminin sabit değil esnek bir sisteme sahip olması Türkiye'de kırılganlıkları azaltan özellikler arasında sayılabilir. Kısacası 2006 yılının Mayıs ayında Türkiye ekonomisinin durumu revizyonist görüşten ziyade geleneksel görüşün kabul ettiği bir ekonomik ortama sahipti

Bu durumda da  $\theta < \frac{1 + \sigma\psi\eta}{\phi\sigma + \sigma\psi\eta}$  koşulu Türkiye için geçerli olduğu ve klasik para politikasının etkin olduğu söylenebilir.

## 5.Sonuç

Ekonomideki koşullar  $\theta > \frac{1 + \sigma\psi\eta}{\phi\sigma + \sigma\psi\eta}$  eşitsizliğine uyuyorsa doğru politika sıkı para

politikası izlememektir. Bu saptama gerek güçlü gerekse zayıf ekonomiler içinde geçerlidir. Faizler yükselince hem büyümede gerileme hem beklentilerde kötüleşme meydana gelmektedir. Ekonominin yüksek faize dayanamayacağını gören yatırımcılar fon girişlerini azaltmakta ve risk primlerini de yükselmektedir ki bu kısır döngü kriz ve kurların yükselmesi ile son bulmaktadır. Dolayısıyla revizyonist görüşün belirttiği koşullar oluştuğunda faizleri yükselterek döviz krizini önlemek mümkün değildir. Türkiye'de Kasım 2000 tarihinden sonra yükselen faizler, krizi engellemenin ve sabit kuru sürdürme çabasının finansal kırılganlığın olduğu bir ortamda geçerli olmayacağını kanıtlamıştır. 1997 Doğu Asya ve 2001 Türkiye krizleri revizyonist görüşü desteklemektedir. Doğu Asya'da olduğu gibi Türkiye'de de kurlar faiz ile savunulmuş, mevcut olan zararların katlanmasına neden olmuştur.

Faiz ile kur arasında ters yönlü bir ilişkinin kurulabilmesi için  $\theta < \frac{1 + \sigma\psi\eta}{\phi\sigma + \sigma\psi\eta}$

koşulunun sağlanması gerekir ki bu koşul ekonomik yapının normal, temel dengelerin bozuk olmadığı bir ekonomik durumu ifade eder. Nitekim Mayıs 2006 yılında TCMB'nin sıkı para politikası TL'nin değer kazanmasına sağlaması geleneksel görüşü desteklemektedir. Vurgulanması gereken önemli bir nokta sermaye hareketleri serbestken esnek kur sistemi uygulanmasının –sabit kur sisteminde geçerli olmayan- para politikasını bağımsız kullanma imkanını sağlaması ve böylece politika üçlemi

yaşanmadığı için 2001 krizinde olduğu gibi beklentilerin olumsuz etkilenmemesidir. Bu makalede ulaşılan temel sonuç; gerek geleneksel gerek revizyonist görüşlerin ancak şartlara bağlı olarak geçerli olduklarıdır. Yaşanan deneyimler şunu göstermiştir ki makroekonomik yapının bozuk olduğu ortamda faiz düzeyini yükselterek kurda yaşanan dalgalanmaları ya da döviz krizini önlemek mümkün olmamaktadır. Makroekonomik yapı bozuk değilse faizi yükseltmek işe yarayabilir. İster esnek ister sabit kur sistemi olsun yüksek faiz makroekonomik yapının bozuk olmasından kaynaklanmaktadır.

### **Kaynakça**

- Agenor, Pierre-Richard (2003), "Orderly Exits from Adjustable Pegs and Exchange Rate Bands, Policy Issues and the Role of Capital Flows", <http://www1.worldbank.org/wbiep/macro-program/agenor/pdfs/Ag-OrderlyExits04.pdf>, pp.1-49.
- Akyüz, Yılmaz, Korkut Boratav (2001), "The Making of the Turkish Financial Crises", <http://www.econturk.org/Turkisheconomy/boratav.pdf>, pp.1-30.
- Alper, Cem (2001), "The Turkish Liquidity Crisis Of 2000: What Went Wrong?", *Russian and East European Finance and trade*, 37(6), pp.51-71.
- Boratav, Korkut (2001), "2000-2001 Krizinde Sermaye Hareketleri", *İktisat, İşletme ve Finans*, No:186, pp.7-18.
- Boratav, Korkut (2004), *Türkiye İktisat Tarihi 1908-2002*, 8.Baskı, İmge Kitabevi, İstanbul
- Bordo, Michael D., Christopher M. Meissner (2006), "The Role of Foreign Currency Debt in Financial Crises: 1880-1913 versus 1972-1997", *Journal of Banking & Finance* 30, pp.3299-3329.
- Brailsford, Tim, Jack H. W. Penm, Chin Diew Lai (2006), "Effectiveness of High Interest Rate Policy on Exchange Rates: A Reexamination of the Financial Crises", *Journal of Applied Mathematics and Decision Sciences*, Volume 2006, Article ID 35752, pp.1-9.
- Caporale, Guglielmo, M., Andrea Cipollini, Panicos Demetradies (2002), "Monetary Policy and the Exchange Rate During the Asian Crises: Identification Through Heteroscedasticity", <http://www.le.ac.uk/economics/research/RePEc/lec/leecon/econ00-11.pdf>, pp.1-20.
- Celasun, Merih. (2002), "2001 Krizi, Öncesi ve Sonrası: Makroekonomik ve Mali Bir Değerlendirme", *Uluslararası Ekonomi Kongresi*, ekonomik Araştırma merkezi, ODTÜ, Ankara, 11-14, 9, ss.1-47.
- Chang, Roberto, Andres Velasco (1997), "Financial Fragility and The Exchange Rate Regime", *Federal Reserve Bank of Atlanta Working Paper*, No:16, November, pp.1-57.
- Chang, Roberto (1999), "Understanding Recent Crises in Emerging Markets", <http://www.frbatlanta.org/frbatlanta/filelegacydocs/ACF91.pdf>, pp.1-11.
- Dekle, Robert, Cheng Hsiao, Syan Wang (2001), "Do High Interest Rates Appreciate Exchange Rates, During Crises? The Korea Evidence", *Oxford Bulletin Economic and Statistics*, 63/3, pp.275-403.

Dekle, Robert, Cheng Hsiao, Syan Wang (2002), "High Interest rate and Exchange Rate Stabilization in Korea, Malaysia and Thailand: An Emperical Investigation of the Traditional and Revisionist Views", *Review of International Economics*, 10(1),pp.64-78.

Dornbusch, Rudiger (1994), *Exchange Rate Theory*, MIT Press, London.

Duttagupta, Rupa, Cem Karacadağ, Gilda Fernandez (2005) "Moving to Flexible Exchange Rate How When and How Fast?", <http://www.imf.org/external/pubs/ft/issues/issues38/ei38.pdf>, pp.1-19.

Eğilmez, Mahfi ( t.y), "Kasım 2001 Krizi Üzerine 1" , [http://www.mahfiegilmez.nom.tr/kose\\_1.htm](http://www.mahfiegilmez.nom.tr/kose_1.htm)

Eğilmez, Mahfi, Ercan Kumcu (2001), *Krizleri Nasıl Çıkardık?*, Creative Yayıncılık , 1.Baskı, Haziran, İstanbul,

Ekinci, Nazım (2002), "Anatomy of The Recent Crisis In Turkey", <http://www.sesrtcic.org/files/article/145.pdf>, pp.1-20.

Ekinci, Nazım, Korkut Ertürk (2004), "Turkish Currency Crises of 2000-1, Revisited", CEPA Working Paper 2004-01, January 13, pp.1-24.

Erçel, Gazi (2003), *Bıçak Sirtında*, Dünya Yayıncılık, İstanbul.

Feldstein, Martin S. (1998), "The Refocusing IMF", [http://bss.sfsu.edu/jmoss/resources/635\\_pdf/No\\_26\\_Feldstein.pdf](http://bss.sfsu.edu/jmoss/resources/635_pdf/No_26_Feldstein.pdf), pp.1-8.

Feldstein, Martin S. (1999), "A Self-Help Guidefor Emerging Markets", [http://web.nps.navy.mil/~relooney/3040\\_324.pdf](http://web.nps.navy.mil/~relooney/3040_324.pdf), pp.1-10.

Fischer,Stanley (2001),"Exchange Rate Regimes: Is the Bipolar View Correct?", <http://www.imf.org/external/np/speeches/2001/010601a.htm>

Furman, Jason, J.E. Stiglitz (1998)"Economic Crises: Evidence and Insights from East Asia," *Brookings Papers on Economic Activity*, 2, pp.1-135.

Goldfajn, Ilan, Poonan Gupta (1999), "Does Monetary Policy Stabilize the Exchange Rate Following a Currency Crises?" IMF Working Paper No:42, pp.1-32.

Goldfajn, Ilan, Taimur Baig (1998), "Monetary Policy in the Aftermath of Currency Crises: the Case of Asia" IMF Working Paper No:170, pp.1-31.

Gümüş, İnci (t.y), "Effects of The Interest Rate Defense on Exchange Rates During the 1994 Crisis in Turkey", <http://www.tcmb.gov.tr>, pp.1-17.

Ghoshal, Animesh (2006), "Anatomy of Currency Crisis: Turkey 2000-2001, *International Journal of Emerging Markets*, Volume:1, Issue:2, pp.1-14.

Kansu Aydan, (2006), *Döviz Kuru Sistemleri ve Döviz Krizleri: Türkiye 1994 ve 2001 Krizleri*, 2.basım, Güncel Yayıncılık, İstanbul.

Kindleberger, Charles P. (2004), *Cinnet, Panik ve Çöküş, Mali Krizler Tarihi*, Çev. Neşenur Domaniç, 1.basım, Scala Yayıncılık, İstanbul.

Krugman,Paul(2000)"Crises: The Price of Globalization" <http://www.kc.frb.org/PUBLICAT/SYMPOS/2000/500krug.pdf>, pp.1-32.



- Mishkin, Frederic S. (1998), "The Dangers of Exchange Rate Pegging in Emerging Market Countries", *International Finance* 1:1, pp.81-101.
- Mishkin, Frederic S. (1999), "Global Financial Instability: Framework, Events, Issues", *Journal of Economic Perspectives*, Vol.13, No: 4, pp.3-20.
- Palma, Gabriel (2004). "A Brazilian-Style 'Ponzi': How to Create a Financial Crisis by Trying to Avoid One", *What Global Economic Crisis* Edited by Philip Arestis, Michelle Baddeley and John McCombie, Published by Palgrave Macmillan, New York.
- Pesenti, Paolo, Cedric Tille (2000), "The Economics of Currency Crises and Contagion: An Introduction", <http://www.newyorkfed.org/research/epr/00v06n3/0009pese.pdf>, pp.1-14.
- Radelet, Steven, Jeffrey Sachs (1998), "The Onset of the East Asian Financial Crisis", NBER Working Paper: 6680, pp.1-28.
- Obstfeld, Maurice (1995), "International Currency Experience: New Lessons And Lessons Relearned" *Brooking Papers On Economic Activity*, I, pp.119-185.
- Obstfeld, Maurice, Kenneth Rogoff, (1996), *Foundations of International Macroeconomics*, MIT Press, London.
- OECD (2001), *Economic Survey of Turkey*.
- Ohno, Kenichi, Kazuko Shirono, Elif Şişli (1999), "Can High Interest Rate Stop Regional Currency Falls? The Asian Experience in 1997-1998", <http://pages.stern.nyu.edu/~esisli/1999.12.rp06.regional.currency.drop%5B1%5D.pdf>, pp.1-22.
- Öniş, Ziya, Barry Rubin (2003), *The Turkish Economy in Crisis*, Publisher Portland, London.
- Özatat, Fatih, Güven Sak (2002) "The 2000-2001 Financial Crises in Turkey" [http://www.econ.brown.edu/fac/Herschel\\_Grossman/courses/122readings/Ozatat&Sak.pdf](http://www.econ.brown.edu/fac/Herschel_Grossman/courses/122readings/Ozatat&Sak.pdf), pp.1-59.
- Özatat, Fatih, Güven Sak (2003) "*Banking Sector Fragility and Turkey's 2000-01 Financial Crisis*" <http://www.tcmb.gov.tr/research/discus/dpaper68.pdf>, pp.1-40.
- Özkan, Gülçin (2005), "Currency and Financial Crises in Turkey 2000-2001: Bad Fundamentals or Bad Luck?", *The World Economy*, Volume 28, Issue 4, pp.541-572.
- Serdengeçti, Süreyya (2001), "69.Hissedarlar genel Kurul Olağan Toplantısı Açış Konuşması", <http://www.tcmb.gov.tr>
- Serdengeçti, Süreyya (2002), "Şubat 2001 Krizi Üzerine Düşünceler: Merkez Bankası Bakış Açısından Çıkarılacak Dersler" [http://www.tcmb.gov.tr/yeni/evds/konusma/tur/2002/METU\\_Eyl1111.htf](http://www.tcmb.gov.tr/yeni/evds/konusma/tur/2002/METU_Eyl1111.htf)
- Stiglitz, E. Joseph (2001), "Failure of the fund: Rethinking the IMF response", *Harvard International Review*; Summer, 23/2.
- Stiglitz, E. Joseph (2002), *Küreselleşme Büyük Hayal Kırıklığı*, Çev. Arzu Taşcıoğlu&Deniz Vural, 1.baskı, Plan B. San. Ve Tic. Ltd Şti, İstanbul.
- Tanner, Evan (1999), "Exchange Market Pressure and Monetary Policy; Asia and Latin America in the 1990s", IMF Working Paper No:114, pp.1-42.

- TCMB, *Para Politikası Raporları* (1999,2000,2001,2002,2003,2004,2005)  
TCMB (2001), Yıllık Rapor.  
TCMB (2006), *Enflasyon Raporu III*, <http://www.tcmb.gov.tr>  
TCMB (t.y), “Türkiye’nin Güçlü Ekonomiye Geçiş Programı”, [http://www.tcmb.gov.tr/yeni/duyuru/eko\\_program/program.pdf](http://www.tcmb.gov.tr/yeni/duyuru/eko_program/program.pdf), ss.1-30  
Yeldan, Erinç (2002), “İstikrar, Kim İçin? Kriz İdaresi Üzerine Değerlendirmeler”, <http://www.bilkent.edu.tr/~yeldane/Birikim2002Kasim.pdf>, pp.1-19.  
YENAL, Oktay (2002), *Görünen Köyün Kılavuzu*, İktisat/İşletme ve Finans yayınları No.6, Ankara.  
UNCTAD (1998), “Financial Instability and The East Asian Crises”, Trade and Development Report, <http://www.unctad.org/en/decs/tdr01ch5.en.pdf>  
Uygur,Ercan. (2001), “Krizden Krize Türkiye: 2000 Kasım ve 2001 Şubat Krizleri”, <http://www.tek.org.tr/dosyalar/KRİZ-2000-20013.pdf>, pp.1-40.  
Üçer, Murat, Caroline Van Rijckeghem (2006), *Chronicle of the Turkish Financial Crises of 2000-2001*, Boğaziçi Üniversitesi Yayınevi, İstanbul.  
WEO (1998), “Financial Turbulence and the World Economy”, <http://www.imf.org/external/pubs/ft/weo/weo1098/pdf/1098ch2.pdf>, pp.1-63.