



ERC Working Papers in Economics 16/13
November/ 2016

Finansal Küreselleşme Sürecinde Türkiye’de Para Politikalarının Evrimi, 1980-2014

Hasan Cömert
Department of Economics,
Middle East Technical University, Ankara, Turkey
E-mail: hcomert@metu.edu.tr
Phone: + (90) 312 210 3044

Oktar Türel
Department of Economics,
Middle East Technical University, Ankara, Turkey
E-mail: oturel@metu.edu.tr

FİNANSAL KÜRESELLEŞME SÜRECİNDE TÜRKİYE'DE PARA POLİTİKALARININ EVRİMİ, 1980-2014

Hasan Cömert & Oktar Türel*

Öz

Dünya ekonomisinin son üç onyılda hızlı finansallaşması bağlamında, Türkiye’de para politikalarının geçirdiği evrimi konu alan bu yazı, kısa ve tanıtıcı Prolog da dâhil olmak üzere, dört bölümden oluşmaktadır. İkinci Bölüm’de 1980-2001 döneminde Türkiye’de para politikaları ve merkez bankacılığı (anlatının arka planına uluslararası gelişmeler yerleştirilerek) incelenmektedir. Çalışmanın en geniş ve ayrıntılı kısmını oluşturan Üçüncü Bölüm’de 1999-2001 Krizi ve 2001 tarihli (yeni) Merkez Bankası Kanunu’nun ardından Türkiye’de para politikalarının nasıl tasarlandığı ve yürütüldüğü ele alınmakta, bu politikaların eriştiği başarı düzeyleri tartışılmaktadır. Dördüncü (ve son) Bölüm, yazıyı sonuçlandırıcı gözlem ve değerlendirmelere ayrılmıştır. Makalenin bulguları TCMB’nin başarı veya başarısızlığının önemli ölçüde finansal akımlar ve enerji ve hammadde fiyatları gibi kendi etkisi dışındaki gelişmeler tarafından belirlendiğini göstermektedir. TCMB’nin daha etkin ve toplumsal olarak daha faydalı politikalar izlemesinin ön koşulu, bu kısıtların yapısal olarak aşılmasına bağlıdır.

Anahtar kelimeler: Merkez bankacılığı; Ekonomik ve finansal krizler; Sermaye girişleri; Türkiye ekonomisi

JEL sınıflaması: E52; G01; F31; F32; O530

* Bu yazı, 2-4 Nisan 2015’de ODTÜ Kuzey Kıbrıs Yerleşkesi’nde düzenlenen *Türkiye Ekonomisi ve Kalkınma İktisadi Çalıştayı / Fikret Şenses’e Armağan*’a sunulan bildirinin genişletilmiş versiyonudur. Yazarlar, bu vesile ile, eserlerinden ve örnek alınacak bireysel ve akademik yaşamından çok şey öğrendikleri hocaları ve meslektaşları Prof. Dr. Fikret Şenses’e minnet ve teşekkürlerini sunarlar. Yazarlar ayrıca, metni dikkatle okuyarak yaptığı değerli öneri ve katkıları için Doç. Dr. Ebru Voyvoda’ya teşekkür ederler. Bu yazının bir başka versiyonu Prof. Fikret Şenses onuruna derlenen *Türkiye Ekonomisi: Geçmişten Geleceğe* adlı kitapta yer alacaktır.

I. PROLOG

Dünya ekonomisinin son üç onyılda hızlı finansallaşması bağlamında, Türkiye’de para politikalarının geçirdiği evrimi konu alan bu yazı, kısa ve tanıtıcı Prolog da dâhil olmak üzere, dört bölümden oluşmaktadır. İkinci Bölüm’de 1980-2001 döneminde Türkiye’de para politikaları ve merkez bankacılığı (anlatının arka planına uluslararası gelişmeler yerleştirilerek) incelenmektedir. Çalışmanın en geniş ve ayrıntılı kısmını oluşturan Üçüncü Bölüm’de 1999-2001 Krizi ve 2001 tarihli (yeni) Merkez Bankası Kanunu’nun ardından Türkiye’de para politikalarının nasıl tasarlandığı ve yürütüldüğü ele alınmakta, bu politikaların eriştiği başarı düzeyleri tartışılmaktadır. Dördüncü (ve son) Bölüm, yazıyı sonuçlandırıcı gözlem ve değerlendirmelere ayrılmıştır.

Tarihsel bir perspektiften bakıldığında, çağdaş para politikalarının ana sorunsalı, (1873-1914 döneminin Altın Standardı’nda somutlaşan) meta-para temelinin ortadan kalktığı bir uluslararası ekonomide, tekil ülkelerdeki “parasal kısıt”ın ülke merkez bankalarınca nasıl tesis edileceği ve korunacağıdır¹. Bu ana sorunsalın bütün ağırlığı ile ortaya çıkışı ve Türkiye’de merkez bankacılığının doğuşu, az çok eşzamanlıdır²; dolayısıyla İkinci Bölüm’deki anlatıya 1920’li ve 1930’lu yılların parasal krizleri ile başlamak, Bretton Woods sisteminin oluşumu ve Keynes’çi Altın Çağ (1950-73)’daki para politikaları ile devam etmek, bu gelişmelerin Türkiye’ye yansımalarını irdelemek uygun olabilirdi. Ancak yazıyı makul uzunluk sınırları içinde tutabilme kaygısı ile İkinci Bölüm’e 1970’li yıllar ve sonrasında para politikalarının uluslararası evrimine kısa atıflarla başlanmış, 1980-2000 dönemi üzerinde önemle durulmuş ve incelenen zaman dilimi Türkiye’de para politikalarının tasarım ve uygulamasında köklü bir dönüşümü kaçınılmazlaştıran 1999-2001 krizi ile sona erdirilmiştir.

1980’li yıllardan sonraki biçimlenmesiyle neoliberal yapılanma ve finansallaşma, uluslararası ekonominin (ve Türkiye’nin) önüne Bretton Woods’un çerçevesine oturtulamayacak bir dizi sorun getirmiş, bunların çözülmesi için yeni kuramsal araçlar ve iktisat politikası açılımlarına başvurulmuştur. Yazımızın Üçüncü Bölüm’ünde bazı yazarların “parasal strateji” olarak adlandırmayı yeğlediği bu iktisat politikası vizyonu Türkiye’nin deneyiminde

¹ Aşağıdaki ilginç alıntı, “parasal kısıt”ın idaresinin çağdaş ekonomilerde niye bu kadar önem taşıdığını anlamamıza yardımcı olacaktır: “Bankacılar dünyanın sahipleridir. Dünyayı onların elinden alın, ancak para yaratma gücünü onların elinde bırakın; bir kalem darbesiyle her şeyi geri almaya yetecek mevduat yaratacaklardır... Bankacıların kölesi olmak ve köleliğin bedelini ödemek istiyorsanız, bırakın para yaratmayı sürdürsünler” (Sir Josiah Stamp (1880-1941), bir süre Bank of England Yönetim Kurulu üyesi ve 1930’lu yıllarda Birleşik Krallık’ın ikinci en zengin kişisi; aktaran: Fine, 2012: 52) Ömrü yetse ve 1980’li yıllar ve sonrasında “gözü kara” finansal yeniliklerine tanık olsaydı, Sir Josiah alıntıladığımız sözlerini kendisine anımsatanlara “Abartmamışım, tam tersine, finansın gücünü azımsamışım!” diyebilirdi.

² Tekeli ve İlkin (1997)’nin anıtsal incelemesi, bu eşzamanlılığı mükemmel bir biçimde sergilemektedir.

ayrıntılıdırılmakta ve değerlendirilmektedir³.

Prolog'u okura küçük bir uyarı notu ile sonlandırıyoruz: Bu yazıda vurgu, finans kesimine ilişkin tüm politikalar kümesi üzerinde değil, dar anlamda para politikaları üzerindedir. Benzer şekilde, para politikalarının etkinliğini önemli ölçüde belirleyen parasal yetkililer / finans kesimi kurumsal ilişkileri üzerinde ayrıntılı olarak durulmayacaktır⁴.

II. TÜRKİYE'DE PARA POLİTİKALARI VE MERKEZ BANKACILIĞI, 1980-2001

II. 1. Dünyada Olup Bitenler

Türkiye'de para politikalarının ve merkez bankacılığının 1980-2001 dönemindeki gelişmesi, uzun ya da kısa gecikme sürelerinin ardından, uluslararası ekonomideki gelişme eğilimlerini izlemiştir. Bu nedenle, önce 1970'li yıllardan yakın geçmişe kadar dünyada nelerin olup bittiğini anımsamakta yarar vardır.

II.1.1. Parasalcı Karşı-Devrim, 1970 - ...

1970'li yıllar ve sonrasında yeni klasik - parasalcı akıma bağlı iktisatçıların para teorisine getirdikleri çeşitli katkılar, giderek günümüzde pek çok ülkedeki parasal yetkililer ve merkez bankaları tarafından genel kabul gören ilkelere dönüştü⁵. Mishkin (2007: 1-5)'den yararlanarak, "parasal bilgeliğin yedi temel direği" olarak adlandırdığımız bu ilkeleri şöyle sıralayabiliriz:

- Uzun dönemde enflasyon ile istihdam (ve çıktı) arasında değiş-tokuş söz konusu olamaz; dolayısıyla uzun dönemde para politikası "yansız"dır ("nötr").
- Para politikasının etkinliği açısından, bekleyişler önem taşır⁶; esnek ücretler ve fiyatlar dünyasında beklentilere uygun para politikası kararları, çıktı üzerinde reel etki yaratmaz.
- Enflasyonun reel ve epey yüksek ekonomik maliyeti vardır; enflasyonun görece fiyatlar ve gelecekteki fiyatlar genel düzeyi üzerinde yarattığı belirsizlik, ekonomik karar birimlerinin uygun kararlar almalarını önler ve ekonomik etkinliği olumsuz

³ "Strateji" yakıştırması, kanımızca bu yeni politika vizyonunun eskisine kıyasla daha kapsamlı ve yetkin olduğunu ima etmekten çok, son otuz yılın kuramsal kazanımları önünde para politikası tasarımının sanıldığından çok daha karmaşık, çetin ve belirsizliklerle yüklü bir uğraş olduğunu ifade etmektedir.

⁴ Bu hususlarla ilgili olarak, *inter alia*, bkz. Cömert (2013: Bölüm 2-3) ve Orhangazi (2008: Kısım II).

⁵ Bu yazına bireysel katkıları ayrıntılı bir biçimde sergileyen bir çalışma için, bkz. Akçay (2009: Bölüm 4).

⁶ Bu önerme, özellikle "rasyonel bekleyişler kuramı"nı geliştiren yazarlar tarafından ileri sürülmüştür.

etkiler⁷.

- Para politikası, “zaman tutarsızlığı” sorunu ile “malûl”dür⁸.
- Para politikası, ekonomik etkinlik ve istikrarın sağlanması amacıyla, siyasetin güdümünden çıkarılmalıdır. Bu öncüden hareketle varılan sonuç, merkez bankalarının bağımsızlığı ile para politikalarında başarı şansının artacağıdır.
- Kurallar / İrâdi Önlemler ikileminde daha çok kurallardan yana tutum izlenmesi ve piyasa güçlerinin otonom işleyişine güven duyulması yerinde olur.
- Başarılı para politikası uygulamasının sağlam nominal çapalara ihtiyacı vardır.

Zaman serileri analizi ve/veya tekil ülke araştırmalarının bu önermelerden bazılarını (örneğin ikinci, üçüncü ve beşincisini) çoğunlukla doğruladığını ileri sürmek güçtür; ancak günümüz merkez bankacılarının (Türkiye’dekiler dâhil!) “parasal bilgelik”in inanç düzlemine taşınmış yedi temel önermesi ile genelde mutabık olduklarını söylemek yanlış olmaz.

II.1.2. Parasal Hedefleme ve Sonrası

Eğer bir ülke merkez bankasının nihai amacı, belirli bir enflasyon oranına, ya da (uzun dönemde reel hasılayı etkileyemeyeceği varsayıldığından) belirli bir nominal hasıla düzeyine erişmek ise ve nihai amaç değişkeni ile “geniş” para arzı (örneğin M2 veya M3) arasında istikrarlı bir ilişki varsa, bu para arzı değişkeni (veya M2, M2Y, M3 gibi bir değişkenler kümesi) ara hedef(ler) olarak seçilebilir⁹; çünkü böylesi ara hedef(ler)in diğer nominal çapalara kıyasla bazı avantajları vardır: (i) hedef(ler)in sayısal değer(ler)i, çok gecikmeden saptanabilir; (ii) ekonomik karar birimlerine açık bir mesaj iletilmiş olur; (iii) merkez bankası, hedef tutturmanın hesabını daha kolay verir (Mishkin, 2007: 4-5).

Bu avantajlar, 1970’li yıllarda belli başlı gelişmiş ülkelerdeki merkez bankalarını parasal hedeflemeye yöneltmiş, örneğin (Batı) Almanya 1974’de, ABD ve Kanada 1975’de, İngiltere

⁷ Vergi sistemi ve enflasyon arasındaki etkileşimin yarattığı çarpıklıklar da ekonomik etkinliğe zarar verecektir (Mishkin, 2007: 4).

⁸ “Zaman tutarsızlığı” ile kastedilen şudur: Başlangıçta cari ve gelecek dönem için optimal görünen iktisat politikası (sözgelimi, düşük enflasyon), uygulama zamanı geldiğinde artık politika yapıcı için optimal olmaktan çıkabilir ve yeni bir politikaya geçilebilir. Ekonomik karar birimleri bu zaman tutarsızlığını fark ederlerse, ilk planın hiç uygulanmayacağı varsayımına göre hareket ederler (Özatay, 2013: 256-7). Bu öyküden parasal - rasyonel bekleyişçi okulların çıkardığı ders, irâdi kararlarla günübirlik yönetilen bir para politikasının uzun dönemde olumsuz sonuçlar vereceğidir (Mishkin, 2007: 9).

⁹ Böyle bir ilişki, miktar teorisi dolayımında kurulacaktır. Öte yandan, ara hedeflerle bir alt kademedeki operasyonel hedefleri ayırt etmek de gerekecektir. Sözgelimi, rezerv para, ya da gecelik faiz oranı gibi değişkenler, merkez bankası tarafından doğrudan ve kısa sürede belirlenebilecek operasyonel hedefler olabilir. Ancak M2 (veya M3), döviz kuru, v.b. değişkenler, merkez bankası tarafından yönlendirilse de, yüksek bir sayısal kesinlikle kontrol edilemeyebilir (bkz. Önder, 2005: 33-45).

1976'da, Japonya 1978-9'da uygulamayı başlatmışlardır. Almanya dışındaki ülkelerde parasal hedefleme kayda değer bir başarıya ulaşamamış, giderek başka nominal çapalardan da yararlanılabileceği görüşüne varılmıştır¹⁰. 1990'lı yıllarda ABD, Almanya ve Japonya, "eklektik" sayılabilecek para politikası rejimlerine yönelmişler; diğer gelişmiş ülkelerde enflasyon hedeflemesine (EH) gitme eğilimleri ortaya çıkmıştır¹¹. Gelişmekte olan ülkeler 1990'lı yılların ortalarına kadar bazen parasal hedeflemeyi, bazen de (çoğunlukla başarısız sonuçlar vermiş olan) döviz kuru temelli istikrarlandırmayı denemişler; daha sonra bu ülkelerin bir kısmı EH'ye yönelmiştir¹².

II.1.3. Adım Adım XXI. Yüzyıla...

1980'li ve özellikle 1990'lı yıllarda finans dünyası, para politikasının tasarım ve uygulamasını derinden etkileyen bir dizi önemli ve birbiriyle ilintili gelişme yaşadı (Cömert, 2013: Bölüm 2):

- (1) Kuralsızlaştırma / serbestleştirme, buna bağlı olarak ödemeler dengesi sermaye hesabının geniş çapta serbestleşmesi; böylelikle tekil ülkelerdeki parasal yetkililerin para, faiz ve kur politikalarındaki manevra alanlarının daralması;
- (2) Finans sektörünün küresel ölçekte bütünleşmesi; sektörde uluslararası ve ulusal rekabetin ve yoğunlaşmanın artması;
- (3) Yeni finansal örgütlenme biçimleri ve araçları yaratan yeniliklerin hız kazanması; özellikle gelişmiş ekonomilerde ödünç / mevduat temelli yapılanmaların köklü bir dönüşüme uğraması ve bu bağlamda mevduat kabul eden kuruluşların (başlıca, bankaların) varlıklarının toplam finansal varlıklar içindeki payının önemli ölçüde gerilemesi;
- (4) Finansal yeniliklerin finans sektöründeki şirketlere kendi bilançoları üzerinde artan manevra imkânları kazandırması ve böylelikle onları parasal yetkililerin kararlarına

¹⁰ Başarısızlıklar, salt nihai amaç değişkeni ile ara hedefler arasındaki ilişkinin istikrarsızlığına bağlanamaz; çünkü bu ilişkinin istikrarsızlığı gelişmiş ve gelişmekte olan pek çok ülkede gözlenmişti. Mishkin'e (2007: 5-6) göre ABD, Kanada ve İngiltere'deki başarısızlıklarda şu hataların da payı vardır: (i) çok sayıda parasal ara hedefle oynamak; (ii) parasal hedef hesabında başlangıç noktasını gerçekleştirmiş sayısal büyüklüklere göre kaydırmak (*base drift*); (iii) hedeflerin ilânındaki düzeni ara sıra bozmak; (iv) her iki yönde hedef aşımalarını daha sonra düzeltici eylemlerde bulunmamak; (v) amaç ve hedeflerden sapmalar için inandırıcı açıklamalar getirememek (krş. II. 2.2).

¹¹ Örneğin Yeni Zelanda 1990'da, Kanada 1991'de, İngiltere 1992'de, İsveç ve Avustralya 1993'de EH'ye geçmişlerdir (IMF, 2006: 5).

¹² 2000 yılı sonu itibarıyla gelişmekte olan / yükselen piyasa ekonomilerinden sadece 7'si (İsrail, Çek Cumhuriyeti, Polonya, Brezilya, Şili, Kolombiya ve Güney Afrika), biçimsel olarak, EH'ye geçmişlerdi (IMF, 2006: 5). Bu sayı, 2000'li yıllar ve sonrasında epey artmıştır (bkz. Bölüm IV).

daha az bağımlı kılması¹³;

- (5) Finansal varlık stokundaki çarpıcı genişleme sonrasında, varlık miktar ve fiyatlarını yönlendirmenin merkez bankaları için öncelikli bir görev haline gelmesi;
- (6) Finansal yapı değişikliğinin parasal aktarım mekanizmasının işlerlik kanallarına yansması; “geleneksel” *faiz haddi* kanalına ek olarak, *banka kredisi*, *bilanço* ve *varlık fiyatları* kanallarının önem ve ağırlık kazanması; böylelikle para politikası araçlarının fiyatlar ve hâsıla üzerindeki nihai etkilerini kestirmenin güçleşmesi.

Bu gelişmelere paralel olarak, merkez bankalarının kullandığı para politikası araçlarında ağırlık / öncelik kaymaları izlendi:

- (1) Merkez bankaları, faiz haddi tavanları ve dolaysız kredi kontrolleri gibi nicel araçları 1980’li yıllarda hızla terk ettiler; dolaylı ve piyasa-temelli politika araçlarını yeğlediler;
- (2) Zorunlu karşılık oranları giderek düşürüldü ve bu politika aracına daha az başvurulur oldu;
- (3) Benzer şekilde, reeskont penceresi de daha az kullanılır hale geldi;
- (4) Açık piyasa işlemleri (API), para idaresinin öncelikli araçlarından biri konumuna yükseldi;
- (5) Gecelik - kısa dönemli ödünçlerdeki faiz haddi uygulaması ve hedeflemesi, çok önemli bir operasyonel nitelik kazandı¹⁴.

Aşağıda sergileyeceğimiz gibi, Türkiye’de merkez bankacılığının 1980 sonrasında izlediği evrim, tümüyle bu yeni öncelikler doğrultusunda gerçekleşti.

II.2. Türkiye’deki Gelişmeler

II.2.1. “Planlı Ekonomi”den Artakalanlar

1960’lı yılların “planlı ekonomi” anlayışı uyarınca para politikasının amacı, fiyat istikrarını gözeterek ekonomik büyümeyi sağlamak üzere, para arzı ve kredi hacmini üretim ve ulusal hâsıla artışı ile uyumlu bir biçimde genişletmekti. II. Dünya Savaşı sonrasında para politikası tasarım ve yürütümünü merkez bankalarında yoğunlaştırma eğilimlerine paralel

¹³ Finans şirketlerinin bilanço kısıtları, iki grupta yer alır: (i) Düzenleyici kurallar ve fonlama esaslarından kaynaklanan ve 1980 sonrasında kuralılaşmalarını ile büyük ölçüde ortadan kalkan *nesnel* kısıtlar; (ii) Şirketlerin ya bizzat kendi rezerv ve kredi tayinleme kararları, ya da diğer finansal kuruluşlar aracılığı ile uymaya zorlandıkları *özel* kısıtlar. 1980 sonrasında sadece nesnel kısıtlarda değil, özel kısıtlarda da gevşeme eğilimleri ortaya çıkmıştır (Cömert, 2013: 57-60).

¹⁴ Sözü geçen öncelik / ağırlık kaymalarının genel ve / veya Türkiye’ye özgü nedenleri üzerindeki açıklamalar için, bkz. Önder (2005: 65-93).

olarak, TCMB'nin daha etkin bir yapıya kavuşturulması çabaları, Ocak 1970 tarih ve 1211 sayılı TCMB Kanunu ile sonuçlandırıldı.

Türel (2001: 73)'e göre, 1211 Sayılı Kanun, Keynes'gil Altın Çağ'ın Türkiye'deki uzantısı "planlı ekonomi" anlayışının TCMB'ye epey gecikmiş bir yansımasıdır. Aşağıda örnekleriyle ele alınacağı gibi, tüm finansal sistemi ve finansal sistemin kilit ögesi olan TCMB'yi plan amaç ve hedeflerine (özellikle büyüme ve sanayileşme hedeflerine) ulaşmanın aracı sayan anlayışın izleri 1211 Sayılı Kanun'da görülmektedir¹⁵.

1211 Sayılı Kanun'un getirdiği en önemli değişiklikler şöyle özetlenebilir:

- (1) "Para ve kredi politikasını kalkınma planları ve yıllık programlara uygun bir tarzda yürütmek" TCMB'nin temel görevleri arasına girmiştir.
- (2) TCMB'nin sermayesi artırılmış, artış tümüyle Hazine payında gerçekleştirilmiş ve Hazine'nin sermaye payının %51'in altına düşmeyeceği hükme bağlanmıştır. Böylece Hazine'nin TCMB üzerindeki hâkimiyeti tescil edilmiştir.
- (3) Mevduat munzam karşılık oranlarını, bunlara ödenecek faizleri ve disponibiliteler oranlarını belirleme yetkisi, Haziran 1958 tarih ve 7129 sayılı Bankalar Kanunu uyarınca oluşturulmuş bulunan Banka Kredilerini Tanzim Komitesi'nden (BKTK) alınarak TCMB'ye verilmiştir. Munzam karşılıkların en çok %20'sinin Bakanlar Kurulu'nca kabul edilecek esaslar dâhilinde Ziraat Bankası eliyle tarımsal finansmanda kullanılabilmesi imkânı tanınmıştır.
- (4) Orta vadeli kredi uygulaması başlatılmış, ancak TCMB'nin bir yatırım bankasına dönüşmesini önlemek üzere, bu kredilere diğer reeskont kredileri ile bağlantılı miktar sınırlamaları getirilmiştir.
- (5) Faiz hadlerinin Yüksek Planlama Kurulu ve Bakanlar Kurulu kararları ile belirlenmesi için öneride bulunma yetkisi, BKTK'den TCMB'ye devredilmiştir.
- (6) Banka plasmanlarının dağılımını nicel ve nitel anlamda yönlendirme yetkisi, BKTK'den TCMB'ye devredilmiştir.
- (7) Sermaye piyasası ile ilgili özel yasal düzenlemeler yapılmaya kadar, özel kesimin tahvil ihraçları ile ilgili şartların TCMB tarafından belirlenmesi öngörülmüştür.
- (8) TCMB'ye APİ yetkisi tanınmıştır¹⁶.
- (9) TCMB'nin Hazine'ye kısa vadeli avans limiti, cari yıl genel bütçe ödenekleri toplamının %15'ine çıkarılmıştır.

¹⁵ Bu bağlamda, Şahinkaya (1999)'nın 1946-79 dönemi Türkiye'sinde bankalar ve ihtisas bankalarının nasıl yapılandığını irdeleyen çalışması ilgiye değer.

¹⁶ Uygulama 1980'li yıllarda başlayabilecektir.

1970’li yıllar sonundaki kriz konjonktüründe kamu açıklarının TCMB kaynaklarından finansmanı, enflasyonu hızlandıran temel nedenler arasındadır (Akçay, 2009: 189-95; Önder, 2005: 131-9). Hızlanan enflasyon ve ekonomik kriz, TCMB bilançosunu köklü değişikliklere uğratmış, bilanço toplamının nominal değerleri hızla büyümüş, bilanço büyümesinin asıl kaynağı olan döviz yükümlülüklerindeki artış, başta kamu kesimine açılan krediler olmak üzere iç varlıklardaki artışı karşılamış, başka bir deyişle TCMB döviz cinsinden borçlanarak ödemeler dengesi finansmanına destek olmaya çalışmıştır.

1980’li yıllarda ekonomik ve toplumsal kalkınmanın “plan”a bağlanması düşüncesi, anayasal bir referans olarak devam etmekle birlikte, ulusal planlama fiilen ortadan kalktığından, 1211 Sayılı Kanun, bir anlamda, anakronik sayılabilir. Türkiye’nin dış dünyaya önce ticaret, sonra da finans aracılığı ile eklenmesi sürecinde TCMB için yeni bir yasal çerçeve aranabilir. Ancak 1980’li ve 1990’lı yılların hükümetleri ve kanun koyucuları, 1999-2001 krizine kadar TCMB’nin kurumsal yapısı ve uygulayacağı politika araçlarını adım adım dönüştürmeyi yeğlediler ve Nisan 2001 tarih ve 4651 sayılı (yeni) TCMB Kanunu kriz sonrasında olağanüstü atmosferinde yasalasana kadar, 1211 Sayılı Kanun’u değişikliğe uğratan 8 kanun ve 6 KHK’nın çıkarılmasına önayak oldular¹⁷. Bir sonraki alt-bölümde ele alınacak olan 1980-2001 dönemine ilişkin anlatı, Türkiye’nin neoliberal finansallaşma çağına uyum sürecinin öyküsüdür.

II.2.2. 1980-2001 Dönemi

1980 sonrasında uygulanan ve Türkiye ekonomisini yeniden yapılandırmayı amaçlayan iktisat politikalarının finans kesimine ilişkin olanları, 1980 öncesini karakterize eden finansal baskının ortadan kaldırılmasını öngörmekteydi. Dönemin egemen iktisat düşüncesine göre finansal baskı, sadece ekonomik etkinliği örselemekle kalmıyor, tasarruf ve yatırım eğilimlerini de olumsuz etkiliyordu; finansal baskıyı gidermek için kapsamlı bir kuralsızlaştırma ve serbestleştirme ile faiz hadleri ve döviz kurlarının piyasada belirlenmesi, finansal araç ve kurumların çeşitlendirilmesi, kambiyo rejiminin yeniden düzenlenmesi sağlanmalıydı.

1980-2001 döneminin hükümetleri, IMF ve DB’nin de zorlama veya özendirmeleri ile bu perspektife bağlı kaldılar¹⁸:

(1) Mayıs 1980 tarih ve 8/909 Sayılı Kararname uyarınca, bankalar arası mevduat, vadeli

¹⁷ Haziran 1930 tarih ve 1715 sayılı TCMB Kanunu’nu parça - buçuk 22 değişikliğe uğratarak yaklaşık 40 yıl yürürlükte tutanlar da benzer biçimde davranmışlardır.

¹⁸ Finansal “reform”un kritik iki onyılı için, bkz. Atiyas ve Ersel (1996), Kesriyeli (1997), Ekzen (2003) ve Önder (2005: 146-218).

mevduat ve kredi faizlerinin serbest bırakılması ile başlayan süreç, 1982 Bankerler Krizi gibi skandallara ve arada bir yaşanan geri dönüşlere rağmen, Ekim 1988’de sonuca ulaştı ve faiz hadlerinin bankalar tarafından serbestçe belirlendiği bir modele geçildi.

- (2) Mayıs 1981’de sabit kur rejiminin sona erdirilmesi ve TCMB tarafından günlük kurların ilânına geçilmesi, yeni ve “yönetilen” bir kur rejimi tesis etmişti. Bu rejim, bankalara tanınan manevra imkânının bazen daraltıldığı, bazen genişletildiği ara aşamalardan geçti ve Nisan 1994’de terkedildi; Nisan 1994 sonrasında kurlar, TCMB’nin de etkili bir aktör olarak katıldığı bankalararası döviz piyasalarında belirlenmeye başladı¹⁹.
- (3) Kamu açıkları finansmanının TCMB’den sağlanmasını önlemek üzere Mayıs 1985’den sonra Hazine’nin ihaleli bono ve tahvil satışları başlatıldı; giderek artan oranda devlet iç borçlanma senedi (DİBS) ihraç edilmesi, kamu kesimini tahvil piyasasının belirleyicisi konumuna getirdi. İstanbul Menkul Kıymetler Borsası’nın (İMKB) Ocak 1986’da faaliyete geçmesi, bankalar sisteminin başatlığı altında çalışan finans kesimi için yeni bir açılımdı²⁰. İMKB’nin açılması ile ikinci piyasalarda işlem hacmi artma eğilimi gösterdi.
- (4) Kambiyo rejimindeki ilk serbestleştirme adımları, Aralık 1983 ve Temmuz 1984 tarihli 28 ve 30 Sayılı Kararlarla atıldı; yerleşiklerin döviz cinsinden varlık edinmeleri ve yükümlülük üstlenmelerinin yolu açıldı. Ödemeler dengesi sermaye hesabı Ağustos 1989 tarihli 32 Sayılı Karar’la serbestleştirildi; Şubat 1990’da 32 Sayılı Karar’da yapılan değişiklik TL’nin konvertibilitesini güçlendirmeyi amaçlıyordu. Türkiye’de para ve döviz piyasaları arasındaki etkileşimi yoğunlaştıran ve para ikamesini derinleştiren bu düzenlemeler, aşağıda ele alınacağı gibi, TCMB’nin para politikası tasarım ve yönetiminde ek güçlükler yarattı.
- (5) 1986 yılı, TCMB’nin para politikası açısından kilit önemde bir geçiş döneminin başlangıcı oldu. 1980 öncesinden süregelen merkez bankacılığı anlayışında para arzını kontrol etme mekanizması, özel kesimin ve kamu kesiminin portföy yapılarını ve harcamalarını *doğrudan* etkileme, özel sektörün kredi ve devletin borçlanma taleplerini kontrol etme yoluyla işlemekteydi. 1986’dan sonra oluşmaya başlayan

¹⁹ Aralık 1999 tarihli IMF Stand-by Anlaşması ile TCMB’nin bir para kurulu gibi yönettiği kayan kur rejimine geçildi ise de, bu rejim Kasım 2000 sonrasında sürdürülemedi; 1999-2001 krizi yatıştıktan sonra eski modele dönüldü.

²⁰ Yaklaşık 30 yıl sonra, bu açılımın Türkiye’deki banka-temelli finansal yapılaşmaya köklü bir değişiklik getirmedeği gözlemleniyor.

sistemde, TCMB ticari bankaların TL rezervlerini kontrol ederek faiz politikasının etkinliğini artırmaya ve *dolaylı / piyasa sinyalleri ile işleyen* para - kredi politikası araçlarını tercih etmeye yöneldi.

Nisan 1986'da TCMB'nin yönlendirmesi altında çalışmaya başlayan Bankalararası Para Piyasası (İnterbank) yanında, belli bir işlem hacmine erişmiş ikincil piyasalar da böyle bir sistemin işleyebilmesi için gerekliydi. Bu aşamalardan sonra TCMB, giderek temel politika aracına dönüştüreceği API'ye geçebildi ve Ağustos - Ekim 1988'de döviz rezervlerinin idaresinde önemli adımlar atabildi²¹.

Ancak, TCMB'nin para politikasındaki başarısı, kendi bilançosunun büyüklüğüne ve bileşimine hâkim olabilmesine bağlı idi; bu açıdan TCMB'nin karşılaştığı çok önemli bir engel, kamu açıklarının yönetimindeki güçlüklerdi. 1980'li yıllar öncesinde nihai kertede TCMB tarafından finanse edilen kamu açıklarının, 1980'lerin ikinci yarısından itibaren (TCMB'nin ya da dış âlemin fonladığı) bankalar kesimi aracılığı ile *dolaylı* olarak finanse edilmesi, temel mali sorunu ortadan kaldırmıyordu (Akçay, 2009: 195-215). Hazine iç piyasalardan borçlanamadığında ya da tarımsal kredilendirmede güçlükle karşılaşıldığında TCMB kaynaklarına başvuruluyor ve / veya disponibiliteler oranlarına müdahale ediliyordu. Ne Ocak 1984 tarih ve 2974 sayılı ve Temmuz 1992 tarih ve 3836 sayılı Tahkim Kanunları, ne de Temmuz 1997'de Hazine'nin kısa vadeli TCMB avansından vazgeçme taahhüdü, kamu açıklarının parasallaşmasına kalıcı engeller getirebildi²². TCMB'nin iç işleyişiyle ilgili olmayan bir kurumsal sorun ise, finans kesimini düzenleyici yetkilerin Hazine, TCMB, Maliye Bakanlığı ve Sermaye Piyasası Kurulu (SPK) arasında paylaştırılmış bulunmasıydı. 1990'lı yıllarda çok popüler olan otonom kurul ve kurumlar oluşturma eğiliminin bir yansıması, Haziran 1999 tarih ve 4389 Sayılı Bankalar Kanunu ile Bankacılık Düzenleme ve Denetleme Kurumu'nun (BDDK) kurulmasıydı; bazı siyasal sürtüşmeler dolayısıyla BDDK, Ağustos 2000'de faaliyete geçebildi.

Başlıca yukarıda açıklanan nedenlerle, TCMB'nin 1980'li ve 1990'lı yıllardaki nominal çapalar tasarım ve uygulama çabaları, genelde, başarılı olamadı:

- (1) TCMB, 1986-8 dönemi için kurum-içi egzersiz niteliğinde para programları hazırlamış ve operasyonel hedefler belirlemişti. 1988'deki ekonomik istikrarsızlıklar

²¹ TCMB nezdindeki Para Piyasaları ve Fon Yönetimi'nin 1987'de, Döviz ve Efektif Piyasaları'nın 1988'de işlerlik kazandıkları gözlemlendi (Önder, 2005: 161; 171).

²² Kriz konjonktüründe çıkarılan Nisan 2001 tarih ve 4651 sayılı (yeni) TCMB Kanunu, Banka'nın Hazine ile kamu kurum ve kuruluşlarına avans vermesini ve kredi açmasını tümünden yasaklayarak, soruna kesin, ama ilkel ve barbarca bir çözüm getirdi (Türel, 2001: 137).

dolayısıyla, 1989 için bir para programı yapılmadı. Ocak 1990'da kamuoyuna açıklanan 1990 Yılı Parasal Programı ile TCMB toplam bilanço büyüklüğü, toplam iç varlıklar, toplam iç yükümlülükler ve merkez bankası parası üzerine hedefler koydu; dış varlık artışına öncelik vererek iç kredi genişlemesini sınırlandırmaya çalıştı. 1990 Programı, hedeflerden büyük sapmalar olmadan uygulanabildi. Dış (özellikle Körfez Savaşı) ve iç şoklar nedeniyle, ekonomik göstergelerin hızla bozulmaya yüz tuttuğu 1991'de parasal program yapılmadı. Önder (2005: 187)'e göre TCMB'nin "gönülsüz" olarak ilan ettiği 1992 parasal programı ise, özellikle kamu kesimine açılan kredilerdeki hızlı artış dolayısıyla hedeflerden önemli ölçüde saptı ve bundan sonra TCMB, TL ve döviz piyasalarında görece istikrar sağlama ve rezerv para genişlemesini kontrol etme çabaları ile yetindi. Hazine'nin Ponzi finansmanına yenik düştüğü bir konjonktürde parasal program, anlamlı bir opsiyon olmaktan çıkmıştı.

- (2) 1994 Krizi'nin yol açtığı güçlüklerin ardından ve IMF ile Haziran 1998'de varılan Yakın İzleme Anlaşması uyarınca, TCMB 1998 için yaptığı parasal programa işlerlik kazandırmaya çalıştı ve bilançosunun Net İç Varlıklar kalemini dikkatle izlenecek operasyonel bir hedef olarak seçti. Bu program uygulamada başarıya ulaşamadı; Güney Doğu Asya (1997), Rusya (1998) ve Brezilya (1999) krizlerinin yansımaları ve 1999 Gölçük - Bolu depremleri ekonomideki kırılganlığı daha da artırdı. Aralık 1999'da IMF ile varılan Stand-by Anlaşması uyarınca, döviz kuruna dayalı bir istikrarlandırma deneyimine girişildi. İlan edilen kayan kur hedeflerine ek olarak, bir performans ölçütü sayılan 2000 yılı Net İç Varlıklar'ına (değerleme hesabı hariç) sınırlar konuldu. Anlaşmaya göre, likidite yönetimi, kur politikasının bütüncül bir ögesi olarak, Para Kurulu benzeri bir anlayışla yürütülecek, TCMB ancak döviz karşılığı TL yaratabilecek ve sterilizasyona başvurmayacaktı. Bu Stand-by Anlaşması'nın ve onun ardındaki istikrarlandırma modelinin Kasım 2000 - Şubat 2001 döneminde yaşanan çalkantılar dolayısıyla çöküşü, Akyüz ve Boratav (2003)'da ayrıntıları ile incelendiği için, burada ele alınmayacaktır²³.

Özetle, 1980-2001 döneminde para ve döviz kuru hedeflerini nominal çapa olarak kullanmaktaki başarısızlıkların Türkiye'yi bir üçüncü opsiyona, yani EH'ye yönelttiğini söyleyebiliriz ve EH'nin sonuçlarını Üçüncü Bölüm'de irdedeceğimizi anımsatabiliriz.

1980'li ve 1990'lı yıllarda Türkiye'de uygulanan para politikası araçlarının uğradığı öncelik / ağırlık kaymalarına ise burada kısaca değinmemizde yarar var:

²³ Fischer (2001)'in söz konusu dönemde IMF yönetiminde taşıdığı sorumlulukları bir yana bırakarak döviz kuru temelli istikrarlandırma süreçlerini eleştirmesini "ilginç" buluyor ve yorumlamakta güçlük çekiyoruz.

- (1) Keyder ve Ertunga (2012: 56-67)'de listelenen zorunlu karşılık oranları, 1980-2001 döneminde azalma eğilimi sergilemekte, oran değişimlerine daha seyrek başvurulduğu görülmektedir. 1983 sonrasındaki DÇM'lerin tasfiyesi sürecinde karşılık oranları istisnalarının ortadan kaldırılması ve 1211 Sayılı Kanun'u değiştiren Aralık 1984 tarih ve 3098 Sayılı Kanun'la zorunlu karşılıkların hiçbir ekonomik faaliyeti finanse etmek üzere kullanılmayacağına hükme bağlanması, zorunlu karşılık oranlarını salt bir para politikası aracına dönüştürmüştür. Geleneksel yaklaşım, (i) vadesiz ve kısa vadeli mevduatın vadelilere kıyasla, (ii) yabancı para yükümlülüklerinin TL yükümlülüklerine kıyasla daha yüksek karşılık oranlarına bağlı olması idi. Temmuz 1996'daki basitleştirmelerle TL mevduattaki vade farkı kaldırılmış, ancak yabancı para cinsinden mevduata daha yüksek karşılık oranı uygulaması korunmuştur. Aşağıdaki hususlar, konjonktürel şartlara göre karara bağlanmaktadır: (i) zorunlu karşılıklar için faiz ödenip ödenmeyeceği; (ii) yabancı para mevduatı karşılıklarının kısmen, ya da tamamen TL cinsinden ödenip ödenmeyeceği.
- (2) APİ'nin hangi şartlarda, hangi finansal varlıklar üzerinden, kimlerin katılımı ile yürütüleceği 1211 Sayılı Kanunda, ilkin Ekim 1983 tarih ve 92 sayılı KHK ile, daha sonra Mayıs 1986 tarih ve 3291 sayılı Kanun'la yapılan değişikliklerle yeniden nitelendirilmiş, 3291 Sayılı Kanun repo ve ters repo işlemlerine ilişkin hükümleri de yenilemiştir. Şubat 1987'de fiilen başlayan APİ'nin bir süre sonra başlıca para politikası aracına dönüştüğüne yukarıda değinilmişti.
- (3) TCMB, 1980'li yılların başlarında orta ve uzun vadeli reeskont uygulamasına bir süre devam etmiş ve Aralık 1986'da ihracatı geliştirme amacı ile özel ihracat reeskont kredisi uygulamasını başlatmış ise de, Ocak 1990'da hem orta / uzun vadeli reeskont kredilerine, hem de özel ihracat reeskontlarına son vermiştir. Böylece reeskont kredileri, seçici kredi politikasının bir aracı olmaktan çıkarılmış, sadece para politikasının yürütülmesi için kullanılacak bir araca dönüştürülmüştür.

1980-2001 dönemi Türkiye merkez bankacılığına ilişkin gözlem ve değerlendirmelerimizi sonlandırırken, TCMB yönetiminin bilanço yapısını olumlu yönde değiştirme niyetlerinin ne ölçüde gerçekleştiği üzerinde kısaca duracağız (bkz. Tablo 1-3)²⁴:

- (1) Analitik bilançonun aktif yapısı, dış varlıklar lehine köklü bir dönüşüm geçirmiştir. İç

²⁴ Tablo 1-3'ü yorumlayacak okurlarımız, 2000 yılsonu analitik bilançosunun 1999-2001 krizinin zirveye ulaştığı bir zaman kesitine ait olduğunu, bu nedenle bazı oransal payların sapkın değerlere ulaştığını göz önünde bulundurmalıdır.

varlıkların payındaki azalış, hem kamu kesimine açılan kredilerdeki görece daralmadan, hem de değerlendirme hesabı payının makul düzeylere gerilemesinden kaynaklanmıştır (Tablo 1). TCMB, yönetimlerinin arzu ettiği gibi, esas itibariyle dış varlıklar edinerek yükümlülük yaratır duruma gelmiştir.

- (2) (Net dış varlıklar / analitik bilanço tutarı) oranı, 1980'lerde çok yüksek negatif değerler almaktaydı. Bu oran, arzu edilen bir değişme eğilimi sergileyerek 1990'lı yılların sonuna doğru pozitif değerlere ulaşmıştır (Tablo 1).
- (3) Dış döviz yükümlülüklerinin bilanço payı dönem ortasında azalmış, daha sonra tekrar yükselmiştir. Dönemin tümü itibariyle belirli bir trend izlenmemektedir. Söz konusu payda 1994 krizi ve sonrasında izlenen olumsuz artış, dış varlıklardaki genişleme ile fazlasıyla telafi edilmiştir (Tablo 1-2).
- (4) (Rezerv para / bilanço tutarı) oranı (merkez bankası parasının bilanço yükümlülükleri içindeki payına kıyasla) daha istikrarlı seyretmiştir. Kriz yılları olan 1994 ve 2000'de (merkez bankası parası / bilanço tutarı) oranında ani ve çarpıcı düşüşler vardır. TCMB, 1997-2000 alt döneminde APİ işlemlerinden net alacaklı konumdadır (Tablo 2).
- (5) TCMB analitik bilançosunun 1980'li yılların başındaki şişkinliği, 1990'lı yıllarda önemli ölçüde giderilmiş, bilanço tutarı / nominal GSYİH oranı, %15 dolaylarında bir platoya yerleşmiştir. Ana akım iktisadını benimseyenleri memnun edecek biçimde, TCMB Kredileri / GSYİH oranı hızlı bir gerileme sergilemiş, rezerv para / GSYİH oranı 1980'li yıllardaki yüksek düzeylerinin altına inmiş ve 1990'lı yıllarda % 4-6 aralığında değişmiştir (Tablo 3). Dönemdeki M2Y / GSYİH ve M3Y / GSYİH oranları ile birlikte değerlendirildiğinde, bu durum, ekonomide likiditenin kıtlaştığı anlamına gelmemektedir; aksine geniş tanımlı para arzında (hem mutlak değer itibariyle, hem de GSYİH'ye kıyasla görece) artışlar oldukça hızlıdır.

TABLO 1: TCMB ANALİTİK BİLANÇOSU VARLIK BİLEŞİMİ, 1980-2000 (%)						
Yıllar^{a/}	Dış Varlıklar	İç Varlıklar	Kamu Kesimi^{b/}	Değerleme Hesabı	Diğer^{c/}	Net Dış Varlıklar^{d/}
1980	12.2	87.8	41.0	30.9	15.9	-50.3
1984	16.6	83.4	46.9	26.4	10.1	-46.4
1985	22.6	77.4	31.8	38.4	7.2	-43.5
1986	23.5	76.5	27.7	42.4	6.3	-45.8
1987	21.4	78.6	25.1	43.9	9.5	-49.8
1988	29.8	70.2	18.3	44.8	7.1	-39.3
1989	36.6	63.4	16.1	43.3	4.0	-25.5
1990	41.9	58.1	8.7	43.3	6.0	-19.0
1991	40.0	60.0	23.7	33.5	2.8	-14.5
1992	42.7	57.3	35.3	19.6	2.3	-7.7
1993	44.8	55.2	38.0	11.2	6.0	-10.3
1994	53.2	46.8	30.9	19.3	-3.4	-18.9
1995	64.2	35.8	32.8	3.2	-0.2	-9.6
1996	76.0	24.0	30.5	-6.4	-0.1	2.3
1997	92.3	7.7	18.9	-4.0	-7.1	6.0
1998	104.2	-4.2	11.2	-5.5	-9.8	11.9
1999	111.6	-11.6	8.4	-10.3	-9.7	23.7
2000	106.5	6.5	10.0	-5.2	-11.3	12.3

a/ Oransal paylar yıl sonu itibariyle verilmektedir.
b/ TMSF'ye açılan krediler ve IMF Acil Yardım Takip Hesabı dahil.
c/ Bankacılık sektörüne açılan kredileri içerir.
d/ Dış varlıklar eksi döviz yükümlülükleri.
Not: Toplamlar yuvarlama nedeniyle tam tutmayabilir.
Kaynak: <http://evds.tcmb.gov.tr>'deki verilerden hesaplanmıştır (erişim: 31 Temmuz 2015).

TABLO 2: TCMB ANALİTİK BİLANÇOSU YÜKÜMLÜLÜK BİLEŞİMİ, 1980-2000 (%)						
Yıllar^{a/}	Döviz Yükümlülükleri	Dış Döviz Yükümlülükleri	İç Döviz Yükümlülükleri	Merkez Bankası Parası	Rezerv Para^{b/}	Diğer Merkez Bankası Parası^{c/}
1980	62.5	57.6	4.9	37.5	33.6	3.9
1984	63.0	62.1	10.9	37.0	34.1	2.9
1985	66.1	57.6	8.4	33.9	32.2	1.8
1986	69.4	54.1	15.2	30.6	28.5	2.1
1987	71.2	51.7	19.5	28.8	24.7	4.2
1988	69.1	47.0	22.1	30.9	26.4	4.5
1989	62.2	42.2	20.0	37.8	34.8	3.0
1990	60.9	42.8	18.1	39.1	39.1	..
1991	54.5	39.6	14.9	45.5	38.5	7.0
1992	50.4	34.6	15.8	49.6	34.5	15.0
1993	55.2	38.9	16.3	44.8	35.6	9.2
1994	72.1	56.3	15.8	27.9	26.8	1.1
1995	73.8	54.6	19.2	26.2	24.2	2.1
1996	73.7	52.6	21.1	26.3	23.1	3.2
1997	86.2	54.2	32.1	13.8	25.2	-11.5
1998	92.3	62.6	29.7	7.7	31.1	-23.5
1999	87.8	51.4	36.4	12.2	30.2	-18.0
2000	94.2	61.6	32.6	5.8	35.2	-29.4

a/ Oransal paylar yıl sonu itibariyle verilmektedir.
b/ Emisyon + Bankalar mevduatı + Fon hesapları + Banka dışı kesimlerin mevduatı.
c/ APİ + Kamu mevduatı.
Not: Toplamlar yuvarlama nedeniyle tam tutmayabilir.
Kaynak: <http://evds.tcmb.gov.tr>'deki verilerden hesaplanmıştır (erişim: 31 Temmuz 2015).

Özetle, 1990'lı yıllarda TCMB'nin iyileşen "finansal sağlık"ı ekonominin genelde kötüleşen makroekonomik performansı ile örtüşmüştür. Bu paradoksun yorumunu okurumuza bırakıyoruz.

TABLO 3: TCMB ANALİTİK BİLANÇOSUNDAKİ BAZI KALEMLERİN GÖRELİ BÜYÜKLÜĞÜ, 1980-2000			
GSYİH'ya oranla, %^{b/}			
Yıllar^{a/}	Toplam Varlıklar	TCMB Kredileri	Rezerv Para
1980	28.8	17.2	9.7
1984	29.3	16.3	10.0
1985	26.5	9.6	8.5
1986	27.4	9.1	7.8
1987	29.9	10.1	7.4
1988	29.7	7.8	7.8
1989	21.5	4.8	7.5
1990	15.5	2.7	6.1
1991	15.4	4.5	5.9
1992	16.2	6.6	5.6
1993	14.4	6.4	5.1
1994	17.9	5.9	4.8
1995	18.3	6.2	4.4
1996	18.2	5.6	4.2
1997	16.3	3.1	4.1
1998	13.2	1.5	4.1
1999	16.8	1.2	5.1
2000	13.6	1.6	4.8

^{a/} Oranlar, bilanço kalemlerinin yıl sonu değerlerine göre hesaplanmıştır.
^{b/} Referans olarak kullanılan cari fiyatlarla GSYİH serisi, TÜİK'in 1987 bazlı serisidir.
Kaynak: <http://evds.tcmb.gov.tr>'deki analitik bilanço büyüklükleri ve TÜİK'in GSYİH serileri kullanılarak hesaplanmıştır.

III. 2001 SONRASI MERKEZ BANKACILIĞI²⁵

III.1. Enflasyon Hedeflemesi, Parasal ve Finansal İstikrar

2001 sonrasında TCMB dünyadaki trendleri daha yakından takip etmeye başladı. Dünyadaki gelişmelere de paralel olarak 2001-14 dönemi para politikası dört zaman dilimine ayrılabilir. TCMB, 2002-5 döneminde örtük EH politikası benimsedi. 2006-8 döneminin sonlarına kadar açık EH politikası uygulandı. TCMB, küresel krizin ülkeyi etkilemeye başlamasıyla birlikte, 2008 sonlarında yeni politika arayışlarına başladı. 2010 yılı sonlarına doğru ise makro-ihtiyati tedbirler kalıcı olarak uygulanmaya başlandı²⁶.

²⁵ Bu bölüm büyük ölçüde Benlialper ve Cömert (2015a; 2015b; 2016), Cömert ve Uğurlu (2016) ve Cömert (2016) çalışmalarına dayanılarak yazılmıştır.

²⁶ TCMB, 2015 yılından itibaren politik baskıların ve gelişmekte olan ülkelerdeki çalkantıların artmasıyla tekrar bir arayış ve bocalama dönemine girdi. 2016 sonu itibarıyla bu süreç devam etmektedir. Ancak bu makale

Yukarda bahsedildiği gibi döviz kuru çapasına dayalı program, 2001 Şubat ayında döviz aktiflerine iç ve dış talep baskısı sonucu, merkez bankası döviz rezervlerinin hızlıca erimesi nedeniyle çöktü. 2002 yılı sonrasında TCMB, IMF'nin gözetimi altında örtük EH programı uygulamaya geçti^{27, 28}.

İlk etapta EH'nin gereklerinin karşılanmadığı düşünüldüğünden ve kredibilite sorunu nedeniyle doğrudan açık EH'ye geçilmedi. TCMB çok istekli olmasa da, parasal büyüklüklerin yakından takip edileceği hususu IMF'nin talebi doğrultusunda programda belirtildi (Özatay, 2009)²⁹. Yeni program kapsamında enflasyon hedefleri hükümetle birlikte belirlenerek her yılın başında ilan edilmeye başlandı. Yeni para politikası çerçevesinde Banka, enflasyon hedeflerine ulaşmak için kullanacağı araçları seçmekte bağımsızdı; ancak uyguladığı politikaların gerekçelerini açıklamak durumundaydı³⁰. Gecelik faiz oranları benzer ülkelerde olduğu gibi tek araç olarak ön plana çıktı. Örtük enflasyon döneminde faiz kararlarını para kurulunun tavsiyesiyle TCMB başkanı istediği zaman almaktaydı. EH'nin genel çerçevesine uygun olarak döviz kuru piyasa koşullarında belirlenecek, politika aracı olarak kullanılmayacaktı (TCMB, 2005)³¹. EH'nin en önemli ayaklarından biri bekleyişlerin yönetimi olduğundan, TCMB 2002 yılından itibaren temel makro değişkenler hakkında beklenti anketleri uygulamaya başladı. EH'nin genel çerçevesine uygun olarak faiz politikaları beklenen enflasyonun hedeflenen enflasyondan ne kadar saptığına göre belirlenmeye başlandı. Teorik olarak EH çerçevesinde eğer beklenen enflasyon hedeflenen enflasyondan yüksek çıkarsa faiz hadlerinin artırılması gerekir. Orta ve uzun dönemli diğer faizlerin, politika faizlerini takip edeceği varsayılmaktadır.

Enflasyon hedeflemesinin altında yatan üstü örtük varsayım, enflasyonun, uygun bir para politikası ile kontrol edilebilecek olan aşırı talep sonucunda ortaya çıktığıdır. Bir diğer deyişle,

çerçevesinde TCMB'nin son dönemlerini tartışmayacağız. Bu konuyu ayrı bir makalenin konusu olarak incelemenin daha faydalı olacağını düşünüyoruz.

²⁷ Türkiye EH deneyimi ile ilgili daha fazla bilgi edinmek isteyen okurlar özellikle şu çalışmalara bakabilirler: TCMB (2005), Kara (2008) ve Özatay (2009).

²⁸ Enflasyon hedeflemesini merkez bankasının nicel bir enflasyon hedefi belirlediği ve diğer tüm hedefleri ikinci plana atarak para politikasını fiyat istikrarını koruma doğrultusunda yürüttüğü para politikası rejimi olarak tanımlayabiliriz. Enflasyon hedeflemesi çerçevesinde nihai amaç, büyümenin önünde önemli bir engel olduğu düşünülen enflasyonu dizginlemek ve kontrol altına almaktır.

²⁹ TCMB (2005:1) para tabanı konusunu şöyle açıklamaktadır: “Kısa vadeli faiz oranları enflasyonla mücadelede etkin olarak kullanılırken, para tabanı da ek bir çapa olarak belirlenerek, enflasyon hedeflerinin güvenilirliğinin artırılması amaçlanmıştır.”

³⁰ Ayrıca yeni çerçevede yılda iki kez Bakanlar Kurulu ve TBMM Plan ve Bütçe Komisyonu'nda para politikası sunumları yapılması gerekmektedir.

³¹ TCMB (2005: 17) döviz kuru politikasını şöyle açıklamaktadır: “Dalgalı kur rejimi uygulamasında temel ilke, döviz kurunun bir para politikası aracı olarak kullanılmaması ve Merkez Bankası'nın herhangi bir kur hedefinin bulunmamasıdır. Bu nedendir ki, ılımlı bir rezerv artırma politikası yürüten Merkez Bankası, döviz piyasasındaki arz ve talep koşullarını, dolayısıyla kur seviyesini mümkün olduğunca düşük düzeyde etkilemek ve dalgalı kur rejiminin temel ilkelerine ve işleyişine sadık kalmak için döviz alımlarını kuralları önceden belirlenen ihaleler yoluyla yapmaktadır.”

EH, enflasyonun temel olarak talep kaynaklı olduğu varsayımına sıkı sıkıya dayanmaktadır. Bu varsayım altında, para politikası, toplam harcamaları manipüle ederek ve beklentileri etkileyerek enflasyonu sınırlandırmada önemli bir rol oynayabilir. Bu görüşe göre para otoritesinin yapması gereken tek şey faiz oranlarını belirlemek, ya da gelecekteki politika faiz oranlarının gidişatına yönelik sinyaller vermek, böylece toplam talebi ve beklentileri etkilemektir (Woodford, 2002). Toplam talepteki değişim ise enflasyonun arzulanan düzeyine gelmesini sağlayacaktır. Bu noktada ana akım düşünce, gelişmekte olan ülkeler ile gelişmiş ülkeler arasında derin farklılıklar olduğunu varsaymaz³².

2006 sonrasında uygulanan para politikası açık EH olarak adlandırılmakla birlikte 2006 öncesi ve sonrasında para politikasında çok önemli değişiklikler olmadı. 2006 sonrası dönemde Para Kurulu, faiz kararlarını aylık toplantılarda almaya başladı. Aynı dönemde TCMB çeyreklik enflasyon raporları yayınlamaya ve üç yıllık enflasyon hedefleri açıklamaya başladı³³. Bu hedefler, diğer ülke örneklerinde olduğu gibi, olağanüstü koşullarda değiştirilebilecekti.

Aşağıda detaylandırılacağı gibi, 2002 sonrasında 2007-8 küresel krizine kadar gelişmiş ve gelişmekte olan ülkelerin çoğunda enflasyon ve büyüme gibi temel göstergelerde ciddi pozitif gelişmeler oldu. Küresel kriz dünya ekonomisinin bu olumlu gidişatına bir son verip, öncelikle gelişmiş ülkeleri derinden sarstı. Gelişmekte olan ülkeler bu süreçten temel olarak ticaret kanalıyla etkilendi³⁴. Aynı zamanda da gelişmekte olan ülkelere olan finansal akımlarda da bir süreliğine de olsa ciddi yavaşlama oldu (Cömert ve Uğurlu, 2016). Ancak küresel kriz sırasında gelişmekte olan ülkelere çok yüksek düzeyde sermaye çıkışı yaşanmadı. Bu da gelişmekte olan ülkelerde finansal sistemin krizi görece az hasarla atlmasına yardımcı oldu.

Genel olarak gelişmekte olan ülkeler kriz sırasında görece daha iyi bir performans sergilemiş olsa da, küresel kriz Türkiye'nin içinde bulunduğu grupta teorik ve pratik olarak merkez bankacılığında ciddi değişimlere sebep oldu. Krizin başlarında gelişmiş ülkelerdeki arayışlara paralel olarak başlayan bu süreç, Türkiye'de olduğu gibi, çoğu gelişmekte olan ülkede 2010 yılı itibarıyla kalıcı değişikliklere yol açtı.

Birincil olarak, küresel kriz finansal stresin makroekonomik sonuçlarının sınırlı olduğu yönündeki görüşü yanlışladı. İkincisi, yeni konsensüsün temel argümanlarından olan finansal balonların etkilerinin patladıktan sonra giderilmesi yaklaşımı da savunulamaz hale geldi.

³² Bir başka deyişle, bu yaklaşıma göre enflasyonun nedenlerinin ve onunla mücadele araçlarının bu iki grup arasında oldukça benzer olduğu kabul edilmektedir.

³³ 2001 krizi sonrasında sadece para politikasının çerçevesi değişmedi; aynı zamanda önemli bankacılık sektörü değişiklikleri de yapıldı. Bankacılık Denetleme Kurulu'nun da içinde bulunduğu çok sayıda bağımsız denetleme kurulu oluşturuldu.

³⁴ Cömert ve McKenzie (2016)'deki ilgili bölümlerin tamamı ticaret kanalının önemini vurgulamaktadır.

Üçüncüsü, merkez bankalarının finansal balonların belirlenip belirlenebilmesinden bağımsız olarak finansal piyasalarda rüzgâra karşı (*leaning against the wind*) davranması gerektiği sıklıkla dillendirilmeye başlandı (Trichet, 2009).

Sonuç olarak sadece enflasyon odaklı politikaların finansal istikrarı sağlamakta yeterli olmadığı ana akıma bağlı iktisatçılar arasında bile kabul görmeye başladı (Blanchard vd. (2010), Mishkin (2013), Svensson (2009), Hahm vd. (2012)). Bir bakıma finansal istikrarın mikro-ihtiyati politikalara bırakılmayacak kadar önemli olduğu anlaşıldı. Tek tek kurumlar yerine finansal piyasalardaki sistemik risklerin hedeflenmesi gerektiği görüşü yaygınlaştı (BIS, FSB ve IMF, 2011). Makro-ihtiyati politikalar merkez bankaları ve finansal düzenleyici kurullar tarafından finansal istikrar amaçlı olarak kullanılmaya başlandı. Faiz politikası ile makro-ihtiyati tedbirlerin hem enflasyon, hem de finansal istikrar hedefleri için koordineli kullanılması anlayışı daha çok kabul gördü (Eichengreen vd., 2011; IMF, 2013). Finansal istikrarın politika amaçları arasına alınmasıyla merkez bankalarının araçları da çeşitlendi. Gecelik faiz oranlarına ek olarak zorunlu karşılık oranları gibi eski araçların yanında Rezerv Opsiyon Mekanizması (ROM) gibi yeni araçlar da para politikası araçlarına dâhil edildi³⁵.

Kriz sonrasında gelişmekte olan ülke merkez bankaları gecikmeli de olsa gelişmiş ülke merkez bankalarını takip ederek aktif para politikası uyguladı. Bu bağlamda TCMB 2008'in sonlarından itibaren politika değişikliklerine gitti. Kriz sırasındaki arayışlarda bankanın temel amacı, enflasyonu istikrara kavuşturmak, döviz kuru üzerindeki baskıyı azaltmak ve özel sektörün TL likidite talebine cevap vermektir (TCMB, 2008).

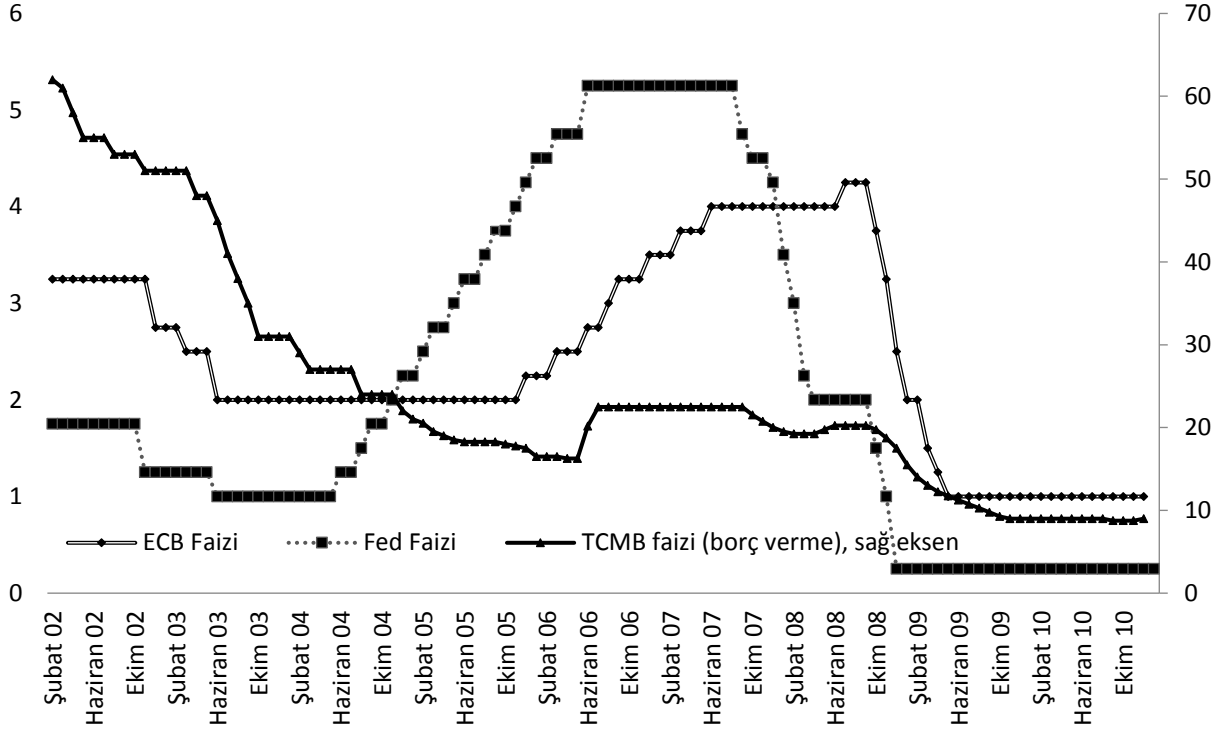
Krizin ilk aşamasında Kasım 2008'e kadar, TCMB *politika faiz aracını kullanarak* genişletici bir para politikası uygulamadı. Bu dönemde Merkez Bankası 2006 ve 2007 yıllarında enflasyon hedeflerini çok büyük ölçüde kaçırmış olmanın da etkisi altında enflasyon odaklı bir politikaya devam etmekteydi (TCMB, 2008). Bir anlamda, aynı dönemde gelişmiş ülke merkez bankalarının önemli bir kısmını endişelendiren büyüme ve istihdam gelişmeleri TCMB açısından birincil öneme sahip değildi. Gelişmiş ülke merkez bankaları çok büyük faiz indirimlerine giderken, TCMB 2008'in ikinci çeyreğinde faiz artırımına bile gitti³⁶. Banka'nın kendisinin de ifade ettiği gibi Kasım 2008'den sonra döviz kurundaki olumsuz gelişmelere karşın "gerek toplam talepteki yavaşlama, gerekse emtia ve gıda fiyatlarındaki düşüş enflasyon görünümünü olumlu etkilemiş ve para politikasına hareket alanı tanımıştır" (TCMB, 2008:6).

³⁵ Oluşturulmaya çalışılan yeni çerçevede Türkiye'nin de içinde bulunduğu gelişmekte olan ülkeler, finansal akımların olumsuz etkilerine karşı da doğrudan ve dolaylı önlemler almaya çabalamıştır.

³⁶ Bu bakımdan TCMB'nin küresel krizin başlarındaki davranışı, Fed'in tutumundan daha fazla Avrupa Merkez Bankası'nın (ECB) tutumuna benzemektedir.

Kasım 2008’den sonra, Şekil 1’in de gösterdiği gibi TCMB, politika faiz oranını on bir ay içinde 10.5 baz puan azaltmıştır³⁷.

Şekil 1: FED, ECB ve TCMB Politika Faiz Oranları (%), Ocak 2002-Aralık 2010



Kaynak: TCMB (<http://www.tcmb.gov.tr/>), ECB (<http://www.ecb.europa.eu/>) ve Fed (<http://www.federalreserve.gov/>)

Banka'nın krize karşı attığı adımlar politika faiz oranıyla sınırlı kalmadı³⁸. TCMB çok çeşitli likidite ve döviz piyasası müdahalelerinde bulundu. Özetle, Banka 2008'in sonlarından itibaren döviz alım ihalelerini durdurup döviz satım ihalelerine başladı. Ayrıca 2009'un ikinci yarısına kadar doğrudan döviz müdahalelerinde bulundu. Bu dönem boyunca TCMB 15 milyar dolar civarında döviz satmıştır. Doğrudan ya da düzenli satım ihaleleri aracılığıyla döviz piyasasına müdahalenin yanı sıra, başka kur politikalarına da başvuruldu. Bu bağlamda, finansal pazarlardaki döviz likidite problemini azaltabilmek için Temmuz 2008'de döviz mevduat zorunlu karşılıkları % 11 den % 9'a düşürüldü. Ayrıca döviz kredilerinin vadeleri uzatıldı. Döviz kuru politikalarının yanı sıra, firmaların TL likidite sorunu yaşamamaları için

³⁷ Resmi olarak TCMB (2010: 12) faiz kararlarının “her ne kadar küresel krizin reel sektör üzerindeki olumsuz etkilerini ve finansal koşullardaki sıkılığı kısmen bertaraf etmeyi amaçlasa da, asıl olarak enflasyon görünümü ve Türkiye'nin düşen risk primi doğrultusunda” şekillendiğini vurgulamıştır.

³⁸ Özellikle döviz ve likidite politikalarındaki değişim finansal çıkışlara ve TL'nin hızlı değer kaybetmesi ne cevap olarak Kasım 2008'den önce başlamıştır.

ihracat reeskont kredilerinin artırılması, TL cinsinden mevduatın zorunlu karşılıklarının düşürülmesi ve zorunlu karşılıklara faiz ödenmesi gibi başka bir takım adımlar daha atıldı.

2009 sonrasında gelişmiş ülkelerin tarihte eşine az rastlanan şekilde uyguladığı genişlemeci para politikalarının küresel likiditede yarattığı artışa bağlı olarak gelişmekte olan ülkelere yüksek düzeyde, kısa dönemli finansal akımlar yönelmeye başladı. Böylece, gelişmekte olan ülkelerde krizin ilk dönemlerinde yaşanan likidite probleminin yerini kısa dönemli finansal akımların oynaklığı aldı. Gelişmekte olan ülkeler ise finansal akımlardan kaynaklı kırılganlıklara karşı bir takım tedbirler almaya başladı. Yabancı yatırımların vergilendirilmesi, finansal çıkışların liberalleştirilmesi, bankaların dış borçlarının sınırlandırılması ve farklılaştırılmış mevduat zorunluluklarının uygulanması bu önlemler arasındadır (Benlialper ve Cömert, 2016)³⁹. Kur riskini sınırlandırmak için döviz cinsinden kredilerin ve bankaların açık pozisyonlarının sınırlandırılmasına da başvuruldu (Benlialper ve Cömert, 2016). Gelişmekte olan ülke finansal piyasalarında yaşanmaya başlanan özellikle finansal akımlar kaynaklı dalgalanmalar ve merkez bankacılığındaki teorik değişimler, kriz sırası tedbirleri olarak düşünülen bir takım politikaların kalıcılılaşmasına da yol açmıştır.

TCMB 2010 yılının başlarından itibaren 2002-8 dönemi EH çerçevesine kademeli olarak geri dönmeyi düşünüyordu (TCMB, 2010). Ancak yukarıda bahsedilen sebepler (başlıca, merkez bankacılığındaki teorik değişimler ve gelişmekte olan ülkelere yönelen yüksek finansal akımlar kaynaklı kırılganlıklar) dolayısıyla geleneksel olmayan yöntemler 2010'un 3. çeyreğinden itibaren Türkiye'de de kalıcı olmaya başladı. Bu yeni çerçeve, finansal istikrarı ve yeni politika araçları geliştirilmesini daha çok vurgulamaktaydı.

2010 yılının sonundan itibaren TCMB haftalık repo faiz oranlarını, faiz koridorunu, likidite yönetimi tekniklerini, zorunlu karşılık oranlarını ve rezerv opsiyon mekanizması (ROM) politikalarını aktif olarak finansal istikrar, enflasyon ve cari açık kaygıları için kullandı.

EH altında TCMB gecelik faiz oranlarını temel olarak enflasyonu etkileyen gelişmelere göre ilan etmekteydi. 2010 sonrasında bir haftalık repo faiz oranı, gecelik faiz oranı yerine politika faizi olarak kullanılmaya başlandı. Ancak TCMB (alt limiti gecelik borç alma, üst limiti ise gecelik borç verme faizleri tarafından belirlenen) faiz koridoru politikası kapsamında gecelik faiz oranlarından faydalanmaya devam etti. Koridor sisteminin uygulanmasıyla birlikte piyasa faiz oranları günlük olarak koridor içinde dalgalanmaya bırakıldı⁴⁰. Böylece TCMB

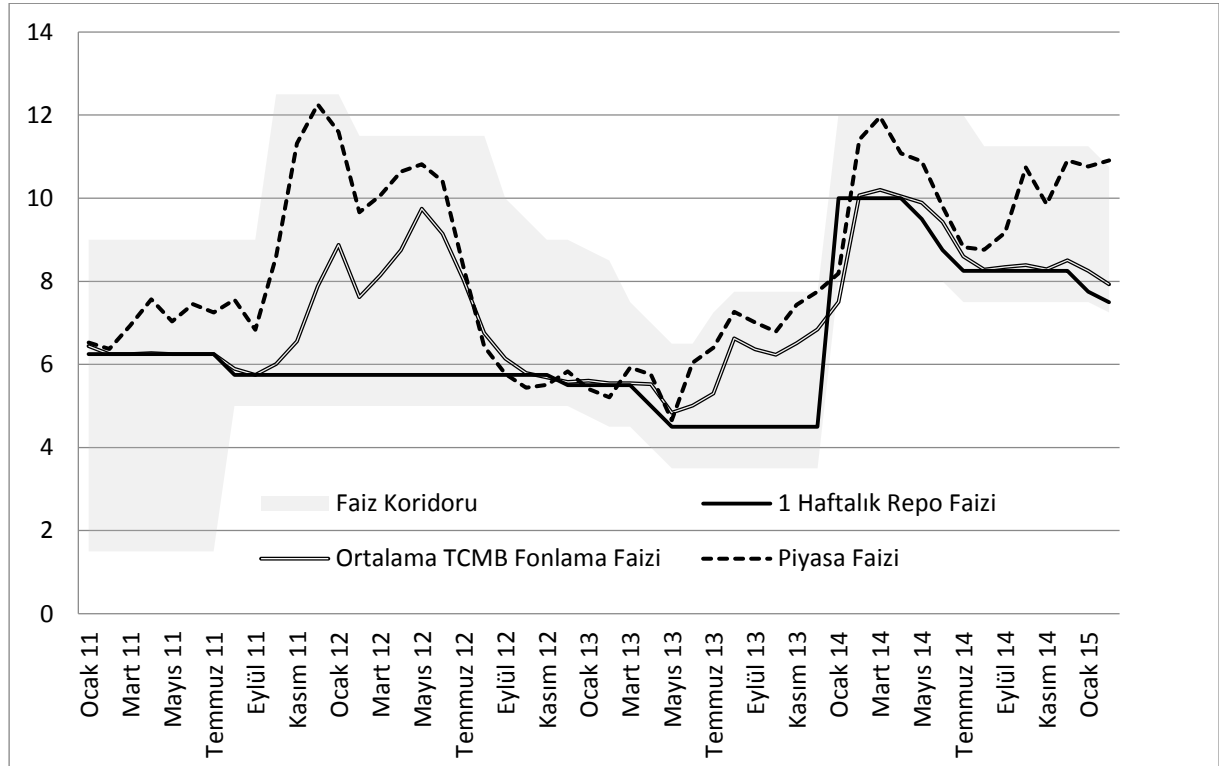
³⁹ Kriz sırası ve sonrasında diğer gelişmekte olan ülkelerin politikalarında var olan değişikliklerin detayları için Benlialper ve Cömert (2016)'nın referanslarından faydalanılabilir.

⁴⁰ Faiz koridorunun işleyişine dair TCMB ekonomistleri açıklayıcı çalışmalar yaptılar. Bu makalede özellikle Başçı ve Kara (2011), Binici vd. (2013) ve Kara (2012)'dan faydalanıldı.

finansal piyasalardaki gelişmelere aylık Para Kurulu kararlarını beklemeden daha sık müdahale etmeye başladı. TCMB faiz koridoru politikasıyla hem finansal akımların oynaklığından kaynaklanan döviz kuru hareketlerini, hem de kredi büyümesini gözetmeye çalışmaktaydı. Faiz koridoru gecelik fonlama maliyeti ile ilgili belirsizlik yaratmaya ya da belirsizliklerin giderilmesine dayanmaktadır. Finansal akımlardaki oynaklığa karşı mekanizmanın şöyle işlemesi beklenmekteydi: (i) finansal akımların güçlü olduğu dönemlerde faiz koridorunun alt sınırını azaltarak, gerçekleşen faiz oranının politika faiz oranı olan bir haftalık faiz oranından farklılaşmasını sağlayıp (fonlama oranları üzerinde bir belirsizlik yaratıp) finansal akım girişlerini caydırmak; (ii) finansal akımların tersine döndüğü dönemlerde ise, faiz koridorunu daraltarak belirsizliği azaltmak ve gerçekleşen fonlama oranının üst sınıra yakın düzeyde oluşmasına izin vererek finansal akım girişlerini özendirmek.

Kuramsal olarak, faiz koridoru genişletildiğinde, likidite sıkışıklığı içinde olan bankaların gecelik borçlanma maliyetleri belirsiz olacağından, kısa dönem likidite kısıtı olan bankaların kredi genişlemesi konusunda daha temkinli davranmaları beklenir. TCMB'nin bankaların rezerv taleplerinin tamamını (politika faizi olan bir haftalık repo oranından) karşılamadığı dönemlerde, piyasa faizleri faiz koridoru içinde daha çok dalgalanmakta ya da üst sınıra yakın seviyelerde gerçekleşmektedir (Şekil 2).

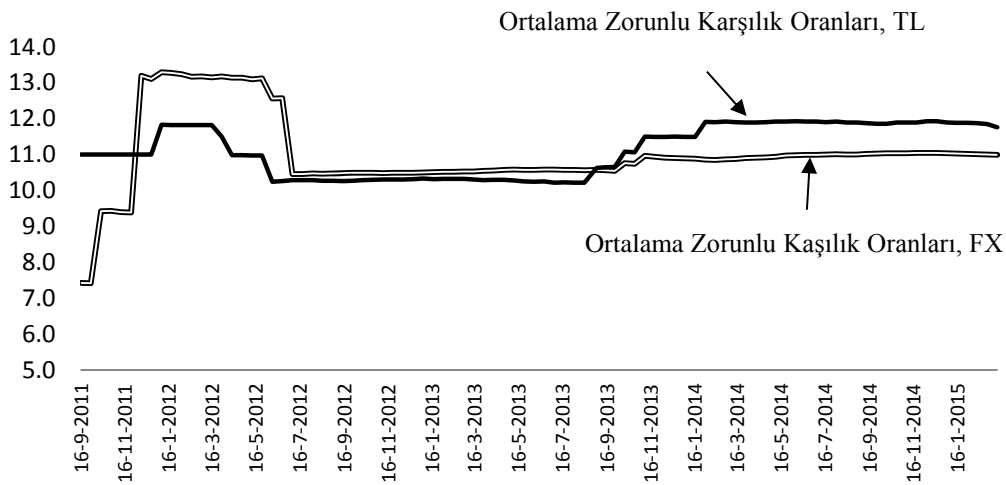
Şekil 2: Faiz Koridoru, %, Ocak 2011- Ocak 2015



Kaynak: TCMB (<http://www.tcmb.gov.tr/>)

Ancak faiz koridoru politikası ile hem finansal akımları, hem de kredi genişlemesini aynı anda gözetmek mümkün olmayabilir. Örneğin, TL'nin değerlenmesine karşı etkin olabilecek olan düşük faizler kredi genişlemesini teşvik edebilir. Bir başka deyişle, tek politika aracı birbiriyle zıt yönde hareket edebilen iki değişkeni etkilemek için faydalı olmayabilir. Bu nedenle faiz koridorunun yanı sıra zorunlu karşılık oranları da kredi genişlemesini etkilemek için önem kazandı. Bu bağlamda, 2011'in sonundan itibaren zorunlu karşılık oranları kredi genişlemesini etkilemek için sıkça kullanıldı (Şekil 3)⁴¹.

Şekil 3: Zorunlu Karşılık Oranları (%), 2011-2015



Kaynak: TCMB (<http://www.tcmb.gov.tr/>)

2010 yılından sonra kullanılan geleneksel olmayan politika araçlarından biri de ROM'dur.⁴² ROM, bankaların zorunlu karşılık oranlarının bir kısmını döviz ve/ya altın cinsinden tutmasına izin vermektedir. Rezerv Opsiyon Katsayısı (ROK), ne kadar döviz veya altının bir dolar zorunlu karşılığı için tutulabileceğini belirlemektedir⁴³. Bu sistemde finansal akımların yüksek olduğu dönemlerde, döviz erişim daha ucuz olacağından, zorunlu karşılıkların daha büyük bölümünün döviz cinsinden tutulması beklenmektedir. Bunun

⁴¹ Merkez bankası politikalarının yanı sıra BDDK, 2008 sonrasında merkez bankası politikalarını tamamlayan politikaları aktif olarak kullandı. Ayrıca finansal istikrar konusunda ilgili kurumlar arasında koordinasyonu sağlamak için Hazine, TCMB, BDDK, SPK ve Tasarruf Mevduatı Sigorta Fonu (TMSF) başkanlarından oluşan bir kurul da kuruldu. 2008 sonrası para politikası ile ilgili gelişmeleri daha iyi anlayabilmek için bu kurulu oluşturan kurumların, özellikle de BDDK'nın politikalarının da dikkatlice incelenmesi gerekir. Ancak, yukarıda da belirtildiği gibi, eldeki çalışmanın kapsamını ve hacmini çok fazla genişletecek böyle bir yönetime girilmeyecektir.

⁴² ROM hakkında daha detaylı bilgi için şu çalışmalara bakılabilir: Alper vd. (2013); Aysan vd. (2015) ve Değerli ve Fendoğlu (2013).

⁴³ Örneğin, eğer ROK 2 ise, bankaların 1 TL'lik zorunlu karşılık için 2 TL değerinde döviz veya altın tutması gerekmektedir.

sonucunda finansal akımların yüksek olduğu dönemlerde bankaların TCMB’de önemli ölçüde döviz tutması beklenmektedir. Böylece, bu dönemlerde TL’deki değerlenme baskısının hafifletilmesi amaçlanmıştır. Ayrıca ROK’un 1’den büyük olduğu sürece ortaya çıkacak TL likiditesi, doğrudan döviz kuru müdahalesi sonucu ortaya çıkacak olan likiditeden daha az olacaktır.

Bazı çalışmalarda faiz koridoru, zorunlu karşılık oranları ve ROM gibi yeni politika uygulamalarının 2014 yılına kadar etkin olduğunu iddia edilmektedir⁴⁴. Bizce bu politikaların 2014’e kadar, ya da sonrasında ne kadar etkili olduğu çok açık değildir. Tek tek politikaların etkinliğini incelemek politikaların birbirleriyle etkileşimi ve bu politikaların uygulanmalarının üzerinden çok uzun zaman geçmemiş olması nedeniyle pek sağlıklı olmayacaktır. Ayrıca böyle bir egzersiz, bu politikaları tamamlayıcı önlemler alan kurumların da politikalarının incelenmesini gerektirir. Bu nedenle bir sonraki alt-bölümde tek tek politika araçlarının etkinliği yerine, 2002 sonrasında TCMB’nin genel performansının kısa bir değerlendirmesi yapılacaktır.

III.2. TCMB’nin 2002 Sonrası Performansı

Banka’nın 2002 sonrası performansı karışık sinyaller vermektedir. Bir taraftan başarı olarak değerlendirilebilecek göstergeler varken, öte taraftan başarısızlık (etkisizlik) olarak değerlendirilebilecek çok sayıda gelişmeden söz etmek mümkündür. İlk bakışta büyüme ve enflasyon alanındaki gelişmeler olumlu görünürken, temel makroekonomik göstergelerde, özellikle kriz sonrasında yaşanan gelişmeler bankanın genel performansı konusunda soru işaretlerine yol açmaktadır.

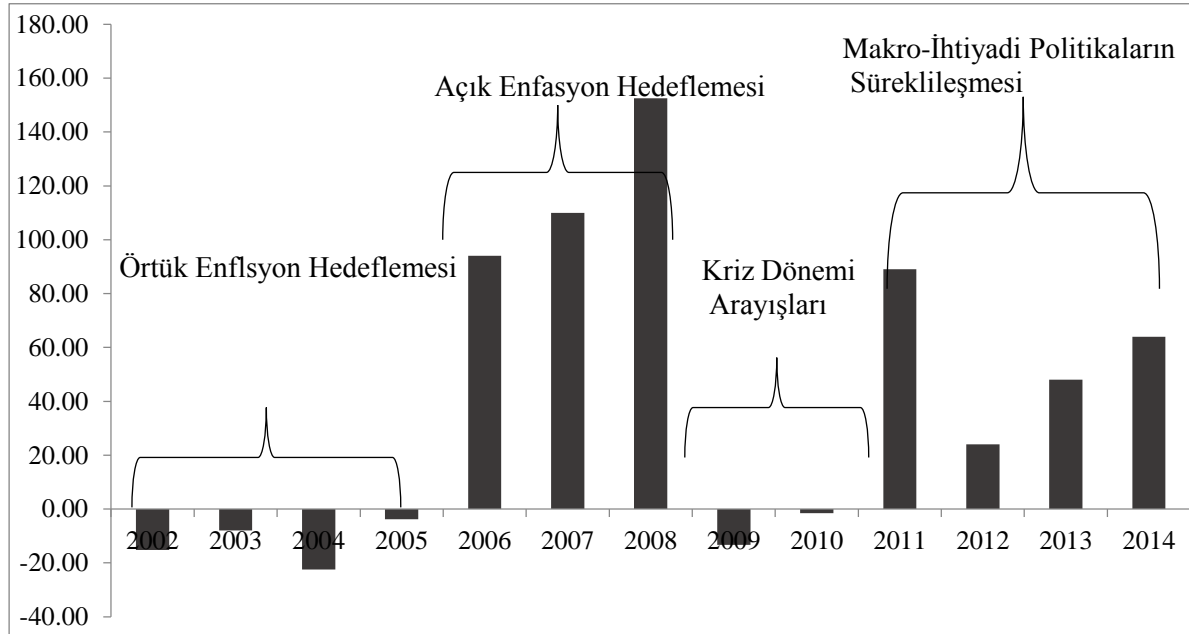
Başarı olarak görünen en önemli gelişmenin enflasyon cephesinde yaşandığı söylenebilir. 2002 yılı sonrasında Türkiye hızlı bir dezenflasyon süreci yaşadı. Yıllık enflasyon oranı, 2001 krizi sonrasında % 60’ların üzerine çıkmışken, 2004 yılı sonunda % 10’un altına indi. 2005 yılına kadar gerçekleşen enflasyon, hedeflenen enflasyonun altında oluştu. Ancak genel olarak enflasyonist ortamdaki düzelmeye rağmen, 2006 yılından itibaren gerçekleşen enflasyon hedeflenen enflasyonun çok üzerinde seyretmeye başlamıştır (Şekil 4). Bu dönemde hedeflenen enflasyon % 4-5’lerde iken, gerçekleşen enflasyon % 8-10’lar civarında seyretmiştir. Hedeflerden sapmanın yanı sıra, Türkiye’nin enflasyon performansı benzer

⁴⁴ Örneğin Oduncu vd. (2013), ROM’un TL’deki oynaklığı azalttığını ifade etmektedirler. Ayrıca, Kara (2016), 2010 yılı sonlarında uygulanmaya konan makro-ihtiyati tedbirlerin dış dengiyi iyileştirdiğini, finansal güçlendirici kanalların (*financial amplification channels*) etkisini ve Türk ekonomisinin finansal akımlara karşı duyarlılığını azalttığını iddia etmektedir.

durumdaki ekonomilerden daha iyi durumda değildir. Bir anlamda, Türkiye dünyadaki dezenflasyon dönemine ortak olmuş olsa da enflasyonu görece olarak yüksek ülkeler arasında olmaktan kurtulamamıştır⁴⁵.

Büyüme cephesine baktığımızda Türkiye ekonomisinin performansı özellikle 2002-8 döneminde önceki dönemlere göre gayet olumlu görünmektedir. 2002-14 yılları arasında Türkiye, yılda ortalama % 4.9 gibi bir oranla büyümüştür. Fakat Türkiye'nin 2002-14 büyüme performansını Dünya Bankası sınıflamasına göre 5 gelir grubu ve benzer ülkelerle karşılaştırdığımızda Türkiye için istisnai bir durum gözlemlemekteyiz⁴⁶. Ayrıca 2008-9 kriz döneminde Türkiye en ciddi hasıla ve istihdam kaybı yaşayan alan ülkeler arasındadır (Benlialper vd., 2016)⁴⁷.

Şekil 4: Enflasyon Hedeflerinden Yüzdellik Sapma, 2002-2014



Kaynak: TCMB (<http://www.tcmb.gov.tr/>)

⁴⁵ Benlialper vd. (2016)'ye göre Türkiye'nin enflasyon performansının görece olarak en iyi olduğu dönemde dahi (2010-14), Türkiye, karşılaştırıldığı 26 ülke arasında enflasyon performansı açısından en kötü 8 ülke arasındadır.

⁴⁶ 1961'den itibaren çeşitli dönemlerin ortalama büyüme oranları karşılaştırıldığında, 2002-14 dönemi, 1961-69 dönemi (yıllık ortalama % 5.7) hariç diğer dönem ortalamalarının üzerindedir. Daha da önemlisi, 2002-14 arası Türkiye'nin büyüme hızı, 1961 sonrası uzun dönemli ortalamaların (1961-2001 ve 1961-2014) az da olsa üzerindedir.

⁴⁷ Krizden en çok etkilenen ülkeler hem ticaret şoku, hem de finansal şok yaşayan ülkelerdir. Görece küçük ülkeler göz ardı edildikten sonra, 2009 yıllık büyüme hızına göre krizden en çok etkilenen 15 ülke sırasıyla şöyledir: Letonya (-%17.72), Litvanya (-% 14.84), Ukrayna (-%14.8), Ermenistan (-%14.15), Botswana (%7.84), Rusya (-%7.8), Kuveyt (-%7.07), Hırvatistan (-%6.94), Macaristan (-%6.76), Romanya (-%6.7), Moldova (-%6), Bulgaristan (-%5.47), Türkiye (-%4.82), Meksika (-% 4.52) ve Paraguay (-%3.96). Detaylar için Cömert ve Uğurlu (2016)'ya bakılabilir.

Bu dönem boyunca gelişmekte olan ülkeler ve Türkiye ekonomisinin özellikle enflasyon ve büyüme alanındaki olumlu performansına merkez bankasının ve diğer kurumların politikaları katkı yapmış olabilir. Ancak bu eşine az rastlanan büyüme ve enflasyon patikaları dünya genelindeki gelişmelerden bağımsız düşünülemez. Bu dönemde özellikle gelişmiş olan ülkelerin uygulamış oldukları genişlemeci para politikası gibi bir takım politikalar gelişmekte olan ülkeler için çok olumlu bir atmosfer yaratmıştır. Dünya genelindeki olumlu görünüme bağlı olarak, gelişmekte olan ülkelere akan finansal sermaye Türkiye gibi gelişmekte olan ülkelerde yüksek büyüme ve enflasyonla mücadeleye önemli ölçüde katkıda bulunmuş olabilir.

İstihdamdaki gelişmelere baktığımızda ise 2002 sonrası büyüme oranlarında yaşanan bir takım pozitif gelişmelerin özellikle istihdama fazla yansımadağını görmekteyiz. Türkiye ekonomisi uzun süredir yüksek işsizlik oranlarıyla boğuşmaktadır. 1987-2001 yılları arasında ortalama işsizlik oranı % 7.9 olmasına rağmen, bu oran 2002-14 döneminde %10.6'ya çıkmıştır. Ancak, örneğin Fed'in aksine, TCMB'nin istihdamdaki gelişmeleri önemsemediği söylenemez.⁴⁸ Kronik olarak ciddi işsizlik sorunu yaşayan bir ekonomide bu davranışın doğru olup olmadığı tartışmaya açık olsa da bu durum enflasyon hedeflemesi uygulayan merkez bankaları için beklenen bir sonuçtur. Ancak küresel kriz sonrası banka, enflasyon hedeflemesinin yanı sıra finansal istikrarı da vurgulamaya başladı. Bu amaçla kredi genişlemesi, döviz kuru oynaklığı, finansal akımların kompozisyonu ve cari hesap gibi birbiriyle ilgili değişkenleri yakından takip etmeye başladı (Başçı ve Kara, 2011). Bu değişkenlerdeki gelişmeleri küresel kriz sonrasında TCMB'nin performansını değerlendirmek için kullanmak mümkündür.

2002 yılı sonrası cari açıklar daha önce benzeri görülmemiş seviyelere ulaştı. Küresel kriz cari açıkta görece olarak bir düşüşe sebep olsa bile, diğer krizlerde cari hesapta görülen fazla küresel kriz sonrası oluşmadı. Cari açık problemi 2010 sonrası dönemde kötüleşmeye devam etti. Bu bağlamda, Türkiye ekonomisinin cari hesap performansı benzer ülkelerdekinin en kötülerini arasındadır^{49,50}. Küresel kriz sonrasında TCMB cari açıktaki gelişmelere daha fazla dikkat etmeye başladığı halde, yüksek cari açıklar ülke ekonomisini tehdit etmeye devam etmektedir.

⁴⁸ Bu anlamda TCMB'nin istihdama dönük duruşu, daha çok ECB'nin krizden önceki tutumuna benzemektedir. Cömert vd. (2010) Banka'nın temel makroekonomik göstergelere duyarlılığını ekonometrik olarak incelemişlerdir. Yazarların bulgularına göre TCMB üretimdeki gelişmelere karşı duyarlı değildir.

⁴⁹ 2002-14 yılları arasında benzer ülkelerin medyan cari açığı (cari denge/GSYİH oranı) % 1.2 olmasına rağmen, Türkiye'nin ortalama cari açığı % 5.1'dir (Benlişer vd., 2016).

⁵⁰ Cari açıklar birçok problemin göstergesi olabilir. Birincisi, hammadde ve ara mallara bağımlılık ve rekabetçi olmayan bir üretim gibi yapısal problemlerin yansımaları olabilir. İkincisi aşırı değerlenmiş bir kurun semptomu olabilir.

Cari açılara paralel olarak Türkiye ekonomisi yüksek miktarlarda finansal akım çekmektedir. Ortalama olarak, finansal akımlar 2002-8 yılları arasında Türkiye GSYH'nin % 5'ine ulaştı. 2009 küresel krizi sonrasında kısa bir duraksama yaşayan finansal akımlar 2010-14 yılları arasında önceki dönemdeki seviyelerini aşarak GSYH'nin % 8'lerine ulaştı. Bu dönemde Türkiye ekonomisine giriş yapan finansal sermaye benzer ülkelerin çoğundan önemli ölçüde yüksektir (Benlialper vd., 2016)⁵¹.

Kriz sonrasında gelişmekte olan ülke merkez bankalarının çoğu gibi TCMB de finansal akımların kompozisyonunu yakından takip etmeye başladı. Ancak 2002-2014 yılı içinde görece daha oynak sermaye akımları olarak nitelendirilebilecek portföy akımlarının ve diğer akımların toplam sermaye akımları içindeki payı giderek arttı. Bu bağlamda, 2002-08 (2003-7) döneminde doğrudan sermaye akımları toplam akımların % 30 (37)' si iken, bu oran 2010-14 dönemi için % 15'e düşmüştür. Bir başka deyişle, TCMB finansal akımların kompozisyonunu değiştirmek için epey çabalamış olmasına rağmen bu konuda pek başarılı olduğu söylenemez⁵².

Genel olarak, tüm resme baktığımızda, TCMB'nin 2002 performansının 2008 sonrasında özel önem atfettiği değişkenler de dâhil olmak üzere en iyi deyimle ortalama, ya da ortalamanın altında olduğunu söyleyebiliriz. Enflasyonun görece olarak kontrol altında olmasına karşın, kırılganlık göstergesi sayılabilecek diğer bazı ana makro-ekonomik gelişmeler, bankanın başarısı konusunda soru işaretlerine yol açmaktadır.

III.3. Bankanın Etkinliği Önündeki Küresel Kısıtlar

TCMB, küresel kriz sonrasında gelişmekte olan ülke merkez bankalarının çoğunun yaptığı gibi makro-ekonomik kırılganlıkları daha çok vurgulamaya başladı. Ancak TCMB'nin çabalarına rağmen, yukarıda tartışıldığı gibi bir takım makro-ekonomik göstergelerde olumsuz gelişmeler giderek daha görünür hale geldi.

Bazı yazarların (Alper vd., 2013, Kara 2016) ifade ettiği gibi, finansal akımlar Türkiye'de TCMB'nin da yakından takip ettiği temel bir takım makroekonomik değişkenleri önemli ölçüde etkilemektedir. Bu bağlamda, Banka'nın ara hedefleri arasında olan kredi büyümesinin ve döviz

⁵¹ Kriz sonrasında, finansal akımlar o kadar yüksek düzeylere ulaştı ki, cari açıkları kapatmanın yanı sıra merkez bankası rezervlerinin artmasına da katkı yaptı. Bu bağlamda, TCMB, 2010-14 dönemi boyunca 2002-8 dönemine kıyasla hem mutlak anlamda, hem de GSYH'ye oranla daha fazla rezerv biriktirebilmiştir. Ancak rezervlerin dış borçlara oranına bakıldığında TCMB rezervlerinin benzer ülkelerin gerisinde kaldığını söylemek mümkündür. TCMB'nin kısa vadeli dış borçlarının rezervlerine oranı % 75 düzeyindedir. Ancak benzer ülkelerin medyan yüzdesi (kısa dönemli dış borç/toplam rezervler) yaklaşık olarak % 28'dir (Benlialper vd., 2016).

⁵² Kronik cari açıkların ve finansal akımların kompozisyonundaki bozulmanın yanı sıra, Türk Lirası'nın oynaklığı benzer para birimlerine göre çok yüksek düzeydedir. Bu durum var olan belirsizlikleri artırmaktadır. Bu bağlamda, kurlardaki yüksek oynaklık, özellikle yabancı para cinsinden yükümlülükleri olan bankacılık sektörü gibi sektörlerin bilançolarını olumsuz etkileyebilmektedir.

kurlarının finansal akımların etkisi altında olduğu söylenebilir. Kredi büyümesi ve döviz kurundaki hareketler doğrudan ve dolaylı olarak büyüme performansına yansımaktadır. Bunun yanı sıra, bankanın temel hedefleri arasında olan enflasyon ve makroekonomik kırılganlıkları azaltmak için gözetlediği cari denge, temelde dünya piyasaları tarafından belirlenen enerji fiyatlarındaki değişimlere ve önemli ölçüde finansal akımlar tarafından belirlenen döviz kuruna çok duyarlıdır. Sonuç olarak, özellikle finansal küreselleşmenin giderek artması cari denge, enflasyon ve büyüme gibi temel değişkenleri TCMB politikalarıyla etkilemeyi çok zorlaştırmaktadır. Bir başka deyişle, bankanın etkinliği finansal küreselleşmenin derinleşmesiyle birlikte sınırlandırılmaktadır. Bu alt-bölümde bankanın etkinliğini sınırlayan faktörler üzerinde duracağız.

Şekil 5’den kredi genişlemesi ile finansal akımlar arasında yakın bir ilişki olduğu gözlenmektedir. Buna bakarak bir nedensellik ilişkisi çıkarmak mümkün olmasa da, kuramsal olarak sermaye hareketleri, hem ülke içine doğrudan kredi olarak akabilmekte, hem de bankaların kredi verebilme kapasitesini artırabilmektedir. Özellikle sermaye hareketleri nedeniyle ulusal paranın değerlendirildiği dönemlerde, bankaların yurt dışından borçlanarak edindikleri döviz cinsinden varlıklarının yurt içi değerleri bir anda şişkinleşip kredi genişlemesi için uygun koşullar oluşmaktadır. Ayrıca döviz cinsinden yükümlülükleri olan firmaların bilançoları da rahatladığından, kredi talebi de artabilmektedir.

Kredi büyümesi hanehalklarının ve reel sektör firmalarının borçlanması anlamına gelmektedir. Bu borçlar yatırım ve tüketimi besleyerek ülke ekonomisinin büyümesine katkı sunabilmektedir. Ancak bu borçlar üretken olmayan yatırımlar ve ithalat merkezli tüketime yönlendirildiği zaman, ekonomide sorunların birikmesine sebep olmaktadır. Örneğin, yüksek kredi büyümesi cari hesapların, hanehalkı ve firma bilançolarının bozulması anlamına gelebilmektedir. Ayrıca kredi büyümesi toplam talebi etkileyerek enflasyonu da etkileyebilmektedir. Kredi genişlemesinin önemini göz önünde bulundurarak TCMB, yeni para politikası çerçevesinde özellikle zorunlu karşılık oranları ve likidite politikalarını kullanarak yıllık kredi büyüme oranını % 15 civarında tutmayı hedeflemiştir (Alper vd., 2013). Ancak bu kolay bir iş değildir. Kredi genişlemesi ile finansal akımlar arasında yakın bir ilişkinin bulunduğu ortamda, TCMB’nin kredi hacmi üzerindeki etkisi finansal akımlar tarafından sınırlandırılacaktır.

Finansal akımlar geliştirmekte olan ülkeler için kritik olan döviz kuru hareketlerini de arz ve talep koşullarını değiştirerek önemli ölçüde etkileyebilmektedir. Döviz kuru ise enflasyon ve finansal istikrar üzerinde doğrudan ve dolaylı olarak belirleyici olmaktadır.

Yerel paranın değerinin değişmesi, ithal malı fiyatları üzerinden enflasyona

yansımaktadır (*pass through*). Bu bağlamda enerji ve ham madde bağımlısı olan ülkelerle ikamesi zor ara-malları ithalatının yüksek olduğu ülkelerde enflasyon döviz kurundan önemli ölçüde etkilenmektedir. Şekil 6 enflasyonun TL'nin değer kaybettiği dönemlerde artarken, TL'nin değer kazandığı dönemlerde azaldığını betimsel olarak göstermektedir. Enflasyon hedefinin tutturulduğu üç yıl, aynı zamanda TL'nin de değerlendirildiği yıllardır. 2006'daki başarısızlık değer kaybının olduğu bir dönemde gerçekleşmiştir. 2006'da enflasyonun yükselişinde uluslararası likidite şokunun neden olduğu döviz kurundaki değişimlerin etkisi TCMB tarafından da dile getirilmiştir (TCMB, 2007).

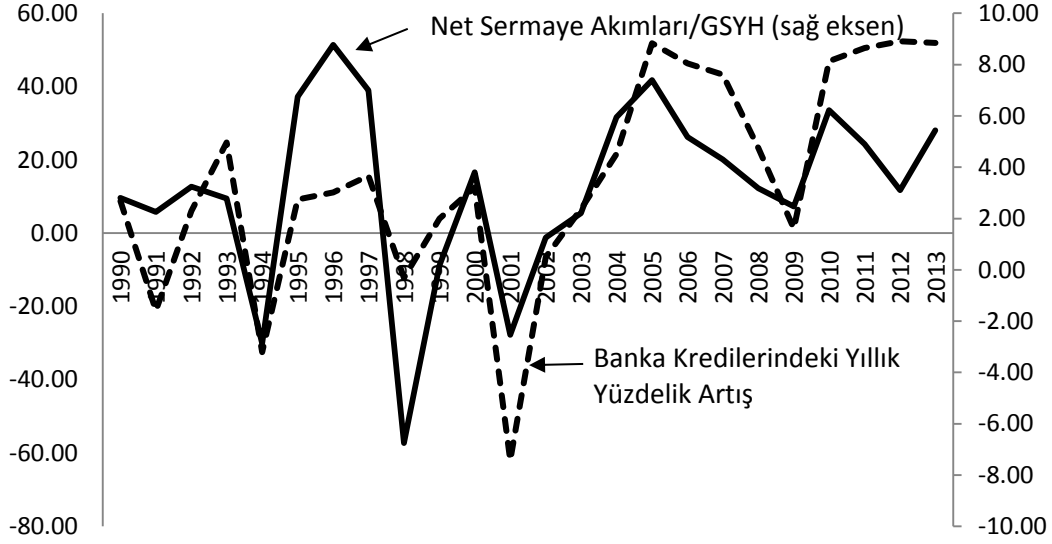
Diğer yandan, 2007 ve 2008'de TL'nin değerlendirilmesine rağmen enflasyon hedefleri tutturulamadı. Bunun nedeni, uluslararası meta fiyatlarının keskin yükselişi ile önemli ölçüde ilişkilidir. 2007'nin ikinci yarısında ve 2008'in ilk yarısında uluslararası meta fiyatları aşırı derecede artıp, ithalat kanalıyla Türkiye'deki enflasyon üzerinde ciddi bir baskı yarattı. Yukarıdaki tartışmayla uyumlu olarak, 2002-8 yılları arasında TCMB, yıllık raporlarında genellikle hizmet sektöründeki fiyat katılıklarının ve petrol ve gıda fiyatlarındaki artışların enflasyon üzerinde oynadıkları rolü vurgulamıştır. Örneğin, Banka 2007'de gerçekleşen enflasyonun (% 8.4) neden hedeften (% 4) şaştığını para politikasının kontrolünün dışında olan yönetilen (*administered*) fiyatlardaki ve işlenmemiş gıda fiyatlarındaki sıçramalarla açıklamaktadır (TCMB, 2008). Ayrıca, TL'nin değerlendirilme eğiliminin bu baskıları hafiflettiği de belirtilmiştir. Benzer şekilde, Banka 2008 yılındaki hedeften sapmayı da (gerçekleşen enflasyon: % 10.1, hedef: % 4) gıda ve enerji fiyatlarındaki önemli artışlarla ve bunların hizmet sektöründeki fiyatlara etkisi ile açıklamıştır (TCMB, 2009). Benialper ve Cömert (2015b) Türkiye'deki enflasyonun belirleyicisinin Merkez Bankası faiz oranlarından çok, uluslararası meta fiyatları ve döviz kuru gibi arz yanlı faktörler olduğunu ekonometrik yöntemlerle göstermişlerdir⁵³. Benzer bulgular gelişmekte olan ülkelerin geneli için de rapor edilmiştir (Mohanty ve Klau, 2001).

Bu bulguların anlamı talep tarafını etkileyerek enflasyonu önlemeye çalışan TCMB gibi merkez bankalarının işinin kolay olmadığı, etkinliğinin baskı altında olduğudur. Aslında arz yanlı faktörlerin enflasyonun temel belirleyicisi olduğu Türkiye gibi gelişmekte olan ülkelerde enflasyonu kontrol altına almak için söylemlerindeki esnek kur vurgusunun aksine, merkez bankalarının yerel para biriminin değer kazanmasından (en azından değer kaybetmemesinden), ya da enerji ve petrol fiyatlarındaki olumlu gelişmelerden başka pek fazla seçeneği de

⁵³ Yazarların VAR analizine göre Türkiye enflasyonu, bir önceki dönem enflasyonu dışında, temel olarak dünya meta fiyatları ve döviz kuru tarafından belirlenmektedir.

bulunmamaktadır⁵⁴.

Şekil 5: Kredi Genişlemesi (%) ve Sermaye Akımları (% GSYH), 1990-2013



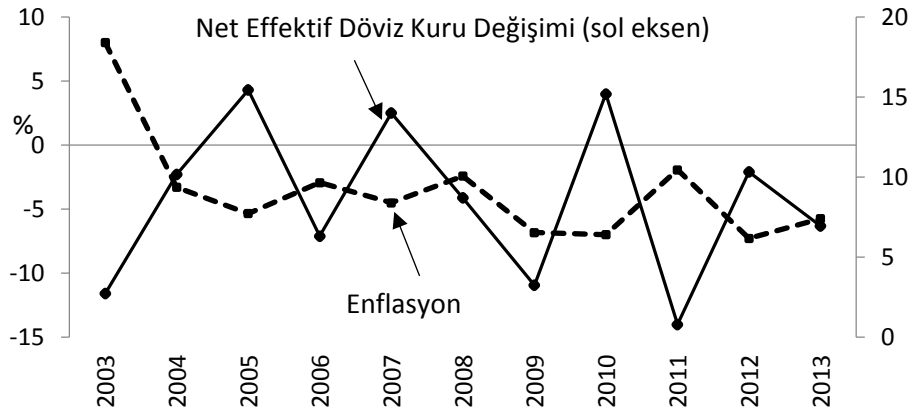
Kaynak: TCMB (<http://www.tcmb.gov.tr/>), Dünya Bankası, Dünya Kalkınma Göstergeleri (<http://data.worldbank.org/data-catalog/world-development-indicators>).

Ayrıca, döviz kurundaki değişiklikler cari hesapları da etkilemektedir. Uzun süreli değerli kalan para birimleri rekabet gücü kaybına yol açarak ihracatı zorlaştırırken, ithalatı teşvik edebilir. Bunun için bazı yazarlar rekabetçi bir kur rejimi uygulamak gerektiğini belirtmektedirler. Örneğin Frenkel ve Rapetti (2008) Arjantin'in 2002-7 arası deneyiminden yola çıkarak rekabetçi bir para birimi ile iktisadi büyüme arasındaki bağı göstermektedir. Yazarlar rekabetçi döviz kuru politikasının ticarete açık sektörlerin genişlemesini desteklediğini ve bunun da iktisadi büyümeye katkı yaptığını iddia etmektedirler⁵⁵. Ancak finansal akımlara çok duyarlı olan döviz kurunu, finansal serbestlik altında uzun süre manipüle edebilmek de kolay olmayacaktır. Ayrıca, nominal olarak değer kaybeden yerel paranın enflasyon ve bilanço bozulması gibi ciddi yan etkilerine de dikkat etmek gerekir.

⁵⁴ Böyle bir baskı altında, merkez bankalarının söylemlerinin aksine, EH uygulayan gelişmekte olan ülkeler önceki dönemlerin sabit döviz kuru rejimlerine benzer şekilde "örtük asimetrik döviz kuru çapası" politikası izleme yönelimindedir. Bu politika rejimi asimetriktir, çünkü merkez bankalarının para birimlerinin değerlendirilmesine göz yumma ve değer kaybına izin vermeme yönünde bir eğilimi vardır. Aynı zamanda örtüktür, çünkü bu ülkelerin çok büyük çoğunluğu resmi olarak dalgalı kur rejimine sahiptir.

⁵⁵ Benzer şekilde Razmi vd. (2009) yerel para biriminin görece olarak baskılanmasının (değerinin düşük tutulmasının) yatırımlardaki büyümeyi sürükleyici bir faktör olduğunu göstermektedir. Öte yandan, Rodrik (2008) görece baskılanmanın gelişmekte olan ekonomilerde iktisadi büyümeyi teşvik ettiğini söylemektedir. Ona göre para biriminin zayıf tutulması kurumsal zayıflıklardan ve piyasa başarısızlıklarından görece daha fazla zarar gören ticarete konu olan sektörlerin kârlılığını olumlu etkilemektedir (Rodrik, 2008: 404).

Şekil 6: Döviz Kuru Değişimi ve Enflasyon (% , 2003-2013)^a

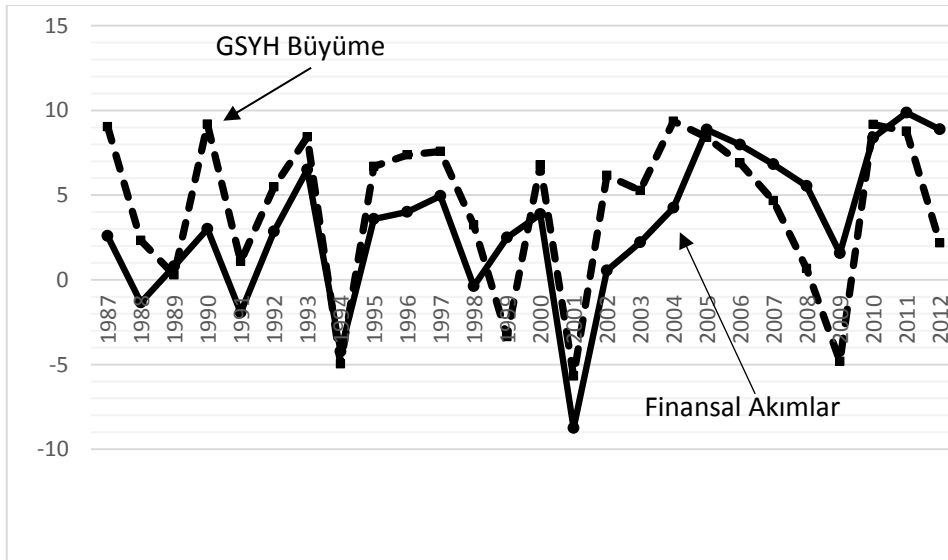


Kaynak: BIS (<https://www.bis.org/>), IMF (<https://www.imf.org/en/Data>).

^a Nominal efektif kurda artış, yerel para biriminin değer kazanması anlamına gelmektedir.

Finansal akımların kredi büyümesi ve döviz kuru üzerindeki etkileri göz önünde bulundurulduğunda, Türkiye'nin büyüme performansının finansal akımlara duyarlı olmasına şaşırılmamalıdır. Büyüme ile finansal akımlar arasında açık bir ilişki olduğunu Şekil 7'den takip etmek mümkündür. Şekle göre yüksek finansal akımların görüldüğü dönemler, yüksek büyüme oranlarıyla çakışırken, finansal akımlarda geri dönüşlerin yaşandığı dönemler kriz ya da düşük büyüme dönemlerine tekabül eder.

Şekil 7: Toplam Net Finansal Akımlar (% GSYH) ve Büyüme (%)



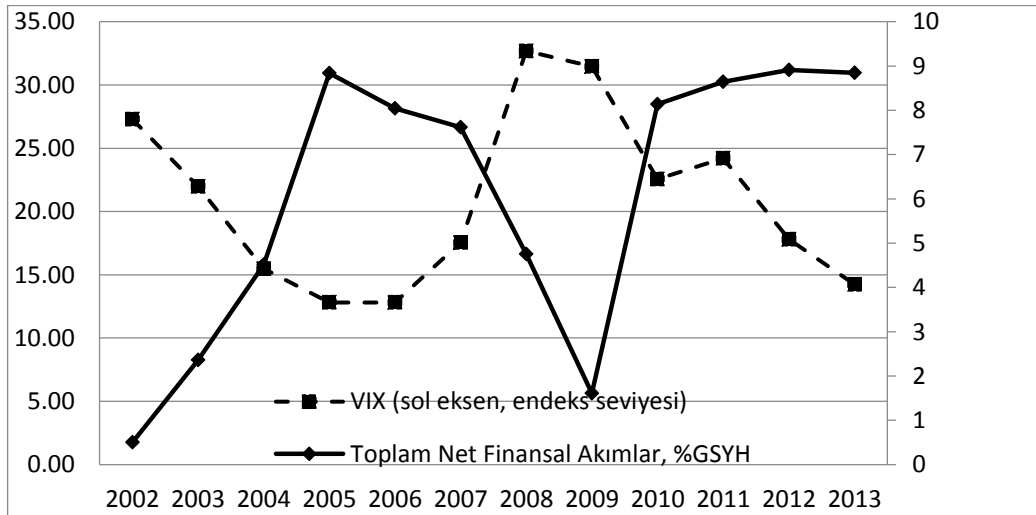
Kaynak: TCMB (<http://www.tcmb.gov.tr/>)

Bu durum benzer ülkelerde de geçerlidir 1990-2014 döneminde finansal akımlar ile ekonomik büyüme arasındaki korelasyon ilişkisi yadsınamayacak kadar yüksektir. İncelenen

ülkelerde ilgili korelasyonların ortalaması yaklaşık 0.4 ile 0.5 arasındadır. Tekil bazı ülkelerde bu katsayı 0.7'yi aşmaktadır. Üzerinde daha fazla çalışma ihtiyacı olsa da, bu veriler en azından sermaye hareketleri ile büyüme döngüleri arasında yadsınamayacak bir ilişki olduğu yönündeki iddiaları destekler niteliktedir.

Sermaye hareketlerinin yönünün politika araçlarıyla belirlenebildiği durumlarda temel makroekonomik değişkenlerin sermaye hareketleri tarafından önemli ölçüde etkilenmesi büyük bir sorun oluşturmayabilir (Cömert, 2016). Eğer politika yapıcıları finansal hareketlerin yönünü tahmin edilebilir ölçüde etkileyebiliyor olsaydı, sermaye hareketleri para politikasının bir aracına bile dönüşebilirdi. Ancak sermaye hareketleri büyük ölçüde küresel risk algılamasından etkilenmektedir (Rey, 2015). Tekil gelişmekte olan ülkelerin iç politika gelişmeleri, ya da diğer kırılganlık göstergelerindeki değişimler bu ülkelere olan finansal akımları akranlarına oranla daha fazla etkileyebilmektedir. Ancak küresel risk iştahının azalmaya başlaması ile birlikte gelişmekte olan ülkelerin durumu ne olursa olsun sermaye hareketlerinin bu ülkelere girmesi yavaşlamakta, hatta tersine dönmektedir. Küresel risk iştahını temsil eden VIX endeksi⁵⁶ ile Türkiye ekonomisine giren net sermaye akımları ilişkisini gösteren Şekil 8 bunu doğrulayan bulgular sunmaktadır. Şekilden de anlaşılacağı üzere, küresel risk algılaması VIX'in yüksek olduğu dönemlerde ekonomiye sermaye girişleri yavaşlarken, VIX'in düştüğü dönemlerde Türkiye'ye sermaye girişlerinde ciddi bir artış gözlenmektedir.

Şekil 8: Küresel Risk İştahı ve Sermaye Akımları (2002-13)



Kaynak: St. Louis (<https://fred.stlouisfed.org/series/VIXCLS/downloaddata>), TCMB (<http://www.tcmb.gov.tr/>)

⁵⁶ Şikago Borsası Opsiyon Takas İşlemleri Oynaklık İndeksi olarak da bilinen VIX, piyasa yapımcıların 30 günlük oynaklık beklentilerini yansıtmaktadır. VIX'in yüksek olduğu dönemler risk algısının arttığı anlamına gelirken, VIX'in düşük olduğu dönemler piyasa yapımcıların risk algısının azaldığını göstermektedir.

Özetle, genel olarak TCMB'nin başarı ve başarısızlıklarının önemli ölçüde kendi dışındaki gelişmeler tarafından belirlendiğini söylemek mümkündür. Özellikle finansal küreselleşme sürecinde TCMB gibi gelişmekte olan ülke merkez bankalarının politikalarından çok küresel risk iştahına daha duyarlı olan sermaye hareketleri, TCMB'nin etkinliğinin de en önemli belirleyicisi durumundadır.

IV. SONUÇLANDIRIRKEN

2014 yılı itibariyle, 9'u gelişmiş, 23'ü de gelişmekte olan/yükselen ekonomide EH uygulanmaktadır. Söz konusu 23 gelişmekte olan ülkeden 9'u eskiden sosyalist blokta yer alan Orta, Doğu ve Güney Doğu Avrupa ülkeleridir (Rusya hariç); diğer 14 ülkeden sadece 5'i (Brezilya, Meksika, Türkiye, Endonezya ve Güney Afrika) görece büyük ekonomilere sahiptir. Oysa 1990'lı yılların sonuna doğru EH'nin yakın gelecekte daha çok yaygınlaşması bekleniyordu. Bu beklentiler gerçekleşmedi. 2008 küresel krizi EH'nin kuramsal ve pratik gerekçelerinin ciddi olarak sorgulanmasına yol açtı. Türkiye gibi hâlâ EH uyguladığını iddia eden ülkelerin çoğu küresel krizle birlikte yeni bir arayışa girip, 2010 yılı itibariyle de, para politikalarında kalıcı değişiklikler yaptı.

Türkiye'de merkez bankacılığının "tarih öncesi", 1980'li yılların başında sona erdikten sonra, TCMB uzman kadrolarının entelektüel cihazlanması ve (araştırma yazıları, raporlar, vb. ile temsil edilen) üretkenliğinde kayda değer bir gelişme izlenmiştir.⁵⁷ Nasıl "planlı yıllar"da DPT'nin kuruluşu ile harekete geçen bir düşünsel itkiye tanık olunmuşsa, parasalcı karşı-devrim de benzer bir itkiyi TCMB dolayımında yaratmıştır⁵⁸. Ne var ki, neoliberal düşünsel kökenli bir iktisat politikası "vizyon"unun siyasal ve sınıfsal açıdan "yansız" ol(a)maması doğaldır; aynı saptama TCMB'nin benimsediği para politikaları kümesi için de geçerlidir.

Akçay (2009:290)'ın vurguladığı gibi, günümüzde merkez bankaları kapitalizmin anarşik doğası ve sürekli istikrarsızlıklar yaratan yapısal özelliklerini dengelemek, yaşanacak krizleri sönümlendirerek zamana yaymak ve krizlerin maliyetini toplumsallaştırmak işlevini yüklenmişlerdir. Dolayısıyla, "parasal kısıt"ın idaresi, kapitalist ekonomilerde salt "teknik" ve "apolitik" bir sorun değildir. Tam tersine, merkez bankalarının siyasal kontrolün dışında tutulması özlemi, piyasa-dostu politikalara duyulan ihtiyaç gerekçesiyle meşrulaştırılan birikim

⁵⁷ 1980 öncesi yılları Türkiye'deki para politikaları ve merkez bankacılığının "tarih öncesi" olarak nitelememiz, küçültücü bir değer yargısı taşımamaktadır. Bu yıllarda izlenen para politikaları işlevsiz, ya da kendi iktisat mantığı içinde tutarsız sayılamaz.

⁵⁸ Türkiye'nin klasikleşmiş ders kitaplarından biri olan Keyder (1986, ilk baskı) ile Keyder ve Ertunga (2012, 12'nci gözden geçirilmiş baskı)'yı karşılaştıracak bir içerik değerlendirmesi, ya da para kuramı ile finans kuram ve pratiğinin belli başlı analitik öğelerini bütünleştiren Özatay (2013)'ün otuz yıl öncesinin ders kitaplarıyla karşılaştırılması, bu görüşümüzü doğrulayacaktır.

ve bölüşüm kararlarının operasyonel olarak özerk merkez bankaları eliyle yürütüldüğü izlenimini yaratarak, hükümeti finansal sistemin işleyişindeki toplumsal sorumluluklarından aklamaya yaramaktadır.

Ancak görünen odur ki, finansal küreselleşmenin etkisi altında TCMB enflasyon ya da diğer hedeflerine ulaşma konusunda önemli kısıtlarla karşı karşıyadır. TCMB kadrolarının 2008 sonrası yayınların çoğunda bu kısıtın farkında olduğu izlenimi doğmaktadır. Bu bağlamda TCMB'nin kendi raporlarının da farklı şekillerde vurguladığı gibi, günümüzde TCMB'nin başarı veya başarısızlığı önemli ölçüde finansal akımlar ve enerji ve hammadde fiyatları gibi kendi etkisi dışındaki gelişmeler tarafından belirlenmektedir. TCMB'nin daha etkin ve toplumsal olarak daha faydalı politikalar izlemesinin ön koşulu, bu kısıtların yapısal olarak aşılmasına bağlıdır. Böyle bir yapısal değişim ise siyasal ve sınıfsal olarak daha farklı bir konfigürasyon gerektirmektedir.

KAYNAKLAR

- AKÇAY, Ü. (2009), *Para, Banka, Devlet: Merkez Bankası Bağımsızlaşmasının Ekonomi Polisiği*, İstanbul: Sosyal Araştırmalar Vakfı.
- AKYÜZ, Y. ve BORATAV, K. (2003), "The Making of the Turkish Financial Crisis", *World Development*, 31 (9), 1549-66.
- ALPER, K., KARA, H. ve YÖRÜKOĞLU, M. (2013), "Alternative Tools to Manage Capital Flow Volatility", BIS Papers no. 73.
- AYSAN, A. F., FENDOĞLU, S. ve KILINÇ, M. (2015), "Macroprudential Policies as Buffer against Volatile Cross-border Capital Flows", *The Singapore Economic Review*, 60(01), 45-69.
- ATİYAS, İ. ve ERSEL, H. (1996), "The Impact of Financial Reform: The Turkish Experience", G. Caprio, Jr., İ Atiyas ve J. A. Hanson (der.), *Financial Reform: Theory and Experience* içinde, Cambridge: Cambridge University Press, 103-39.
- BAŞÇI, E. ve KARA, H. (2011), "Finansal İstikrar ve Para Politikası", *İktisat İşletme ve Finans*, 26(302), 9-25.
- BENLİALPER, A. ve CÖMERT, H. (2015b), "Implicit Asymmetric Exchange Rate Peg under Inflation Targeting Regimes: The Case of Turkey", in *Cambridge Journal of Economics*, doi:10.1093/cje/bev073, ilk on-line yayımlanışı 12 Kasım 2015.
- BENLİALPER, A. ve CÖMERT, H. (2015a), "Global Constraints to Central Banking: The Case of Turkey", (No. 15/13), Economic Research Center.
- BENLİALPER, A. ve CÖMERT, H. (2016), "Central Banking in Developing Countries after the Crisis: What Has Changed?", H. Cömert ve R. Mckenzie (der.), *Global South After the Crisis* içinde, Northampton: Edward Elgar Publishing.
- BENLİALPER, A., CÖMERT, H. ve DÜZÇAY, G. (2016), "2002 Sonrası Türkiye Ekonomisinin Performansı: Karşılaştırmalı bir Analiz", *METU Studies in Development*, 43(1), 65-110.
- BIS, FSB ve IMF (2011), "Macroprudential Policy Tools and Frameworks", *Progress Report to the G-20* (Basel: October).
- BİNİCİ, M. vd. (2013), "Interest Rate Corridor: A New Macroprudential Tool?", CBRT Economic Note, No: 13/20.
- BLANCHARD, O., DELL'ARICCIA, G. ve MAURO, P. (2010), "Rethinking Macroeconomic Policy", *IMF Staff Position Notes*, 2010/03.
- CÖMERT, H. (2013), *Central Banks and Financial Markets: The Declining Power of US Monetary Policy*, Cheltenham: Edward Elgar.

- (2016), “İmkansız Üçleme’den İmkansız İkilem’e: Bretton Woods Dönemi ve Sonrası Para Politikası”, *Hacettepe Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi*, 34(1), 115-136, 2016.
- CÖMERT, H. ve MCKENZIE, R. (der.) (2016), *Global South After the Crisis*, Northampton: Edward Elgar Publishing.
- CÖMERT, H., ÖLÇÜM, G. A. ve YELDAN, E. (2010), “Interest Rate Smoothing and Macroeconomic Instability under Post - Capital Account Liberalization Turkey. *Canadian Journal of Development Studies/Revue canadienne d'études du développement*, 31, no. 3-4, 373-396.
- CÖMERT, H. ve UĞURLU, E. (2016), “The Impacts of the 2008 Global Financial Crisis on Developing Countries: The Case of the 15 Most Affected Countries”, H. Cömert ve R. Mckenzie (der.), *Global South After the Crisis* içinde, Northampton: Edward Elgar Publishing.
- DEĞERLİ, A. ve FENDOĞLU, S. (2013), “Reserve Option Mechanism as a Stabilizing Policy Tool: Evidence from Exchange Rate Expectations”, Central Bank of the Republic of Turkey, Working Paper, no: 13/28.
- EICHENGREEN, B. vd. (2011), “Rethinking Central Banking”, Washington, D.C.: Brookings Institution.
- EKZEN, N. (2003), “Mali Yapı ve Liberal Politikalar”, A. Güneşer - Demirci (yay. haz.), *Liberal Reformlar ve Devlet* içinde, Ankara: Kardelen Ofset, 303-15.
- FINE, B. (2012), “Neoliberalism in Retrospect? It’s Financialisation, Stupid!” C. Kyung-Sup, B. Fine ve Le Weiss (der.), *Developmental Politics in Transition: The Neoliberal Era and Beyond*, London: Palgrave Macmillan, 51-70.
- FISCHER, S. (2001), “Exchange Rate Regimes: Is the Bipolar View Correct?”, *Journal of Economic Perspectives*, 15 (2), 3-24.
- FRENKEL, R. ve RAPETTI, M. (2008), “Five Years of Competitive and Stable Exchange Rate in Argentina, 2002-2007, *International Review of Applied Economics*, Vol. 22, No. 2, 215–226.
- HAHM, J-H., MISHKIN, F. S., SHIN, H. S. ve K. SHIN (2011), ‘Macprudential Policies in Open Emerging Economies’, *Proceedings*, Federal Reserve Bank of San Francisco, Kasım, 63-114.
- IMF (2006), “Inflation Targeting and the IMF”, IMF: Monetary and Financial Systems Dept., Development Review Dept., Resarch Dept. (16 Mart).
- (2013), ‘The Interaction of Monetary and Macprudential Policies’, Son Ulaşma: Mart

- 13, 2016 from <https://www.imf.org/external/np/pp/eng/2013/012913.pdf>
- KARA, A. H. (2008), “Turkish Experience with Implicit Inflation Targeting”, *Central Bank Review*, 8(1), 1.
- (2012), “Küresel Kriz Sonrası Para Politikası”, *İktisat İşletme ve Finans*, 27(315), 9-36.
- (2016), “A Brief Assessment of Turkey's Macroprudential Policy Approach: 2011–2015”. *Central Bank Review*, Online ulaşılabilir, Ekim 2016.
- KESRİYELİ, M. (1997), “1980’li Yıllardan Günümüze Para Politikası Gelişmeleri”, Ankara: TCMB Araştırma Genel Müdürlüğü, Yayın No: 97/4.
- KEYDER, N. (1986), *Money: Theory, Policy, Application with Special Reference to Turkey*, Ankara: Middle East Technical University.
- KEYDER, N. ve ERTUNGA, E. İ. (2012), *Para: Teori - Politika - Uygulama* (Geliştirilmiş 12. Baskı), Ankara: Seçkin Yayıncılık.
- MISHKIN, F. S. (2007), *Monetary Policy Strategy*, Cambridge, Mass.: The MIT Press.
- (2013), ‘Central Banking after the Crisis’, *Central Bank of Chile Working Papers* no. 714.
- MOHANTY, M.S ve KLAU, M. (2004), “Monetary Policy Rules in Emerging Market Economies: Issues and Evidence”, BIS Working Papers No.149.
- ODUNCU, A., AKÇELİK, Y. ve ERMİŞOĞLU, E. (2013), “Reserve Options Mechanism: A New Macroprudential Tool to Limit the Adverse Effects of Capital Flow Volatility on Exchange Rates”, *Central Bank Review*, 13 (3), 45-60.
- ORHANGAZİ, Ö. (2008), *Financialization and the US Economy*, Cheltenham: Edward Elgar.
- ÖNDER, T. (2005), *Para Politikası: Araçları, Amaçları ve Türkiye Uygulaması*, Ankara: TCMB Piyasalar Genel Müdürlüğü.
- ÖZATAY, F. (2009), “Türkiye’de 2000-2008 Döneminde Para Politikası”, *İktisat, İşletme ve Finans*, 24 (275), 37-65.
- (2013), *Parasal İktisat - Kuram ve Politika* (3^{ncü} baskı), Ankara: Efil Yayınevi.
- RAZMI, A., RAPETTI, M. Ve SKOTT, P. (2009), “The Real Exchange Rate as an Instrument of Development Policy”, University of Massachusetts Department of Economics Working Paper 2009-07.
- REY, H. (2015), “Dilemma not Trilemma: the Global Financial Cycle and Monetary Policy Independence”, NBER Working Paper, No:21162.
- RODRIK, D. (2008), “The Real Exchange Rate and Economic Growth”, *Brookings Papers on Economic Activity*, 2, 365-412.

- SVENSSON, L. E. O. (2009), “Flexible Inflation Targeting - Lessons From The Financial Crisis”, Speech at the workshop ‘Towards A New Framework for Monetary Policy? Lessons from the Crisis’, Amsterdam, 21 September 2009.
- ŞAHİNKAYA; S. (1999), “1946-1979 Dönemi Türkiye’inde Bankalar, İhtisas Bankaları ve İktisat Politikaları”, Z. Rona (der.) *Bilanço 1923-1998, Türkiye Cumhuriyeti’nin 75 Yılına Toplu Bakış*, (Cilt II) içinde, İstanbul: Tarih Vakfı Yayınları.
- TEKELİ, İ. ve İLKİN, S. (1997), *Para ve Kredi Sisteminin Oluşumunda Bir Aşama: Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası* (genişletilmiş 2’nci basım), Ankara: TCMB.
- TRICHET, J-C. (2009), ‘Credible Alertness Revisited’, remarks at the Federal Reserve Bank of Kansas City symposium on Financial Stability and Macroeconomic Policy, Jackson Hole.
- TCMB (2005), “Enflasyon Hedeflemesi Rejiminin Genel Çerçevesi ve 2006 Yılında Para ve Kur Politikası”, *TCMB Basın Duyurusu*, 56.
- (2007), “2007 Yılında Para ve Kur Politikası”, Temel Politika Metinleri, Son erişim: Haziran, 2016, tcmb.gov.tr.
- (2008), “2007 Yılında Para ve Kur Politikası”, Temel Politika Metinleri, Son erişim: Haziran, 2016, tcmb.gov.tr.
- (2009), “2007 Yılında Para ve Kur Politikası”, Temel Politika Metinleri, Son erişim: Mayıs, 2016, tcmb.gov.tr.
- (2010), “Para Politikası Çıkış Stratejisi”, Temel Politika Metinleri, Son erişim: Haziran, 2016, tcmb.gov.tr.
- TÜREL, O. (2001), “T. C. Merkez Bankası’na Yeni Yasal Çerçeve: 4651 Sayılı Kanun Üzerine Gözlem ve Değerlendirmeler”, *Mülkiye*, 229, 71-86.
- WOODFORD, M. (2002), “Financial Market Efficiency and the Effectiveness of Monetary Policy”, *Federal Reserve Bank of New York Economic Policy Review*, May, 85-94.