

T. C.

İstanbul Üniversitesi

Sosyal Bilimler Enstitüsü

İktisat Anabilim Dalı

İktisat Politikası Bilim Dalı

Yüksek Lisans Tezi

2008 Küresel Ekonomik Krizi Sonrası Türkiye’de
Uygulanan Yeni Para Politikası Stratejisi ve Sonuçları

SEFA IŞIK

2501120292

Tez Danışmanı

Prof. Dr. Seyhun DOĞAN

İSTANBUL 2015



Y Ü K S E K L İ S A N S
T E Z O N A Y I

ÖĞRENCİNİN

Adı ve Soyadı : SEFA IŞIK

Numarası : 2501120292

Anabilim/Bilim Dalı : İKTİSAT POLİTİKASI

Danışman : PROF. DR. SEYHUN DOĞAN

Tez Savunma Tarihi : 04.06.2015

Tez Savunma Saati : 13.00

Tez Başlığı : “2008 KÜRESEL EKONOMİK KRİZİ SONRASI TÜRKİYE’DE UYGULANAN YENİ
PARA POLİTİKASI STRATEJİSİ VE SONUÇLARI”

TEZ SAVUNMA SINAVI, Lisansüstü Öğretim Yönetmeliği’nin 36. Maddesi uyarınca yapılmış, sorulan sorulara alınan cevaplar sonunda adayın tezinin KABULÜ’NE OYBİRLİĞİ / ~~OYÇOKLUĞUYLA~~ karar verilmiştir.

JÜRİ ÜYESİ	İMZA	KANAATİ (KABUL / RED / DÜZELTME)
1- PROF. DR. SEYHUN DOĞAN		Kabul
2- PROF. DR. MİTHAT ZEKİ DİNÇER		Kabul
3- PROF. DR. HÜSEYİN BİLGİN		Kabul

YEDEK JÜRİ ÜYESİ	İMZA	KANAATİ (KABUL / RED / DÜZELTME)
1- DOÇ. DR. AYHAN AYTAÇ		
2- YRD. DOÇ. DR. ELİF AKIŞ		

2008 KÜRESEL EKONOMİK KRİZİ SONRASI TÜRKİYE’DE UYGULANAN YENİ PARA POLİTİKASI STRATEJİSİ VE SONUÇLARI

Sefa IŞIK

ÖZ

2007 yılında konut balonunun patlaması sonucu ABD’de ortaya çıkan kriz kısa sürede diğer gelişmiş ve gelişmekte olan ülkelere yayılarak küresel bir boyut kazanmıştır. Krizi kontrol altına almak isteyen gelişmiş ülkelerin merkez bankaları genişleyici para politikası uygulayarak piyasaya bol miktarda likidite sağlamıştır. Uluslararası finans piyasalarında oluşan bol likidite ise görece faizlerin yüksek olduğu gelişmekte olan ülkelere transfer olmuştur. Bu durum Türkiye’de önemli ölçüde kredi hacminde genişlemeye ve döviz kurunda oynaklığın artmasına yol açmıştır. Bununla birlikte ihracat hacminin daralmasına karşılık yurtiçi talebin artmış olması cari açığı artırmış, ekonomide finansal istikrara yönelik risklerin oluşmasına neden olmuştur. Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası ise finansal piyasalarda oluşan riskleri önlemek amacıyla 2010 yılının sonlarına doğru yeni bir para politikası stratejisi geliştirmiştir. Bu strateji çerçevesinde fiyat istikrarının yanı sıra finansal istikrar da gözetilerek yeni para politikası araçları kullanılmaya başlanmıştır. Bu kapsamda çalışmanın amacı; yeni para politikası stratejisinin değerlendirilerek sonuçların analiz edilmesidir. Bunun için öncelikle ekonomik kriz ve türleri, krizlerin kapsamı, kriz modelleri ve para politikasına ilişkin genel bilgiler açıklanmıştır. Daha sonra 2008 Küresel Krizi ve Türkiye ekonomisine etkileri incelenmiştir. Son olarak ise küresel kriz sonrası Türkiye’de uygulanan yeni para politikası stratejisi ve sonuçları değerlendirilmiştir. Çalışmanın sonucunda finansal istikrara ilişkin olumlu sonuçların elde edilirken buna karşın fiyat istikrarına ilişkin aynı olumlu sonuçların elde edilemediği görülmüştür. Ancak yeni para politikası stratejisini başarılı ya da başarısız olarak değerlendirebilmek için henüz erken olduğu düşünülmekte ve finansal istikrarın sağlanmasıyla ilgili diğer kurumlarla birlikte, TCMB’nin finansal istikrarın sağlanmasına yönelik yaptığı uygulamaların gerekli ve önemli olduğu kanısına varılmıştır.

Anahtar Kelimeler: Ekonomik Kriz, Fiyat İstikrarı, Finansal İstikrar, Para Politikası

IMPLEMENTATION OF A NEW MONETARY POLICY STRATEGY AND ITS CONSEQUENCES IN TURKEY AFTER THE 2008 GLOBAL ECONOMIC CRISIS

Sefa IŞIK

ABSTRACT

The crisis, which arises in USA as a result of exploding housing bubble in the year of 2007, is globalized by expanding the other developed and developing countries. The central banks of the developed countries that aimed to take the crisis under control provided a large amount of liquidity by applying expansionary monetary policy. The ample money that arose in international financial markets transferred to the developing countries which have higher interest rates than the average. This situation caused expanding in credit volume, and increase in fluctuations of foreign currencies in Turkey. Furthermore, decline in export and increase in domestic demand raised current account deficit, hence caused risks related with financial stability. The Central Bank of Turkish Republic developed a new strategy of monetary policy in late 2010. With this new strategy, by taking care of financial stability in addition to price stability, new tools of monetary policy were started to be used. In this scope, the objective of this study is to assess the new strategy of monetary policy and analyze its results. Therefore, economic crisis and types of crisis, scopes of crises, models of crises and general information about monetary policy are explained initially. Then, global crisis in 2008 and its effects on Turkish economy are examined. Finally, new strategy of monetary policy which was applied in Turkey after the global crisis is studied. In the end of the study, it is observed that while positive results related with financial stability were acquired, the same success couldn't be attained in the price stability. Nevertheless, it is too early to assert whether the new strategy of monetary policy as successful or unsuccessful, and with other associations which are concerned with maintaining financial stability, implementations of the Central Bank of Turkish Republic regarding to maintain financial stability are essential.

Key Words: Economic Crisis, Price Stability, Financial Stability, Monetary Policy

ÖNSÖZ

Sermaye hareketlerinin serbestleşmesi sonucu dünyanın bir ucunda olan gelişme, dünyanın diğer ucunda olan başka bir ülkeye çok kısa sürede etkileyebilmektedir. Güncelliğini hala koruyan 2008 Küresel Ekonomik Krizi ise buna en çarpıcı örnektir. Çünkü ABD’de başlayan finansal kriz çok kısa sürede gelişmiş diğer ülkeleri etkilemiş oradan da gelişmekte olan ülkelere sıçramıştır. Söz konusu krizin doğrudan ve dolaylı etkileri ise gelişmekte olan ülkelerin ekonomilerinde finansal riskleri artırmıştır. Bu riskleri azaltmak isteyen merkez bankaları ise farklı para politikası uygulamalarına başvurmuştur. Bu çalışmanın amacı ise, söz konusu bu küresel ekonomik krize tepki olarak Türkiye’de uygulanan para politikası uygulamalarını incelemektir. Ancak uygulanan para politikalarının etkileri uzun zamanda daha iyi görüleceğini ifade etmek gerekmektedir.

Bu çalışmanın hazırlanmasında yardımlarını esirgemeyen danışman hocam Prof. Dr. Seyhun DOĞAN’a teşekkürlerimi sunmayı bir borç bilirim. Ayrıca, üzerimde çok emeği olan anneme, babama ve anlayışı ve yardımları ile hep yanımda olan eşime de teşekkürlerimi sunarım.

İÇİNDEKİLER

ÖZ.....	iii
ABSTRACT	iv
ÖNSÖZ.....	v
TABLolar LİSTESİ	ix
GRAFİKLER LİSTESİ	xi
ŞEKİLLER LİSTESİ.....	xii
KISALTMALAR	xiii
GİRİŞ.....	1

BİRİNCİ BÖLÜM

EKONOMİK KRİZ VE PARA POLİTİKASI

1.1. Ekonomik Kriz	3
1.1.1. Ekonomik Kriz Kavramı	3
1.1.2. Ekonomik Kriz Türleri	5
1.1.3. Finansal Krizlerin Nedenleri	8
1.1.3.1. Bankacılık Sistemindeki Sorunlar	9
1.1.3.2. Faiz Oranlarındaki Artışlar	9
1.1.3.3. Belirsizliklerin Artması	10
1.1.3.4. Finansal Olmayan Şirket Bilançolarının Bozulması	10
1.1.4. Ekonomik Krizlerin Kapsamı.....	11
1.1.4.1. Ulusal Ekonomik Kriz	11
1.1.4.2. Bölgesel Ekonomik Kriz	12
1.1.4.3. Küresel Ekonomik Kriz	12
1.1.5. Ekonomik Kriz Modelleri.....	12
1.1.5.1. Birinci Nesil Kriz Modelleri.....	12
1.1.5.2. İkinci Nesil Kriz Modelleri.....	14
1.1.5.3. Üçüncü Nesil Kriz Modelleri	16
1.2. Para Politikası.....	18
1.2.1. Para Politikası Amaçları	18

1.2.1.1. Fiyat İstikrarı	18
1.2.1.2. Yüksek İstihdam	19
1.2.1.3. Ekonomik Büyüme	19
1.2.1.4. Finansal Piyasalarda İstikrar	20
1.2.1.5. Faiz Oranı İstikrarı	20
1.2.1.6. Döviz Piyasalarında İstikrar	21
1.2.2. Para Politikası Araçları	21
1.2.2.1. Açık Piyasa İşlemleri	21
1.2.2.2. Reeskont Politikaları	22
1.2.2.3. Zorunlu Karşılıklar Politikası	22
1.2.3. Para Politikası Aktarım Mekanizmaları	23
1.2.3.1. Faiz Kanalı	24
1.2.3.2. Varlık Fiyatları Kanalı	24
1.2.3.3. Kredi Kanalı	25
1.2.3.4. Döviz Kuru Kanalı	26
1.2.3.5. Beklenti Kanalı	26
1.3. Kriz ve Para Politikasının Etkinliği	27

İKİNCİ BÖLÜM

2008 KÜRESEL FİNANS KRİZİ VE TÜRKİYE EKONOMİSİNE ETKİLERİ

2.1. Krizin Nedenleri	32
2.1.1. Mortgage Kredilerinin Kompozisyonun Değişmesi	36
2.1.2. Menkul Kıymetleştirme	38
2.1.3. Şeffaflık Eksikliği	39
2.1.4. Derecelendirme Kuruluşlarının Hataları	40
2.1.5. Düzenleyici ve Denetleyici Kuruluşların Hataları ve Yapısal Sorunları	41
2.2. Krizin Ortaya Çıkışı ve Kriz Süreci	43
2.2.1. Konut Balonunun Oluşumu	43
2.2.2. Konut Balonunun Patlaması	47
2.2.3. Kriz Süreci ve Krizin Küreselleşmesi	50
2.3. Krizin Türkiye Ekonomisine Etkileri	54

2.3.1. Krizin Makroekonomik Göstergeler Üzerindeki Etkisi	55
2.3.1.1. Büyüme Oranları Üzerindeki Etkisi	55
2.3.1.2. İşgücü Piyasası Üzerindeki Etkisi	57
2.3.1.3. Dış Ticaret Üzerindeki Etkisi	60
2.3.1.4. Enflasyon Üzerindeki Etkisi	61
2.3.1.5. İmalat Sanayi Kapasite Kullanım Oranı Üzerindeki Etkisi	63
2.3.1.6. Reel Kesim ve Tüketici Güven Endeksi Üzerindeki Etkisi	64
2.3.1.7. Borsa Üzerindeki Etkisi	66
2.3.1.8. İç ve Dış Borç Stoku Üzerindeki Etkisi	68

ÜÇÜNCÜ BÖLÜM

2008 KÜRESEL KRİZ SONRASI TÜRKİYE’DE YENİ PARA POLİTİKASI STRATEJİSİ UYGULAMALARI VE SONUÇLARI

3.1. Geleneksel Para Politikası Stratejisi	71
3.1.1. Geleneksel Para Politikası Stratejisinin Amaç ve Araçları	73
3.1.2. Geleneksel Para Politikası Uygulamaları ve Sonuçları (2006-2010)	76
3.1.2.1. 2006 Yılı Para Politikası	78
3.1.2.2. 2007 Yılı Para Politikası	83
3.1.2.3. 2008 Yılı Para Politikası	86
3.1.2.4. 2009 Yılı Para Politikası	91
3.1.2.5. 2010 Yılı Para Politikası	95
3.2. Yeni Para Politikası Stratejisi	101
3.2.1. Yeni Para Politikası Stratejisinin Amaç ve Araçları	102
3.2.2. Yeni Para Politikası Uygulamaları ve Sonuçları	111
3.2.2.1. 2011 Yılı Para Politikası	111
3.2.2.2. 2012 Yılı Para Politikası	120
3.2.2.3. 2013 Yılı Para Politikası	126
3.2.2.4. 2014 Yılı Para Politikası	132
3.2.2.5. 2015 Yılı (Ocak-Nisan) Para Politikası	136
SONUÇ	140
KAYNAKÇA	143

TABLÖLAR LİSTESİ

Tablo 1: Ödeme Yeteneğine Göre Mortgage Kredileri: 2001 - 2007.....	36
Tablo 2: Mortgage İpoteklerine Dayalı Olarak İhraç Edilen Menkul Kıymetler .	38
Tablo 3: Konut Satın Alımı İçin Kullanılan Subprime Krediler	46
Tablo 4: ABD’deki 12 Büyük Finans Kuruluşunun Haziran 2008 Zararları	50
Tablo 5: Bazı Finansal Kuruluş İflasları 2008-2009	52
Tablo 6: Seçilmiş Bazı Borsaların Aralık 2007 – Aralık 2008 Dönemi Değer Kayıpları	53
Tablo 7: GSYİH Büyüme Oranları (1998 fiyatlarıyla)	56
Tablo 8: Yıllar İtibariyle Türkiye İşgücü Piyasası Verileri (2002-2013)	59
Tablo 9: Türkiye’nin Dış Ticaret Verileri	61
Tablo 10: Enflasyon (TÜFE) Verileri	62
Tablo 11: İmalat Sanayi Kapasite Kullanım Oranları (%)	64
Tablo 12: Tüketici Güven Endeksi	66
Tablo 13: BIST 100 Endeks Verileri, Ay Sonu Kapanış Fiyatlarına Göre (Ocak, 1986=100)	67
Tablo 14: İç Borç Stokunda Yıllara Göre Değişimler (Milyar TL)	68
Tablo 15: Brüt Dış Borç Stoku (Milyar \$)	69
Tablo 16: Hedefle Tutarlı Patika, Yılsonu Enflasyon Hedefleri ve Belirsizlik Aralığı (2006-2008).....	79
Tablo 17: Hedefle Tutarlı Patika, Yılsonu Enflasyon Hedefleri ve Belirsizlik Aralığı (2007-2009)	83
Tablo 18: Hedefle Tutarlı Patika, Yılsonu Enflasyon Hedefleri ve Belirsizlik Aralığı (2008-2010)	86
Tablo 19: Hedefle Tutarlı Patika, Yılsonu Enflasyon Hedefleri ve Belirsizlik Aralığı (2009-2011)	91
Tablo 20: 2009 Yılı Politika Faiz Oranları Değişikliğine İlişkin Kararlar (%)	92
Tablo 21: Hedefle Tutarlı Patika, Yılsonu Enflasyon Hedefleri ve Belirsizlik Aralığı (2010-2012)	95
Tablo 22: Yeni Para Politikası Çerçevesi	102
Tablo 23: Hedefle Tutarlı Patika, Yılsonu Enflasyon Hedefleri ve Belirsizlik Aralığı (2011-2013).....	111
Tablo 24: Türk Lirası Zorunlu Karşılıklara İlişkin Değişiklikler.....	113

Tablo 25: 2011 Yılında Toplam Kredilerin Gelişimi	118
Tablo 26: Hedefle Tutarlı Patika, Yılsonu Enflasyon Hedefleri ve Belirsizlik Aralığı (2012-2014).....	120
Tablo 27: 2012 Yılındaki Rezerv Opsiyon Oranlarına İlişkin Değişiklikler	122
Tablo 28: 2012 Yılında Toplam Kredilerin Gelişimi	125
Tablo 29: Hedefle Tutarlı Patika, Yılsonu Enflasyon Hedefleri ve Belirsizlik Aralığı (2013-2015)	126
Tablo 30: 2013 Yılı Para Politikası Kurulu Faiz Kararları	127
Tablo 31: Türk Lirası Zorunlu Karşılıklara İlişkin Değişiklikler	128
Tablo 32: 2013 Yılında Toplam Kredilerin Gelişimi	131
Tablo 33: Hedefle Tutarlı Patika, Yılsonu Enflasyon Hedefleri ve Belirsizlik Aralığı (2014-2016)	132
Tablo 34: 2014 Yılında Toplam Kredilerin Gelişimi	136
Tablo 35: Yabancı Para Zorunlu Karşılık Oranlarına İlişkin Değişiklik	137
Tablo 36: 2015 Yılı Enflasyon Verileri	138

GRAFİKLER LİSTESİ

Grafik 1: ABD’de Konut Fiyatlarının Değişim oranı (1978:Q1-2009:Q3)	45
Grafik 2: FED Yıl Sonu Faiz Oranları	48
Grafik 3: Reel Kesim Güven Endeksi	65
Grafik 4: 2002-2005 Dönemi Enflasyon Hedefleri ve Gerçekleşmeleri (%).....	77
Grafik 5: 2006 Yılı Enflasyon Gerçekleşmeleri ve 12 Ay Sonrası Yıllık TÜFE Beklentisi (%).....	81
Grafik 6: 2007 Yılı Enflasyon Gerçekleşmeleri (%).....	85
Grafik 7: 2008 Yılı Enflasyon Gerçekleşmeleri ve 12 Ay Sonrası Yıllık TÜFE Beklentisi (%).....	89
Grafik 8: 2009 Yılı Enflasyon Gerçekleşmeleri ve 12 Ay Sonrası Yıllık TÜFE Beklentisi(%).....	94
Grafik 9: 2010 Yılı Enflasyon Gerçekleşmeleri ve 12 Ay Sonrası Yıllık TÜFE Beklentisi(%).....	100
Grafik 10 Cari Açığın Temel Finansman Kaynakları	110
Grafik 11: 2011 Yılı Enflasyon Gerçekleşmeleri ve 12 Ay Sonrası Yıllık TÜFE Beklentisi (%).....	115
Grafik 12: Kredi Faiz Oranları (Yıllıklandırılmış Yüzde, Akım Veri, 4-Haftalık Hareketli Ortalama)	117
Grafik 13: 2010-2011 Yılı TÜFE Bazlı Reel Efektif Döviz Kuru (2003=100) ..	119
Grafik 14: 2012 Yılı Enflasyon Gerçekleşmeleri ve 12 Ay Sonrası Yıllık TÜFE Beklentisi (%).....	123
Grafik 15: 2010-2012 Yılı TÜFE Bazlı Reel Efektif Döviz Kuru (2003=100) ..	125
Grafik 16: 2013 Yılı Enflasyon Gerçekleşmeleri ve 12 Ay Sonrası Yıllık TÜFE Beklentisi (%).....	129
Grafik 17: 2013 Yılı TÜFE Bazlı Reel Efektif Döviz Kuru (2003=100)	131
Grafik 18: 2014 Yılı Enflasyon Gerçekleşmeleri ve 12 Ay Sonrası Yıllık TÜFE Beklentisi (%).....	134
Grafik 19: 2014 Yılı TÜFE Bazlı Reel Efektif Döviz Kuru (2003=100)	135

ŞEKİLLER LİSTESİ

Şekil 1: Ekonomik Krizlerin Sınıflandırılması	6
Şekil 2: Para ve Mal Piyasalarında Eş Anlı Denge	28
Şekil 3: Finansal Kriz ve IS-LM Modeli	29
Şekil 4: Mortgage Piyasalar Arası İşlemler	34
Şekil 5: Parasal Aktarım Mekanizması	75
Şekil 6: Yeni Para Politikası Çerçevesinde Parasal Aktarım Mekanizması	106
Şekil 7: Finansal İstikrarın Korunmasına İlişkin Çerçeve	108

KISALTMALAR

AB	: Avrupa Birliği
ABD	: Amerika Birleşik Devletleri
A.e.	: Aynı eser
A.g.e.	: Adı geçen eser
BDDK	: Bankacılık Düzenleme ve Denetleme Kurumu
BIST	: Borsa İstanbul
Bs.	: Basım
Bsk.	: Baskı
C.	: Cilt
CDS	: Kredi Riski Swapları
CDO	: Teminatlı Borç Yükümlölükleri
Çev.	: Çeviren
DPT	: Devlet Planlama Teşkilatı
Ed.	: Editör
e.t.	: Erişim tarihi
FED	: Federal Reserve (ABD'nin Merkez Bankası)
GSMH	: Gayri Safı Milli Hasıla
GSYİH	: Gayri Safı Yurtiçi Hasıla
IMF	: International Monetary Fund (Uluslararası Para Fonu)
MBS	: Mortgage-Backed Securities (Mortgage'a Dayalı Finansal Ürünler)
ÖTV	: Özel Tüketim Vergisi
REK	: Reel Efektif Döviz Kuru Endeksi
RKGE	: Reel Kesim Güven Endeksi
S.	: Sayı
s.	: Sayfa/sayfalar
SEC	: Securities and Exchange Commission (ABD Sermaye Piyasası Kurulu)
SERPAM	: Sermaye Piyasaları Araştırma ve Uygulama Merkezi
TCMB	: Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası
TEPAV	: Türkiye Ekonomi Politikaları Araştırma Vakfı

TİM	: Türkiye İhracatçılar Meclisi
TL	: Türk Lirası
TÜFE	: Tüketici Fiyatları Endeksi
TÜİK	: Türkiye İstatistik Kurumu
v.d.	: Çok yazarlı eserlerde ilk yazardan sonrakiler

GİRİŞ

Kavramsal olarak birçok kriz tanımı yapılmıştır. Bunlara göre genellikle kriz beklenmeyen, aniden meydana gelen, toplum veya kurumların işlerini sıkıntıya sokan güç durum olarak ifade edilebilir. Krizin bir alt türü olan ekonomik kriz ise, iktisadi faaliyetlerde kabul edilebilir seviyenin dışında gerçekleşen dalgalanmalar olarak ifade edilebilir. Ayrıca ekonomik krizler etki alanlarına göre farklı şekillerde ifade edilmektedirler. Bir ülkede ortaya çıkarak dünyadaki tüm ülkeleri doğrudan veya çeşitli kanallardan etkileyen krizlere, küresel ekonomik kriz denilmektedir. 2007 yılı ortalarında ABD’de başlayan ekonomik kriz ise tüm ekonomiler üzerinde etkileri olduğundan küresel boyutta bir krizdir.

2008 küresel ekonomik krizinin altında birçok neden yatmaktadır. Bunların en başında ABD’deki düşük faiz politikasının tetiklediği mortgage kredilerinin özensiz bir şekilde verilmesi sonucu oluşan konut balonu ve bu kredilere dayalı çıkarılan menkul kıymetler vardır. Bu durumun daha fazla sürdürülememesi ise krizin patlak vermesine neden olarak birçok finans kuruluşunun iflas veya önemli ölçüde zarar etmesine neden olmuştur. Daha sonra ise diğer ülkelere sirayet eden kriz, küresel bir boyut kazanmıştır.

Krizin Türkiye’ye etkisi ise ticaret, finansman ve beklenti kanallarından olmuştur. Bu süreçte birçok ekonomik gösterge bozulmuştur. Özellikle krizin etkilerinin bariz bir şekilde hissedildiği 2009 yılında; büyüme oranı negatif değer alırken, işsizlik oranı % 14’e kadar yükselmiştir.

Krizin olumsuz etkilerine karşı ise, başta ABD ve gelişmiş diğer ülkeler olmak üzere, hemen hemen ülkelerin tamamı önlem almaya çalışmıştır. Bu çerçevede gelişmiş ülkeler, ekonomilerini yeniden canlandırmak için piyasaya bol miktarda likidite vermişlerdir. Bu bol likidite ise faizlerin görece yüksek olduğu gelişmekte olan ülkelere gitmiş ve gelişmekte olan ülkelere kredi genişlemesine ve ulusal para biriminin aşırı değerlenmesine yol açarak finansal istikrarda zarara yol açmıştır. Bunun sonucunda ise gelişmekte olan ülkelerin merkez bankaları bu durumu gözeterek yeni politika arayışları içine girmişlerdir.

Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası ise 2006 yılından itibaren açık olarak uyguladığı enflasyon hedeflemesi rejimi kapsamında temel hedefi fiyat istikrarıyken, 2010 yılından itibaren finansal istikrarı da gözeten yeni bir stratejiyi aşamalı olarak uygulamaya koymuştur. Bu stratejiyle birlikte her iki amaca da ulaşabilmek için politika faizinin yanı sıra başka politika araçlarını da kullanmaya başlamıştır.

Bu yeni stratejiyi değerlendirme amacıyla yaptığımız bu çalışmada öncelikle birinci bölümde kriz kavramı, ekonomik kriz türleri ve modelleri, finansal krizlerin nedenleri, para politikası amaçları ve araçları, parasal aktarım mekanizması gibi başlıklar altında genel çerçeve oluşturulmaya çalışılmaktadır.

İkinci bölümde ise öncelikle 2008 Küresel Ekonomik Krizin nedenleri açıklanmaktadır. Bu açıklama yapılırken de krizin nedenlerinin iyi anlaşılabilmesi için önce mortgage sistemi anlatılmaktadır. Daha sonra ise krizin ortaya çıkışı ve kriz süreci, krizin küreselleşmesi ve Türkiye ekonomisine etkileri incelenmektedir.

Üçüncü ve çalışmanın son bölümünde ise TCMB'nin kriz sonrası uyguladığı yeni para politikası stratejisi değerlendirilmeye çalışılmaktadır. Ancak yeni stratejinin iyi değerlendirilebilmesi için öncelikle kriz öncesi uygulanmaya başlanılan ve temel para politikası hedefinin fiyat istikrarı olduğu geleneksel para politikası stratejisi incelenmektedir.

BİRİNCİ BÖLÜM

EKONOMİK KRİZ VE PARA POLİTİKASI

Kapitalist ekonomik sistemde çeşitli ülkelerde, çeşitli aralıklarla yaşanan ekonomik krizler ve bu dönemlerde uygulanan para politikaları 2008 Küresel Krizi'yle birlikte ekonomistler, akademisyenler ve diğer ilgili çevreler tarafından yeniden en önemli tartışma konusu olmuştur.

Bu bölümde ilk olarak, ülkelerde derin tahribatlara yol açan, ülkeleri sosyal, siyasi ve ekonomik açılardan etkileyen ekonomik kriz hakkında genel bilgiler verilecektir. Daha sonra ise para politikası genel hatlarıyla incelenecektir.

1.1. EKONOMİK KRİZ

1.1.1. EKONOMİK KRİZ KAVRAMI

Kriz sözcüğü etimolojik köken olarak Latince ve Yunanca'ya dayanmaktadır. Yunanca' da "krinein" kökünden gelen "krisis" sözcüğünün anlamı karar vermedir. "Kriz, özellikle aniden ortaya çıkan bir hastalık belirtisi olarak tıbbi bilimlerde yaygın bir kullanıma sahiptir. Sosyal bilimlerde ise aniden meydana gelen kötüye gidiş, büyük sıkıntı, buhran, bunalım manalarına gelmektedir."¹

Türk Dil Kurumu'nun sözlüğünde ise kriz, "bir şeyin çok kıt bulunması", "çöküntü", "bir ülkede veya ülkeler arasında, toplumun veya bir kuruluşun yaşamında görülen güç dönem" şeklinde tanımlanmaktadır.²

Rosenthal ve Kouzmın (1997)'a göre ise kriz, "Temel yapıların, normların ve değerlerin beklenmedik gelişmeler sonucu olumsuz yönde etkilenme durumlarıdır."³

¹ Coşkun Can Aktan, Hüseyin Şen, "Ekonomik Kriz: Nedenler ve Çözüm Önerileri", **Yeni Türkiye Dergisi Ekonomik Kriz Özel Sayısı II**, S. 42, 2002, s.1225.

² Türk Dil Kurumu, (çevrimiçi) <http://www.tdk.gov.tr/> e.t. 15.11.2013.

³ Burhan Aykaç, "Kamu Yönetiminde Kriz ve Kriz Yönetimi", **Gazi Üniversitesi İ.İ.B.F. Dergisi**, 2001, s. 125.

Hermann (1972) ise krizi, karar vericilerin yüksek öncelikli hedeflerini tehdit eden, karar vermeden önce tepki için mevcut süreyi kısıtlayan ve karar vericileri şaşırtan bir durum olarak ifade etmektedir.⁴

Önder (2001) ise krizi, “genel anlamda finansal bir süreçte ani dönüşüm noktası, ekonomi ve politika alanında istikrarsız ve tehlikeli durum veya durumları ifade eden güç dönem” olarak tanımlamaktadır.⁵

İktisat literatüründe ise kriz, genel olarak, iktisadi konjonktürün birçok iktisadi faaliyette eş anlı olarak gözlenen genişlemeler aşamasından sonra iktisadi faaliyetlerdeki daralma ve bunalım aşaması olarak ifade edilmektedir.

Coşkun ve Şen’e göre iktisadi kriz ise, önceden bilinemeyen ya da tahmin edilemeyen bazı gelişmelerin mikro düzeyde firmaları, makro düzeyde ise devleti derinden etkileyebilecek sonuçlar ortaya çıkarması anlamına gelmektedir.⁶

Diğer taraftan Edward ve Santanella (2001)’ye göre ise krizler, paranın değerinde gözlenen belirgin bir düşüşe bağlıdır.⁷

Eroğlu ve Albeni (2002)’e göre ekonomik kriz, konjonktürel dalgalanma devrelerinin gerileme ve daralma dönemlerinde üretimin daralması olarak nitelendirilmektedir.⁸

Bir başka tanıma göre ekonomik krizler; “herhangi bir mal, hizmet, üretim faktörü veya döviz piyasasındaki fiyat ve/veya miktarlarda kabul edilebilir bir değişme sınırının ötesinde gerçekleşen dalgalanmalar olarak tanımlanabilir.”⁹

⁴ Charles F. Hermann, **International Crises; Insights From Behavioral Research**, New York: Free Press, 1972, s. 13.

⁵ İzzettin Önder, “Ekonomik Kriz”, **Yeni Türkiye Ekonomik Kriz Özel Sayısı I**, 7(41), 2001, s. 45–46.

⁶ Coşkun Can Aktan, Hüseyin Şen, **A.g.e.**, s. 1225.

⁷ S. Edwards, “Does the Current Account Matter?”, **National Bureau of Economic Research Working Papers**, No:8275, 2001, s. 29.

⁸ Ö. Eroğlu, M. Albeni, **Küreselleşme, Ekonomik Krizler ve Türkiye**, Bilim Kitabevi Yayınları, Isparta, 2002, s. 94.

⁹ Aykut Kibritçioglu, “Türkiye’deki Ekonomik Krizler ve Hükümetler, 1969 – 2001”, **Yeni Türkiye Dergisi Ekonomik Kriz Özel Sayısı I**, 2001, s.174.

Ekonomik krizlerin özellikleri genel olarak Abay ve Türkekul (2009)'a göre;¹⁰

- ❖ Önceden tahmin edilemeyen ya da bilinmeyen bir anda ortaya çıkması,
- ❖ Kişiler ve firmalar için hem bir tehlike ve tehdit oluşturması hem de yeni fırsatlar yaratması,
- ❖ Kısa ya da uzun süreli olması,
- ❖ Bir bulaşıcı hastalık gibi yayılma etkisi göstermesi,

şeklinde sıralanabilir.

1.1.2. EKONOMİK KRİZ TÜRLERİ

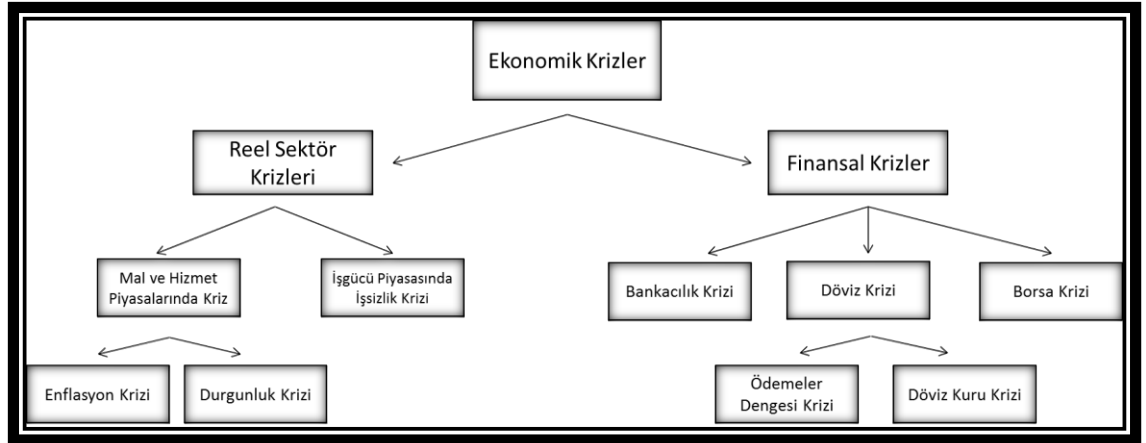
Etkiledikleri sektörler açısından ekonomik krizler, reel sektör krizleri ve finansal sektör krizleri olmak üzere genel olarak sınıflandırılabilir (Şekil 1). “Reel krizler, üretimde ve/veya istihdamda önemli daralmalar şeklinde ortaya çıkarlar. Finansal krizler ise ekonominin reel kesimi üzerinde tahrip edici etkiler yaratabilen ve piyasaların etkin işleyiş gücünü bozan finansal piyasa çöküşleridir.”¹¹ Ekonomik krizler, reel sektör kaynaklı olabileceği gibi, doğrudan doğruya finansal sektörden de kaynaklanabilmektedir¹².

Ekonomik krizler Kibritçioğlu (2001)'e göre aşağıdaki gibi sınıflandırılmaktadır;

¹⁰ Canan Abay, Berna Türkekul, E.Ü. Ziraat Fakültesi Tarım Ekonomisi Bölümü, Şubat 2009, (çevrimiçi) <http://kisi.deu.edu.tr/sedef.akgungor/Ag%20Econ/Abay-Turkekul.pdf> e.t. 20.06.2014, s. 2.

¹¹ Güven Delice, “Finansal Krizler: Teorik Ve Tarihsel Bir Perspektif”, **Erciyes Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi**, S. 20, Ocak-Haziran 2003, s.58.

¹² Seyhun Doğan, “Küreselleşme, Finansal Kriz Olgusu ve İstikrar”, **Güncel Ekonomik Sorunlar: Global Kriz**, Ed. Sadi Uzunoglu, Literatür Yayınları, 2009, s. 24.



Şekil 1: Ekonomik Krizlerin Sınıflandırılması

Kaynak: Aykut Kibritçiöğlu, ‘‘Türkiye’deki Ekonomik Krizler ve Hükümetler, 1969 – 2001’’, **Yeni Türkiye Dergisi Ekonomik Kriz Özel Sayısı I**, 2001, s. 175.

Şekil 1’e göre; Reel sektör krizleri, mal ve hizmet piyasalarında kriz ve işgücü piyasasında işsizlik krizi olarak ikiye ayrılırken, mal ve hizmet piyasalarında kriz ise enflasyon krizi ve durgunluk krizi olarak ikiye ayrılabilir.

Mal ve hizmet piyasalarında kriz, mal ve hizmet piyasalarında durgunluk ve enflasyon nedeniyle üretimin önemli ölçüde azalması olarak ifade edebiliriz. Eğer bu azalış mal ve hizmet piyasasındaki genel fiyat düzeylerindeki sürekli artıştan yani enflasyondan kaynaklanıyorsa *enflasyon krizi*, ekonomideki mal ve hizmetlere yönelik toplam talebin azalmasından kaynaklanıyorsa *durgunluk krizi* olarak ifade edebiliriz.¹³

İşgücü piyasasında işsizlik krizi, ekonomideki işsizlik oranlarının kabul edilebilir seviyenin üzerinde gerçekleşmesi durumu olarak tanımlayabiliriz.

Şekil 1’e göre finansal krizler ise, bankacılık krizi, döviz krizi ve borsa krizi olmak üzere üçe ayrılırken, döviz krizi de ödemeler dengesi krizi ve döviz kuru krizi olarak kendi içinde ikiye ayrılmaktadır.

¹³ Aykut Kibritçiöğlu, **a.g.e.**, s. 174-175.

Mishkin (1996)'a göre, “Bir finansal kriz, ters seçim (adverse selection)¹⁴ ve ahlaki tehlike (moral hazard)¹⁵ sorunlarının daha kötü hale gelmesi ve böylece finansal piyasalarda, en verimli yatırım fırsatlarına sahip olan ekonomik birimlere kanallı edilen fonların etkinliğini kaybetmesi sonucu ortaya çıkan doğrusal olmayan bir bozulmadır”.¹⁶

Bir başka tanıma göre ise “finansal krizler, finansal piyasalarda aktif fiyatlarında büyük düşüşlerin yaşandığı ve finansal ve finansal olmayan birçok firmanın iflas ettiğı büyük rahatsızlıklardır.” Krizlerde finansal aktiflerin fiyatları hızlı bir şekilde düşer. Bunun üzerine iktisadi ajanlar paniğe kapılarak ellerinde bulundurdıkları finansal aktifleri satar ve daha güvenli olduğuna inandıkları aktifleri alırlar. Bu durum karşısında finansal kuruluşlar fonksiyonlarını yerine getiremezler, iktisadi faaliyetler düşer ve bir durgunluk başlar.¹⁷

Bankacılık krizi, “Ticari bankaların borçlarının vadesinin uzatılamaması veya vadesiz mevduatlardaki ani bir çekme talebini karşılayamamaları çerçevesinde likidite sıkıntısına düşmeleri ve arkasından iflas etmeleri durumunu ifade eder.”¹⁸

Döviz krizi, bilhassa sabit döviz kuru sisteminin geçerli olduğu ekonomilerde yerli para cinsinden elde tutulan aktiflerin, spekülative saldırı sonucu yabancı para cinsinden olan aktiflere dönüştürülmesiyle merkez bankasının rezervlerinin tükenmesi sonucu ortaya çıkan krize döviz krizi veya para krizi denir.¹⁹

¹⁴ “Ters seçim: Ekonomik ilişki kurulmadan önce karşı tarafın bilgi eksikliğinden yararlanılarak davranılmasını ifade etmektedir.” (Kaynak:TCMB)

¹⁵ “Ahlaki tehlike: Karşı tarafın bilgi eksikliğinden yararlanılarak kurulan ekonomik ilişkinin şartlarının yerine getirilmesinden kaçınılmasını veya normalin üzerinde risk alınmasını ifade eder.” (Kaynak:TCMB)

¹⁶ F. S. Mishkin (1996), “Understanding Financial Crises: A Developing Country Perspective”, **National Bureau Of Economic Research (NBER)**, Working Paper 5600, Cambridge, Mayıs 1996, s. 17.

¹⁷ M. Hanifi Aslan,, **Makro İktisat Politikası**, Bursa, Alfa Aktüel Yayınları, 2008, s. 227.

¹⁸ Güven Delice, **a.g.e.**, s. 61.

¹⁹ **A.e.**, s. 59.

1999 Brezilya Krizi bir döviz kriziyken, 2001 yılında Türkiye’de yaşanan kriz ise döviz krizi ve bankacılık krizlerinin bir kombinasyonu olarak ortaya çıkmıştır.²⁰

Sabit döviz kuru sisteminin geçerli olduğu ekonomilerde ortaya çıkan döviz kuru krizinde dikkat döviz rezervi azalmalarına çekilerek *ödemeler dengesi krizi*, esnek döviz kuru sisteminin geçerli olduğu ekonomilerde ise dikkat kur değişimlerine çekilerek *döviz kuru krizi* olarak adlandırılabilir.²¹

Son olarak *borsa krizi* ise, menkul kıymetler borsasında işlem gören hisse senetleri fiyatlarındaki aşırı fiyat azalışları borsa krizi olarak adlandırılabilir. Ulusal ya da uluslararası makroekonomik göstergelerde bir sorundan dolayı yatırımcıların risk algısı artarsa, yatırımcılar borsada değerlendirdikleri tasarruflarını daha güvenli olduğuna inandıkları alanlara çekmeye başlarlar. Borsada yatırım yapanların çoğunun bu şekilde davranmaya başlamasıyla da borsa krizi başlar.²²

1.1.3. FİNANSAL KRİZLERİN NEDENLERİ

Finansal sektör krizlerine yol açan birçok faktör bulunmaktadır. Mishkin (1999) finansal krizlere sebep olan dört önemli faktör üzerinde durmaktadır. Bunlar;²³

- 1- Bankacılık sistemindeki sorunlar,
- 2- Faiz oranlarındaki artışlar,
- 3- Belirsizliklerin artması,
- 4- Varlık fiyatlarındaki değişimler nedeniyle finansal olmayan şirket bilançolarının (nonfinancial balance sheets) bozulması.

²⁰ Saruhan Özel, **Gelişmekte Olan Ülkeler ve Finansal Krizler**, İstanbul, Deniz Kültür Yayınları No:3, 2005, s. 21.

²¹ Aykut Kibritçioğlu, **a.g.e.**, s. 175.

²² Savaş Durmuş, “Türkiye’de 2000’den Sonra Yaşanan Ekonomik Krizler Ve Kriz Döneminde Tüketicilerin İktisadi Davranışları”, (Basılmamış Doktora Tezi), **Celal Bayar Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü**, Manisa, 2011, s. 16.

²³F. S. Mishkin (1999), “Global Financial Instability: Framework, Events, Issues”, **Journal of Economic Perspectives**, 13(4), 1999, s. 6-9.

1.1.3.1. Bankacılık Sistemindeki Sorunlar

Bankaların en önemli fonksiyonu, finansal sistem içindeki tasarruf edilen fonları toplayıp, fon ihtiyacı olanlara transfer etmesidir. Ekonomi için üretken yatırımları kolaylaştırmadaki bu fonksiyonlarından dolayı bankaların finansal sistem içerisinde önemli yerleri vardır.

Bankaların bilançolarının durumu kredilendirmede önemlidir. Eğer bilançoları kötüleşir ve bu nedenle öz sermayelerinde bir azalma olursa kredi verebilecek çok az kaynakları kalır. Böylece krediler ve dolayısıyla yatırımlar azalır ve ekonomik faaliyetler daralır. Bilançolarındaki kötüleşme yeterince büyük olduğunda da bankalar iflas etmeye başlarlar ve bir banka paniğinin ortaya çıkmasıyla da çok sayıda banka iflas edebilir. Burada sorunun kaynağı *asimetrik enformasyondur*²⁴. Bir panik anında, mevduat sigortası da yoksa mevduatların güvenliğinden endişe eden ve bankaların risk durumlarını bilmeyen mevduat sahipleri paralarını bankaların ödeyemeyeceği seviyeye kadar çekerler. Banka kredilerinde bir azalma meydana gelir, faiz oranları yükselir. Kredi piyasalarında *ahlaki risk* ve *tersine seçim* sorunları artar, krediler daha da fazla azalır. Bu da yatırımların azalması ve ekonomik faaliyetlerin daralması demektir.²⁵

1.1.3.2. Faiz Oranlarındaki Artışlar

Faiz oranlarının yükselmesi, finansal krizlerin önde gelen nedenlerinden biridir. Riski yüksek yatırım yapan yatırımcılar daha fazla faiz ödemeye hazır kimselerdir. Faiz oranlarının herhangi bir nedenle artması durumunda, kredi riskleri iyi olan yatırımcılar kredi almak istemezler. Diğer taraftan kredi riski bakımından zayıf olan yatırımcılar ödünç almaya hazır olmaya devam ederler. Böyle bir durumda finansal kurumlar ise riski yüksek olan yatırımcılara ödünç vermek zorunda kalabilirler. Bu, tersine seçim sorununun artması demektir ve kredilerin azalmasına

²⁴ “Asimetrik enformasyon: Ekonomik bir ilişkide taraflardan birinin diğerine göre daha iyi veya daha fazla bilgi sahibi olduğu durumu ifade eder.” (Kaynak: TCMB)

²⁵ Hanifi Aslan, *a.g.e.*, 229-230.

yol açacaktır. Kredilerin önemli ölçüde azalması ise yatırımların ve ekonomik faaliyetlerin ciddi şekilde azalması demektir.²⁶

1.1.3.3. Belirsizliklerin Artması

Finansal veya finansal olmayan bir kurumda ortaya çıkan bir aksaklık, bir ekonomik durgunluk, siyasi istikrarsızlık veya borsadaki bir çöküş nedeniyle finansal piyasalardaki belirsizliğin dramatik bir şekilde artması, iyi kredi koşullarına sahip müşterileri kötü kredi koşullarına sahip müşterilerden ayırt edilmesini zorlaştırır. Bu artış, finansal piyasalardaki tersine seçim sorununun çözümünü zorlaştırır. Bu ise, kredi verme arzusunu azaltarak yatırımlarda ve dolayısıyla toplam ekonomik faaliyette bir azalmaya neden olur.²⁷

1.1.3.4. Finansal Olmayan Şirket Bilançolarının Bozulması

Hisse senedi piyasasındaki önemli bir düşüş, firmaların bilançolarında ciddi bozulmaya neden olarak bir finansal krizin oluşmasına neden olabilir. Hisse senedi fiyatlarının düşmesi, şirketlerin öz sermayelerinin azalmasına neden olur. Bu da tersine seçim ve ahlaki risk sorunlarını artırarak kredi veren bankaların daha az kredi vermelerine yol açar. Çünkü öz sermayenin düşük olması, ödünç verenler için daha az koruma demektir. Kredi hacmindeki gerileme ise yatırımların azalmasına neden olarak ekonomik faaliyetleri azaltır.²⁸

Gelişmekte olan ülkelerde, şirketlerin bilançolarının bozulmasının bir diğer nedeni de firma, banka ve hükümetlerin borçlarının döviz cinsinden olmasıdır. Çünkü döviz kurunda beklenmeyen bir artış, diğer bir deyişle yerli paranın değerinde beklenmeyen bir azalış, bu kurumların yerli para cinsinden borç yüklerini artıracaktır. Gelirleri de tipik bir şekilde yerli para cinsinden olduğundan, firmaların öz sermayeleri azalacaktır. Bu da tersine seçim ve ahlaki risk sorunlarında artışa neden olduğundan, yatırımları ve ekonomik faaliyetleri azaltır.²⁹

²⁶ A.e., s. 228.

²⁷ F. S. Mishkin (1996), a.g.e., s. 19.

²⁸ Hanifi Aslan, a.g.e., s. 228.

²⁹ A.e., s. 229.

Faiz oranlarındaki artış tersine seçim sorunlarını artırmasının yanında, firma ve hane halklarının bilançolarını da etkiler. Şöyle ki; faiz oranındaki artış, hane halkı ve firmaların faiz ödemelerini artırır, bu da firmalara yönelik nakit gelirler – nakit harcamalar farkı olan nakit akımını azaltır. Bu ise hane halkı ve firmaların bilançolarında likiditelerin azalması şeklinde bir kötüleşme demektir. Kredi veren kuruluşların, hane halkı ve firmaların kredi ödemelerini yapıp yapamayacaklarını bilmeleri zorlaşır. Yani, tersine seçim ve ahlaki risk sorunları artmıştır. Sonuç olarak krediler ve dolayısıyla yatırımlar azalmış, ekonomik faaliyetler düşmüştür. Bu durum, faiz oranlarında ciddi bir artışın finansal krizlere yol açan önemli bir faktör olmasının başka bir nedenidir.³⁰

1.1.4. EKONOMİK KRİZLERİN KAPSAMI

Ekonomik krizler kapsadıkları etki alanlarına, diğer bir ifadeyle yayılma durumlarına göre;

- ✓ Ulusal Ekonomik Kriz
- ✓ Bölgesel Ekonomik Kriz
- ✓ Küresel Ekonomik Kriz

olarak sınıflandırılmaktadır.³¹

1.1.4.1 Ulusal Ekonomik Kriz

Krizin çıktığı ülke, uluslararası piyasalarda küçük bir ticaret hacmine sahipse ve sermaye hareketleri sınırlı ise, kriz, sadece çıktığı ülke ve yakın ilişkide bulunduğu ülkelerle sınırlı kalacaktır. Özellikle sosyalist ekonomik sistemin uygulandığı ekonomilerin çoğunda, piyasa ekonomisi dışında kaldığı için, ortaya çıkan kriz başka ekonomilere yayılmamıştır. Buna örnek olarak Rusya krizini verebiliriz. Bu kriz sadece ilgili ülkeyi etkilemiş daha öteye gidememiştir.³²

³⁰ A.e.

³¹ Mahfi Eğilmez (2009), **Küresel Finans Krizi**, Ed. Saadet Özkal, 4. bs., İstanbul, Remzi Kitabevi, 2009, s. 52-53.

³² Savaş Durmuş, **a.g.e.**, s. 4.

1.1.4.2 Bölgesel Ekonomik Kriz

Krizin çıktığı ülkeyle kalmayıp, diğer bölge ülkelerin ekonomilerine de sirayet etmesi sonucu oluşan krizlerdir. Örneğin, 1997 Asya Krizi olarak literatüre geçen kriz, Tayland'da başlamış ve daha sonra diğer bölge ekonomileri üzerinde etkili olmuştur. Bunun temel sebebi, yatırımcıların Hindistan, Singapur, Çin, Tayland, Hong Kong gibi Asya ülkelerine aynı gözle bakmasıdır.³³

1.1.4.3 Küresel Ekonomik Kriz

Küreselleşmeyle birlikte ülkelerin birbirleriyle olan ekonomik ilişkilerinin artması, sermaye hareketlerinin serbestleşmesi gibi faktörlerin etkisiyle bir ülkede ortaya çıkan kriz tüm dünyaya sirayet edebilmektedir. Bu tür krizlere ise küresel ekonomik kriz denilmektedir. 1929 Büyük Buhran ve 2008 Küresel Ekonomik Krizi olarak ifade edilen krizler, küresel ekonomik krizlere örnek gösterilebilir.³⁴

1.1.5. EKONOMİK KRİZ MODELLERİ

İktisat teorisinde ilk defa Krugman (1979) tarafından ele alınan kriz modelleri genel olarak üç başlık altında incelenmektedir. Bunlar;

- ✓ Birinci Nesil Kriz Modelleri
- ✓ İkinci Nesil Kriz Modelleri
- ✓ Üçüncü Nesil Kriz Modelleri

1.1.5.1. Birinci Nesil Kriz Modelleri

1970 ve 80'li yıllarda Latin Amerika'da ortaya çıkan bir dizi ekonomik krizi açıklamak için ortaya atılan ve aynı zamanda spekülative atak adı da verilen bu krizlerin modellemeleri kanonik model ile yapılmıştır. Kanonik model Krugman

³³ A.e.

³⁴ Mahfi Eğilmez (2009), a.g.e., s. 53.

(1979) tarafından oluşturulmuş ve daha sonra Flood ve Garber (1984) tarafından geliştirilmiştir³⁵.

1973-1982 Meksika ve 1978-1981 Arjantin’de meydana gelen krizleri açıklayan söz konusu modeller; spekülative ataklara atıfta bulunurken ve para krizlerinin nedenlerini, makroekonomik politikalar ile sabit döviz kuru sistemi arasındaki uyumsuzluk olarak açıklar³⁶. Ayrıca panik atağın olmadığı bu modelde, kriz açık bir şekilde gelmektedir³⁷.

Krugman’a göre, merkez bankası çeşitli politika araçlarını kullanarak kurdaki değişimi sabitleyebilir. Ancak bu politika rezervleri yavaş yavaş eritir. Sabit kur politikasının daha fazla sürdürülemeyeceğini bekleyen spekülativeörler ise bu durumdan faydalanmak isterler ve döviz kuru üzerinde bir baskı oluştururlar. Yavaş yavaş eriyen döviz rezervleri ise belli bir süre sonra tükenir. Ekonominin dışarıdan borç bulması da sınırlı olduğundan sabit kur politikasını daha fazla sürdüremez ve bir ödemeler dengesi krizi ortaya çıkar.³⁸

Bu süreci şu şekilde açıklamak mümkündür. Örneğin, cari işlemler dengesinde bir bozulma meydana gelsin. Bu bozulma sonucunda, döviz piyasasında devalüasyon yapılacağına dair bir beklenti oluşacaktır. Dolayısıyla devalüasyondan sonra yeni oluşacak döviz kurunun, geçerli döviz kurundan daha yüksek bir seviyeye çıkması beklenmektedir. Geçerli döviz kuru hala değişmediğinden döviz piyasasının dengede kalabilmesi veya başka bir ifadeyle döviz kurunu değişmeden koruyabilmek için faiz oranlarının yükselmesi gerekir. Sadece bu durumda yabancı mali varlıkların, yerli para cinsinden beklenen getirisine eşit olabilecektir. Ancak yurtiçi faiz oranları ilk baştaki seviyesinde kaldığı için, yabancı varlıkların getirisinin altında kalacaktır. Böylece getiri de oluşan farklılık döviz piyasasında döviz cinsinden olan varlıklara

³⁵ Zeynep Karaçor, Korhan Gökmenoğlu, “Finansal Kriz modelleri”, **Küresel Ekonomik ve Finansal Kriz Türkiye Ekseninde Sorunlar ve Çözüm Önerileri**, Ed. Murat Çetinkaya, Nobel Yayın, Nisan 2011, s. 36.

³⁶ Hatice Erkekoğlu, Emine Bilgili, “Parasal Krizlerin Tahmin Edilmesi: Teori ve Uygulama”, **Erciyes Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi**, Sayı 24, Ocak - Haziran 2005, s.17.

³⁷ Fatih Özatay (2013), **Finansal Krizler ve Türkiye**, 4. Bsk., Doğan Kitap, 2013, s. 35.

³⁸ Paul Krugman, “A Model of Balance of Payments Crises”, **Journal of Money, Credit and Banking**, 11(3), 1979, s. 311.

karşı aşırı bir talebin oluşmasına neden olacaktır. Sabit döviz kuru sistemi geçerli olduğundan, merkez bankasının döviz kurunu sabit tutabilmek için piyasaya müdahale ederek döviz satması gerekecektir. Bu durumda para arzında bir azalma meydana gelecektir. Dolayısıyla ekonomideki para arzı yeterli miktarda azaldıktan sonra faiz oranları yükselerek hem döviz piyasası hem de para piyasası dengeye gelecektir. Sonuç olarak devalüasyon yapılacağına dair beklentiler, ödemeler dengesi krizine yol açmaktadır. Devalüasyon korkusuyla birlikte ülkenin uluslararası rezervlerinde meydana gelen azalma ülkeden sermaye kaçıışı sonucunu doğurmaktadır. Ekonomik ajanlar yerli paradan kaçmaya ve karşılığında döviz satın almaya başlamışlardır. Bunun sonucunda zaten azalmaya başlayan rezervler sermaye kaçışısıyla birlikte daha da azalarak hükümeti döviz piyasasını dalgalanmaya bırakmaya ya da devalüasyon yapması yönünde zorlayacaktır.³⁹

Bu modellere göre, makro-ekonomik temellerdeki bozukluklar krizin göstergeleri olmaktadır. Bu temel bozukluklar;

- Geniş cari açıklar
- Yüksek ve artan bütçe açıkları
- Yüksek para arzı artış oranları
- Yüksek enflasyon
- Aşırı değerli döviz kuru
- Uluslararası rezervlerde düşüşler
- Yükselen ülke içi faiz oranları

şeklinde sıralanabilir.⁴⁰

1.1.5.2. İkinci Nesil Kriz Modelleri

İkinci nesil kriz modelleri, 1992-93 döneminde Kuzey Avrupa merkezli olarak yaşanan para krizinin birinci nesil kriz modelleriyle açıklanamaması sonucu ortaya atılmıştır⁴¹.

³⁹ Murat Doğanlar, Harun Bal, Mehmet Özmen, “Döviz Krizi Modelleri”, **Ç.Ü. Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi**, C. 16, S. 1, 2007, s.254-255.

⁴⁰ G. Gürkan Yay, “1990’lı Yıllardaki Finansal Krizler ve Türkiye Krizi”, **Yeni Türkiye Ekonomik Kriz Özel Sayısı II**, 42, s. 1234-1248, (çevrimiçi), <http://gulsunyay.com/portal/documents/files/yeniturkiye2.pdf>, e. t. 07.11.2013, s. 6.

İkinci nesil kriz modellerinde temel nokta, para otoritelerinin sabit kur politikalarını devam ettirmeye yetecek kadar döviz rezervine sahip olmaları durumunda bile, spekülâtif atağın olabileceği ve bu atak sonucunda kur rejiminin değişebileceği veya devalüasyon yapılabileceğidir.⁴²

Kendi kendini besleyen kriz modeli olarak da bilinen ikinci nesil kriz modellerinde, ekonomik ajanların beklentileri denge durumunun değişmesine neden olur. Bu modellerin birçoğu açıktan veya zımni olarak kendi kendini besleyen kriz olasılığı varlığı üzerinde fikir birliğindedirler. Bu tip krizler şu şekilde ortaya çıkar, örneğin, yatırımcıların önemli bir kısmının karamsar düşünmesi sonucu sermaye çıkışı yapması, döviz kuru sisteminin çöküşüne neden olur ve bu negatif beklentilerin etkisini doğrulamış olur. Bu anlamda, ikinci nesil modeller, bir denge durumunun başka bir denge durumuna hareketinde ekonomik ajanların beklentilerinin etkisini vurgulamaktadır.⁴³

Bu modellere göre, bir yatırımcı uygulanan döviz kuru sisteminin tehlikede olduğunu düşünmezse, diğer bir deyişle sistemin güvende olduğuna inanıyorsa, sermayesini yurtdışına çıkarmayacaktır veya dövizle yönelmeyecektir. Yani bir döviz krizi oluşmayacaktır. Fakat sabit döviz kuru sisteminin sürdürülemeyeceğine dair bir beklenti oluşursa ve yatırımcıların çoğunluğu dövizle yönelip sermayelerini yurtdışına çıkarırlarsa döviz krizi ortaya çıkacaktır.⁴⁴

Birinci nesil modellere göre, saldırı olsa da olmasa da, tutarsız politikaların varlığında, eninde sonunda devalüasyonun olması kaçınılmazdır. Yani spekülâtif saldırılar sadece kaçınılmazı öne almaktadır. Diğer taraftan ikinci nesil modellere göre spekülâtif saldırının kendisi devalüasyonu hızlandırabilir. Fakat spekülâtif saldırının olmadığı durumda sabit kur belirsiz olarak sürdürülebilir ve bu yüzden devalüasyon kaçınılmaz değildir.⁴⁵ Ayrıca birinci nesil modellerde spekülâtif atak

⁴¹ Zeynep Karaçor, Korhan Gökmenoğlu, **a.g.e.**, s. 41.

⁴² Gökhan Karabulut, **Gelişmekte Olan Ülkelerde Finansal Krizlerin Nedenleri**, İstanbul, Der Yayınları, 2002, s. 97-98

⁴³ Gerardo Esquivel, Felipe Larraín B., “Explaining Currency Crises”, **Harvard University Development Discussion Paper**, S. 666, 1998, s. 4.

⁴⁴ Murat Doğanlar, Harun Bal, Mehmet Özmen, **a.g.e.**, s. 262-263.

⁴⁵ Cemil Varlık, “İkiz Krizler: Para Krizleri İle Bankacılık Krizleri Arasındaki Bağlantılar”, **Ekonomik Yaklaşım Dergisi**, C. 13, S. 42-43, 2002, s. 162.

zamanı belli iken ikinci nesil modellerde spekülâtif atağın zamanı belli değildir, aniden gelir. Yani bu modellerde atağı önceden tahmin etmek mümkün değildir.

1990'ların başında, birçok Avrupa ülkesi paralarını sabit pariteden Avrupa Para Birimi'ne bağladılar. İngiltere, İspanya ve İtalya makroekonomik göstergelerinde önemli bir bozulma olmamasına rağmen 1992-93'de sabit kur sistemi altında paralarına karşı spekülâtif atak yaşadılar ve sonucunda Avrupa Döviz Kuru Mekanizmasında (ERM) bir para krizi ortaya çıktı.⁴⁶

1.1.5.3. Üçüncü Nesil Kriz Modelleri

1997'de Asya'da yaşanan krizlerin birinci ve ikinci nesil kriz modelleriyle açıklanamaması sonucu Yayılma-Bulaşma Etkisi modeli de denilen üçüncü nesil modeller geliştirilmiştir⁴⁷.

Bu modeller kapsamında, para ve bankacılık krizlerinin (ikiz krizlerin) ortak bazı nedenlerle ortaya çıktığını vurgulayan ve sorunun kaynağının banka ve finans sektörü olduğunu ortaya koyan birçok model üretilmiş ve bu tip modellerin çeşitli versiyonları geliştirilmiştir.⁴⁸

İlk versiyon, finansal serbestleşmenin ardından iyi regüle edilmemiş bankacılık ve finans sisteminin, gizli kamu garantileri ve gizli mevduat sigortası gibi mikro ekonomik bozuklukların, aşırı borçlanma (over lending) ve ahlaki risk (moral hazard) sorunlarına neden olarak krize yol açtığını ifade eden modellerdir.⁴⁹

Hızlı finansal liberalizasyon sonrası denetim ve düzenlemelerin zayıf olduğu bir bankacılık anlayışı, sektörde risk yönetimi gelişmemiş ve sermaye yeterlilik oranlarının düşük olduğu bir bankacılık sistemine yol açmıştır. Bununla birlikte yoğun sermaye girişinin olması, ekonomide aşırı bir borç verme ve/veya tüketim patlamasına neden olmakta; aşırı borçlanma ise borsada ve gayrimenkul fiyatlarında patlamaya yol açabilmektedir. Ekonomi herhangi bir nedenle durgunluğa girdiğinde

⁴⁶ Hatice Erkekoğlu, Emine Bilgili, **a.g.e.**, s. 18.

⁴⁷ Hüseyin Karakayalı, Ferhan Sayın, "Türkiye'de 2008 Krizinin Sinyal Yaklaşımı ile Değerlendirilmesi", **Küresel Ekonomik ve Finansal Kriz Türkiye Ekseninde Sorunlar ve Çözüm Önerileri**, Ed. Murat Çetinkaya, Nobel Yayın, Nisan 2011, s. 69-70.

⁴⁸ G. Gürkan Yay, **a.g.e.**, s. 7-8.

⁴⁹ F. S. Mishkin (1999), **a.g.e.**, s.10-20.

ise, iyi araştırılmadan verilen krediler, bankacılık sistemini kırılgan hale getirmekte, para krizini tetiklemektedir. Bu tip modellerin vurguladığı başka bir nokta ise hükümet tarafından gizlice desteklenen ve bağlı şirketlerine kredi vermesine müsaade edilen (Crony Capitalism) bankaların yarattığı aşırı borçlanmanın ve finanse edilmemiş yükümlülüklerin gizli devlet borcuna dönüşeceği beklentisidir.⁵⁰

Başka bir alternatif görüş ise krizlerin banka paniklerinin ürünü olduğunu belirten modellerdir. Radalet ve Sachs (1998) tarafından vurgulanan bu modeller, Chang ve Valesco (1998) tarafından geliştirilmiştir. Özellikle iyi durumda olan makroekonomik göstergelerine rağmen Asya krizinin yaşandığı ülkelerde, herhangi bir hatalı politika olmadığı halde uluslararası yatırımcıların kendi kendini besleyen kötümser beklentilerinden kaynaklanan bir paniğin etkisiyle finansal kırılganlıkla karşılaştıkları belirtilmektedir.⁵¹

Krugman (1999) tarafından ileri sürülen son tip modeller ise krizlerin temelinde bankacılık ve finans kesiminin sorunlarının, özellikle bilanço sorunlarının olduğunu ileri süren modellerdir. Bu modellere göre krizlerin büyük çoğunluğu ya ekonominin önemli bir kısmının (kamu ve/veya özel kesim) bilançolarının kredi verilebilirliğine ya da döviz kurlarına duyulan kuşkudan kaynaklanmaktadır. Sermaye akımları da bu iki sorunu birbiriyle ilişkili hale getiren önemli bir faktördür. Bu tip modellerde, bankaların ve banka dışı finansal kesiminin bilançolarının sağlığı önemli bir unsurdur. Bankaların bilanço sorunları büyük ölçüde hem para hem de vade uyumsuzluğu sorunlarıyla ilişkilidir. Bankalar döviz cinsinden borç alıp, yerli para cinsinden borç veriyorlarsa, diğer taraftan da kısa vadeli borç alıp, uzun vadeli borç veriyorlarsa hem para uyumsuzluğu hem de vade uyumsuzluğu var demektir. Böyle bir uyumsuzluk durumunda ise yerli paranın aşırı değer kaybı, bankacılık sisteminde iflaslara ve dolayısıyla bir döviz krizine yol açabilecektir.⁵²

⁵⁰ G. Gürkan Yay, **a.g.e.**, s. 8.

⁵¹ **A.e.**

⁵² **A.e.**

1.2. PARA POLİTİKASI

1.2.1. PARA POLİTİKASI AMAÇLARI

Para politikasının amaçları altı başlık altında toplanabilir. Bunlar:

- Fiyat istikrarı
- Yüksek istihdam
- Ekonomik büyüme
- Finansal piyasalarda istikrar
- Faiz oranı istikrarı
- Döviz piyasalarında istikrar⁵³

1.2.1.1. Fiyat İstikrarı

Fiyat istikrarı, iktisadi ajanların (tüketim, yatırım ve tasarruf gibi konularda) kararlarını verirken fiyat seviyesindeki olası değişiklikleri dikkate almadığı durumu ifade eder⁵⁴. Gelişmiş ülkelerde % 1-2’lik bir enflasyon oranı fiyat istikrarının sağlandığını gösterirken, gelişmekte olan ülkelere % 5’lik bir enflasyon oranı normal karşılanabilir⁵⁵.

Fiyat istikrarsızlığı enflasyon ve deflasyon olmak üzere iki şekilde ortaya çıkabilir. Ancak fiyatlar genel seviyesinin sürekli bir şekilde düşmesi (deflasyon) sık görülen bir durum olmadığından, fiyat istikrarsızlığından daha çok enflasyon olgusu anlaşılmaktadır⁵⁶.

Gelişmiş ülkelerde fiyat istikrarının sağlanması giderek önem kazanan bir hedef haline gelirken, gelişmekte olan ülkelere tam anlamıyla bir görüş birliği sağlanamamıştır. Çünkü bu ülkelere ekonomik büyüme, yüksek istihdam ve mali piyasalarda istikrarın sağlanması gibi bazı hedefler hala önemini korumaktadır. Bu

⁵³ Frederic S. Mishkin, Apostolos Serletis, **The Economics of Money, Banking and Financial Markets**, Third Canadian Edition, Toronto, Pearson Addison Wesley, 2006, s. 436-440.

⁵⁴ Alan Greenspan, “Opening Remarks”, **Achieving Price Stability** (A symposium sponsored by the Federal Reserve Bank of Kansas City), Wyoming, 1996, s. 1.

⁵⁵ İlker Parasız (2009a), **Para Teorisi ve Politikası**, 2. Bsk., Ezgi Kitabevi, 2009, s. 298.

⁵⁶ Abdullah Takım, “Türkiye’de Para Politikası Stratejilerinin Fiyat İstikrarına Etkisi: Enflasyon Hedeflemesi Örneği”, **ZKÜ Sosyal Bilimler Dergisi**, C. 7, S. 13, 2011, s. 17.

durum hükümetin ve merkez bankasının fiyat istikrarını para politikasının tek amacı olarak belirlenmesi yönünde ortak bir karara ulaşmalarını zorlaştırmaktadır.⁵⁷

1.2.1.2. Yüksek İstihdam

Yüksek istihdam iki sebepten dolayı önemli bir amaçtır. Bunlardan birincisi, diğer durum olan yüksek işsizlik, insanlarda daha fazla mutsuzluğa neden olur. İkincisi ise, ekonomide işsizlik yüksek olduğunda, hem işgücü hem de kaynaklar atıl kalır; bu durum daha düşük bir milli gelir düzeyi demektir. Yüksek istihdam istenilen bir durum olmasına rağmen, hangi düzeyin yüksek olarak kabul edileceğinin belirlenmesi zor bir durumdur. İlk etapta ekonomide sıfır işsizliğin olduğu durum, bu düzeyi işaret ediyor gibi görülebilir. Ancak bu durum friksiyonel ve yapısal işsizlik olarak adlandırılan işsizlik türlerini göz ardı etmektedir. Çünkü işçiler daha iyi bir iş arama veya başka sebeplerden dolayı geçici olarak işsiz kalabilir (friksiyonel işsizlik). Ya da işin gerekleri ile işçinin yeteneklerinin uyumsuz olması nedeniyle bir işsizlik durumu söz konusu olabilir (yapısal işsizlik). Dolayısıyla, yüksek istihdam hedefi sıfır işsizlik düzeyi değildir ama işgücü arz ve talebinin dengelendiği tam istihdam ile uyumlu olan sıfırın üzerinde bir seviyedir. Bu seviye, friksiyonel işsizlik ile yapısal işsizliğin toplamı olan doğal işsizlik oranı olarak ifade edilir.⁵⁸

1.2.1.3. Ekonomik Büyüme

Sürdürülebilir ve tatmin edici bir ekonomik büyüme oranı, özellikle gelişmekte olan ülkeler için üç nedenden dolayı önemli bir amaçtır. İlk olarak, refah düzeyinin korunabilmesi için, ekonomide en az nüfus artış oranında bir reel GSMH artışının sağlanması gerekmektedir. İkinci olarak, toplumlar refah düzeyinin zaman içinde artmasını istediğinden, büyüme oranının nüfus artış hızını aşması zorunludur. Üçüncü olarak ise, gelişmiş ülkelerle aralarında önemli hayat standardı farkları

⁵⁷ Nalan Yiğit, “Türkiye’de ve Yükselen Ekonomilerde Para Politikası Uygulamaları ve Enflasyon Hedeflemesi”, **Maliye Bakanlığı Strateji Geliştirme Başkanlığı Mesleki Yeterlilik Tezi**, Ankara, 2009, s. 33.

⁵⁸ Frederic S. Mishkin, Apostolos Serletis, **a.g.e.**, s. 438-439.

bulunan gelişmekte olan ülkelerin bu farkları kapatabilmeleri, büyüme oranlarının onlarıkinden daha yüksek olmasına bağlıdır.⁵⁹

1.2.1.4. Finansal Piyasalarda İstikrar

Finansal piyasalara istikrar kazandırılması önemli bir para politikası amacıdır. Çünkü finansal piyasalarda oluşan istikrarsızlığın neden olduğu finansal krizler, tasarrufların verimli yatırımlara yönlendirilmesine engel olmakta ve toplam harcamanın azalmasıyla kendini gösteren ekonomik durgunluklara yol açmaktadır.⁶⁰

Finansal piyasalarda istikrarın sağlanmasına yönelik merkez bankalarının üstlenecekleri en önemli görev, finansal paniklerin ortaya çıkmasını önlemeye çalışmaktır. Zira kısa vadeli fonlara ve uzun vadeli plasmanlara sahip bankacılık sektörü, mudilerinin nakit talebini gerektiğinde yerine getiremeyebilir. Bu durumun ekonominin genelinde bir panik havasına neden olmasıyla ise ciddi finansal krizlerin başlaması veya yeni filizlenmeye başlayan krizlerin derinleşmesi söz konusu olabilir. Dolayısıyla finansal paniklerin önlenmesi açısından, nakit sıkışıklığı sorunlarının giderilmesi amacıyla merkez bankasının son kredi mercii olma işlevini gerektiğinde devreye sokması çok önemli bir uygulamadır.⁶¹

1.2.1.5. Faiz Oranı İstikrarı

Ekonomik hayatta faiz hem bireyler hem de firmalar için önemli bir maliyet kalemidir. Faiz oranlarında ortaya çıkan dalgalanmalar ekonomide belirsizliklere neden olarak geleceğe yönelik planlamaları zorlaştırmaktadır. Ayrıca faiz oranlarındaki dalgalanmalar finansal piyasaların istikrarı üzerinde de etkili olmaktadır. Dolayısıyla para politikası uygulayan Merkez Bankası, iktisadi faaliyetlerin istikrarını korumak için faiz oranlarındaki dalgalanmaların önlenmesine yönelik gereken hassasiyeti göstermesi gerekmektedir.⁶²

⁵⁹ Hanifi Aslan, **a.g.e.**, s. 35.

⁶⁰ K. Batu Tunay, **Makro Ekonomi Teori ve Politika**, İstanbul, Arıkan Basım Yayın Dağıtım, 2007, s. 409.

⁶¹ Osman Z. Orhan, Seyfettin Erdoğan, **Para Politikası**, Kocaeli, Umuttepe Yayınları, 2013, s. 69-70.

⁶² Fatma Cesur, **Para ve Para Teorileri**, 2. Bsk., Edirne, Paradigma Kitabevi Yayınları, Eylül 2013, s. 57.

1.2.1.6. Döviz Piyasalarında İstikrar

Ulusal para biriminin değerinde yaşanan dalgalanmalar, dış ticarete, ülkenin rekabet gücünü etkilemektedir. Örneğin, ulusal para biriminin aşırı değerli olması ülkenin ihraç ettiği malların göreceli olarak pahalı hale gelmesine neden olurken, ithal ettiği malların fiyatının göreceli olarak ucuzlamasına sebep olmaktadır. Böylelikle aşırı değerli yerli para, ithalatı özendirirken ihracatı caydırmakta ve dış ticaret dengeleri üzerinde etkili olmaktadır. Bu yüzden döviz piyasalarında istikrarın sağlanması, ticari ve finansal nitelikteki faaliyetlerin planlanmasını kolaylaştırmaktadır. Dolayısıyla, ulusal para biriminin yabancı para birimi karşısında istikrarlı olması, para politikasının amaçlarından birini oluşturmaktadır.⁶³

1.2.2. PARA POLİTİKASI ARAÇLARI

Ekonominin ihtiyaçları doğrultusunda uygulanması için kullanılan çeşitli para politikası araçları vardır. Açık piyasa işlemleri, reeskont politikası ve zorunlu karşılıklar politikası en önemli para politikası araçlarıdır. Merkez bankaları, açık piyasa işlemleri ve reeskont politikaları ile parasal taban üzerinde, zorunlu karşılıklar politikası ile de para çarpanı üzerinde etkili olmaya çalışırlar.⁶⁴

1.2.2.1. Açık Piyasa İşlemleri

Açık piyasa işlemleri, merkez bankasının devlet tahvilleri ve hazine bonoları alıp satarak parasal tabanı değiştirmesi şeklinde işlemektedir. Merkez bankası tarafından bir tahvil alımı, açık piyasa alımı olarak isimlendirilirken bir tahvilin merkez bankası tarafından satılması açık piyasa satışı olarak ifade edilmektedir.⁶⁵

Açık piyasa işlemleri, etkisinin kesin olması, esnek olması, küçük ayarlamalara imkan vermesi ve tersine çevrilebilir olması gibi özelliklerinden dolayı, para politikası araçları arasında en güçlü olanıdır. Sadece coğrafi etkisinin, en

⁶³ İlyas Şıklar, **Para Teorisi ve Politikası**, Ed. Sevgi Gerek, 1. Bsk., Eskişehir, Anadolu Üniversitesi Yayını No: 1583, 2004, s. 121.

⁶⁴ Osman Z. Orhan, Seyfettin Erdoğan, **a.g.e.**, s. 71.

⁶⁵ Kemal Yıldırım, Doğan Karaman, Murat Taşdemir, **Makroekonomi**, 8. Bsk., Ankara, Seçkin Yayıncılık, 2009, s. 622.

azından başlangıçta işlemlerin gerçekleştiği finans merkezi ile sınırlı olması tek zayıf yönüdür.⁶⁶

1.2.2.2. Reeskont Politikaları

Merkez bankasının kullandığı para politikası araçlarından bir tanesi de reeskont politikasıdır. Reeskont, yeniden iskonto etmek anlamına gelmektedir. Diğer bir deyişle, daha önce ticari bankalar tarafından iskonto edilmiş senetlerin, yine ticari bankalar tarafından ikinci defa merkez bankasına kırdırılma işlemidir.⁶⁷

Reeskont politikası çerçevesinde açılan kredilere uygulanan faiz oranına reeskont oranı denir. Merkez bankasının reeskont oranını düşürmesi (reeskont penceresinin genişletilmesi) bankaların kredi taleplerini arttırır ve parasal taban yükselir. Reeskont oranının yükseltilmesi ise parasal tabanı daraltır.⁶⁸

Reeskont kredisinin açılmasının amacı, bankaların geçici likidite gereksinimlerini karşılamaktır. Buradaki geçici ifadesi dikkat edilmesi gereken bir husustur. Zira uzun süreli bir likidite ihtiyacı, o bankanın sermaye sorunun olduğunu göstergesidir. Bu durumda ya ortaklar bankanın sermayesini güçlendirmeli, ya da bankanın başka bir bankayla birleştirilmesi veya kapatılması gerekmektedir.⁶⁹

1.2.2.3. Zorunlu Karşılıklar Politikası

Ticari bankalar topladıkları mevduatın belirli bir kısmını merkez bankasına yatırmak zorundadırlar. Buna zorunlu karşılıklar, bunun miktarını belirlemek için kullanılan orana da zorunlu karşılık oranı adı verilmektedir. Merkez bankası tarafından belirlenen zorunlu karşılık oranının azaltılarak veya artırılarak bankaların açabileceği kredi miktarı ve maliyeti üzerinde etkili olunmaya çalışılmasına da zorunlu karşılıklar politikası denilmektedir.⁷⁰

⁶⁶ Hanifi Aslan, **a.g.e.**, s. 40.

⁶⁷ Fatma Cesur, **a.g.e.**, s. 63.

⁶⁸ Kemal Yıldırım, Doğan Karaman, Murat Taşdemir, **a.g.e.**, s. 623.

⁶⁹ Fatih Özatay (2011), **Parasal İktisat Kuram Ve Politika**, Ankara, Efil Yayınevi, 2011, s. 433.

⁷⁰ Mahfi Eğilmez (2012a), “Güncellenmiş Para Politikası Uygulamaları”, (çevrimiçi) <http://www.mahfiegilmez.com/2012/09/guncel-para-politikas.html> e.t. 06.04.2015.

Zorunlu karşılıklar politikası ile merkez bankaları para arzı çarpanı üzerinde etkili olmaya çalışırlar. Zorunlu karşılıklardaki bir artış, mevduat miktarını azaltarak para arzının daralmasına yol açabilirken, zorunlu karşılıklardaki bir azalış ile de para arzında genişleme sağlanabilir. Ancak bu politika uygulanırken çok dikkatli olunması gerekmektedir. Çünkü bazı durumlarda zorunlu karşılık oranlarında yapılan küçük bir değişiklik, para arzı üzerinde önemli değişikliklere neden olabilir. Bu sebepten dolayı merkez bankaları sık aralıklarla bu oranı değiştirmezler.⁷¹

1.2.3. PARA POLİTİKASI AKTARIM MEKANİZMALARI

Para politikası aktarım mekanizmaları, paranın ekonomiyi etkileme yollarını, diğer bir ifadeyle para politikası değişikliğinin hasılayı, istihdamı ve enflasyonu nasıl etkilediğini gösteren bir mekanizmadır⁷². Bu mekanizma genel olarak üç aşamayla açıklanmaktadır. İlk aşama, para politikası uygulamalarındaki değişikliklerin faiz oranları, döviz kuru, varlık fiyatları ve beklentiler gibi değişkenlere aktarımını belirlemektedir. İkinci aşamada bu değişkenler yurt içi ve ithal mallara olan talebi etkilemekte, son olarak üçüncü aşamada ise toplam talep ve yurt içi fiyatlama davranışları belirlenmekte ve yurt içi fiyatlar ile ithalat fiyatları enflasyonu yönlendirmektedir.⁷³

Para politikası uygulamaları genel olarak ekonomiyi aşağıdaki kanallar yoluyla etkilemektedir;

- Faiz kanalı
- Varlık fiyatları kanalı
- Kredi kanalı
- Döviz kuru kanalı
- Beklenti kanalı⁷⁴

⁷¹ Osman Z. Orhan, Seyfettin Erdoğan, **a.g.e.**, s. 76-77.

⁷² Hanifi Aslan, **a.g.e.**, s. 328.

⁷³ TCMB (2013a), “**Parasal Aktarım Mekanizması**”, (çevrimiçi) www.tcmb.gov.tr/yeni/evds/yayin/kitaplar/ParasalAktarim.php e.t. 03.09.2014, s. 2.

⁷⁴ Osman Z. Orhan, Seyfettin Erdoğan, **a.g.e.**, s. 80.

1.2.3.1. Faiz Kanalı

Parasal aktarım mekanizması, IS/LM ve AD/AS modellerinde kilit rol oynadığı için faiz oranı kanalı ile başlar. Bu kanal, genişletici para politikasının etkisini gösteren aşağıdaki şema ile gösterilebilir;

$$\text{Genişletici para politikası} \rightarrow i_r \downarrow \rightarrow I \uparrow \rightarrow Y \uparrow$$

Genişletici bir para politikası reel faiz oranlarının düşmesine ($i_r \downarrow$) yol açmaktadır. Reel faiz oranlarında azalmanın gerçekleşmesi sermayenin maliyetini düşürerek, yatırım harcamalarında bir artışa ($I \uparrow$) neden olmaktadır. Yatırım harcamalarındaki artış ise toplam talepte ve üretimde bir artışa ($Y \uparrow$) yol açmaktadır.⁷⁵

Başlangıçta Keynes, aktarım kanalının işleyişini firmaların yatırım kararları yoluyla ifade etmesine rağmen, sonraki araştırmalar tüketicilerin konut ve dayanıklı tüketim malları satın alma kararlarını da yatırım kararları olarak tanımlamıştır. Böylelikle faiz oranı kanalı şematığı altında gösterilen I ayrıca, konut ve dayanıklı tüketim harcamalarını da temsil etmektedir.⁷⁶

1.2.3.2. Varlık Fiyatları Kanalı

Varlık fiyatları kanalı teorik olarak Modigliani'nin Yaşam Boyu Gelir Hipotezi'ne dayanmaktadır. Buna göre tüketim harcamalarının seviyesini beşeri sermaye, reel sermaye ve finansal servetten oluşan yaşam boyu kaynaklar belirlemektedir. Böylelikle para politikası uygulamaları sonucu para arzındaki değişimler, reel ve finansal varlıkların fiyatlarındaki değişimler yoluyla bir servet etkisini açığa çıkarmaktadır. Bu servet etkisi de tüketime (toplam talebe) yansiyarak milli gelir artışına yol açmaktadır. Bu süreç aşağıda şemayla gösterilebilir;⁷⁷

$$\text{Genişletici para pol.} \rightarrow \text{Hisse sen., Konut fiyatları} \uparrow \rightarrow \text{Servet} \uparrow \rightarrow \text{Tüketim} \uparrow \rightarrow Y \uparrow$$

⁷⁵ Frederic S. Mishkin, Apostolos Serletis, **a.g.e.**, s. 626.

⁷⁶ Frederic S. Mishkin (1995), "Symposium on the Monetary Transmission Mechanism", **The Journal of Economic Perspectives**, Vol. 9, Number 4, Fall 1995, s. 4.

⁷⁷ Osman Z. Orhan, Seyfettin Erdoğan, **a.g.e.**, s. 81-82.

1.2.3.3. Kredi Kanalı

Kredi kanalının işleyişinde kredi piyasalarında yaşanan asimetrik enformasyon önemli bir yere sahiptir. Asimetrik enformasyon, kredi arz edenlerin talep edenler hakkında yeterli bilgiye sahip olmadığı durumu ifade eder. Kredi kanalı, banka kredileri kanalı ve bilanço kanalı üzerinden işlemektedir.⁷⁸

Banka kredileri kanalı, bankaların finansal sistemde oynadıkları özel role ilişkin analize dayanır. Buna göre, bankalar kredi piyasalarındaki asimetrik enformasyon sorununu çözmeye uygundurlar. Bu kanala göre; genişletici bir para politikası banka rezervlerini ve mevduatını artırarak banka kredilerinin miktarını artırır. Bazı ödünç alıcılar faaliyetlerini finanse etmek için banka kredilerine bağımlıdır. Böylelikle kredilerin genişlemesi, yatırım harcamalarını artmasına neden olur. Yatırım harcamalarındaki artış ise toplam talebi ve üretimi artırır. Bu süreç aşağıdaki şema ile gösterilebilir;⁷⁹

Genişletici para pol. → Mevduat ↑ → Krediler ↑ → I ↑ → Y ↑

Bilanço Kanalı, banka kredileri kanalında olduğu gibi kredi piyasalarındaki asimetrik enformasyon sorununa dayanır. Bilindiği üzere, firmaların öz sermayeleri ne kadar düşükse, bu firmalara yönelik kredi vermeyle ilgili ters seçim ve ahlaki risk sorunları o kadar şiddetlidir. Böylelikle ters seçim problemini artıran öz sermayedeki bir azalma, yatırım harcamalarının finansmanı için daha az kredi verilmesine yol açacaktır. Ayrıca öz sermayedeki azalma ahlaki risk probleminin de artmasına neden olacaktır. Çünkü daha düşük öz kaynak, firmaları riskli yatırım projelerine yatırım yapmaya teşvik edecektir. Riskli yatırım projeleri ise ödünç alanların geri ödeme riskini artıracığı için, firmaların öz sermayelerindeki bir azalış kredilerin ve dolayısıyla yatırımların azalmasına yol açacaktır.⁸⁰

Para politikası firmaların bilançolarını birkaç şekilde etkileyebilir. Genişletici bir para politikası, hisse senetleri fiyatlarında artmaya (P^C) neden olarak firmanın öz

⁷⁸ Suat Oktar, Nadir Eroğlu, İlhan Eroğlu, “2008 Global Finans Krizi, Parasal Aktarım Kanalları Ve Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası’nın (TCMB) Deneyisel Politika Çabaları”, **Marmara Üniversitesi İ.İ.B. Dergisi**, C. 35, S. 2, 2013, s. 9.

⁷⁹ Hanifi Aslan, **a.g.e.**, s. 340-341.

⁸⁰ Frederic S. Mishkin, Apostolos Serletis, **a.g.e.**, s. 631-632.

sermayesini artırır. Bu durum, ahlaki tehlike ve ters seçim sorunlarında bir azalışa neden olduğu için daha yüksek yatırım harcamasına ve daha yüksek toplam talebe yol açar. Bu süreç aşağıda yer alan şemadaki gibi gösterilebilir;⁸¹

Genişletici para pol. $\rightarrow P^C \uparrow \rightarrow$ Tersine seçim $\downarrow$, Ahlaki risk $\downarrow \rightarrow$ Krediler $\uparrow \rightarrow I \uparrow \rightarrow Y \uparrow$

1.2.3.4. Döviz Kuru Kanalı

Döviz kuru kanalı, esnek döviz kuru rejiminin benimsendiği açık ekonomilerde etkin olabilir. Bu kanala göre, genişleyici bir para politikası uygulandığında yurt içi reel faiz oranları düşer ve bunun sonucunda döviz cinsinden mevduatlar yerli para cinsinden mevduatlara göre daha çekici hale gelir. Dolayısıyla döviz yerli para karşısında değer kazanır ($E \uparrow$). Bu da, yerli malları yabancı mallara kıyasla daha ucuz hale getirerek net ihracatta bir artışa ($NX \uparrow$) yol açar. Net ihracatın artması ise toplam çıktı miktarını yükseltir. Bu süreç aşağıdaki şematik gösterimle ifade edilebilir;⁸²

Genişletici para pol. $\rightarrow i_r \downarrow \rightarrow E \uparrow \rightarrow NX \uparrow \rightarrow Y \uparrow$

Döviz kuru kanalının etkinliği ekonominin açıklık seviyesine göre değişiklik göstermektedir. Açıklık derecesi ne kadar yüksek olursa parasal aktarım mekanizması çerçevesinde söz konusu kanalın önemi o kadar fazla olmaktadır. Bir ekonominin açıklık derecesi ise, GSYİH içerisindeki ihracat ve ithalatın toplam payına bakılarak anlaşılır.⁸³

1.2.3.5. Beklenti Kanalı

Beklenti kanalı, ekonomik ajanların başta enflasyon olmak üzere ekonomik şartlarda olmasını bekledikleri değişimler aracılığıyla çalışan aktarım mekanizmasıdır⁸⁴.

⁸¹ Hanifi Aslan, **a.g.e.**, s. 341.

⁸² Birgül Cambazoğlu, Hacer Simay Karaalp, “Parasal Aktarım Mekanizması Döviz Kuru Kanalı: Türkiye Örneği”, **Celal Bayar Üniversitesi İ.İ.B.F. Yönetim ve Ekonomi Dergisi**, C. 19, S. 2, 2012, s. 57.

⁸³ Osman Z. Orhan, Seyfettin Erdoğan, **a.g.e.**, s. 84.

⁸⁴ TCMB (2013a), **a.g.e.**, s. 6.

Beklenti kanalının işleyişi, merkez bankasının güvenilirliği ile ilişkilidir. Söylediklerini yapacağına inanılan bir merkez bankası güvenilir olarak ifade edilebilir. Güvenilir bir merkez bankası ulaşmak istediği hedeflerini kamuoyuna bildirdiği takdirde, iktisadi ajanlar aynı doğrultuda yönlendirilebilecek ve bu sayede istenilen etkilere ulaşılabilecektir. Aksi bir durumda, aynı politika uygulamasının etkisi istenildiği şekilde olamayabilecektir.⁸⁵

1.3. KRİZ VE PARA POLİTİKASININ ETKİNLİĞİ

Para politikasının etkinliği ISLM modeli çerçevesinde açıklanabilir. ISLM modeli, mal piyasası dengesini (IS) ve para piyasası (LM) dengesini içerir. Mal piyasası dengesi yatırımlarla tasarrufların birbirine eşit olduğu durumu ifade ederken para piyasası dengesi, para talebi ile para arzının birbirine eşit olduğu durumdur.⁸⁶

Mal piyasasında yatırımlar, faiz oranının (r) azalan fonksiyonudur ($I = I(r)$). Tasarruflar ise kullanılabilir gelirin artan fonksiyonudur ($S = S(Y)$). Mal piyasası dengesi yatırımların tasarruflara eşit olduğu $I=S$ denklemiyle gösterilir. Tüketim, kamu harcamaları ve vergiler gibi değişkenler sabitken faiz oranlarının yükselmesi, aralarında ters yönlü ilişki olduğundan yatırımların düşmesine neden olur ve toplam talep azalır. Bu ilişkiyi gösteren IS eğrisi, yatırımları tasarruflara eşitleyen çeşitli faiz oranı ve toplam talep bileşimlerinin geometrik yerini gösteren negatif eğimli bir eğridir. IS eğrisinin eğiminin büyüklüğü, yatırımların faize duyarlılığına ve çarpan katsayısına bağlıdır. Çarpan katsayısı ne kadar büyükse ve yatırımlar ne kadar faize duyarlıysa IS eğrisi o kadar yatıktır.⁸⁷

Para piyasasında para arzı (M^s) modele dışsal olarak dahil edilir ve dolayısıyla faiz oranına bağlı değildir. Para arzı merkez bankası tarafından kontrol edilir. Para talebi açısından ise servet, her an harcamalarda kullanabilmek için para olarak tutulabilir ya da faiz getirisi elde etmek için para dışındaki diğer varlıklarda değerlendirilebilir. Bu durumda servet ne kadar para olarak tutulursa o kadar faiz getirisinden vazgeçilmiş olur. Diğer taraftan geliri artan bir kişinin harcamaları da

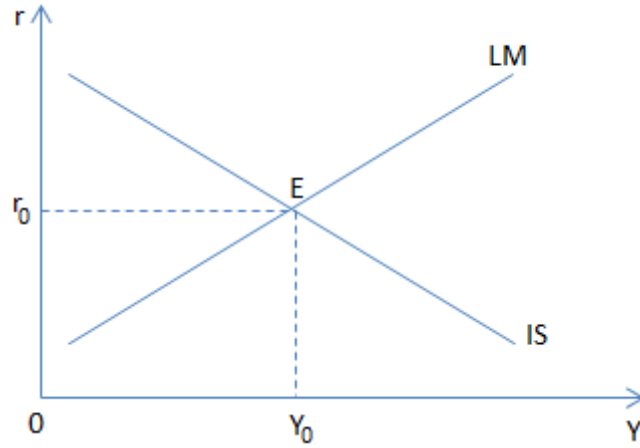
⁸⁵ Osman Z. Orhan, Seyfettin Erdoğan, **a.g.e.**, s. 88.

⁸⁶ Fatma Cesur, **a.g.e.**, s. 147-151.

⁸⁷ Hanifi Aslan, **a.g.e.**, s. 460-461.

fazla olacağından daha fazla para talep edecektir. Böylelikle para talebi gelirin ve faizin bir fonksiyonudur ($(\frac{M}{P})^D = L(Y, r)$). Para piyasasında denge ise para talebinin para arzına eşit olduğu noktada sağlanır ve LM eğrisi ile gösterilir. Pozitif eğimli LM eğrisinin büyüklüğü, para talebinin faize ve gelire olan duyarlılığına bağlıdır.⁸⁸

LM eğrisi üzerindeki her noktada para piyasası, IS eğrisi üzerinde bütün noktalarda ise mal piyasası dengededir. Her iki eğrinin birbirini kestiği noktada ise denge milli gelir düzeyi ve denge faiz oranı oluşur (Şekil 2, E noktası). IS ve LM eğrileri, faiz dışındaki çeşitli faktörlerdeki değişmelere bağlı olarak sağa veya sola kayarlar. Kamu harcamalarında, vergilerde, otonom tüketim harcamalarında ve faizle ilişkisi olmayan yatırım ve net ihracattaki artış IS eğrisini sağa kaydırırken, bu değişkenlerdeki azalmalar sola kaydırır. Nominal para arzındaki artış, fiyatlar genel düzeyinde ve para talebindeki azalmalar LM eğrisini sağa kaydırır. Nominal para arzındaki azalış, fiyatlar genel düzeyinde ve para talebinde artışlar ise LM eğrisini sola kaydırır.⁸⁹



Şekil 2: Para ve Mal Piyasalarında Eş Anlı Denge

Kaynak: Erdal Ünsal, **Makro İktisat**, Onuncu bsk., Ankara, İmaj Yayınevi, 2013, s. 228.

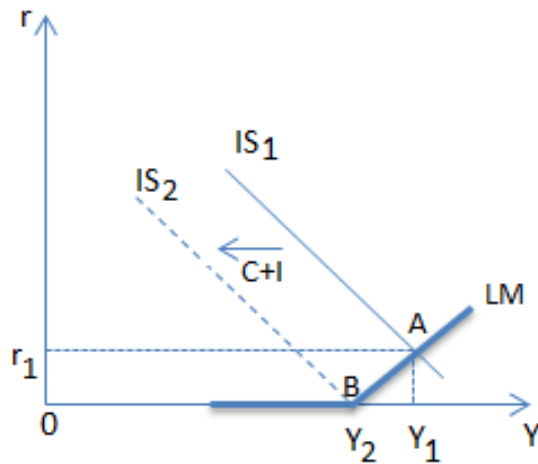
Para politikası uygulamaları sonucunda IS – LM eğrilerinin kesiştiği noktada oluşan eş anlı denge, LM eğrisinin kaymasıyla değişir. Merkez bankası para

⁸⁸ Kemal Yıldırım, Doğan Karaman, Murat Taşdemir, **a.g.e.**, s. 197-203.

⁸⁹ Hanifi Aslan, **a.g.e.**, s. 461-463.

politikası araçlarıyla para arzını artırıp, azaltabilir. Para arzını artıran bir işlem genişletici, para arzını azaltan bir işlem ise daraltıcı para politikasıdır. Örneğin merkez bankası genişletici para politikası uygulayarak para arzını artırmış olsun. Bu durumda LM eğrisi sağa kayar, faizler düşer ve gelir düzeyi yükselir. Daraltıcı bir para politikası uygulandığında ise tam tersine LM eğrisi sola kayar, faiz oranı yükselir ve gelir düzeyi düşer. Para politikasının ne kadar etkin olacağı ise IS ve LM eğrilerinin eğimine bağlıdır.⁹⁰

Kriz dönemlerinde para politikasının etkinliği IS-LM modeli üzerinden ifade edilebilir. Bu bağlamda bir sonraki bölümde ayrıntılı olarak anlatılan 2008 Küresel Finans Krizi üzerinden bu konuyu açıklayabiliriz. 2007 yılının sonunda konut balonunun patlaması-borsanın çökmesi, bireylerin servetlerinde ciddi azalmalar meydana getirerek tüketimin (C) azalmasına neden olmuştur. Ayrıca kriz ortamında beklentilerin bozulması, firmaların yatırımlarını ertelemelerine ve bankaların yatırımlara daha az kaynak sağlamasına yol açarak yatırımın (I) azalmasına yol açmıştır. Tüketimin ve yatırımın azalması ise IS eğrisinin sola kaymasına neden olarak ABD ekonomisinin likidite tuzağına düşmesine neden olmuştur (Şekil 3 – B noktası).⁹¹



Şekil 3: Finansal Kriz ve IS-LM Modeli

Kaynak: Erdal Ünsal, **Makro İktisat**, Onuncu bsk., Ankara, İmaj Yayınevi, 2013, s. 265.

⁹⁰ Kemal Yıldırım, Doğan Karaman, Murat Taşdemir, **a.g.e.**, s. 211-212.

⁹¹ Erdal Ünsal, **Makro İktisat**, Onuncu bsk., Ankara, İmaj Yayınevi, 2013, s. 264.

Likidite tuzağında, ekonomik ajanlar piyasada geçerli olan faiz oranında – ki bu faiz oranı sıfır veya daha aşağıya düşmeyeceğine inanılan sifıra yakın bir orandır - arz edilen paranın tamamını elde tutarlar. Bu durum LM eğrisinin yatay olduğu ve para miktarındaki değişmelerin eğriyi kaydırmadığı durumu ifade eder.⁹² Peki, likidite tuzağının olduğu bir ekonomide hangi politikalar uygulanabilir? Keynesyenler likidite tuzağında para politikasının etkin olmadığını savunarak, bu durumda uygulanabilecek tek politikanın (IS eğrisini sağa kaydıran) maliye politikası olduğunu ifade ederler⁹³.

Diğer taraftan geleneksel para politikasının etkin olmadığı bu durumda, Japonya Merkez Bankası (BOJ), İngiltere Merkez Bankası (BOE), Avrupa Merkez Bankası (ECB) ve Amerika Merkez Bankası (FED) *niceliksel gevşeme* (Quantitative Easing – QE) politikasını tercih etmişlerdir.⁹⁴

*“Merkez bankalarının piyasadaki para miktarını artırmak için tahvil ve bono satın alarak karşılığında piyasaya para arz etmelerine niceliksel gevşeme deniyor. Para politikasının bir aracı olarak kullanılan niceliksel gevşemenin amacı piyasadaki likiditeyi artırarak kredi verilmesini teşvik etmek ve bu yolla ekonomiye canlılık kazandırmaktır.”*⁹⁵

Niceliksel gevşeme politikasının ekonomi üzerinde etkili olduğu yollardan biri şudur; Merkez bankası özel sektörden finansal varlıklar (tahvil, bono gb.) satın almakta ve merkez bankası tarafından satın alınan bu varlıkların fiyatları artış göstermektedir. Varlıkların fiyatları arttığında ise borçlanmanın maliyeti düşerek tüketim ve yatırım harcamaları artmaktadır. Ayrıca varlık fiyatlarının artması, varlık sahiplerinin servetini artırarak harcamaların artmasına neden olmaktadır.⁹⁶ Harcamalardaki bu artış, gelir düzeyinde artışa yol açabilmektedir.

⁹² Kemal Yıldırım, Doğan Karaman, Murat Taşdemir, **a.g.e.**, s. 213.

⁹³ **A.e.**, s. 214.

⁹⁴ Sıtkı Sönmezer, “Niceliksel Gevşeme Politikalarının Türk Finansal Piyasaları Üzerindeki Etkileri”, **Maliye Finans Yazıları**, Yıl 28, Sayı 101, Nisan 2014, s. 41-42.

⁹⁵ Mahfi Eğilmez, Niceliksel Gevşeme (Quantitative Easing, QE), **Ekonomi Sözlüğü**, (çevrimiçi) www.mahfiegilmez.com e.t. 20.04.2015.

⁹⁶ Michael Joyce, vd., “The Financial Market Impact Of Quantitative Easing”, **Bank Of England**, Working Paper No. 393, 2010, s. 6.

İKİNCİ BÖLÜM

2008 KÜRESEL FİNANS KRİZİ VE TÜRKİYE EKONOMİSİNE ETKİLERİ

1990'lı yıllardan itibaren finansal sistemde yaşanan önemli değişim ve teknolojinin ilerlemesi ile birlikte bilgiye daha hızlı ve daha ucuz ulaşılabilmesi çok sayıda finansal ürünü geliştirmiştir. Artan getiri iştahı, finansal ürünlerin pek çok coğrafyada kolayca el değiştirmesi ile tüm dünya piyasalarına yansımıştır. Merkezinde ABD piyasalarının olduğu bu sistemde ABD ekonomisinde yaşanan bir aksaklık, bir sıkıntı hızlı bir şekilde tüm dünyaya yayılabilmektedir.¹

2007 yılının ortalarında ABD konut piyasalarında baş gösteren kriz ise, hızlı bir şekilde ABD'den diğer ülkelere ve finans sektöründen reel sektöre yayılmış, bazı finansal kuruluşlar iflas etmiş, birçoğu ise ulusal hükümetler tarafından kurtarılmıştır.²

2008 Küresel Krizini, diğer krizlerden farklı kılan en önemli etken finansal sermayenin hızlı yükselişidir. Son yıllarda yaşanan de-regülasyon ve liberalizasyon süreci para ve kredi piyasalarını çok büyük çapta ve kontrolsüz bir biçimde büyümüş ve bu gelişim finansal istikrarsızlığa yol açmıştır. Giderek büyüyen finansal sermayenin istikrarsızlığı ise krizin reel sektörü çok daha şiddetli etkilemesine neden olmuştur.³

Bazı ülkelerin krizden çıkış olarak gördüğü ihracat seçeneği, tüm dünyanın ekonomik yavaşlama yaşadığı böyle bir durumda çözüm olmamış ve nitekim birçok ülkenin dış ticaret hacimleri ciddi oranda azalmıştır. Krize çözümün diğer cephesini oluşturan finansal sistemin yeniden düzenlenmesi ise, uzun vadeli bir planın parçası olarak görülmüştür. Diğer bir çözüm yolu ise para politikası uygulamasıdır. Merkez

¹ Abdulkadir Buluş, Esra Kabaklı, "1929 Ekonomik Buhranı İle Son Dönem Global Krizin Karşılaştırılması", **SÜ İİBF Sosyal ve Ekonomik Araştırmalar Dergisi**, C. 13, S. 19, 2010, s. 2.

² John C. Hull, "The Credit Crunch of 2007, What Went Wrong? Why? What Lessons Can Be Learned?", (çevrimiçi) <http://www2.rotman.utoronto.ca/~hull/downloadablepublications-/CreditCrunch.pdf>, e.t. 07.11.2013, s. 1.

³ Mustafa Durmuş, **Kapitalizmin Krizi**, 4. Bsk., Ankara, Gazi Kitabevi, 2013, s. 155.

bankaları krizden çıkış için alternatif politika arayışlarına girmiş ve uyguladıkları politikalarla krizden çıkışta önemli rol oynamışlardır.⁴

Bu bölümde ise 2008 Küresel Krizine neden olan faktörler, krizin ortaya çıkışı, kriz süreci ve yayılması ve Türkiye'ye etkileri incelenecektir.

2.1. KRİZİN NEDENLERİ

Birçok analist finansal krizin ABD'de subprime mortgage piyasasındaki problemlerle başladığına inanmaktadır⁵. ABD'de yaşanan problemlerin temelinde ABD'nin ekonomiyi canlandırmak amacıyla, özellikle inşaat sektörü vasıtasıyla, hem ödeme gücü hem de kredibilitesi diğerlerine göre düşük olan kişilere mortgage kredisi verilmesine izin vermesi ve bunun sonucu olarak da finansal kesimin büyük risk alması yatmaktadır.⁶

2008 küresel krizinin nedenleri şu şekilde sıralanabilir;

- ✓ Mortgage Kredilerinin Kompozisyonun Değişmesi
- ✓ Menkul Kıymetleştirme
- ✓ Şeffaflık Eksikliği
- ✓ Derecelendirme Kuruluşlarının Hataları
- ✓ Düzenleyici ve Denetleyici Kuruluşların Hataları ve Yapısal Sorunları

Krizin nedenlerini açıklamaya geçmeden önce kısaca mortgage ve mortgage sistemini açıklamak yararlı olacaktır.

Mortgage Sistemi

Mortgage kelimesi mort ve gage kelimelerinin birleşmesinden oluşmaktadır. Mort, Fransızca ölü veya taşınmaz anlamına gelirken, gage, Alman hukukuna göre verilen bir sözün karşılığı olarak bırakılan kaparo ya da depozito demektir. Mortgage

⁴ Ersan Bocutoğlu, Aykut Ekinci, "Genel Teori, Küresel Krizler ve Yeniden Maliye Politikası", **Maliye Dergisi**, S. 156, Ocak-Haziran 2009, s. 67.

⁵ Robert C. Fauver, **Global Financial Crisis**, Ed. Paola Savona, John J. Kirton and Chiara Oldani, Ashgate Publishing Ltd, 2011, s. 20.

⁶ Nihat Altuntepe, "2008 Küresel Krizinin Ülkelerin İstihdam Yapısı Üzerine Etkilerinin Dinamik Bir Analizi", (çevrimiçi) <http://edergi.sdu.edu.tr/index.php/sduvd/article/viewFile/1372/1460>, e.t. 08.11.2013, s. 134.

ise, bir taşınmazın alınan borç karşılığı depozito/ipotek/rehin olarak verilmesi anlamına gelmektedir.⁷

Mortgage sistemi ise, “ipotek teminatına bağlı konut kredisi alacaklarının ikincil piyasalarda menkul kıymet olarak ihracı (ipotekli emlak kredisi senedi) ile sermaye piyasalarından fon temin etme esasına dayalı konut finansman sistemi” olarak ifade edilmektedir. Bu tanıma göre mortgage, sıradan bir konut kredisi değildir. Konut kredisinin mortgage olarak ifade edilebilmesi için ikincil piyasalar aracılığıyla sermaye piyasalarında fonlama yapıyor olması gerekmektedir.⁸

Mortgage, 3 temel piyasadandır;⁹

- ✓ *Birincil piyasa*; konut ihtiyaçlarını finanse etmek isteyenlerle bu kişilere fon sağlayan kuruluşların bir araya geldikleri piyasalardır. Bu piyasada fon talep edenler, kredi arz eden kurumlar ve piyasanın işleyişini sağlayan kamu kurumları yer alır.¹⁰
- ✓ *İkincil piyasa*; ipotek kredisi birincil piyasada açıldıktan sonra mevcut ipoteklerin alınıp satıldığı piyasalardır¹¹.
- ✓ *Sermaye piyasaları*; bankalar, özel emeklilik kuruluşları, sigorta şirketleri olmak üzere kurumsal yatırımcıların tahvil, bono, hisse senedi gibi ikincil piyasa araçlarına yatırım yaptıkları piyasalardır.

Bu piyasalar arasındaki yapılan işlemler aşağıdaki şekilde gösterilebilir;

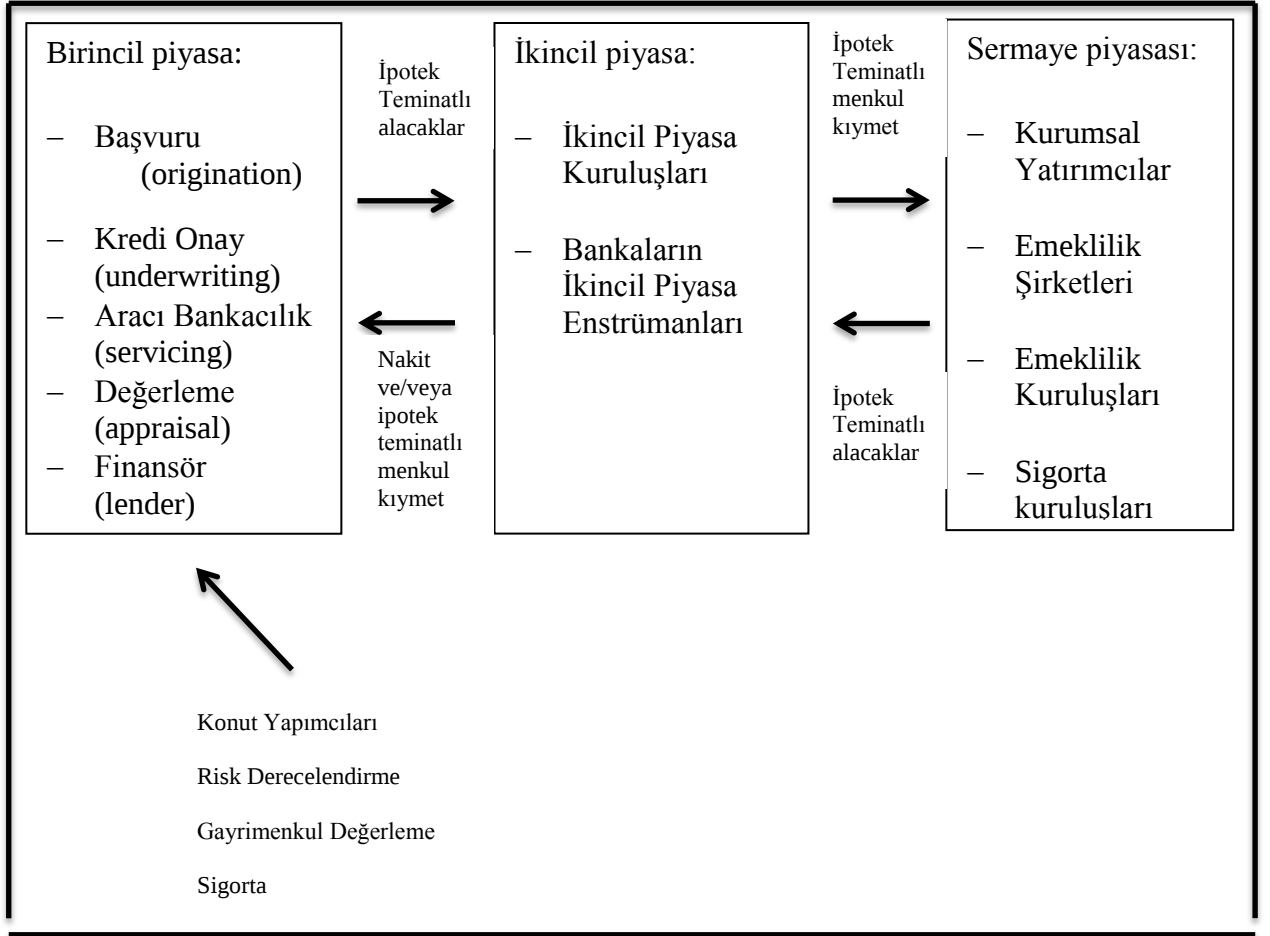
⁷ Eczacıbaşı Menkul Değerler, “Mortgage Piyasası Genel Bir Özet”, (çevrimiçi) <http://www.emdas.com.tr/kurumsal/portal%20mortgage%20sunus.pdf>, e.t. 08.11.2013, s. 5.

⁸ Onur Özsan, “Mortgage Sisteminin Temelleri”, (çevrimiçi) https://www.sekerfinans.com.tr/upload/pdf/Mortgage_Sistemi_nin_Temelleri.pdf, e.t. 08.11.2013, s. 2.

⁹ A.e., s. 5-6.

¹⁰ Serpil Altınırmak, “Konut Finansman Sistemi”, **Emlak Finans ve Emlak Değerleme**, ed. Serpil Altınırmak, T.C. Anadolu Üniversitesi Yayını No: 2773, Eskişehir, 2013, s. 15.

¹¹ A.e..



Şekil 4: Mortgage Piyasalar Arası İşlemler

Kaynak: Onur Özsan, “Mortgage Sisteminin Temelleri”, (çevrimiçi) https://www.sekerfinans.com.tr/upload/pdf/Mortgage_Sistemi_nin_Temelleri.pdf, e.t. 08.11.2013, s. 5.

Mortgage sisteminin işleyişi kısaca özetlenecek olursa; konut sahibi olmak isteyen alıcı önce kendi ödeme gücüne göre bir konut belirler. Buradaki önemli husus, konut bedelinin en az % 25’nin alıcının elinde hazır bulunmasıdır. Zira mortgage finans kuruluşları konutun en fazla % 75’ini finanse etmektedir. Daha sonra alıcı konut bedelinin en fazla % 75’lik kısmı için finans kuruluşuna başvurur. Bu başvuru sonucunda finans kuruluşu, kredi kullandırmadan önce kredi talep eden alıcıya sözleşme öncesi bilgi formunu verir. Alıcı bu formu inceleyerek kredisini en erken ertesi gün kullanabilecek şekilde kararını verir. Finans kuruluşu herhangi bir sebepten dolayı taksitlerin ödenmeme riskine karşı alıcının hayat sigortası yaptırmasını ister. Bu işlem gerçekleşikten sonra konutun belirlenen değerinin en fazla % 75’lik kısmı için finans kuruluşu alıcıya uzun vadeli mortgage kredisi verir.

Bu işlem gerçekleşirken herhangi bir sebepten dolayı konutun değerinin azalması ihtimaline veya farklı risklere karşı konut sigortalanır ve verilen kredi karşılığında gayrimenkul ipoteğini finans kuruluşu alır.¹²

Bu kredilerin önemli çoğunluğu da devlet destekli Freddie Mac (Federal Home Loan Mortgage Corporation) ve Fannie Mae'ye (Federal National Mortgage Association) satılır. Bu iki kuruluş, bu borçları bir havuzda toplar daha sonra piyasaya arz eder. Bu aşamada kredinin adı “Konut kredisine dayalı menkul kıymet” (Mortgage Backed Security) olur. Bu menkul kıymetleştirme (securitization) işlemi aracılığıyla yeni bir fon sağlanmış olur ve bu fon ile yeni bir mortgage kredisi için kaynak sağlanır.¹³

Mortgage kredileri ödeme yeteneğine göre dört gruba ayrılmaktadır.

- **Devlet Garantili/Sigortalı Krediler:** ipotekli kredi alması zor olan fakat garanti/sigorta ücretleri karşılığında birincil kredilerle rekabet edebilir faiz oranlarıyla ihraç edilen kredi türüdür. ABD’de Gazi İşleri Bakanlığı (VA), Kırsal Kesim Konutlaştırma Hizmeti (RHS), Federal Konut Yönetimi (FHA) tarafından sigorta edilen krediler bu gruba girmektedir.
- **Prime Krediler:** kredi geçmişi iyi olan borçlulara rekabetçi faiz oranı ve ipotek süresi karşılığında verilen kredilerdir.
- **Alt-A Krediler:** Prime kredi borçlularına yakın iyi bir kredi geçmişi olan, fakat varlıkları ya da gelirlerine ilişkin sınırlı belgelendirmeye sahip olması nedeniyle yüksek riskli özelliği olan borçlanıcılara verilen kredilerdir.
- **Subprime Krediler:** Kredi geçmişi kötü olması nedeniyle birincil piyasalardan yüksek faiz oranları ve ücretlerle verilen kredilerdir.¹⁴

¹² Murat Berberoğlu, “Mortgage-İpotekli Konut Finansman-Sistemi Ve Bu Sistemin Türkiye’de Uygulanabilirliği”, **International Journal of Economic and Administrative Studies**, Yıl 1, C. 1, S. 2, ISSN 1307-9832, Kış 2009, s. 121-122.

¹³ Okan Tünsoy, Abdullah Karasan, “Aşırı Getiri, Konut Kredilerinin Artışı ve Denetimsizlik: Sub-Prime Krizi”, **Hazine Kontrolörleri Derneği**, (çevrimiçi) www.hazine.org.tr/makaleler/ekonomi/karasan%20makale.doc, e.t. 21.11.2013, s. 3.

¹⁴ **A.e.**, s. 2.

2.1.1. Mortgage Kredilerinin Kompozisyonun Değişmesi

2000-2006 döneminde finansal piyasalarda likiditenin sürekli yükselmesi risk iştahını artırarak, bankaların kredi geçmişi iyi olmayan müşterilere verdiği kredileri (subprime mortgage) sürekli artırmıştır.

Tablo 1’de 2001-2007 döneminde ihraç edilen mortgage kredilerinin gelişimi gösterilmiştir.

Tablo 1: Ödeme Yeteneğine Göre Mortgage Kredileri: 2001 - 2007

	Prime			Prime Olmayan					Genel Toplam
	Geleneksel	Jumbo	Toplam	Subprime	Alt-A	Home Equity	FHA/VA	Toplam	
Milyar \$									
2001	1.481	521	2.002	187	64	135	205	591	2.593
2002	1.966	658	2.624	230	77	190	203	701	3.324
2003	2.772	732	3.504	349	96	248	248	941	4.445
2004	1.328	565	1.893	593	209	362	148	1.311	3.204
2005	1.157	605	1.762	663	403	387	96	1.550	3.312
2006:1	243	106	349	144	108	105	20	376	725
2006:2	283	130	412	170	107	113	21	410	823
2006:3	248	132	379	165	94	116	23	397	776
2006:4	245	126	371	139	103	108	20	369	740
2007:1	273	100	373	93	98	97	19	307	680
2007:2	328	120	448	56	96	105	25	282	730
2007:3	286	83	369	28	54	93	26	201	570
2007:4	275	44	319	14	27	60	31	132	450
Yüzde (%)									
2001	57,1	20,1	77,2	7,2	2,5	5,2	7,9	22,8	100
2002	59,1	19,8	78,9	6,9	2,3	5,7	6,1	21,1	100
2003	62,4	16,5	78,8	7,9	2,2	5,6	5,6	21,2	100
2004	41,4	17,6	59,1	18,5	6,5	11,3	4,6	40,9	100
2005	34,9	18,3	53,2	20	12,2	11,7	2,9	46,8	100
2006:1	33,5	14,6	48,1	19,9	14,9	14,5	2,7	51,9	100
2006:2	34,4	15,8	50,1	20,6	13	13,8	2,5	49,9	100
2006:3	31,9	17	48,9	21,2	12,1	15	2,9	51,1	100
2006:4	33,1	17,1	50,1	18,8	13,9	14,6	2,6	49,9	100
2007:1	40,1	14,7	54,9	13,7	14,4	14,3	2,8	45,1	100
2007:2	44,9	16,4	61,4	7,7	13,2	14,4	3,4	38,6	100
2007:3	50,2	14,6	64,7	4,9	9,5	16,3	4,6	35,3	100
2007:4	61,1	9,8	70,9	3,1	6,0	13,3	6,9	29,3	100

Kaynak: Joint Center for Housing Studies of Harvard University, “The State of The Nation’s Housing 2008”, 2008, (çevrimiçi) <http://www.jchs.harvard.edu/sites/jchs.harvard.edu/files/son2008.pdf>, e.t. 22.11.2013, s. 39.

Tablo 1'e göre, 2001 yılında ihraç edilen mortgage kredileri 2,6 trilyon dolar değerindeyken bunun % 57,1'i prime geleneksel kredi, % 20,1'i ise Prime Jumbo mortgage kredilerden oluşmaktadır. Yani 2001 yılında verilen mortgage kredilerinin % 77,2'si prime mortgage kalitesindedir. Aynı yıl Subprime kredilerin oranı ise % 7,2 olmuştur. İzleyen iki yıl içinde mortgage kredilerinde büyük genişleme olmuş ve 2003 yılında 4.44 trilyon dolar mortgage kredisi ihraç edilmiştir. Bu kredilerin içindeki prime mortgage, subprime mortgage kredilerinin oranı ise fazla değişmemiştir.

Ancak 2004 yılından itibaren subprime mortgage kredilerinin, toplam mortgage kredileri içindeki payı giderek artmıştır. 2001 yılında % 7,2 olan söz konusu oran, 2004 yılında % 18,5'e, 2005 yılında % 20'ye, 2006 yılının üçüncü çeyreğinde ise % 21,2'e kadar yükselmiştir. Yani mortgage kredileri içindeki prime – subprime mortgage kompozisyonu, subprime mortgage kredi lehine değişmiştir. Riskli subprime mortgage kredilerinin hem mutlak hem de oransal olarak artması ise, finans sisteminin tehlikeli bir hal almasına neden olmuştur¹⁵.

Ayrıca ABD'de faizler geçmişte son derece düşük düzeylerde olduğundan, düşük gelirli büyük çoğunluk subprime mortgage kredilerini kullanırken değişken faizli kredileri tercih etmişlerdir¹⁶. Faizlerin yükselmesiyle de, bu kredilerin geri ödemelerinde aksaklıklar oluşmaya başlamıştır. Bu durumda olan kişiler, evlerini bankaya iade ederek ödemelerinden vazgeçmişlerdir. Dolayısıyla bankaların portföylerindeki hacizli konut sayısı hızla artmıştır. Bankalar tarafından piyasaya arz edilen bu konutlar, arz fazlası oluşturarak konut fiyatlarını düşürmüş, kredisini ödemekte olan borçluların ellerindeki evlerin değeri kalan kredi borçlarının altında kalmıştır. Öte yandan bankalar kredi geri ödemelerini diğer finansal kuruluşlara satmışlar ve bu evlerle ilgili sermaye piyasası araçları yaygınlaşmıştır. Bu nedenle zararlar, domino taşı etkisi yaratarak tüm finansal kuruluşlara sirayet etmiş ve bu kuruluşların iflas etmelerine yol açmıştır.¹⁷

¹⁵ Okan Tünsoy, Abdullah Karasan, **a.g.e.**, s. 5.

¹⁶ Mahfi Eğilmez (2009), **a.g.e.**, 66-67.

¹⁷ Doğan Alantar, "Küresel Finansal Kriz: Nedenleri Ve Sonuçları Üzerine Bir Değerlendirme", **Maliye Finans Yazıları Dergisi**, S. 81, Ekim 2008, s. 2.

2.1.2. Menkul Kıymetleştirme

ABD’de ortaya çıkan küresel ekonomik krizin en başta gelen nedenlerinde biri de, finansal kurumlar tarafından mortgage fonlarının yaygın bir şekilde menkul kıymetleştirilmesidir¹⁸.

Menkul kıymetleştirme, “işletmelerin sahip oldukları kredi ve diğer alacaklarının, bazı kurumlara transfer edilmesi yoluyla menkul kıymet ihraç edilmesine dayalı bir finansman modelidir”¹⁹. Likiditenin bol olduğu 2000-2006 döneminde bireyler normalden daha fazla kredi almışlardır. Bankalar ise, düşen mevduata karşın, menkul kıymetleştirme sayesinde kısa dönemli menkul kıymetlerle uzun dönemli varlıkların fonlamalarını artırmıştır.²⁰

Mortgage kredilerine dayalı olarak ihraç edilen menkul kıymet piyasasının temel fon kaynağı olan mortgage kredilerinde, geri ödemelerinin yapılamaması nedeniyle ise ikincil piyasanın fonlanmasında sorunlar çıkmaya başlamıştır. Özellikle subprime mortgage kredilerinin menkul kıymetleştirilmesi, sermaye piyasalarını geliştirmekten ziyade mevcut işleyişin temelden bozulmasına neden olmuştur.²¹

Tablo 2: Mortgage İpoteklerine Dayalı Olarak İhraç Edilen Menkul Kıymetler

Milyar \$	Devlet Garantili MBS	Diğer MBS	Toplam
2001	1.454,8	216,5	1.671,3
2002	1.985,3	263,9	2.249,2
2003	2.725,8	345,3	3.071,1
2004	1.375,2	403,8	1.779,0
2005	1.321,0	645,7	1.966,7
2006	1.214,7	773,1	1.987,8
2007	1.371,7	678,4	2.050,1
2008/1	98,5	3,2	101,7
2008/2	146,1	5,0	151,1

Kaynak: Faruk Demir, v.d., “ABD Mortgage Krizi”, **BDDK Çalışma Tebliği**, S. 3, Ağustos 2008, s. 53.

¹⁸ Recep Tarı, Cemil Erarslan, Yüksel Bayraktar, “Küresel Ekonomik Kriz ve Belirleyicileri Üzerine Bir Değerlendirme”, **Küresel Ekonomik ve Finansal Kriz Türkiye Ekseninde Sorunlar ve Çözüm Önerileri**, Ed. Murat Çetinkaya, Nobel Yayın, Nisan 2011, s. 20.

¹⁹ Cahit Sönmez, “Küresel Krizin Çıkış Kaynağı: Mortgage Kredileri”, **Güncel Ekonomik Sorunlar: Global Kriz**, Ed. Sadi Uzunoğlu, Literatür Yayınları, 2009, s. 80.

²⁰ Hadiye Aslan, “İpotekli Konut Finansman Sisteminde Kriz”, **BDDK 8. Kuruluş Yıl Dönümü Konferans Notu**, s. 12.

²¹ Faruk Demir, v.d., “ABD Mortgage Krizi”, **BDDK Çalışma Tebliği**, S. 3, Ağustos 2008, s. 53.

Tablo 2’ye göre, 2001 yılında ABD’de mortgage kredilerine dayalı toplam 1.671,3 milyar \$ menkul kıymet ihraç edilmiş ve bu miktar 2007 yılında 2.050,1 milyar \$’ a yükselmiştir. Bu kadar geniş hacimli bir ikincil piyasa yaratılmış ve bu piyasanın fon kaynağı olan mortgage kredileri geri dönmemeye başlayınca da tahvil geri ödemeleri yapılamamıştır. Mortgage kredilerine dayalı menkul kıymet ile riskini dağıtmaya çalışan ancak başarılı olamayan finans kuruluşları zarar açıklamaya başlamışlardır. Sonuçta piyasalarda oluşan panik havası, bankalardan ani para çekilişlerine ve sermaye hareketlerinin yavaşlamasına neden olarak likidite sorunlarını gündeme getirmiştir. 2004 – 2006 yılları arası menkul kıymet ihraçlarında azalmanın yaşandığı yıllar iken, en fazla menkul kıymet ihracının 3.071,1 milyar \$ ile 2003 yılında yapıldığı görülmektedir.²²

2.1.3. Şeffaflık Eksikliği

Gelişmiş ülkelerde ve özellikle ABD’de neredeyse birbirinden ayrı her fonksiyon için ayrı bir finansal kurum ve finansal araç oluşturulmuştur. Bu kurum ve araçlar birbiri ile irtibatlı ve karmaşık ilişkilere sahiptir. Örneğin, faiz haddi türev piyasaları, forward swap işlemlerinden dalgalı swapa kadar birçok finansal araç sunmaktadır. Karmaşık yapıya sahip finansal araçların anlaşılmasında önemli bir zorluk söz konusudur. Sıradan yatırımcılar için sürekli değişen, gelişen ve farklılaşan finansal araçları takip etmek çok zordur. Özellikle de anlaşılmamak istendiğinde ciddi bir şeffaflık sorunu ile karşılaşmaktadır.²³

Şeffaflıkta diğer bir olgu asimetrik bilgi diye adlandırılan sorundur. Bu olguya göre, bilgi yatırımcılara, firmalara ve diğer aktörlere farklı hızlarla ve farklı biçimlerde ulaşmaktadır. Örneğin “insider trading²⁴” aslında bir tür asimetrik bilgidir. Yasal yaptırımlarla bu tür sorunun önüne geçilse bile suç teşkil etmeyen asimetrik bilgilenme/bilgilendirme problemini aşmak çok kolay değildir. Mahrez ve Kaufmann yaptıkları ampirik incelemeyle, finansal krizlerin çıkma ihtimalinin,

²² A.e.

²³ Doğan Alantar, a.g.e., s. 3.

²⁴ **insider trading**: “Sermaye Piyasası araçlarının değerini etkileyebilecek, henüz kamuya açıklanmamış bilgileri kendisine veya üçüncü kişilere menfaat sağlamak amacıyla kullanarak, sermaye piyasasında işlem yapanlar arasındaki fırsat eşitliğini bozacak şekilde mameleki yarar sağlamak veya bir zararı bertaraf etmek içinden öğrenenlerin ticaretidir.” (Kaynak: SPK)

şeffaflık eksikliğinin fazla olduğu ülkelerde daha yüksek olduğunu göstermişlerdir²⁵. Yani finansal krizlerle, şeffaflık eksikliği arasında ters yönlü bir ilişki mevcuttur. Şeffaflık arttıkça daha az finansal kriz oluşmaktadır. Ancak ironi bir şekilde son yaşanan finansal kriz şeffaflığın en fazla olduğu düşünülen bir ülkede ortaya çıkmıştır.²⁶

Banka ve simsarların ne çeşit varlıklara sahip oldukları, bu varlıkların değerinin ne olduğu, hatta bunların muhatabının kimler olduğu yeterince şeffaf olmadığından şeffaflık eksikliği bu kriz boyunca en önemli sorunlardan biri olmuştur. Bu problemler, türev diye adlandırılacak karmaşık ticari sözleşmelere sahip Lehman Brothers gibi firmaların iflasları sonucu ortaya çıkan riskin hesaplanmasını, analiz edilmesini ve çözümünü zorlaştırmıştır.²⁷

2.1.4. Derecelendirme Kuruluşlarının Hataları

Dünyadaki belli başlı derecelendirme kuruluşları (Fitch, Standart&Poors, Moody's vb.) 1997 Asya krizi, 2000 yılının başındaki finansal skandal ve subprime krizleri olmak üzere son yıllarda yaşanan üç büyük finansal krizin gelişimini görememiştir²⁸.

Kredi kuruluşlarıyla ilgili en önemli problem çıkar çatışmasıdır (conflict of interests). Bankalarla ve diğer finansal kuruluşlarla ilgili değerlendirme yapıp, notlar veren rating kuruluşları bu firmalar tarafından finanse edilmektedir. Durum böyle olunca derecelendirme kuruluşlarının objektif değerlendirme yapma kabiliyetleri azalmakta hatta imkansız hale gelmektedir. Diğer taraftan derecelendirme kuruluşları firmaların finansal problemlerini her zaman tespit edememektedirler. Bazen de mevcut olan problemi kısmen veya çok gecikmeli olarak görebilirler. Örneğin, Enron'un iflas başvurusundan çok kısa bir süre öncesine kadar derecelendirme

²⁵ Gil Mahrez, Daniel Kaufmann, "Transparency, Liberalization and Financial Crises", 1999, (çevrimiçi) <http://siteresources.worldbank.org/INTWBIGOVANTCOR/Resources/mehrez1.pdf> e.t. 26.11.2013., s. 21.

²⁶ Doğan Alantar, **a.g.e.**, s.3.

²⁷ Eric Wasserstrom, "On the Financial Crisis: It's Not Just Weak Oversight", **The New York Times**, 2008, (çevrimiçi) http://campaignstops.blogs.nytimes.com/2008/09/17/on-the-financial-crisis-its-not-just-weak-oversight/?_r=0 e.t. 26.11.2013.

²⁸ İlker Parasız (2009b), **Finans Krizinin Güven Krizine Dönüşmesi Küresel Kriz**, Ezgi Kitabevi, 2009, s. 124.

kuruluşları firmanın problemlili olduğunu tespit edememiştir. Tabi ki bunda Enron'un gerçek dışı hazırladığı finansal tablolarının da etkisi vardır.²⁹

Ayrıca Eylül 2008'deki iflasıyla küresel krizin tetikleyicisi kabul edilen yatırım bankası Lehman Brothers'ın batmadan bir gün önceki kredi notu AAA, yani en yüksek seviyedeydi³⁰. Bu örneklerin kriz döneminde çokça görülmesi, kredi derecelendirme kuruluşlarının krizde oynadığı rolü ifade etme açısından önemlidir.

En önemli kredi derecelendirme kuruluşlarından iki tanesi olan Moody's ve Standard & Poor's ise son krizde etkin çalışmamış ancak kriz başladıktan sonra kredi notlarını düşürmüşlerdir. Şöyle ki, 2007'nin üçüncü çeyreğinde 85 milyar \$, dördüncü çeyrekte 237 milyar \$, 2008'in ilk çeyreğinde 739 milyar \$ ve ikinci çeyreğinde 841 milyar \$ olmak üzere bir yıl içinde yaklaşık 1,9 trilyon \$ mortgage destekli menkul kıymetin notunu düşürmüşlerdir.³¹

Bu konuda bir diğer sorun ise enformasyon sorunudur. Derecelendirme kuruluşları, enstrümanı tasarlayan bankalar ve enstrümanın alıcıları kadar dayanak kaynak hakkında enformasyona sahip olmayabilirler. Ayrıca derecelendirme kuruluşları sadece temerrüt riskini derecelendirirler, likidite riskini ve rating değiştirme riskini çoğunlukla dikkate almazlar. Halbuki bu risklerin de derecelendirme yapılırken dikkate alınması gerekir. Kredi derecelendirme hizmeti kullanıcılarının çoğu ise, derecelendirme hizmetinin bu dar kapsamından haberdar değildirler.³²

2.1.5. Düzenleyici ve Denetleyici Kuruluşların Hataları ve Yapısal Sorunları

ABD finans piyasalarında kriz öncesi dönemde gevşek kredi standartlarının uygulanması, söz konusu krizi tetikleyen unsurlardan biri olmuştur. Hem düzenleyiciler hem de risk yöneticileri bu uygulamaları göz ardı etmişlerdir.

²⁹ Doğan Alantar, **a.g.e.**, s. 4.

³⁰ Zafer Özcan, "Notçuların notu kırık!", Aksiyon, 2010, (çevrimiçi) http://www.aksiyon.com.tr/aksiyon/newsDetail_getNewsById.action?newsId=27272 e.t. 27.11.2013.

³¹ Jon Birger, "The woman who called Wall Street's meltdown", Fortune Magazine, (çevrimiçi) http://money.cnn.com/2008/08/04/magazines/fortune/whitney_feature.fortune/index.htm e.t. 28.11.2013.

³² Turalay Kenç, "Kredi Krizi Sonrasında Risk Modelleri ve Basel II Notu", **BDDK 8. Kuruluş Yıl Dönümü Konferansı**, s. 17-19.

Subprime mortgage kredi (ve aynı zamanda taşıt kredileri ve kredi kartları) ihraç standartlarının düşmesi, kredi borçlularının temerrüde düşme olasılığının artırmıştır. Temerrüt miktarının artışı ise yüksek riskli subprime mortgage kredileri içeren portföylerin değerini düşürmüştür.³³

Ayrıca düzenleyici ve denetleyici kurumların krize karşı önlem almada geç kaldığı söylenebilir. Örneğin, FED başkanı Bernanke konut piyasasındaki sıkıntıların, ekonominin geri kalanına ve finansal sisteme yayılmasını beklemediklerini, hatta subprime mortgage dahil mortgage piyasasının iyi çalışmaya devam edeceğini dile getirmişti³⁴. Oysa pratikte tam tersi olmuştu. 2,5 yıl içinde konut piyasasında ortaya çıkan sorunlar tüm finansal sistemi ve reel sektörü etkisi altına almış ve daha da kötüsü tüm dünyaya yayılarak küresel bir boyut kazanmıştı. Hedge fon regülasyon talepleri ile ilgili olarak SEC (ABD Sermaye Piyasası Kurulu), 1 Şubat 2006 tarihi itibarıyla Yatırım Danışmanlığı Kanunu kapsamında kayıt yükümlülüğü getirerek, varlıkları 25 milyon Doları veya yatırımcı sayısı 15'i aşan hedge fonların yöneticilerinin kayıt altına girmesini istemiştir. SEC'in risk esaslı bir yaklaşımla çıkardığı bu yeni kural bir hedge fon yöneticisi tarafından mahkemeye taşınmış ve Bölgesel Yüksek Mahkeme Haziran 2006'da SEC'in yeni düzenlemesini iptal etmiştir.³⁵

Başka bir örnekte ise ABD'de birçok eyalet aşırı riskli mortgage borçlarının menkul kıymetleştirip satılmasına önlem almak istedi ancak ABD Hazinesi bazı büyük bankaların istekleri doğrultusunda, federal yasalar çiğnendiği gerekçesi ile buna karşı çıkmıştır.³⁶

Ayrıca ABD finans piyasalarında otorite yapısının dağınık olması ve her düzenleyici ve denetleyici otoritenin kendine özgü düzenleme ve uygulama geliştirmesi, hukuki yapının karmaşık hal almasına neden olmuştur. Uygulamada olan düzenlemelerin yerel ve merkezi düzenleme olarak ayrılması, hukuki yapıyı

³³ Michel G. Crouhy, Robert A. Jarrow, Stuart M. Turnbull, "The Subprime Credit Crisis of 07", Temmuz 2008, (çevrimiçi) http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1112467 e.t. 28.11.2013, s. 36.

³⁴ Ben S. Bernanke, "17 Mayıs 2007 tarihli konuşması", (çevrimiçi) <http://www.federalreserve.gov/newsevents/speech/bernanke20070517a.htm> e.t. 28.11.2013.

³⁵ Doğan Alantar, **a.g.e.**, s. 5.

³⁶ Hadiye Aslan, **a.g.e.**, s. 17.

daha da karmaşık bir hale getirmiştir. Örneğin New Jersey, Utah, Colorado ve Oklahoma eyaletlerinde mortgage dolandırıcılığına ilişkin uygulamada farklı kanunların yer aldığı görülmektedir.³⁷

2.2. KRİZİN ORTAYA ÇIKIŞI VE KRİZ SÜRECİ

New York Üniversitesi'nde ekonomi profesörü olan Nouriel Roubini, 7 Eylül 2006'da Washington'da düzenlenen Uluslararası Para Fonu'ndaki (IMF) konuşmasında açık bir şekilde konut piyasasında oluşan balondan söz etmiş ve kriz hakkında uyarılmış.³⁸ Fakat o zaman çok dikkate alınmayan Roubini'nin tahminini zaman haklı çıkarmış ve sonrasında "kriz kahini" olarak adlandırılmaya başlanmıştır³⁹.

2008 yılında küresel ölçekte etkili olmaya başlayan krizin altında tarihin en büyük kredi ve konut balonu vardır.⁴⁰

2.2.1. Konut Balonunun Oluşumu

2001 yılında ABD'de yüksek teknoloji şirketlerine ait hisse senetlerinin oluşturduğu balonun patlamasıyla ekonomi durgunluğa girmeye başlamıştır. Bununla birlikte 11 Eylül saldırılarının yaşanması yatırımcının ve tüketicinin güveninin sarsılmasına neden olmuştur. Bu çerçevede finansal bir çöküş yaşanmaması ve ekonomiyi canlandırmak amacıyla FED, hızla kısa vadeli faiz oranlarını düşürmüştür. 2001'de % 6,5 olan kısa vadeli faiz oranları 2004'e kadar %1'e indirilmiştir. Kısa vadeli faiz oranlarının düşmesiyle birlikte bankaların kullandıkları tercihli faiz oranı ve değişken faizli ipotekli konut kredilerine uygulanan faiz oranları da düşmüştür. Bu durum düşük faizli kolay borçlanmayı mümkün kılmıştır. Fed, böyle ucuz para, kolay kredi stratejisiyle sistemi canlı tutmaya çalışırken yeni bir balon oluşturmuştur. Borsada fiyatlar çökerken, bol para konut piyasasına yönelmiştir. Bu gelişmeler sonucunda konut piyasasında talep şiddetle artmış, konut

³⁷ Faruk Demir, v.d., a.g.e., s. 20.

³⁸ Nouriel Roubini, "Economonitor Flashback: Roubini's IMF Speech – September 7, 2006", **Economonitor**, (çevrimiçi) <http://www.economonitor.com/nouriel/2010/09/02/economonitor-flashback-roubinis-imf-speech-september-7-2006/> e.t. 30.06.2014.

³⁹ TEPAV, Haberler, (çevrimiçi) <http://www.tepav.org.tr/tr/haberler/s/3717> e.t. 15.12.2014.

⁴⁰ Mahfi Eğilmez (2009), a.g.e., s. 66.

fiyatları hızlı bir şekilde yükselmiştir. Örneğin 2000’de konut piyasasında 100.000 dolardan işlem gören bir konut, 2007 yılına gelindiğinde 160.000 dolarlık bir değere ulaşmıştır.⁴¹

Foster ve Magdoff (2009)’a göre, söz konusu konut balonunun oluşması ABD ekonomisini, borsanın çökmesinden ve bir durgunluğun oluşmasından koruyan en önemli faktördür. 2000 yılında borsanın düşmesini ciddi bir ekonomik daralmanın işareti olarak gören yetkililer, ekonomiyi bu durumdan faizleri düşürerek konut balonuyla rahatlatmıştır. 2002 yılında ekonomist ve finansal analiz uzmanı olan Stephanie Pomboy bu olguyu sadece iki yıl gibi kısa sürede görerek, konut balonunda devam eden genişlemenin mucizevi bir şekilde borsadaki azalışı telafi ettiğini, hatta büyümesini teşvik ettiğini göstermiştir.⁴²

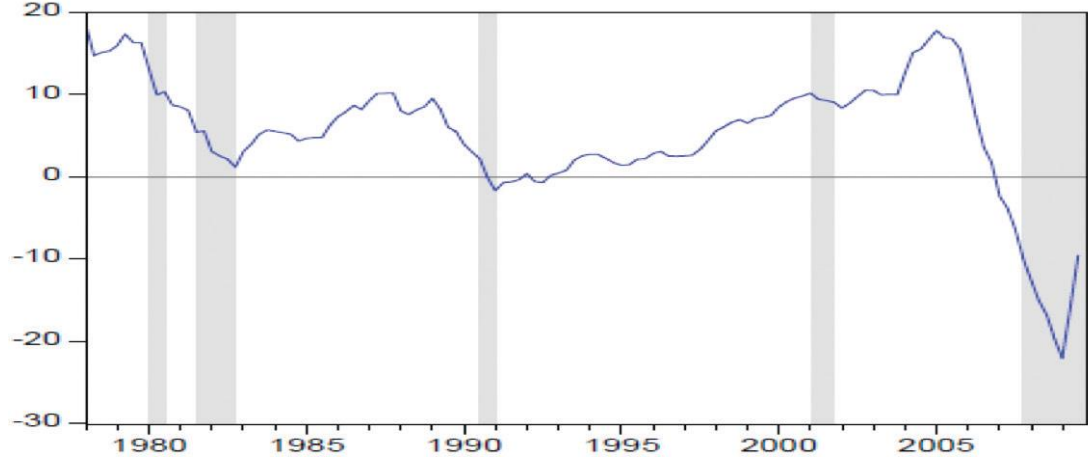
ABD’deki konut fiyatlarındaki değişimi gösteren Grafik 1’e göre 2000’li yıllara kadar konut fiyatlarındaki artış sınırlı düzeylerde kalmıştır. Ancak ABD’nin düşük faiz politikasıyla konut fiyatları, 2000 yılından itibaren hızla artmaya başlamıştır. ABD’de 1990 ve 2000 yılları arasında ortalama % 2-4 bandında kalan konut fiyatlarındaki artışlar, 2000-2003 yılları arasında % 7-9, 2004-2005 yıllarında ise % 12-18 arasında olmuştur. Bu veriler, 2000-2005 yılları arasında konut fiyatlarında ciddi artışların yaşandığını göstermektedir.⁴³

⁴¹ Dan Richards, “The Subprime Crisis Explained”, (cevrimici) <http://www.wellingtonwest.com-/advisors/ShewfeltMcMillan/documents/TheSubprimeCrisisExplained.pdf> e.t. 08.03.2014, s. 1; Mustafa Durmus, **Kapitalizmin Krizi**, 4. Bsk., Ankara, Gazi Kitabevi, 2013, s. 134-135; H. Ali Kutlu, N. Savas Demirci, “Küresel Finansal Krizi (2007-?) Ortaya Çıkaran Nedenler, Krizin Etkileri, Krizden Kısmi Çıkış Ve Mevcut Durum”, **Muhasabe ve Finansman Dergisi**, Ekim 2011, s. 122.

⁴² Bellamy Foster, Fred Magdoff, **The Great Financial Crisis**, Monthly Review Press, New York, 2009, s. 35; Stephanie Pomboy, “The Great Bubble Transfer”, **MacroMavens**, April 3, 2002.

⁴³ Cemil Erarslan, Yüksel Bayraktar, “Konut Balonlarının Oluşumunda Fed’in Rolü ve Küresel Krizden Çıkarılacak Bazı Dersler”, **İktisat Fakültesi Mecmuası**, C. 62, S. 2, 2012, s. 43.

Grafik 1: ABD’de Konut Fiyatlarının Değişim oranı (1978:Q1-2009:Q3)



Kaynak: Ben S. Bernanke, “Monetary Policy and the Housing Bubble”, (çevrimiçi) <http://www.iepecdg.com.br/uploads/artigos/100301abernanke.pdf> e.t. 08.03.2014, Atlanta, Georgia Ocak 2010.

Konut fiyatlarının yükselmesi başlangıçta çok fazla sorun olmamış, konutlar pahalı da olsa, kredi taksitleri aylık gelirin belli bir seviyesini geçmediğinden çılgınlık devam etmiştir. Bu çılgınlık finans kuruluşlarının, düşük faiz oranlarının etkisiyle daha çok risk alarak ve daha fazla kar elde edebilmek amacıyla, geçmişte bazı nedenlerle bankalardan kredi almış, ancak ödemelerini düzenli olarak yapamamış veya gecikmeli ödeyerek sabıkalı listelerine girmiş olanlara da (subprime mortgage) kredi vermeye başlamasıyla daha da derinleşmiştir. Kuşkusuz bu düşük kredi derecesine sahip olan grup, daha riskli olduğundan, yüksek kredi maliyetlerine ve daha yüksek komisyonlara katlanmak zorunda kalmışlardır.⁴⁴ Ayrıca finans kuruluşlarının bu denli özensiz konut kredileri vermesinde, 2000 – 2006 döneminde finansal piyasada giderek yükselen likiditenin de etkisi büyüktür⁴⁵.

First American CoreLogic verilerini kullanarak Jaffee (2008) tarafından oluşturulan tablo 3’e göre, 2000 yılında 422 bin subprime kredisi ihraç edilmişken, 2005 yılında zirveye ulaşarak 2,27 milyon subprime kredisi ihraç edilmiştir. 2000-2006 döneminde ise toplam yaklaşık 9 milyon subprime kredisi ihraç edilmiştir. Bunun ise sadece üçte biri (3,28 milyon subprime kredisi) konut edinme amacıyla

⁴⁴ Ahmet Fazıl Özsoylu, İter Unlukaplan, Melek Akdoğan Gedik, **Küresel Kriz ve Türkiye**, Adana, Karahan Kitabevi, 2010, s. 43.

⁴⁵ Doğan Alantar, **a.g.e.**, s. 2.

alınmıştır (3. sütun). Diğer taraftan, First American CoreLogic verileri toplam subprime kredilerinin % 70'ini kapsamaktadır. Bu nedenle toplam subprime mortgage kredileriyle uyumlu olması amacıyla satın alınan konut sayısı Jaffee (2008) tarafından yeniden ayarlanmıştır (4. sütun). Buna göre 2000-2006 yılları arasında 5,34 milyon konut subprime ipotekli konut kredileri ile finanse edilerek satın alınmıştır.⁴⁶

Tablo 3: Konut Satın Alımı İçin Kullanılan Subprime Krediler

Yıllar	1 Subprime kredilerinin toplam sayısı (bin)	2 Konut satın alımı için kullanılan krediler (yüzde)	3 Satın alınan konutların sayısı (bin)	4 (ayarlanmış) Satın alınan konutların sayısı (bin)
2000	422	32,4	137	433
2001	508	30,3	154	385
2002	768	29,0	233	400
2003	1.273	29,9	381	567
2004	1.932	35,8	692	1.059
2005	2.274	41,3	940	1.296
2006	1.777	42,4	753	1.201
Toplam (2000-06)	8.954	36,6	3.280	5.340

Kaynak: Dwight M. Jaffee, “The U.S. Subprime Mortgage Crisis: Issues Raised and Lessons Learned”, **Commission on Growth and Development**, Working Paper No. 28, 2008, s. 11.

Geçmişte bir eve bile sahip olamayan düşük gelirli hanehalkı, konut fiyatlarının sürekli artacağı ve kısa sürede daha yüksek fiyatla satacağını düşünerek, düşük maliyetle kolay kredi imkanıyla birkaç tane konut alımına girişmişlerdir. Bu süreçte ABD’de yazlık ev modası başlamış ve ikinci, üçüncü ev almak isteyenlerin sayısı artmış, konut önemli bir yatırım aracı haline gelmiştir.⁴⁷ Bu da konut ve konuta dayalı varlık balonunu aşırı derecede şişirmiştir.

Ayrıca mortgage piyasalarının en önemli özelliği kredi veren kuruluşların bu kredileri üzerlerinde tutmaması, kredi anlaşması imzalandıktan sonra kredi üzerinden belli bir pay alarak ikincil piyasalara satmasıdır⁴⁸. Likiditenin bol olduğu 2001-2007

⁴⁶ Dwight M. Jaffee, “The U.S. Subprime Mortgage Crisis: Issues Raised and Lessons Learned”, **Commission on Growth and Development**, Working Paper No. 28, 2008, s. 10-11.

⁴⁷ Ahmet Fazıl Özsoylu, İlter Unlukaplan, Melek Akdoğan Gedik, **a.g.e.**, s. 44.

⁴⁸ **A.e.**, s. 45.

döneminde giderek artan söz konusu menkul kıymetleştirmeler, konut talebinin ve dolayısıyla konut fiyatının yükselmesinde etkili olarak mevcut olan konut balonunun yeni balon değerler yaratmıştır. 2001 yılında ABD’de 1,67 trilyon \$ menkul kıymet ihraç edilmişken, 2003 yılında 3,07 trilyon \$, 2007 yılında ise 2,05 trilyon \$ menkul kıymet ihraç edilmiştir (Tablo 2). Bu durum ise ABD’de 2001-2007 döneminde, finansal kuruluşların yoğun bir şekilde mortgage kredilerine dayalı menkul kıymet ihracına yöneldiğini göstermektedir.

Söz konusu ipoteğe dayalı krediler menkul kıymet haline getirildikten sonraki aşama ise, bu ipotek kredilerinin riskinin finansal yeniliklerle sistem içinde dağıtılmasıdır. Kredi Riski Swapları (CDS) ve Teminatlı Borç Yükümlülükleri (CDO) ile mortgage kredisinin ve ona bağlı menkul kıymetlerin riski, yurt içi ve yurt dışında başkalarına dağıtılmıştır. Yapılan bu işlemlerde yoğun bir şekilde hedge fonlar, yatırım fonları ve sigorta şirketleri rol almıştır. 2008 yılının ilk yarısında bu Kredi Riski Swaplarının toplam tutarı 55 trilyon dolarken, 2007 yılında bu tutar 62 trilyon dolar olmuştur. Diğer risk transfer araçları olan faiz oranları türevleri ise bir önceki yıla göre % 22 artarak 465 trilyon dolara, özel sektör hisse-tahvil türevleri 12 trilyon dolara ulaşmıştır.⁴⁹

Mortgage kredilerine dayalı ya da varlığa dayalı menkul kıymet ihracının artması, sistemin işleyişi açısından bazı riskler taşımaktadır. Çünkü bankaların gayrimenkul ipoteği alarak verdikleri krediler karşılığında ihraç ettikleri menkul kıymetlerin anapara ve faiz ödemelerinin zamanında yapılabilmesi için, kredi geri dönüşlerinde sorun olmamalıdır.⁵⁰

2.2.2. Konut Balonunun Patlaması

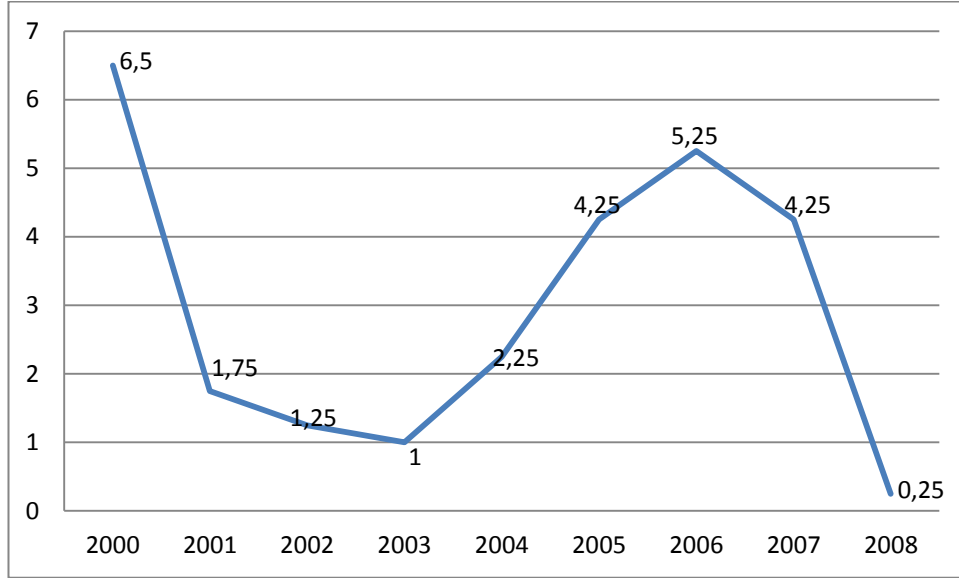
FED’ in, hane halkı gelirlerinin satın alamayacağı şekilde artan konut fiyatlarının şişirdiği ekonomiyi rahatlatmak ve artmakta olan enflasyon oranını

⁴⁹ Mustafa Durmuş, **a.g.e.**, s. 140-142.

⁵⁰ Cemil Erarslan, Yüksel Bayraktar, **a.g.e.**, s. 47-48.

düşürmek için faiz oranlarının kademeli olarak artırması, ekonomide oluşan konut balonunun patlamasına neden olmuştur.⁵¹

Grafik 2: FED Yıl Sonu Faiz Oranları



Kaynak: FED, Open Market Operations, (çevrimiçi) <http://www.federalreserve.gov/monetarypolicy-openmarket.htm> e.t. 02.07.2014.

2000 yılından 2003 yılına kadar 5,5 puan düşürülerek 2003 yılında % 1 olarak belirlenen faiz oranları, 2006 yılında % 5,25'e kadar yükseltilmiştir (Grafik 2). FED'in faiz oranlarını tekrar yükseltmesiyle ise aşırı şişen konut fiyatları hızla düşmeye başlamıştır⁵².

ABD'de konut fiyatları baz alınarak hesaplanan Case Schiller Endeks'ine göre; 2007 Haziran ayına kadar yükselen endeks, ağustos ve eylül aylarında sabitlenmiş ve bu aylardan itibaren de düşmeye başlamıştır. Bu düşüş o kadar şiddetli olmuş ki, 2007 yılının üçüncü çeyreğinde bir önceki yılın aynı çeyreğine göre, endeks % 4,5 düşmüştür (1988 yılından bu yana en hızlı düşüş). Ekim 2007 yılında ise ABD'de konut fiyatlarındaki düşüş % 6,7 olmuştur.⁵³ Finansal krizinin derinden hissedildiği 2009 yılında ise, ABD'deki konut fiyatlarındaki azalışlar %20'yi

⁵¹ H. Ali Kutlu, N. Savaş Demirci, **a.g.e.**, s. 124.

⁵² Cemil Erarslan, Yüksel Bayraktar, **a.g.e.**, s. 42.

⁵³ Mustafa Durmuş, **a.g.e.**, s. 147.

bulmuştur (Grafik 1). Ancak konut fiyatlarındaki artışla sürdürülebilen bu balon, fiyatların düşmesiyle patlamış, çılgınlık sona ermiştir.

Konut fiyatlarındaki düşüşün yanı sıra satılmayan ev stoku da önemli ölçüde yükselerek 2006'nın son çeyreğinde, 1993'den bu yana en yüksek seviyesine ulaşmıştır. Ayrıca aynı dönemde konut inşaatı da % 18 azalmıştır. Diğer taraftan ucuz kredi döneminin 2006 yılı itibariyle bitmesinden sonra birçok mortgage kredisi borçlusu daha yüksek aylık ödemeleriyle karşı karşıya kalmış ve kredi geri ödemelerini yapamamaya başlamıştır. Ödeme gücüne düşen düşük gelirli kredi borçluları ve icra yoluyla satışa çıkarılan konut sayıları ciddi şekilde artmıştır. Özellikle faiz oranlarının yükselmesi, değişken faizli ipotek kredisi kullanan hane halklarının borcunu artırarak büyük sıkıntı içine sokmuştur. Hatta kalan borçlarının değeri, konut değerini aşmıştır. Hacizler ABD'de hızlanmış, küresel bir krizin tetikleyicileri arasında yer almıştır.⁵⁴ 2007 yılı boyunca bir önceki yıla kıyasla % 79 artarak yaklaşık 1,3 milyon Amerikalı ev sahibi hacze konu olmuştur⁵⁵. Ocak 2008 itibariyle de subprime mortgage kredi borçlularının % 24'u ya vadesi geldiği halde borcunu ödeyememiş ya da hacizle karşı karşıya kalmıştır⁵⁶.

Subprime kredi borçluları kalan borçlarını geri ödeyememeye başlayınca, bu krediler üzerinden ihraç edilen ipoteye dayalı menkul kıymetlerin değeri düşmüştür. Ağırlıklı bu ipoteye dayalı menkul kıymetlerin teminat olarak gösterilmesiyle çıkartılan teminatlı borç senetlerinin de değerleri düşmeye başlamasıyla teminatlı borç senedi piyasasında likidite azalmıştır. Bu kıymetleri elinde bulunduran yatırımcılar ise bu senetleri değerlerinin % 20'si ile % 40'i arasında bir fiyata satmak zorunda kalmışlardır. Teminatlı borç senedi piyasasında likiditenin azalması ve piyasanın da daralmaya başlamasıyla, ipotekli konut kredisi ihraç eden finansal kuruluşlar bu kredileri yatırım bankalarına satamamıştır.⁵⁷

⁵⁴ Pelin Ataman Erdönmez, "Küresel Kriz ve Ülkeler Tarafından Alınan Önlemler Kronolojisi", **Bankacılar Dergisi**, S. 68, 2009, s. 86.

⁵⁵ Calif Irvine, "U.S. Foreclosure Activity Increases 75 Percent in 2007", **RealtyTrac**, (çevrimiçi) <http://www.realtytrac.com/content/press-releases/us-foreclosure-activity-increases-75-percent-in-2007-3604?acct=64847> e.t. 10.03.2014, 2008.

⁵⁶ Jacques Sapir, "Global Finance In Crisis", **Real-World Economics Review**, S. 46, 2008, s. 90.

⁵⁷ H. Ali Kutlu, N. Savaş Demirci, **a.g.e.**, s. 124-125.

Özet olarak, faizlerin artırılması sonucu konut fiyatlarının düşmesiyle birlikte, önce konut sahipleri, sonra da bu konutların değeri üzerinden menkul kıymet yaratıp satanlar, ticaretini yapanlar, riskini sigortalayanlar, kısaca tüm finansal sistem çökmüştür. Riskin nereden kaynaklandığı tam olarak bilinmediğinden de finansal kuruluşlar işlem yapmayı durdurmuşlardır. Böylece borçlanma olanaksız hale gelirken, mevcut borçlanma maliyetleri aniden yükselmiş ve finansal sistem kilitlenmiştir.⁵⁸

2.2.3. Kriz Süreci ve Krizin Küreselleşmesi

Ağustos 2007 ile birlikte finansal piyasalarda oluşan tıkanıklık ABD başta olmak üzere, gelişmiş ve gelişmekte olan birçok ülkenin ekonomisini olumsuz etkilemiştir. Bu süreçte bazı finansal kuruluşlar iflas ederken bazıları da kamulaştırılmıştır.

Tablo 4: ABD’deki 12 Büyük Finans Kuruluşunun Haziran 2008 Zararları

Finans Kuruluşu	Zarar (Milyar Dolar)
Citybank	42,9
Merrill Lynch	37,1
Bank of America	15,1
Morgan Stanley	14,1
JP Morgan	9,8
Washington Mutual	9,1
Lehman Brothers	8,2
Wachovia Corporation	7
Goldman Sachs	3,8
Wells Fargo	3,8
Bear Sterns	3,2
National City	3,1

Kaynak: H. Ali Kutlu, N. Savaş Demirci, “Küresel Finansal Krizi (2007-?) Ortaya Çıkaran Nedenler, Krizin Etkileri, Krizden Kısmi Çıkış Ve Mevcut Durum”, **Muhasabe ve Finansman Dergisi**, Ekim 2011, s. 125.

Kriz üzerindeki perde, 12 Mart 2007’de ABD’nin en büyük ipotekli kredi kuruluşu olan New Century Financial Corporation’ın iflas isteminde bulunmasıyla kalkmıştır. Temmuz 2007’de ipotekli kredi şirketi Bear Stearns’in subprime kredi yatırımları yapan yatırım fonu çökmüş ve bu şirket daha sonra JP Morgan

⁵⁸ Mustafa Durmuş, **a.g.e.**, s. 149.

Bankası'na satılmıştır. Haziran 2008 itibariyle de ABD'deki 12 büyük finansal kuruluşun toplam zararı 153,6 milyar doları bulmuştur (tablo 4).⁵⁹

Kriz, en büyük yatırım bankalarından olan Lehman Brothers'in 2008 Eylül ayında iflas etmesiyle birlikte hızını artırarak farklı bir sürece girmiştir. Bu ay içinde Merrill Lynch, Bank of America tarafından satın alınmış ve FED, dünyanın en büyük sigorta şirketi olan AIG'ye yardımda bulunurken, Amerikan hükümeti bu şirketin % 79,9 hissesini almıştır. Lehman Brothers ve ipoteğe dayalı menkul kıymetlerin neden olduğu diğer zararlarla birlikte 15 Eylül 2008 itibariyle, dünya çapındaki bankaların aktif değer kaybı 500 milyar doları bulmuştur⁶⁰. ABD dışındaki yatırımcıların "Lehman Şoku" diye adlandırdıkları Lehman Brothers'in iflası, krizin dünya finans sistemine yayılmasında pay sahibidir ancak tek etken sayılmaz⁶¹.

Son yıllarda finansal sermayenin hızla büyüyerek küreselleşmesi ve ABD'de ihraç edilen ipoteğe dayalı menkul kıymetlerin % 60'ının dünya piyasalarına satılmış olması, finansal krizin tüm dünyaya yayılarak küreselleşmesine neden olmuştur. ABD'de başlayan finansal krizin gelişmiş ve gelişmekte olan tüm ekonomilere domino etkisi yaratarak yayılması, finansal piyasalarda kredi daralmasına neden olmuştur. Hatta öyle ki, ABD'nin en büyük konut kredisi veren kuruluşlarından olan American Home Mortgage iflasını ilan etmesiyle birlikte, Fransız bankası BNP Paribas kredi verme koşullarının ortadan kalktığını belirterek 2 milyar Euro değerindeki üç fonunu dondurmıştır.⁶²

Tablo 5'de küreselleşmenin etkisiyle tüm dünyaya yayılan kriz sonucu 2008 ve 2009 yıllarında iflas eden bazı finansal kuruluşlar yer almaktadır. Tablodan anlaşılacağı üzere başta ABD olmak üzere, birçok ülkede iflaslar sonucunda önemli zararlar ortaya çıkmıştır. Özellikle 158 yıllık dev yatırım bankası Lehman

⁵⁹ H. Ali Kutlu, N. Savaş Demirci, **a.g.e.**, s. 125.

⁶⁰ Sadi Uzunoğlu, "Krizin Etkisini FED'in Bilançosundan Okumak", **Güncel Ekonomik Sorunlar: Global Kriz**, Ed. Sadi Uzunoğlu, Literatür Yayınları, 2009, s. 73.

⁶¹ Nouriel Roubini, Stephen Mihm, **Kriz Ekonomisi**, Çev. Işıl Tezcan, Pegasus Yayınları, 2011, s.128.

⁶² Mustafa Durmuş, **a.g.e.**, s. 153.

Brothers'in iflası krizin tetiklenmesine ve dalga dalga dünyaya yayılarak küresel bir nitelik kazanmasına yol açmıştır⁶³.

Tablo 5: Bazı Finansal Kuruluş İflasları 2008-2009

Tarih	Ülke	Finansal Kuruluş	Zarar
7 Şubat	İngiltere	Northern Rock ulusallaştırıldı.	88 milyar sterlin
14 Mart	ABD	Bear Stearns FED sübvansiyonundan sonra ticari bir banka tarafından alındı.	29 milyar dolar
7 Eylül	ABD	Freddie Mac ve Fannie Mae ulusallaştırıldı.	200 milyar dolar
15 Eylül	ABD	Lehman Brothers iflas etmiştir.	613 Milyar dolar
17 Eylül	ABD	AIG ulusallaştırıldı.	87 milyar dolar
18 Eylül	İngiltere	Lloyd TSB HBOS'u satın aldı.	12 milyar pound
29 Eylül	Benelüks	Fortis kurtarıldı.	16 milyar dolar
29 Eylül	ABD	Citibank Washoiva'ı aldı.	12 milyar dolar
29 Eylül	Almanya	Hypo Gayrimenkul kurtarıldı.	71 milyar dolar
29 Eylül	İzlanda	Glitnir kurtarıldı.	850 milyon dolar
29 Eylül	İngiltere	Bradford&Bingley kurtarıldı.	32,5 milyar dolar
30 Eylül	Belçika	Dexia kurtarıldı.	9,2 milyar dolar
30 Eylül	İrlanda	İrlanda bankaları kurtarıldı.	572 milyar dolar
7 Ekim	İzlanda	Lansbanki ulusallaştırıldı.	
9 Ekim	İzlanda	Kaupthing ulusallaştırıldı	864 milyon dolar
12 Ekim	İngiltere	HBOS, Royal Bank of Scotland, Llyods TSB ve Barclays kurtarıldı.	60,5 milyar dolar
16 Ekim	İsviçre	UBS kurtarıldı.	59,2 milyar dolar
19 Ekim	Hollanda	ING sermaye yardımı aldı.	10 milyar euro
20 Ekim	Fransa	Fransa hükümeti 6 büyük bankaya kredi açmıştır.	10,5 milyar euro
27 Ekim	Belçika	KGB	3,5 milyar euro
4 Kasım	Avusturya	Kommunalkredit ulusallaştırılmıştır. Constantine Privatbank ulusallaştırıldı ve 5 Avusturya bankasına 1 euro karşılığı satıldı.	
11 Kasım	Kazakistan	Hükümet 4 büyük bankaya sermaye enjekte etmiştir.	3,7 milyar dolar
24 Kasım	ABD	Citigroup sermaye desteği almıştır.	40 milyar dolar

⁶³ İhsan Ersan, "Küresel Finansal Kriz ve Türkiye (I)", SERPAM, (çevrimiçi) <http://serpam.org/wp-content/uploads/Makale1-%C4%B0E.pdf> e.t. 18.12.2014.

22 Aralık	İrlanda	Anglo Irish Bankası ulusallaştırılmıştır. 3 büyük bankasına fon aktarılmıştır.	7,68 milyar dolar
-----------	---------	--	-------------------

Kaynak: Erdönmez, Pelin Ataman, “Küresel Kriz ve Ülkeler Tarafından Alınan Önlemler Kronolojisi”, **Bankacılar Dergisi**, S. 68, 2009, s. 87.

Diğer taraftan kriz, ekonomilerin hisse senetleri piyasası üzerinde de olumsuz etkilere neden olmuştur. Aşağıda yer alan tablo 6’da seçilmiş bazı borsaların Aralık 2007 – Aralık 2008 dönemindeki değer kayıpları yer almaktadır.

Tablo 6: Seçilmiş Bazı Borsaların Aralık 2007 – Aralık 2008 Dönemi Değer Kayıpları

Ulusal Borsalar	Değer Kaybı (Ulusal Değer Para Birimi Cinsinden - %)	Değer Kaybı (ABD Doları Cinsinden - %)
DJI	-33,8	-33,8
Meksika. Borsa	-24,2	-40,5
Brezilya	-41,2	-55,3
Japonya Nikkei	-42,1	-27,7
DAX-Almanya	-40,4	-42,8
Euronext 150	-48,9	-51,2
İrlanda	-66,2	-67,7
Macaristan BUX	-53,3	-57,7
IMKB-100	-51,6	-63,1
Çin Shanghai	-65,4	-63,0

Kaynak: BDDK (2009), “Finansal Piyasalar Raporu - Aralık 2008”, **BDDK Strateji Geliştirme Başkanlığı**, Sayı 12, ISSN 1307-0347, Ankara, s. 6.

Tablo 6’ya göre, söz konusu dönemde ülke borsalarında hem ulusal para birimi cinsinden hem de dolar cinsinden yaşanan kayıplar ciddi boyutlara ulaşmıştır. En büyük kayıp (ABD Doları cinsinden) % -67 ile İrlanda borsasında görülmüştür. İrlanda’yı % 63,1 ile IMKB ve % 63 ile Çin Shanghai borsası takip etmiştir.

Krizin dünya üzerindeki tahribatını anlama açısından, dönemin TCMB Başkanı Durmuş Yılmaz’ın 18 Mayıs 2009’da yaptığı “Küresel Kriz ve Merkez Bankası” başlıklı konuşmadaki değerlendirmeye burada yer vermek yerinde olacaktır.

“Finansal kuruluşların toplam zararı 2 trilyon ABD dolarına ulaşmıştır ve artmaya devam etmektedir. Sadece Amerika’da 2008 yılının tamamında hane halkının varlıklarında meydana gelen değer kaybının 11,5 trilyon ABD doları olduğu tahmin edilmektedir. Tüketim harcamaları üzerinde varlık etkisinin 0,04

olduğunu varsayarsak, basit bir hesapla ABD’de tüketim harcamalarının sadece varlık etkisinden dolayı 500 milyar ABD doları azalması beklenmektedir. Süregelen kriz neticesinde ortaya çıkan güven kaybı ve risk algılamalarının bozulması, bankaların kredi verme eğilimini ve reel sektörün yatırım harcamalarını önemli ölçüde kısımlarına neden olmuştur. Varlık fiyatlarında görülen sert düşüşler ve hane halkının geleceğe ilişkin olumsuz beklentileri, ihtiyati tasarruf eğilimini artırmış; şiddetli talep daralması ile birlikte üretimde ve istihdamda, 2. Dünya Savaşından bu yana görülmemiş boyutta düşüşler yaşanmıştır.

Finansal kuruluşlarının ve hane halkının maruz kaldığı zararın büyüklüğü dikkate alındığında, finansal koşullardaki sıkılığın kısa vadede ortadan kalkması, güven ortamının tekrar tesis edilmesi ve küresel talebin yakın dönemde kalıcı bir şekilde canlanması ihtimali düşük görülmektedir. Son dönemde uluslararası piyasalarda gözlenen iyimserlik, açıklanan verilerin bir toparlanma sinyali vermesinden ziyade, bu verilerin beklendiği ölçüde olumsuz gerçekleşmemesinden kaynaklanmaktadır. Bu durum, yaşanan krizin beklentilerde ne derece büyük bir tahribata yol açtığına bir göstergesi olarak algılanmalıdır.”⁶⁴

2.3. KRİZİN TÜRKİYE EKONOMİSİNE ETKİLERİ

ABD’deki gibi gelişmiş bir mortgage piyasasının Türkiye’de olmayışı gayrimenkul piyasasında ABD’deki gibi bir sorunla karşılaşılmasını önlemiştir. Ancak ABD’de başlayan küresel krizin genel anlamda Türkiye ekonomisine etkisinin olmadığını söylemek yanlış olur.⁶⁵

Küresel kriz Türkiye ekonomisini ticaret, finansman ve beklenti kanallarından etkilemiştir.⁶⁶

Ticaret kanalı, Türkiye’nin toplam ihracatında, gelişmiş ülkeler, özellikle Avrupa Birliği ülkeleri önemli bir paya sahiptir. Bu pazarlara yapılan ihracat, toplam ihracatın yaklaşık üçte ikisini oluşturmaktadır.⁶⁷ Krizin bu ülkelerde daha fazla hissedilmesi, ihracat performansımızı olumsuz yönde etkilemiş ve ihracatımız, özellikle sürükleyici sektörler kaynaklı olarak, 2008 yılı Kasım ayından itibaren ciddi

⁶⁴ Durmuş Yılmaz (2009a), “Küresel Kriz ve Merkez Bankası”, TCMB, İstanbul, 18 Mayıs 2009, s. 2.

⁶⁵ Sudi Apak, Ayhan Aytaç, **Küresel Krizler (Kronolojik Değerlendirme ve Analiz)**, İstanbul, Avcıol Basım Yayın, 2009, s. 218.

⁶⁶ DPT, “2009 YILI KATILIM ÖNCESİ EKONOMİK PROGRAMI”, Ankara, Aralık 2009, s.1.

⁶⁷ Barış Çınar, v.d., “Küresel Kriz, Etkileşim Kanalları ve Türkiye Ekonomisi”, **TCMB Ekonomi Notları**, S. 2010-7, Mayıs 2010, s. 4.

oranda düşmeye başlamıştır. Son yıllardaki büyüme performansına önemli katkı yapan ihracattaki bu düşüş, üretim ve istihdamı olumsuz etkilemiştir.⁶⁸

Finansman kanalı, krizin Türkiye ekonomisini etkilediği bir diğer kanal ise finansman kanalıdır. Küresel finansal piyasalarda oluşan kriz ortamı neticesinde diğer gelişmekte olan ülkelerde olduğu gibi Türkiye’de de Ekim 2008’den başlayarak net sermaye çıkışları yaşanmıştır. Bunun sonucunda reel sektör, daha önce dış finansmana kolay ulaşabilirken, bu dönemde sıkıntılarla karşılaşmıştır. Böylece bankacılık dışı özel sektörün orta ve uzun vadeli dış borç çevirme oranı 2008 yılında % 191 iken, bir sonraki yılın ilk yedi ayında % 73’e gerilemiştir.⁶⁹

Beklenti kanalı, Küresel kriz tüm diğer ülkelerde olduğu gibi Türkiye’de de belirsizliklerin artmasına yol açarak piyasalardaki güven ortamını ve geleceğe yönelik beklentileri olumsuz etkilemiştir. Bu durum, yatırım ve tüketim kararlarının ertelenmesine ve ekonomik faaliyetlerin önemli ölçüde yavaşlamasına neden olmuştur. Türkiye’nin mevcut üretim kapasite kullanımı olumsuz şekilde etkilenerek üretim kapasitesindeki artış sınırlanmıştır.⁷⁰

2.3.1. Krizin Makroekonomik Göstergeler Üzerindeki Etkisi

2.3.1.1. Büyüme Oranları Üzerindeki Etkisi

Küresel krizin etkisiyle oluşan belirsizlik ortamının, küresel ölçekte sıkılaşan finansal koşulların yanı sıra tüketim ve yatırım harcamalarının azalmasına neden olduğu ve artan tasarruf eğiliminin etkisiyle iç talepte sert bir daralmaya yol açtığı görülmüştür. Yaşanan bu sorunlarla birlikte, Türkiye’de GSYİH büyüme oranları 2008 yılının ikinci çeyreğinden itibaren belirgin bir şekilde yavaşlama eğilimine girmiştir. 2008 yılının son ve 2009 yılının ilk çeyreğinde ekonomik faaliyette oldukça sert bir gerileme yaşandığı görülmüştür.⁷¹ 2009 yılının ikinci ve üçüncü çeyreğinde ise gerileme azalarak devam etmiştir. Son çeyrekte toparlanma başlarken büyüme oranı % 4,4 olarak gerçekleşmiştir. Krizin etkilerinin en belirgin şekilde

⁶⁸ DPT, “ORTA VADELİ PROGRAM (2010–2012)”, s. 4.

⁶⁹ A.e.

⁷⁰ A.e.

⁷¹ Serdar Öztürk, Bekir Gövdere, “Küresel Finansal Kriz Ve Türkiye Ekonomisine Etkileri”, **SDÜ İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi**, C.15, S.1, 2010, s. 386.

hissedildiği 2009 yılının tamamında ise ekonomi bir önceki yıla göre % 4,8 gerilemiştir.(Tablo 7)

Tablo 7: GSYİH Büyüme Oranları (1998 fiyatlarıyla)

Dönem	Büyüme Oranları (%)	Dönem	Büyüme Oranları (%)
2013 Yılı	4,2	2010 Yılı	9,2
1.çeyrek	3,7	1.çeyrek	12,4
2.çeyrek	4,3	2.çeyrek	10,2
3.çeyrek	4,1	3.çeyrek	5,5
4.çeyrek	4,6	4.çeyrek	9,5
2012 Yılı	2,1	2009 Yılı	-4,8
1.çeyrek	2,5	1.çeyrek	-14,2
2.çeyrek	3,1	2.çeyrek	-7,6
3.çeyrek	1,7	3.çeyrek	-2,4
4.çeyrek	1,3	4.çeyrek	4,4
2011 Yılı	8,8	2008 Yılı	0,7
1.çeyrek	12,6	1.çeyrek	5,6
2.çeyrek	9,3	2.çeyrek	3,0
3.çeyrek	8,7	3.çeyrek	1,4
4.çeyrek	5,2	4.çeyrek	-6,6

Kaynak: TÜİK (a), Üretim Yöntemi ile GSYİH, (çevrimiçi) www.tuik.gov.tr, e.t. 21.04.2015.

Türk ekonomisi 2008 yılındaki ekonomik yavaşlamanın ve 2009 yılındaki küçülmenin ardından 2010 ve 2011 yıllarında sırasıyla % 9,2 ve % 8,8 oranında büyüme hızını yakalayarak Çin'in ardından büyüme hızı en yüksek ikinci ülke, Avrupa'nın ise en hızlı büyüyen ekonomisi olmuştur. Bu dönemde özel sektör tüketim ve yatırım harcamalarındaki artış, özellikle iç talep kaynaklı canlanmanın itici gücü olmuş ve büyüme hızını önemli ölçüde etkilemiştir⁷².

2011'in ilk yarısında Türkiye ekonomisi iç talebe dayalı büyürken, dış talep büyüme hızını olumsuz yönde etkilemiştir. Bu durum yılın ikinci yarısından itibaren değişmiştir. Ekonomi yönetimi tarafından toplam talebi kontrol etmek için alınan önlemlerin etkisi ile birlikte iç ve dış talepte yeniden dengelenme süreci başlarken dış talebin büyüme hızına katkıları tedrici olarak olumlu bir görünüm almıştır. 2012 yılında

⁷² Maliye Bakanlığı, “Yıllık Ekonomik Rapor 2012”, s. 27.

büyümenin yavaşlamasında derinleşen AB borç krizi ile birlikte küresel ekonomik görünümdeki bozulmalar da etkili olmuştur.⁷³

2.3.1.2. İşgücü Piyasası Üzerindeki Etkisi

İşgücü piyasasına ilişkin veriler arasında işsizlik konusu öne çıkmaktadır. Yıllardır Türkiye ekonomisinin en önemli sorunlarının başında gelen işsizlik sorunu küresel krizle birlikte daha da önemli hale gelmiştir.

Küresel kriz belirgin bir şekilde 2009 istihdam verileri üzerinde etkisini göstermiştir. 2008 yılında 2 milyon 611 bin olan işsiz sayısı, 2009 yılında 860 bin kişi artarak 3 milyon 471 bine yükselmiştir. Oransal ifadeyle; 2008 yılından 2009 yılına işsizlik oranı 3 puan artarak % 14 olmuştur. (Tablo 8)

2010 yılından itibaren krizin işsizlik üzerindeki etkileri silinmeye başlamıştır. 2009 yılında % 14 olan işsizlik oranı 2010 yılında % 11,9'a düşmüştür. 2011 ve 2012 yıllarında ise işsizlik oranı kriz öncesi dönemin de altına inerek sırasıyla % 9,8 ve % 9,2 olmuştur. Buradaki bir diğer önemli nokta, söz konusu dönemlerde işgücüne katılım oranlarının artış eğiliminde olmasıdır. İşgücüne katılım oranı artarken işsizlik oranının düşmesi kayda değer bir gelişmedir. (Tablo 8)

Türkiye'de son dönemlerde işgücüne katılım oranı artsa da hala düşük düzeydedir. İşgücüne katılım oranı OECD genelinde % 70 seviyesindeyken, bu oran Türkiye'de % 50 seviyesindedir. Yani 20 puan daha düşüktür. Bunun başlıca sebebi, kadınların işgücüne katılım oranının oldukça düşük seviyede olmasıdır. Toplamda kadınların işgücüne katılım oranı, erkeklerin işgücüne katılım oranının yarısından azdır. Kadınların işgücü piyasasına katılmama sebepleri arasında ev işleri ve çocuk bakımı gibi görevleri yüklenmiş olmaları ve eğitim düzeyinin düşüklüğü nedeniyle düşük ücretli, uzun ve zorlu çalışma koşullarına sahip işyerlerinde çalışmaları gerekmesi yer almaktadır.⁷⁴

⁷³ A.e., s. 28.

⁷⁴ A.e., s. 45.

Kırda gizli işsiz sayısının yüksek olması sebebiyle kent işsizlik oranları, gerçek işsizlik oranlarını göstermede daha anlamlı olduğu ifade edilmektedir.⁷⁵ Türkiye’de kent işsizlik oranı 2008 yılında % 12,8 iken 2009 yılında küresel krizin etkisiyle % 16,6’ya kadar yükselmiştir. 2010 yılında ise krizin etkilerinin azalmasıyla birlikte 2,4 puan düşerek % 14,2’ye düşmüş olup bu düşüş 2011 ve 2012 yılında da devam etmiş ve kent işsizlik oranı 2012 yılında % 11,1’e kadar gerilemiştir. (Tablo 8)

Tablo 8’de dikkat çeken bir başka husus ise küresel krizle birlikte kırdaki yaşanan istihdam oranı artışıdır. 2002-2008 yılları arasında genel eğilim olarak kırdaki istihdam azalışı yaşanırken krizin etkisiyle 2009 yılından itibaren kırdaki istihdam oranı artmıştır.

Küresel kriz genç işsizlik oranını da önemli ölçüde etkilemiştir. Bir önceki yıl gençlerin % 20,5’i işsiz iken 2009 yılında % 25,3’ü işsiz kalmıştır. Yani krizin etkilerinin hissedildiği 2009 yılında her dört gençten biri işsiz kalmıştır. Genel işsizlik oranında da olduğu gibi genç işsizlik oranı da 2010 yılından itibaren düşmeye başlamış ve 2011 yılında kriz öncesi dönemin altına inerek % 18,4’e gerilemiştir. (Tablo 8)

⁷⁵ İlkey Çapraz, v.d. (2013), “Ekonomik Rapor 2012”, İTO, Yayın No: 2013-16, s. 223.

Tablo 8: Yıllar İtibariyle Türkiye İşgücü Piyasası Verileri (2002-2013)

	2002	2003	2004*	2005*	2006*	2007*	2008*	2009*	2010*	2011*	2012*	2013*
Kurumsal Olmayan Nüfus (Bin Kişi)	68.393	69.479	66.379	67.227	68.066	68.901	69.724	70.542	71.343	72.376	73.604	74.457
15 ve Daha Yukarı Yaştaki Nüfus (Bin kişi)	48.041	48.912	47.544	48.359	49.174	49.994	50.772	51.686	52.541	53.593	54.724	55.608
İşgücü (Bin Kişi)	23.818	23.640	22.016	22.455	22.751	23.114	23.805	24.748	25.641	26.725	27.339	28.271
İşgücüne Katılım Oranı (%)	49,6	48,3	46,3	46,4	46,3	46,2	46,9	47,9	48,8	49,9	50	50,8
Kadın	27,9	26,6	23,3	23,3	23,6	23,6	24,5	26	27,6	28,8	29,5	30,8
Erkek	71,6	70,4	70,3	70,6	69,9	69,8	70,1	70,5	70,8	71,7	71	71,5
İstihdam (Bin Kişi)	21.354	21.147	19.632	20.067	20.423	20.738	21.194	21.277	22.594	24.110	24.821	25.524
İstihdam Oranı (%)	44,4	43,2	41,3	41,5	41,5	41,5	41,7	41,2	43	45	45,4	45,9
Kır (%)	54,3	51,9	51,4	48,8	48	47,4	47,7	48	49,6	51,8	50,7	50,3
Kent (%)	38,1	37,7	37,1	38,4	38,9	39	39,2	38,2	40,1	41,9	42,9	43,9
İşsiz (Bin Kişi)	2.464	2.493	2.385	2.388	2.328	2.376	2.611	3.471	3.046	2.615	2.518	2.747
İşsizlik Oranı (%)	10,3	10,5	10,8	10,6	10,2	10,3	11	14	11,9	9,8	9,2	9,7
Kır (%)	5,7	6,5	5,5	6,3	6,2	6,8	7,2	8,9	7,3	5,8	5,5	6,1
Kent (%)	14,2	13,8	13,6	12,8	12,2	12	12,8	16,6	14,2	11,9	11,1	11,5
Genç İşsizlik Oranı (%)	19,2	20,5	20,6	19,9	19,1	20	20,5	25,3	21,7	18,4	17,5	18,7

Kaynak: TÜİK (b), Hane halkı İşgücü Anketi Sonuçları, (çevrimiçi) www.tuik.gov.tr, e.t. 14.10.2014

(*) 2008 bazlı nüfus projeksiyonlarına göre revize edilmiştir

2.3.1.3. Dış Ticaret Üzerindeki Etkisi

Küresel finans krizinin ilk etkileri Türkiye'nin en önemli ticaret ortakları olan AB ülkelerinde hızla görünür hale gelmiştir. Söz konusu ülkelerde finans sektöründe yaşanan problemler çok kısa bir süre içinde reel sektör problemlerine dönüşmüştür. AB ülkelerinin 2008 - 2009 yılı büyüme oranları 2002-2007 yılları arasında yaşanan büyüme oranlarının oldukça altında gerçekleşmiştir. Ekonomik durgunluk bu ülkelerde ithalat büyüme oranlarını da kaçınılmaz olarak etkilediğinden Türkiye'nin ihracat performansı da doğrudan etkilenmiştir. Çünkü bu ülkelerde ekonomi durgunluğa girip, reel gelirlerinin düşmeye başlamasıyla birlikte, ithalat gelirin fonksiyonu olduğundan bu ülkelerin ithalat talebi azalmış, dolayısıyla Türkiye'nin de ihracatı düşüş göstermiştir.¹⁷²

Tablo 9'a göre, Türkiye'nin 2008 yılında 132 milyar \$ olan ihracatı, küresel krizin etkisiyle 2009 yılında % 22,6 azalarak 102 milyar \$'a düşmüştür. Aynı dönemde ithalat ise % 30,2 azalarak 201,9 milyar \$'dan 140,9 milyar \$'a gerilemiştir. Diğer taraftan, ithalatın ihracattan daha hızlı düşmesi nedeniyle 2008 yılında % 65 olan ihracatın ithalatı karşılama oranı 2009 yılında % 72,5'e yükselmiştir.

2010 yılında küresel büyümenin toparlanmasıyla ihracat, güçlü iç talep nedeniyle de ithalat artmıştır. 2011 yılında ise iç talepteki artış, dış talepteki artıştan daha fazla olması nedeniyle ithalat, ihracattan daha hızlı artmış ve ihracatın ithalatı karşılama oranı % 56'ya kadar gerilemiştir. Ancak 2012 yılında Türkiye'de uygulanan yumuşak iniş süreci ve dış ticarete yaşanan dengelenmeyle birlikte 2012 yılında bu eğilim tersine dönmüş ve söz konusu oran % 64,5'e kadar yükselmiştir.¹⁷³

¹⁷² Ozan Acar, "Türkiye'de Dış Ticaret ve Dış Ticaretin Finansmanı Durum Değerlendirmesi", Temmuz 2009, (çevrimiçi) http://www.tepav.org.tr/upload/files/1271243520r1334.Dis_Ticaretin_Finansmani_Raporu.pdf e.t. 09.12.2013, s. 7.

¹⁷³ Maliye Bakanlığı, a.g.e., s. 60-61.

Tablo 9: Türkiye'nin Dış Ticaret Verileri

İHRACAT			İTHALAT		Dış Ticaret Hacmi	İhracatın İthalatı Karşılama Oranı
Dönem	Değer (Bin \$)	Değişim (%)	Değer (Bin \$)	Değişim (%)	Değer (Bin \$)	(%)
2007	107.271.750	25,4	170.062.715	21,8	277.334.464	63,1
2008	132.027.196	23,1	201.963.574	18,8	333.990.770	65,4
2009	102.142.613	-22,6	140.928.421	-30,2	243.071.034	72,5
2010	113.883.219	11,5	185.544.332	31,7	299.427.551	61,4
2011	134.906.869	18,5	240.841.676	29,8	375.748.545	56
2012	152.461.737	13	236.545.141	-1,8	389.006.877	64,5
2013	151.802.637	-0,4	251.661.250	6,4	403.463.887	60,3

Kaynak: TÜİK (c), Yıllara Göre Dış Ticaret, (çevrimiçi) www.tuik.gov.tr, e.t. 14.10.2014.

2012 yılında AB’de yaşanan borç krizi nedeniyle bu ülkelere yapılan ihracat bir önceki yıla göre % 7 azalmıştır. Ancak alternatif pazarların bulunmasıyla bu olumsuz etki telafi edilmiş ve 2012 yılında ihracat miktarı kriz öncesi dönemin de çok üstüne çıkarak 152,4 milyar \$ olmuştur. 2012 yılında ihracatın önemli oranda arttığı ülkeler başında; % 188 artış oranı ile Libya, % 80 ile Venezuela, % 76 ile Yemen geliyor.¹⁷⁴

2.3.1.4. Enflasyon Üzerindeki Etkisi

2008 yılı son çeyreğinden itibaren toplam talepteki sert daralma ve emtia fiyatlarında gözlenen düşüş bütün dünyada enflasyon oranlarının hızla gerilemesine yol açmıştır. Bu dönemde Türkiye’de de benzer bir eğilim gözlenmiştir. Türkiye’de finans sektörünün görece sağlam yapısına rağmen, ihracatın ağırlıklı olarak dış konjunktüre hassas ürünlerden oluşması, üretimin küresel kredi koşullarına duyarlı yapısı ve kriz dönemine yüksek kapasite düzeyiyle girilmiş olması iktisadi faaliyetlerdeki daralmayı derinleştiren unsurlar olmuştur. Bu süreçte sıkışan finansal

¹⁷⁴ TİM, “İhracat 2012 yılını da tarihi rekorla tamamladı: 151.9 milyar dolar/ Büyükeksi: İhracatçıya güvenin Türk Mali damgasını tüm dünyaya vuralım”, (çevrimiçi) <http://www.tim.org.tr/tr/tim-gundem-ihracat-2012-yilini-da-tarihi-rekorla-tamamladi-1518-milyar-dolar-buyukeksi-ihracatciya-guvenin-turk-mali-damgasini-tum-dunyaya-vuralim.html> e.t. 10.12.2013.

koşulların yanı sıra, yaygınlaşan küresel belirsizlik algılamalarının ve artan ihtiyati tasarruf eğiliminin etkisiyle iç talepte de keskin bir daralma yaşanmıştır.¹⁷⁵

Tablo 10: Enflasyon (TÜFE) Verileri

	Ocak	Şubat	Mart	Nisan	Mayıs	Haziran	Temmuz	Ağustos	Eylül	Ekim	Kasım	Aralık
2008	8,17	9,1	9,15	9,66	10,74	10,61	12,06	11,77	11,13	11,99	10,76	10,06
2009	9,5	7,73	7,89	6,13	5,24	5,73	5,39	5,33	5,27	5,08	5,53	6,53
2010	8,19	10,13	9,56	10,19	9,1	8,37	7,58	8,33	9,24	8,62	7,29	6,4
2011	4,9	4,16	3,99	4,26	7,17	6,24	6,31	6,65	6,15	7,66	9,48	10,45
2012	10,61	10,43	10,43	11,14	8,28	8,87	9,07	8,88	9,19	7,8	6,37	6,16
2013	7,31	7,03	7,29	6,13	6,51	8,30	8,88	8,17	7,88	7,71	7,32	7,40

Kaynak: TCMB (a), Enflasyon Verileri, <http://evds.tcmb.gov.tr/anaweb/enflasyonTR.html> e.t. 14.10.2014.

Tablo 10 incelendiğinde, 2008 yılının son çeyreğinden itibaren etkisi hissedilen krizin enflasyon verileri üzerinde olumlu sayılabilecek etkide bulunduğu gözlemlenmektedir. Enflasyondaki yükselme 2008 Temmuz-Ekim döneminde de devam etmiş, ancak kasım ayından itibaren düşüş başlamıştır. Bu gelişme sonucunda 2008 Temmuz ayında % 12,06 olan yıllık enflasyon, yılın son ayında % 10,06 olarak gerçekleşmiştir. 2009 yılının ilk beş ayında enflasyondaki düşüş hız kazanmış ve yıllık enflasyon artışı Mayıs ayı sonunda % 5,24'e gerilemiştir. Bu gelişmede, küresel krizin etkisiyle başta ham petrol olmak üzere uluslararası temel mal fiyatlarındaki hızlı düşüş ve yurtdışında da ihracat ve iç tüketimdeki hızlı daralma belirleyici olmuştur.¹⁷⁶

2008 yılının son çeyreğinde küresel krizin etkisini artırmasıyla birlikte enflasyon oranlarında önemli bir düşüş olacağını tahmin eden TCMB, ekonomik faaliyetlerde görülebilecek gerilemeyi engellemeye odaklanmıştır. Ayrıca düşmesi beklenen enflasyona paralel olarak Türk finansal sisteminin görece güçlü yapısına ilişkin farkındalığın artmış olması, hızlı ve etkili bir şekilde faiz indirimlerine gidilebilmesi için uygun zemini oluşturmuştur. Bu süreçte piyasalardaki sıkışıklığı

¹⁷⁵ TCMB (2009a), Enflasyon Raporu 2009-III, s. 1.

¹⁷⁶ Zafer Yükseler (2009), "Türkiye'de Kriz Dönemlerinde Ekonomik Gelişmeler ve Ödemeler Dengesi Uyumlu", TCMB, (çevrimiçi) www.tcmb.gov.tr/yeni/iletisimgm/Krizler_Yukseler.pdf e.t. 10.12.2013, s. 20.

rahatlatmak amacıyla, dengeleyici bir likidite politikasıyla birlikte önemli ölçüde kısa vadeli faiz oranları düşürülmüştür. Hatta gelişmekte olan ve enflasyon hedeflemesi uygulayan ülkeler içinde politika faizlerini en fazla düşüren merkez bankası TCMB olmuştur.¹⁷⁷

2009 yılının son çeyreğinde enflasyon oranlarında bir artış gözlenmiştir. Bunun temel nedeni; iç ve dış talepte toparlanma süreci ve gıda fiyatlarının yakın zamanda görülmedik ölçüde hızlı bir artış sergilemesidir. Bu dönemde petrol ve diğer emtia fiyatlarındaki yükselişler ile iktisadi faaliyeti desteklemek amacıyla uygulanan geçici vergi indirimlerinin sona ermesi gibi gelişmeler de enflasyonun yükselmesinde etkili olmuş, böylece 2009'un son çeyreğinde yıllık enflasyon % 5,27 oranından % 6,53 seviyesine yükselmiştir¹⁷⁸ (tablo 10). Bu artış ilerleyen dönemlerde de devam etmiş ve 2011 yılında çift haneli sayılara kadar yükselmiştir.

Sonuç olarak, küresel kriz nedeniyle iç ve dış talepte yaşanan düşüş Türkiye’de enflasyon oranlarını ilk etapta azaltmıştır. Daha sonra izlenen genişletici politikalar ve iç ve dış talepte yaşanan toparlanma süreci enflasyon oranının yükselmesine neden olmuştur.

2.3.1.5. İmalat Sanayi Kapasite Kullanım Oranı Üzerindeki Etkisi

İmalat sanayi kapasite kullanım oranları ve bu oranlarda meydana gelen değişimler, ekonominin takibinde başvurulacak önemli makroekonomik göstergelerden biridir. Kapasite kullanım oranındaki düşmeler iki açıdan önemlidir. Bunlardan birincisi üretimin azalmasıyken, ikincisi üretim faktörlerinin atıl kalmasıdır. Üretimin azalması ve üretim faktörlerinin atıl kalması ise gelişmiş ve gelişmekte olan ekonomilerin hiçbirinde arzu edilmeyen bir durumdur.¹⁷⁹

¹⁷⁷ TCMB (2009a), **a.g.e.**, s. 2.

¹⁷⁸ TCMB (2010c), **Enflasyon Raporu 2010-I**, Ankara, 2010, s. 1.

¹⁷⁹ Süreyya Yıldırım, “2008 Yılı Küresel Ekonomi Krizinin Dünya ve Türkiye Ekonomisine Etkileri”, **KMÜ Sosyal ve Ekonomik Araştırmalar Dergisi**, C. 12, S. 18, 2010, s. 51.

İmalat sanayi kapasite kullanım oranları küresel krizin etkisiyle Ağustos 2008 tarihinden itibaren önemli ölçüde düşmüş, hatta serinin başlangıç yılı olan 1991 yılından itibaren en düşük seviyesine gerilemiştir.¹⁸⁰

Tablo 11’de 2007–2013 dönemi aylık imalat sanayi kapasite kullanım oranları yer almaktadır. 2007 Aralık ayında % 79,2 olan söz konusu oran, krizin etkilerinin hissedildiği 2008 yılının son çeyreğinde azalmaya başlamış ve yılın sonunda % 64,9 düzeyine kadar gerilemiştir. Düşüş eğilimi 2009 yılının ilk 3 ayında da sürmüş ve mart ayında % 58,7’yle son yılların en düşük seviyesi gerçekleşmiştir. Nisan ayından itibaren yükselme eğilimine giren değer yılsonunda % 67,7 olarak gerçekleşmiştir. Talebin canlanmasıyla toparlanmaya başlayan ekonomiye paralel olarak 2010 yılında da kapasite kullanım oranlarında artış devam etmiş ve 2011 yılında kriz öncesi seviyesini yakalamıştır.

Tablo 11: İmalat Sanayi Kapasite Kullanım Oranları (%)

	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013
Ocak	77,9	77,9	61,6	68,6	74,6	74,7	72,4
Şubat	77,3	78	60,9	67,8	73,0	72,9	72,2
Mart	80,3	76,9	58,7	67,3	73,2	73,1	72,7
Nisan	80,5	78,6	59,7	72,7	74,9	74,7	73,6
Mayıs	80,8	79,2	64,0	73,3	75,2	74,7	74,8
Haziran	81,7	80,3	67,5	73,3	76,7	74,6	75,3
Temmuz	82	79,8	67,9	74,4	75,4	74,8	75,5
Ağustos	79,6	80	68,9	73,0	76,1	74,3	75,5
Eylül	80,8	77,3	68,0	73,5	76,2	74,0	75,4
Ekim	81,6	75,8	68,2	75,3	77,0	74,9	76,4
Kasım	80,8	71,8	69,8	75,9	76,9	74,0	75,6
Aralık	79,2	64,9	67,7	75,6	75,5	73,6	76,0

Kaynak: TCMB (b), İmalat Sanayi Kapasite Kullanım Oranları, (çevrimiçi) <http://evds.tcmb.gov.tr/yeni/arsiv-tr.html>, e.t. 14.10.2014.

2.3.1.6. Reel Kesim ve Tüketici Güven Endeksi Üzerindeki Etkisi

Reel kesim güven endeksi (RKGE) ve tüketici güven endeksi krizin ekonomi üzerindeki etkilerini göstermesi bakımından önemli değişkenlerdendir. Reel kesim güven endeksi grafik 3’ten görüleceği üzere krizin etkilerinin hissedilmeye

¹⁸⁰ Mehmet Yörükoğlu, “Küresel Mali Kriz ve Türkiye Ekonomisi”, TCMB, İstanbul, 26 Şubat 2009, s. 3.

başlandığı 2008 yılının son çeyreğinde önemli ölçüde azalmıştır. 2008'in ocak ayında 106,2 olan endeks, aynı yılın aralık ayında 52'ye kadar gerilemiştir¹⁸¹. Bu durum işletmelerin ekonomiye dair endişelerini açık bir şekilde göstermektedir.

Grafik 3: Reel Kesim Güven Endeksi



Kaynak: TCMB (c), Reel Kesim Güven Endeksi (MBRKGE) <http://evds.tcmb.gov.tr/cbt.html> e.t. 12.12.2013.

2009 yılının ilk ayıyla birlikte göreceli olarak yükselmeye başlayan endeks ikinci çeyreğin sonlarına doğru kriz öncesi seviyesine geri dönmüştür. İlerleyen aylarda kısmen azalsa da 2010 yılında 119,3 (Nisan) seviyesine kadar yükselmiştir.

Tüketici güven endeksi verileri ise tablo 12'de gösterilmektedir. Endeksin değeri 100'den büyük ise dönem itibarıyla tüketici güveninin iyimser, 100'den küçük ise kötümser ve 100'e eşit ise ne iyimser ne de kötümser olduğu söylenebilmektedir. Tüketici güvenindeki iyimserlik, geniş harcama yapma isteğini ve borca girme

¹⁸¹ RKGE=100: Anketin kapsadığı reel kesim temsilcileri tarafından yapılan değerlendirmelere göre ekonomik faaliyetlere ilişkin istikrarlı görünüm

RKGE > 100: Anketin kapsadığı reel kesim temsilcilerinin ekonomik faaliyetlere ilişkin güveninin arttığı (iyimser) görünüm

RKGE < 100: Anketin kapsadığı reel kesim temsilcilerinin ekonomik faaliyetlere ilişkin güveninin azaldığı (kötümser) görünüm. (Kaynak: TCMB)

eğilimini yükseltebilmekte, kötümserlik ise tüketicilerin harcamalarını kısıp, mali durumlarını yeniden gözden geçirmelerine neden olabilmektedir.¹⁸²

Tablo 12: Tüketici Güven Endeksi

	2007	2008	2009	2010	2011	2012
Ocak	91,8	92,1	71,6	79,2	91,3	92,2
Şubat	92,7	87,6	74,0	81,9	93,6	93,3
Mart	92,4	82,0	74,8	84,7	93,4	93,9
Nisan	93,7	76,2	80,8	85,8	93,5	91,1
Mayıs	95,0	75,4	83,3	86,6	92,9	92,1
Haziran	94,2	75,0	85,3	88,0	96,4	91,8
Temmuz	95,5	77,0	82,4	87,5	94,8	92,8
Ağustos	98,3	79,9	81,3	87,4	91,7	91,1
Eylül	97,1	80,7	81,9	90,4	93,7	88,8
Ekim	96,2	74,2	80,5	89,0	89,7	85,7
Kasım	92,5	68,9	78,4	91,3	91,0	89,2
Aralık	93,9	69,9	78,8	91,0	92,0	89,0

Kaynak: TÜİK (d), Tüketici Güven Endeksi, (çevrimiçi) http://www.tuik.gov.tr/PreIstatistik-Tablo.do?istab_id=1455, e.t. 12.12.2013.

2008 Ocak ayında 92,1 olan tüketici güven endeksi, krizin etkilerinin hissedilmeye başlamasıyla birlikte aralık ayına kadar 22,2 puan değer kaybederek 69,9 seviyesine gerilemiştir. 2009 yılında artmaya başlayan endeks, 2010 yılında artmaya devam etmiş ve yılın son çeyreğinde kriz öncesi seviyesini yakalamıştır (tablo 12). Tüketici güven endeksinde meydana gelen artış, tüketicilerin gelecek döneme dair beklentilerinin iyileşmesinden kaynaklanmaktadır.

2.3.1.7. Borsa Üzerindeki Etkisi

Başta IMF olmak üzere, birçok kuruluş ve iktisatçılar tarafından makroekonomik performans göstergesi olarak alınan diğer bir gösterge ise menkul kıymetler borsasındaki gelişmelerdir¹⁸³. Bu bağlamda, tablo 13'te BIST 100 endeksi verileri yer almaktadır.

Tablo 13 incelendiğinde, krizin etkilerinin görülmeye başladığı 2008 yılında dalgalı bir seyir izleyen BIST 100 endeksinin, yılın son çeyreğinde belirgin bir

¹⁸² TOBB, Ekonomik Rapor 2011, (çevrimiçi) <http://haber.tobb.org.tr/ekonomikrapor2011/er/2,1,6.pdf> e.t. 12.12.2013.

¹⁸³ Mustafa Durmuş, **a.g.e.**, s. 194.

şekilde azaldığı görülmektedir. 2007 Aralık ayında 55.538 olan BİST 100 endeksi, krizin etkisiyle önemli ölçüde değer kaybederek 2008 Aralıkta 26.814'e kadar gerilemiştir. 2009 yılının ilk çeyreğinde de devam eden bu eğilim, nisandan itibaren göreceli olarak artmaya başlamış ve aralık ayında 52.825 olmuştur. 2010 yılında ise söz konusu endekste genel olarak artış eğilimi devam etmiş ve krizden önceki seviyesinin de üstüne çıkmıştır.

Tablo 13: BIST 100 Endeks Verileri, Ay Sonu Kapanış Fiyatlarına Göre (Ocak 1986=100)

	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013
Ocak	44.590	41.183	42.698	25.934	54.650	63.278	57.171	78.783
Şubat	47.016	41.431	44.777	24.027	49.705	61.283	60.721	79.333
Mart	42.911	43.661	39.015	25.765	56.538	64.434	62.423	85.899
Nisan	43.881	44.985	43.468	31.652	58.959	69.250	60.010	86.046
Mayıs	38.132	47.082	39.970	35.003	54.384	63.046	55.099	85.990
Haziran	35.453	47.094	35.090	36.949	54.839	63.269	62.543	76.294
Temmuz	36.068	52.825	42.201	42.641	59.866	62.295	64.259	73.377
Ağustos	37.286	50.199	39.845	46.551	59.972	53.946	67.367	66.394
Eylül	36.925	54.044	36.051	47.910	65.774	59.693	66.396	74.486
Ekim	40.582	57.616	27.833	47.185	68.760	56.061	72.529	77.620
Kasım	38.169	54.214	25.715	48.442	65.350	54.517	73.058	75.748
Aralık	39.118	55.538	26.814	52.825	66.004	51.266	78.208	67.801

Kaynak: TCMB (d), Piyasa Verileri, Borsa İstanbul (BIST) Endeksi ve Günlük İşlem Hacmi, <http://evds.tcmb.gov.tr/cbt.html>, e.t. 14.10.2014.

Diğer taraftan, 2002-2007 döneminde ortalama günlük işlem hacmi 281 milyon \$ iken, 2007 yılında % 325 artarak yaklaşık 1,2 milyar \$ seviyesine yükselmiştir. Ancak 2002-2007 dönemde sürekli artış eğiliminde olan bu değer Kasım 2008 itibariyle 1,08 milyar seviyesine gerilemiştir. Özellikle krizin şiddetinin arttığı Ekim ve Kasım aylarında bu değer sırasıyla; 1,01 milyar \$ ve 768 milyon \$ seviyelerine gerilemiştir. 2007 yılının aynı aylarında bu rakamların sırasıyla; 1,7 milyar \$ ve 1,39 milyar \$ olması, krizin işlem hacmi üzerindeki olumsuz etkisini göstermektedir.¹⁸⁴

¹⁸⁴ Hilmi Songur, “Küresel Krizin İstanbul Borsası Üzerindeki Etkisi”, (çevrimiçi) http://www.finanskulup.org.tr/assets/maliyefinans/82/Hilmi_Songur_Kuresel_Krizin_Istanbul_Borsasi_Uzerindeki_Etkisi.pdf e.t. 16.12.2013, s. 14.

2.3.1.8. İç ve Dış Borç Stoku Üzerindeki Etkisi

İç borç stoku verilerinin yer aldığı tablo 14'e göre, yıllar itibariyle genel olarak artış eğiliminde olan değer, küresel krizin etkisiyle hızlı bir yükseliş eğilimine girmiştir. 2007 yılı sonunda 255,3 milyar TL olan iç borç stoku, 2008 yılında 274,8 milyar TL olmuştur. Krizin etkili olduğu 2009 yılında ise % 20 artarak 330 milyar TL seviyesine yükselmiştir. Ancak 2010 yılı ile birlikte ekonomik dengelerin düzelmesi ve bütçe disiplinin muhafaza edilmesi neticesinde iç borç stoku artış hızı kontrol altına alınmıştır¹⁸⁵.

Tablo 14: İç Borç Stokunda Yıllara Göre Değişimler (Milyar TL)

Yıllar	Devlet Tahvili	Hazine Bonosu	Toplam
2003	169	25,4	194,4
2004	194,2	30,3	224,5
2005	227	17,8	244,8
2006	241,9	9,6	251,5
2007	249,2	6,1	255,3
2008	261	14	274,8
2009	316	14	330
2010	343,3	9,5	352,8
2011	368,8	0	368,8
2012	382,8	3,68	386,5
2013	403	0	403

Kaynak: TCMB (e), İç Borç Stok Verileri (Hazine), (çevrimiçi) <http://evds.tcmb.gov.tr/> e.t. 22.04.2015.

Türkiye'nin dış borç stoku ise 2006, 2007 ve 2008 yıllarında sürekli artarak sırasıyla; 208,072 milyar \$, 250,015 milyar \$ ve 280,890 milyar \$ olmuştur. 2009 yılında ise küresel krizin neden olduğu uluslararası likiditenin daralması sonucu 268,819 milyar \$'a gerilemiştir. Ancak 2010 yılında krizin etkilerinin hafiflemesiyle tekrar yükselen dış borç stoku 291,665 milyon \$ olmuştur. (Tablo 15)

¹⁸⁵ İlkay Çapraz, v.d. (2013), **a.g.e.**, s. 131.

Tablo 15: Brüt Dış Borç Stoku (Milyar \$)

	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013
Kısa Vadeli Borçlar	42,853	43,145	52,519	48,990	77,293	81,622	100,169	129,31
• Kamu	1,750	2,163	3,248	3,598	4,290	7,013	11,040	17,605
• TCMB	2,563	2,282	1,874	1,764	1,553	1,239	1,036	0,833
• Özel	38,540	38,700	47,397	43,628	71,450	73,370	88,093	110,872
Uzun Vadeli Borçlar	165,219	206,870	228,371	219,829	214,373	221,956	238,563	259,963
• Kamu	69,837	71,362	75,058	79,884	84,791	87,225	92,943	98,257
• TCMB	13,115	13,519	12,192	11,398	10,012	8,095	6,052	4,401
• Özel	82,267	121,989	141,121	128,547	119,570	126,636	139,568	157,305
Toplam	208,072	250,015	280,890	268,819	291,665	303,578	338,732	389,273
GSYH'ye Oranı (%)	39,5	38,5	37,9	43,6	39,9	39,2	43,1	47,4

Kaynak: Hazine Müsteşarlığı, Türkiye Brüt Dış Borç Stoku, (çevrimiçi) <http://www.hazine.gov.tr/>, e.t. 15.10.2014.

Tablo 15'te dikkati çeken başka bir husus, krizin *özel kesim* dış borç stoku verileri üzerindeki etkisidir. Yıllar itibarıyla artış eğiliminde olan değer, krizin etkisiyle 2009 yılında göreceli olarak azalmıştır. Ancak 2010 yılında küresel ekonomide likiditenin bollaşmasıyla birlikte bir önceki yıla göre toplamda yaklaşık % 10 artmıştır. Özel kesim kısa vadeli borç stokundaki artış ise daha belirgin olup yaklaşık % 64'tür.

ÜÇÜNCÜ BÖLÜM

2008 KÜRESEL KRİZ SONRASI TÜRKİYE’DE YENİ PARA POLİTİKASI STRATEJİSİ UYGULAMALARI VE SONUÇLARI

1929 Büyük Buhranı ile birlikte piyasalarda oluşan ekonomik durgunluk ve işsizlik, dönemin en önemli ekonomik sorunları olmuştur. Bu sorunların çözümünde ise Keynezyen görüş popüler hale gelmiş ve efektif talep canlı tutulmaya çalışılmıştır.¹

1970’lerdeki petrol şoklarıyla birlikte Keynezyen politikalar önemini yitirmiş, bu politikaların ekonominin tam istihdam seviyesinin altında olduğu durumda etkili olduğu, diğer koşullarda ekonominin ihtiyaçlarına cevap veremediği ortaya çıkmıştır. Ortaya çıkan bir diğer önemli husus ise, enflasyon ile işsizlik arasındaki değiş tokuşu gösteren Phillips Eğrisi’nin uzun dönemde geçersiz olduğudur. Yani genişlemeci politikaların uzun dönemde enflasyona yol açacağıdır. Bu sebepler, 1970 ve sonrasında ekonominin en önemli ekonomik sorunu olarak enflasyonun görülmesine neden olmuştur. Bunun doğal sonucu olarak da, politikaların ve araçların değiştirilmesi gereği ortaya çıkmış, *fiyat istikrarının* sağlanması öncelikli politika hedefi haline gelmiştir.²

Temel amacının fiyat istikrarı olduğunu kabul eden merkez bankaları ve diğer para otoriteleri ise bu amacını gerçekleştirebilmek için farklı para politikası stratejileri uygulayabilmektedirler.³ Bu kapsamda 1990’lı yıllardan itibaren birçok ülkede fiyat istikrarını sağlamak için popüler hale gelen enflasyon hedeflemesi

¹ Nalan Yiğit, “Türkiye’de ve Yükselen Ekonomilerde Para Politikası Uygulamaları ve Enflasyon Hedeflemesi”, **Maliye Bakanlığı Strateji Geliştirme Başkanlığı Mesleki Yeterlilik Tezi**, Ankara, 2009, s.10.

² **A.e.**, s. 10-11.

³ Melike Alparslan, P. Ataman Dönmez, “Enflasyon Hedeflemesi”, **Türkiye Bankalar Birliği**, (çevrimiçi) https://www.tbb.org.tr/Dosyalar/Dosyalar/Enflasyon_Hedeflemesi.doc e.t. 16.10.2014, s.3.

stratejisi uygulanmıştır.⁴ Bu strateji, merkez bankasının fiyat istikrarının sağlanması ve sürdürülmesi temel hedefine yönelik, enflasyonu belirli bir noktada veya aralıkta hedefleyerek bunu kamuoyuna açıklamasını ve buna yönelik para politikası uygulamasını ifade eder.⁵

Ancak 2008 Küresel Finans Krizi'nin enflasyon oranlarının düşük ve istikrarlı olduğu kabul gören ABD'de ortaya çıkması, popüler olan fiyat istikrarı hedeflemesini sorgulanır hale getirmiş, tek başına fiyat istikrarı hedefinin yeterli olmayacağı inancının yaygınlaşmasına neden olmuştur.⁶

Bu bağlamda, 2010 yılının sonundan itibaren TCMB para politikası stratejisini değiştirerek yeni bir strateji uygulamaya başlamıştır. Bu dönemden önce sadece fiyat istikrarına odaklanan TCMB, bu dönemden sonra fiyat istikrarının yanında finansal istikrarı da hedeflemeye başlamıştır.⁷

Bu bölümde, söz konusu bu yeni para politikası stratejisi sonuçlarıyla birlikte incelenmeye çalışılmıştır. Bu yeni stratejinin iyi anlaşılabilmesi için önce geleneksel para politikası stratejisi açıklanmış, daha sonra yeni strateji incelenmeye başlanmıştır.

3.1. GELENEKSEL PARA POLİTİKASI STRATEJİSİ

TCMB, 2002 yılından itibaren fiyat istikrarını sağlamaya yönelik para politikası uygulamalarını enflasyon hedeflemesi rejimi çerçevesinde sürdürmektedir. Ancak başlangıçta enflasyonun çok yüksek ve oynak olması gelecekteki enflasyonun doğru bir şekilde tahmin etmeyi zorlaştırdığından, enflasyon hedeflemesi rejimine geçilmeden önce enflasyonun belirli bir düzeye düşürülmesi gerekmiştir. Bu nedenle 2002-2005 yılları arasında örtük enflasyon hedeflemesi uygulanmıştır. Bu dönemde üst üste belirlenen enflasyon hedeflerine ulaşılarak, gerekli güvenin oluşmasında önemli mesafeler alınmıştır. Sonuç olarak, TCMB enflasyon hedeflemesi rejimi için

⁴ Guillermo Ortiz Martinez, "Inflation Targeting", (çevrimiçi) <https://www.imf.org/external/np/-seminars/eng/2011/res/pdf/go2.pdf> e.t. 16.10.2014, s. 91.

⁵ İlhan Eroğlu, "Açık Enflasyon Hedeflemesi Stratejisi ve Türkiye Deneyimi", **KMU İİBF Dergisi**, Aralık 2007 Sayısı, s. 4-5.

⁶ Fatih Özatay (2012), "Para Politikasında Yeni Arayışlar ve TCMB", **TEPAV**, Ocak 2012, s. 2.

⁷ TCMB (2012a), "**2013 Yılı Para ve Kur Politikası**", Ankara, 25 Aralık, s. 2.

deneyim kazanmış ve 2006 yılı itibariyle “Enflasyon Hedeflemesi Rejimi”ni ilan ederek uygulamaya başlamıştır.⁸

Enflasyon hedeflemesi stratejisi daha önce birçok gelişmiş ve gelişmekte olan ülke tarafından da uygulanmıştır. İlk olarak 1990 yılında uygulamaya başlayan Yeni Zelanda, bu uygulamada başarılı olarak öncü olmuştur. Daha sonraki yıllarda ise Yeni Zelanda’yı Kanada, İngiltere, İsveç, Finlandiya, Avustralya, İspanya gibi gelişmiş ülkeler ve İsrail, Şili, Meksika, Brezilya gibi gelişmekte olan ülkeler takip etmiştir.⁹

Enflasyon hedeflemesi rejimi, temel hedef olan fiyat istikrarının sağlanması ve sürdürülmesi amacına yönelik olarak para politikasının makul bir dönem için belirlenen sayısal bir enflasyon hedefine ya da hedef aralığına dayandırılması ve bunun kamuoyuna açıklanması şeklinde tanımlanan para politikası stratejisidir.¹⁰

Mishkin’e göre enflasyon hedeflemesi stratejisinin beş unsuru vardır: 1) enflasyona ilişkin orta vadeli sayısal hedeflerin kamuoyuna açıklanması; 2) para politikasının birincil hedefi olan fiyat istikrarına kurumsal bağlılık; 3) para politikası araçlarının ayarlanmasına karar verirken sadece parasal büyüklükler veya kur değil pek çok değişkenin kullanıldığı bir bilgi kapsayıcı strateji olması; 4) para otoritelerinin planları, hedefleri ve kararları hakkında kamuoyu ve şirketlerle iletişim halinde olması sebebiyle para politikası stratejisinde şeffaflığın artması 5) belirlenen enflasyon hedeflerine ulaşılması gerektiğinden merkez bankasının sorumluluğunun artması.¹¹

Enflasyon hedeflemesi stratejinin uygulanması noktasında ise para otoritelerinin karar vermeleri gereken bazı unsurlar vardır. Örneğin; hedeflemede enflasyon oranı veya fiyat düzeyi seçeneklerinden hangisinin tercih edileceği, eğer hedefleme enflasyon üzerinden yapılıyorsa hangi endeksin (TÜFE, GSMH veya

⁸ TCMB (2006a), “Enflasyon Hedeflemesi Rejimi”, 2006, s. 19.

⁹ Cem Saatcioğlu, “Enflasyon Hedeflemesi: Gelişmekte Olan Ülke Uygulamalarına Örnekler Ve Türkiye”, **İSMMMO**, (çevrimiçi) <http://www.ismmmo.org.tr/> e.t. 06.04.2014, s. 3.

¹⁰ Ben S. Bernanke, vd, **Inflation Targeting: Lessons From International Experience**, Princeton, Princeton University Press, 1999, s. 4.

¹¹ F. S. Mishkin (2000), “Inflation Targeting In Emerging Market Countries”, **National Bureau Of Economic Research (NBER)**, Working Paper 7618, Cambridge, Mart 2000, s. 2-3.

GSYİH zımni deflatörü) kullanılacağı, hedeflemenin belli bir nokta ya da banttın hangisine göre yapılacağı, eğer banda göre yapılmışsa bu bandın genişliğinin ne olması gerektiği, hedeflemenin kim tarafından ve ne süreyle ilan edileceği gibi teknik unsurlardır¹².

TCMB ise kolay anlaşılabilir olması ve bekleyişleri yönlendirmede daha etkili olduğu için enflasyon hedeflerini “nokta hedef” olarak belirlemeyi uygun bulmuştur. Ayrıca endeks belirlerken de ekonomik ajanlar tarafından kolaylıkla takip edilebildiği ve günlük yaşam maliyetlerini iyi ölçen bir gösterge olduğu için Tüketici Fiyat Endeksinden (TÜFE) yararlanmayı tercih etmiştir. Diğer taraftan Türkiye’de rakamsal enflasyon hedefleri, hükümetin ve TCMB’nin ortak kararıyla üç yıllık bir süre için belirlenmesi kararlaştırılmıştır.¹³

Merkez Bankası Kanunu’nun 42. maddesinde, “Banka, belirlenen hedeflere ilan edilen sürelerde ulaşamaması ya da ulaşamama olasılığının ortaya çıkması halinde, nedenlerini ve alınması gereken önlemleri Hükümete yazılı olarak bildirir ve kamuoyuna açıklar” hükmü yer almaktadır. Bu doğrultuda TCMB, Nokta hedefleme yapan ülkelerin tamamında olduğu gibi hedef etrafında belirsizlik aralığı oluşturmakta ve enflasyonun bu aralığın dışında gerçekleşmesi durumunda hesap verme mekanizmasını devreye sokmaktadır.¹⁴ Bu rakam 2015 yılı için her iki yönde de iki puandır.

3.1.1. Geleneksel Para Politikası Stratejisinin Amaç Ve Araçları

TCMB’nin temel para politikası amacı 1211 Sayılı Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası Yasasının 4. Maddesinde açıkça belirtilmiştir:

“ **Madde 4-** (25.4.2001 tarih, 4651 sayılı Kanun ile değiştirilen şekli) Bankanın temel amacı fiyat istikrarını sağlamaktır.”

Aynı maddenin devamında ise şu ifade yer almaktadır:

¹² N. Kamuran Malatyacı, “Enflasyon Hedeflemesi, Ülke Uygulamalarına Örnekler Ve Türkiye’de Uygulanabilirliği”, **DPT**, Ankara, 1998, s. 8-9.

¹³ TCMB (2006a), **a.g.e.**

¹⁴ **A.e.**, s. 21.

“Banka, fiyat istikrarını sağlama amacı ile çelişmemek kaydıyla Hükümetin büyüme ve istihdam politikalarını destekler.”

Bu ifadeden sonra ise bankanın temel görevleri sayılmaktadır:

a) Açık piyasa işlemleri yapmak,

b) Hükümetle birlikte Türk Lirasının iç ve dış değerini korumak için gerekli tedbirleri almak ve yabancı paralar ile altın karşısındaki muadeletini tespit etmeye yönelik kur rejimini belirlemek, Türk Lirasının yabancı paralar karşısındaki değerinin belirlenmesi için döviz ve efektiflerin vadesiz ve vadeli alım ve satımı ile dövizlerin Türk Lirası ile değişimi ve diğer türev işlemleri yapmak,

c) Bankaların ve Bankaca uygun görülecek diğer mali kurumların yükümlülüklerini esas alarak zorunlu karşılıklar ve umumi disponibilite ile ilgili usul ve esasları belirlemek,

d) Reeskont ve avans işlemleri yapmak,

e) Ülke altın ve döviz rezervlerini yönetmek,

f) Türk Lirasının hacim ve tedavülünü düzenlemek, ödeme ve menkul kıymet transferi ve mutabakat sistemleri kurmak, kurulmuş ve kurulacak sistemlerin kesintisiz işlemlerini ve denetimini sağlayacak düzenlemeleri yapmak, ödemeler için elektronik ortam da dahil olmak üzere kullanılacak yöntemleri ve araçları belirlemek,

g) Finansal sistemde istikrarı sağlayıcı ve para ve döviz piyasaları ile ilgili düzenleyici tedbirleri almak,

h) Mali piyasaları izlemek,

ı) Bankalardaki mevduatın vade ve türleri ile özel finans kurumlarındaki katılma hesaplarının vadelerini belirlemektir.”

Söz konusu kanunun ilgili maddesi incelendiğinde, TCMB’nin en temel amacı *fiyat istikrarıdır*. Diğer amaçlar ancak bu hedefle çelişmediği sürece desteklenebilir.

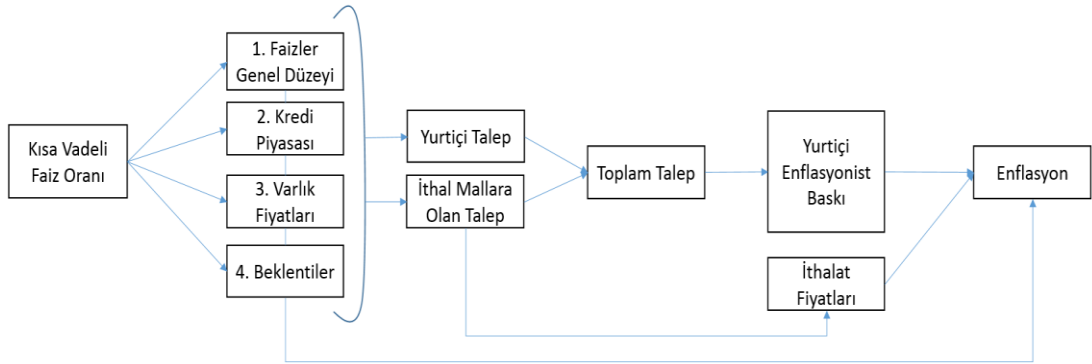
Fiyat istikrarından kastedilen “bir ekonomide enflasyon, deflasyon ve stagflasyon olgusunun yaşanmamasıdır. Bu bağlamda fiyat istikrarı ekonomide

parasal dengenin belirli bir fiyat düzeyinde istikrar kazanmasıdır.”¹⁵ Bu durumun uygulamadaki anlamı ise enflasyon oranının, sıfır veya % 2 gibi sıfıra yakın bir değer alması olabilir¹⁶.

TCMB’nin temel hedefi olan fiyat istikrarını sağlamaya ve sürdürmeye çalışırken yürüttüğü strateji 2002 yılından itibaren örtük olarak uyguladığı, 2006 yılından itibaren ise açık olarak uyguladığı *enflasyon hedeflemesi stratejisidir*. Bu strateji altında, Merkez Bankasının temel politika aracı ise Para Politikası Kurulu tarafından belirlenen *kısa vadeli faiz oranlarıdır*.¹⁷

Enflasyon hedeflemesi rejimi çerçevesinde para politikasının etkin bir şekilde kullanılabilmesi için belirlenen faiz oranlarının enflasyon üzerinde hangi kanallardan etkili olduğunun iyi anlaşılması gerekmektedir.

TCMB’nin belirlediği faiz oranları, enflasyon üzerinde şekil 5’te gösterildiği üzere dört kanaldan etkili olur.¹⁸



Şekil 5: Parasal Aktarım Mekanizması

Kaynak: TCMB, “Enflasyon Hedeflemesi Rejimi”, 2006, s. 26; Barbaroux, Nicolas, **Monetary Policy Rule in Theory and Practice**, Routledge Journals Taylor & Francis Ltd., 2013, s.174.

1) Faizler Genel Düzeyi: Merkez Bankasının belirlediği faiz oranları, yurtiçindeki diğer banka ve finans kurumlarının kendi müşterilerine uyguladıkları faizler üzerinde etkili olarak enflasyonu etkiler.

¹⁵ Nazım Öztürk, **Para Banka Kredi**, Ekin Basım Yayın Dağıtım, bsk. 2, Bursa, 2014, s. 118.

¹⁶ M. Hanifi Aslan, **a.g.e.**, s. 34.

¹⁷ TCMB (2006a), **a.g.e.**

¹⁸ **A.e.**, s. 26.

- 2) **Kredi Piyasası:** Merkez Bankasının belirlediği faiz oranları, piyasa faizlerini etkileyerek bankalardan alınan kredi hacmini etkiler. Bu da enflasyon üzerinde etkili olur.
- 3) **Varlık Fiyatları:** Merkez Bankasının belirlediği faiz oranları, hisse senedi, bono ve döviz gibi varlıkların fiyatları üzerinde etkili olarak enflasyon üzerinde etkili olur.
- 4) **Beklentiler:** Merkez Bankasının belirlediği faiz oranları, beklentileri yönlendirerek ileriye yönelik yatırım, tüketim ve fiyatlama kararlarını etkilemesi sonucu enflasyon üzerinde belirleyici olur.

TCMB, temel politika aracı olarak kısa vadeli faiz oranlarını seçtiği uygulamada, gerektiğinde standart para politikası araçlarını kullanmaktadır. Bunlar:

- 1) Açık Piyasa İşlemleri
- 2) Reeskont Politikası
- 3) Zorunlu Karşılık Oranları

olarak sıralanabilir.¹⁹

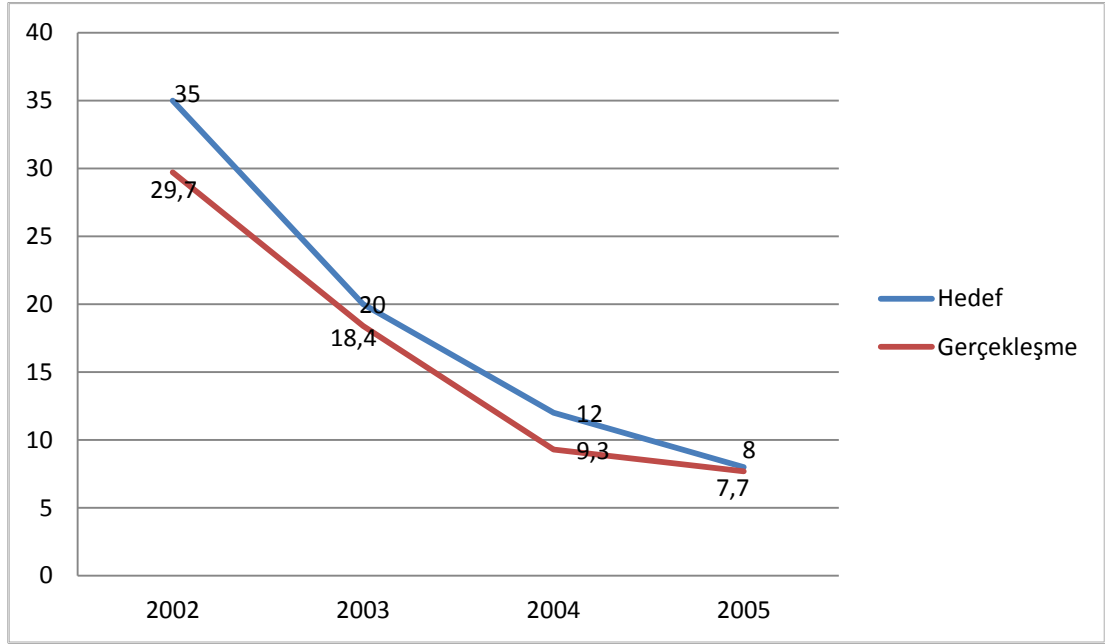
3.1.2. Geleneksel Para Politikası Uygulamaları ve Sonuçları (2006-2010)

Örtük enflasyon hedeflemesi rejiminin uygulandığı 2002-2005 dönemi TCMB tarafından enflasyon hedeflemesine geçiş dönemi olarak değerlendirilmiştir. Bu dönemde iletişim politikaları, şeffaflık ve kurumsal yapının zaman içinde geliştirilmesi amaçlanmıştır. Örtük enflasyon hedeflemesi rejiminin uygulandığı ilk yıllarda para politikası kararları TCMB başkanı tarafından alınmış ve kararların zamanlamasına ilişkin önceden açıklama yapılmamıştır. Bu dönemde 2002, 2003 2004 ve 2005 yıl sonları için yıllık TÜFE sırasıyla % 35, % 20, % 12 ve % 8 olarak hedeflenmiştir. Uygulanan başarılı politakalarla enflasyon oranları her yıl hedeflerin de altında gerçekleşerek 2001 yılındaki % 68 seviyesinden, 2002 yılında % 29,7; 2003 yılında % 18,4; 2004 yılında % 9,3 ve 2005 yılı sonu itibarıyla de % 7,7

¹⁹ Timur Önder, “Para Politikası: Araçları, Amaçları ve Türkiye Uygulaması”, **TCMB Uzmanlık Tezi**, Ankara, 2005, s. 266.

seviyesine kadar gerilemiştir (Grafik 4).²⁰ Böylelikle TCMB tarafından uygulanan politikalarla ekonomik ajanların beklentilerinin etkili bir biçimde yönlendirilmesi sonucu enflasyondaki ataletin kırılması yolunda önemli bir gelişme elde edilmiştir.²¹

Grafik 4: 2002-2005 Dönemi Enflasyon Hedefleri ve Gerçekleşmeleri (%)



Kaynak: TCMB (f), Enflasyon Hedefleri, (çevrimiçi) <http://www.tcmb.gov.tr/wps/wcm/connect-/tcmb+tr/tcmb+tr/main+menu/para+politikasi/fiyat+istikrari/enflasyon+hedefleri>, e.t. 22.04.2015.

Enflasyonun düşük seviyelerde istikrara kavuştuğu normal şartlar altında, gerçekleşen enflasyon rakamının hedefin altında kalması olumsuz bir durum olarak düşünülebilir. Ancak, söz konusu 2002-2005 dönemindeki temel amaç kronik enflasyonu tek haneli rakamlara düşürmek olduğundan, hedeflerin altında kalması bekleyişleri olumsuz etkilememiş, hatta enflasyondaki düşüşün süreceğine dair beklentileri artırmıştır. Bu bağlamda TCMB'nin ilan ettiği hedefler, zımni olarak üst sınır olarak algılanmıştır. Ancak, bu durum sadece bu yıllarda kabul edilebilir bir durumdur. Çünkü enflasyonun istikrarlı kabul edilebilmesi için gerçekleşen enflasyonun hedeflenen enflasyonla tutarlı olması gerekir. Bu doğrultuda, bu

²⁰ A. Hakan Kara, Musa Orak, "Enflasyon Hedeflemesi", (çevrimiçi) http://www.tcmb.gov.tr-yeni/iletisimgm/kara_orak.pdf e.t. 16.4.2014, Ekim 2008, s. 43-45.

²¹ Özcan Karahan, "Asimetrik Bilgi ve Para Politikasının Etkinliği", *Yönetim ve Ekonomi*, C. 13, S. 2, Manisa, 2006, s. 161.

yıllardan itibaren enflasyon hedeflemesi rejimi altında, hedeften aşağı ya da yukarı yönlü sapmalar aynı şekilde olumsuz bir durum olarak değerlendirilmiştir.²²

2002-2005 döneminde uygulanan para politikasının nihai amacı açık enflasyon hedeflemesi stratejisine geçmek olmuştur. Bu dönem boyunca adım adım enflasyon hedeflerinin azaltılması, mali disiplinin sağlanması ve TCMB'nin kurumsal çerçevesinde elde edilen olumlu sonuçlar TCMB'yi bağımsız, şeffaf, hesap verilebilir bir duruma getirmiş ve enflasyonist beklentileri yönlendirmede etkili kılmıştır. Gerekli şartların oluşturulduğu bu süreçten sonra ise 2006 yılında açık enflasyon hedeflemesi stratejisine geçilmiştir.²³

Geleneksel strateji altında uygulanan para politikası uygulamaları, açık enflasyon hedeflemesine geçildiği 2006 yılından başlayarak yeni stratejinin uygulanmaya başlandığı 2010 yılının sonuna kadar olan dönem için yıllar itibariyle değerlendirilmiştir.

3.1.2.1. 2006 Yılı Para Politikası

TCMB, 2006 yılında başladığı açık enflasyon hedeflemesi rejimi kapsamında üç yıl için enflasyon hedeflerini belirlemeye başlamıştır. Bunlar; 2006 yılı için % 5: 2007 ve 2008 yılları için ise % 4'tür (Tablo 16).

TCMB hedeflediği enflasyon oranına ulaşabilmek amacıyla uyguladığı para politikası çerçevesinde, 2006 yılının ilk çeyreğinde kısa vadeli faizleri sabit tutmuş, 27 Nisan 2006 tarihindeki toplantısında ise enflasyonun yılın ikinci çeyreğinden itibaren aşağı yönlü bir hareket göstereceği değerlendirmesinde bulunarak, gecelik

²²TCMB (2005), "Enflasyon Hedeflemesi Rejiminin Genel Çerçevesi ve 2006 Yılında Para ve Kur Politikası", Sayı: 2005-56, Aralık 2005, s. 5.

²³ Salih Öztürk, Coşkun Biner, "Gelişmekte Olan Ülkelerde Kurala Dayalı Para Politikasının Etkinliği Enflasyon Hedeflemesi Stratejisi: Türkiye Örneği", **C.Ü. İktisadi ve İdari Bilimler Dergisi**, C. 9, S. 1, 2008, s. 30-31; Obid A. Khakimov, Levent Erdoğan, Nilgün Çağlarırnak Uslu, "Assessing Monetary Policy Rule in Turkey", **International Journal of Economic Perspectives**, C. 4, S. 1, 2010, s. 320.

borç alma faizini % 13,50'den % 13,25'e, borç verme faizini ise % 16.50'den % 16,25'e düşürmüştür.²⁴

Tablo 16: Hedefle Tutarlı Patika, Yılsonu Enflasyon Hedefleri ve Belirsizlik Aralığı (2006-2008)

	2006				2007	2008
	Mart	Haziran	Eylül	Aralık	Aralık	Aralık
Belirsizlik Aralığı Üst Sınırı	9,40	8,50	7,80	7	6	6
Hedefle Uyumlu Patika ve Hedef	7,40	6,50	5,80	5	4	4
Belirsizlik Aralığı Alt Sınırı	5,40	4,50	3,80	3	2	2

Kaynak: TCMB (2005), “Enflasyon Hedeflemesi Rejiminin Genel Çerçevesi ve 2006 Yılında Para ve Kur Politikası”, Sayı: 2005-56, Aralık 2005.

Ancak 2006 yılı ortalarında ABD ekonomisinde işgücü piyasalarında görülen ücret baskıları ve emtia fiyatlarının yüksek düzeyi ABD Merkez Bankası'nın (FED) faiz artırımında etkili olmuştur. Ayrıca aynı şekilde Avrupa Merkez Bankası (ECB) ve İngiltere Merkez Bankası'nın da (BOE) faiz artırım sürecine devam etmeleri, Haziran ayı içerisinde Japonya Merkez Bankası'nın (BOJ) da faiz artırımına gitmesi, küresel finans piyasalarında genişleme eğiliminin bittiğine yönelik görüşleri desteklemiştir. Bu durum likiditenin azalacağı beklentisine yol açtığından özellikle dış açığı yüksek olan ve sermaye girişlerine bağımlılığı olan Güney Afrika, Türkiye gibi gelişmekte olan ülkelerden ani sermaye çıkışlarına neden olmuştur.²⁵

Sermaye çıkışlarının yaşanması gelişmekte olan piyasa ekonomilerinde döviz kurlarını, risk primlerini, faiz oranlarını ve hisse senedi fiyatlarını önemli ölçüde olumsuz etkilemiştir. Mali piyasalarda yaşanan bu dalgalanmaların etkisiyle, Merkez

²⁴ TCMB (2006c), **Para Politikası Kurulu Kararı**, 23 Ocak 2006; TCMB (2006d), **Para Politikası Kurulu Kararı**, 23 Şubat 2006; TCMB (2006e), **Para Politikası Kurulu Kararı**, 23 Mart 2006; TCMB (2006f), **Para Politikası Kurulu Kararı**, 27 Nisan 2006.

²⁵ Burçhan Sakarya, “Küresel Finansal Yapı ve 2007 Yılı Dalgalanmaları”, **BDDK Çalışma Tebliği**, Sayı:2, Nisan 2008, s. 20.

Bankası Ocak-Mayıs döneminde uyguladığı para politikasını radikal bir şekilde değiştirmek zorunda kalmıştır.²⁶

TCMB yaşanan bu dalgalanmayı azaltmak için Mayıs-Haziran döneminde parasal sıkılaştırmaya giderek, döviz alım ihalelerine ara vermiş, piyasaya doğrudan döviz satışı gerçekleştirmiş ve döviz satış ihaleleri düzenlemiştir. Para Politikası Kurulu gecelik borçlanma faiz oranını Mayıs ayındaki yüzde 13,25 düzeyinden Haziran ayında ikisi olağanüstü olmak üzere üç kez toplanarak yüzde 17,25 seviyesine kadar yükseltmiştir. Alınan bu önlemler enflasyonist beklentileri Temmuz ayından itibaren azaltmış ve bu dönemden sonra uluslararası likidite konusundaki olumsuzluğun ortadan kalkmasıyla birlikte, Temmuz ayında yüzde 17,50 seviyesine yükseltile kısı vadeli faiz oranları 2006 sonuna kadar değiştirilmeden aynı seviyede tutulmuştur.²⁷

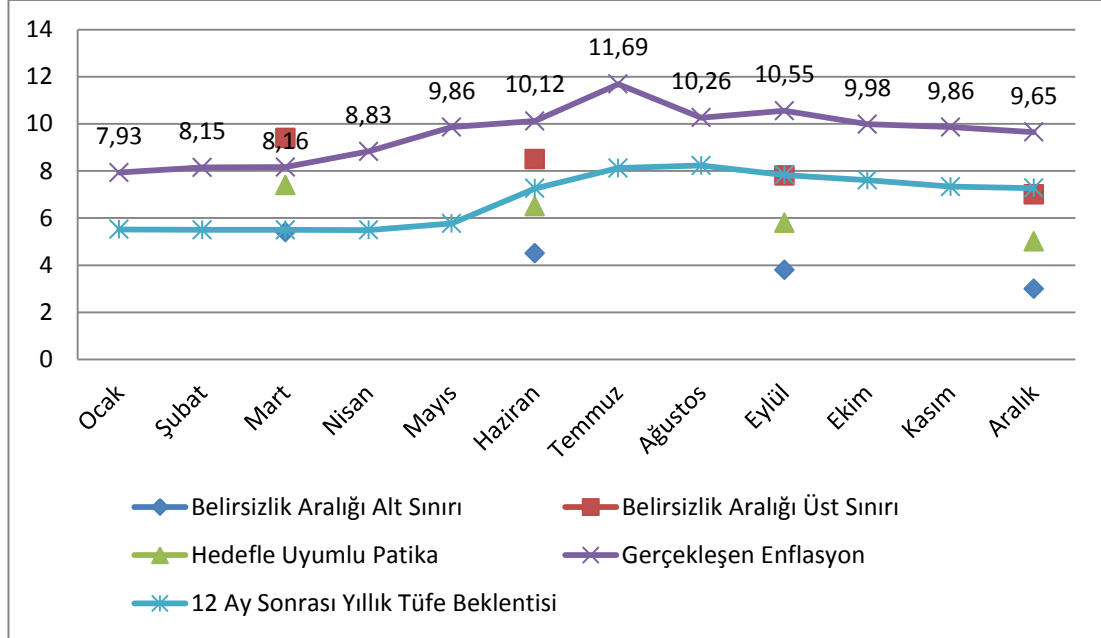
TCMB 2006 yılı için belirlediği % 5 hedefine yönelik uyguladığı politika sonucunda gerçekleşen yıllık enflasyon oranları grafik 5'te gösterilmiştir. Yıllık enflasyon oranları, geçmiş yıllarda görülen düşüş eğiliminin aksine 2006 yılı içinde Ocak ayından itibaren sürekli olarak yükselmiş ve Temmuz ayında % 11,7 ile en yüksek seviyesine ulaşmıştır. Temmuz ayından itibaren ise alınan tedbirlerin etkisini göstermesiyle birlikte enflasyon artış oranları durağan bir görünüm sergilemiş ve yılsonu itibariyle yıllık enflasyon oranı hedefin üstünde gerçekleşerek % 9,65 olmuştur²⁸. Gerçekleşen bu enflasyon oranları ile birinci çeyrek hariç belirsizlik aralığı üst sınırları aşılmıştır. (Grafik 5)

²⁶ Zafer Yükseler (2013), “Enflasyon Hedeflemesi: Türkiye Deneyimi (2006-2011 Dönemi)”, **Türkiye Ekonomi Kurumu**, Tartışma Metni 2013/8, 2013, s. 2.

²⁷ Aydan Kansu, “Para Politikasında Şeffaflık Ve Enflasyonist Beklentilerin Yönlendirilmesi”, **Doğuş Üniversitesi Dergisi**, C. 8, S. 1, 2007, s. 68.

²⁸ Abdullah Takım, “Türkiye’de Para Politikası Stratejilerinin Fiyat İstikrarına Etkisi: Enflasyon Hedeflemesi Örneği”, **ZKÜ Sosyal Bilimler Dergisi**, C. 7, S. 13, 2011, s. 31.

Grafik 5: 2006 Yılı Enflasyon Gerçekleşmeleri ve 12 Ay Sonrası Yıllık TÜFE Beklentisi (%)



Kaynak: (TCMB (g), Fiyat Endeksleri (Tüketici Fiyatları) (çevrimiçi) <http://www.tcmb.gov.tr-wps/wcm/connect/TCMB+TR/TCMB+TR/Main+Menu/Para+Politikasi/Fiyat+Istikrari/Tuketici+Fiyatları> e.t. 07.05.2015; TCMB (h), 12 Ay Sonrasının Yıllık TÜFE Beklentisi, (çevrimiçi) <http://evds.tcmb.gov.tr/> e.t. 22.04.2015; TCMB (2005), “Enflasyon Hedeflemesi Rejiminin Genel Çerçevesi ve 2006 Yılında Para ve Kur Politikası”, Sayı: 2005-56, Aralık 2005)’ den yararlanılarak oluşturulmuştur.

2006 yılında dünya konjonktüründe yaşanan hızlı değişimler, Türkiye ekonomisinde enflasyon gelişmelerini olumsuz etkilemiştir. Mayıs 2006’dan itibaren uluslararası sermaye koşullarının Türkiye’nin içinde bulunduğu gelişmekte olan ülkeler aleyhine değişmesi, bu ülkelerden sermaye çıkışlarının yaşanmasına neden olmuştur. Bu dönemde TL’nin yaklaşık olarak % 30 civarında değer kaybı yaşaması, yaşanan finansal sıkıntıların yol açtığı güvensizlik ortamı ve kuraklıktan kaynaklanan gıda fiyatlarındaki sert artışlar enflasyonun yükselmesine yol açmıştır.²⁹ Tüm bu para politikasının kontrolü dışındaki gelişmeler yılın ilk yarısında belirsizlik aralığının üst sınırının aşılmasına neden olmuştur (grafik 5). Haziran ayından itibaren ise uygulanan parasal sıkılaştırma enflasyonu kontrol altına almıştır.³⁰

²⁹ TCMB (2008a), **2009 Yılında Para Ve Kur Politikası**, Ankara, Aralık 2008, s. 2-3.

³⁰ A. Hakan Kara (2007), “Türkiye’de Enflasyon ve Para Politikası”, **Tüsiad-Koç Üniversitesi Ekonomik Araştırma Forumu Konferansı**, 2 Kasım 2007, s. 28.

Enflasyon hedeflemesi rejiminde para politikasının etkin olabilmesi açısından önemli konulardan bir tanesi de ekonomik ajanların enflasyon beklentileridir. Enflasyon beklentileri hem fiyatlama ve ücret davranışlarını değiştirerek enflasyonu doğrudan etkilerken hem de iktisadi ajanların tüketim, tasarruf ve yatırım gibi kararlarında etkili olarak enflasyon üzerinde dolaylı yoldan belirleyici olmaktadır.³¹

2006 yılında grafik 5’den de görüleceği üzere Mayıs-Haziran döneminde küresel likidite koşullarının tersine dönmesi sonucu döviz kurlarında yaşanan ani yükseliş enflasyonla birlikte enflasyon beklentilerinin de hızla yükselmesine neden olmuştur. Yıl boyunca ise beklentilerin, gerçekleşen enflasyona neredeyse paralel hareket ettiği görülmektedir. Yani belirlenen enflasyon hedefinin, beklenti üzerindeki etkisi azalmış; gerçekleşen enflasyonun ve döviz kurundaki hareketlerin enflasyon beklentisi üzerindeki belirleyiciliği artmıştır.³²

Başkaya, Kara ve Mutluer (2008) ise yaptıkları çalışmada, enflasyonda hızlı bir düşüşün yaşandığı 2006 yılı öncesinde iktisadi ajanların beklentilerini oluştururken büyük ölçüde enflasyon hedeflerine bağlı kalırken, Haziran 2006’dan sonra gerçekleşen enflasyonun yılsonu hedefinden uzaklaşması nedeniyle beklenti oluşumundaki davranışların değiştiğini, döviz kuru ve risk primi gibi değişkenlere olan duyarlılıkta bir artış olduğunu ifade etmişlerdir.³³

TCMB açık enflasyon hedeflemesi rejimi çerçevesinde şeffaflık, öngörülebilirlik ve hesap verebilirlik alanında 2006 yılında önemli adımlar atmıştır. Bu kapsamda dört kez Enflasyon Raporu yayınlamış ve Para Politikası Kurulu aldığı faiz kararlarına ilişkin ayrıntıları Haziran ayındaki ara toplantılar hariç, her ay düzenli olarak kamuoyuna duyurmuştur. Ayrıca, belirsizlik aralığının üst sınırının aşılması nedenlerini hükûmete ve kamuoyuna yazılı olarak bildirmesi gerektiğinden dolayı 14 Temmuz, 30 Ekim ve 22 Ocak 2007 tarihlerinde olmak üzere hükûmete üç kez açık mektup yazmış ve sapmanın nedenlerini açıklamıştır.³⁴

³¹ A. Hakan Kara, Musa Orak, **a.g.e.**, s. 30.

³² Zafer Yükseler, **a.g.e.**, s. 47-48.

³³ Soner Başkaya, Hakan Kara, Defne Mutluer, “Expectations, Communication and Monetary Policy in Turkey”, **The Central Bank of the Republic of Turkey**, Working Paper No:08/01, March 2008.

³⁴ TCMB (2006b), “**2007 Yılında Para Ve Kur Politikası**”, Ankara, Aralık 2006, s. 1.

3.1.2.2. 2007 Yılı Para Politikası

TCMB üç yıl olarak belirlediği hedef ufkunu 2007 yılında da sürdürerek, 2007 ve 2008 hedeflerini değiştirmemiş, 2009 hedefini ise % 4 olarak belirlemiştir (Tablo 17). 2006 yılı hedefinin tutturulmamasına karşın hedeflerin değiştirilmemesinin nedenini TCMB şu şekilde açıklamıştır:³⁵

“Merkez Bankası, sık sık hedef değiştirmenin enflasyon beklayışlerini ve fiyatlama davranışlarını olumsuz etkileme potansiyeli taşıdığını ve ilerisi için verilen taahhütlerin güvenilirliğini azaltabileceğini düşünmektedir. Bu nedenle önümüzdeki dönemde de, enflasyonun makul sürelerde hedefe yakınsayacağı öngörüldüğü sürece hedeflerin değiştirilmemesi esas alınacaktır.”

Tablo 17: Hedefle Tutarlı Patika, Yılsonu Enflasyon Hedefleri ve Belirsizlik Aralığı (2007-2009)

	2007				2008	2009
	Mart	Haziran	Eylül	Aralık	Aralık	Aralık
Belirsizlik Aralığı Üst Sınırı	11,2	8,7	7,3	6	6	6
Hedefle Uyumlu Patika ve Hedef	9,2	6,7	5,3	4	4	4
Belirsizlik Aralığı Alt Sınırı	7,2	4,7	3,3	2	2	2

Kaynak: TCMB (2006b), “2007 Yılında Para Ve Kur Politikası”, Aralık 2006.

TCMB belirlediği % 4 hedefini tutturabilmek için uyguladığı para politikası kapsamında, enflasyon beklentilerinin hedeflerle uyumlu olmaması, geçmişe yönelik fiyatlama davranışlarının sürmesi ve belirsizlik algılamalarının devam etmesi nedeniyle Ocak ayından Temmuz ayına kadar parasal sıkılaştırmaya devam ederek politika faizlerini sabit tutmuştur.³⁶ Haziran 2006’dan itibaren uygulanan sıkı para

³⁵ A.e., s. 2-3.

³⁶ TCMB (2007b), **Para Politikası Kurulu Kararı**, 16 Ocak 2007; TCMB (2007c), **Para Politikası Kurulu Kararı**, 15 Şubat 2007; TCMB (2007d), **Para Politikası Kurulu Kararı**, 15 Mart 2007; TCMB (2007e), **Para Politikası Kurulu Kararı**, 18 Nisan 2007; TCMB (2007f), **Para Politikası Kurulu Kararı**, 15 Mayıs 2007; TCMB (2007g), **Para Politikası Kurulu Kararı**, 14 Haziran 2007, TCMB (2007h), **Para Politikası Kurulu Kararı**, 12 Temmuz 2007.

politikası, etkisini 2007 yılının ikinci yarısından itibaren göstermeye başlamış ve ekonominin yavaşlamasıyla birlikte enflasyonda beklenen düşüş sağlanmıştır³⁷. Bunun sonucunda TCMB parasal sıkılaştırmanın gecikmeli etkilerinin enflasyondaki düşüşü devam ettireceğini düşünmüş ve küresel piyasalardaki gelişmeleri de göz önünde bulundurarak Eylül ayından itibaren kontrollü bir faiz indirim sürecini başlatmıştır. Bu kapsamda gecelik borçlanma faiz oranı yılsonuna kadar % 17,50'den % 15,75'e kadar düşürülerek dört aylık dönemde toplam 175 baz puan indirime gidilmiştir.³⁸

2007 yılı enflasyon gelişmelerinin gösterildiği grafik 6 incelendiğinde, yılın ilk çeyreğinde enflasyon artarken, ikinci ve üçüncü çeyrekte 2006 Haziran ayından itibaren uygulanan parasal sıkılaştırmanın etkileri hissedilmiştir. Böylelikle yıllık enflasyon öngörüldüğü şekilde hedefle uyumlu patikanın etrafında oluşturulan belirsizlik aralığının içinde kalmıştır. Hatta Temmuz ayında uzun yıllardır tecrübe edilmedik şekilde yıllık enflasyon % 6,9 olarak gerçekleşmiştir.³⁹

Yılın son çeyreğinde ise gerek gıda fiyatlarında kuraklık ve küresel konjonktürden kaynaklanan yüksek artışların yaşanması, gerekse yönetilen/yönlendirilen fiyatlardaki ayarlamalar, enflasyondaki düşüş eğiliminin duraklamasına neden olmuştur.⁴⁰ Böylelikle yılsonunda enflasyon, belirsizlik aralığının üst sınırını olan % 6'yı aşmış ve % 8,40 olmuştur. Ayrıca gıda fiyatlarının TÜFE içindeki ağırlığının yüksek olması enflasyondaki oynaklığı artırmıştır.⁴¹

³⁷ A. Hakan Kara, Musa Orak, **a.g.e.**, s. 55.

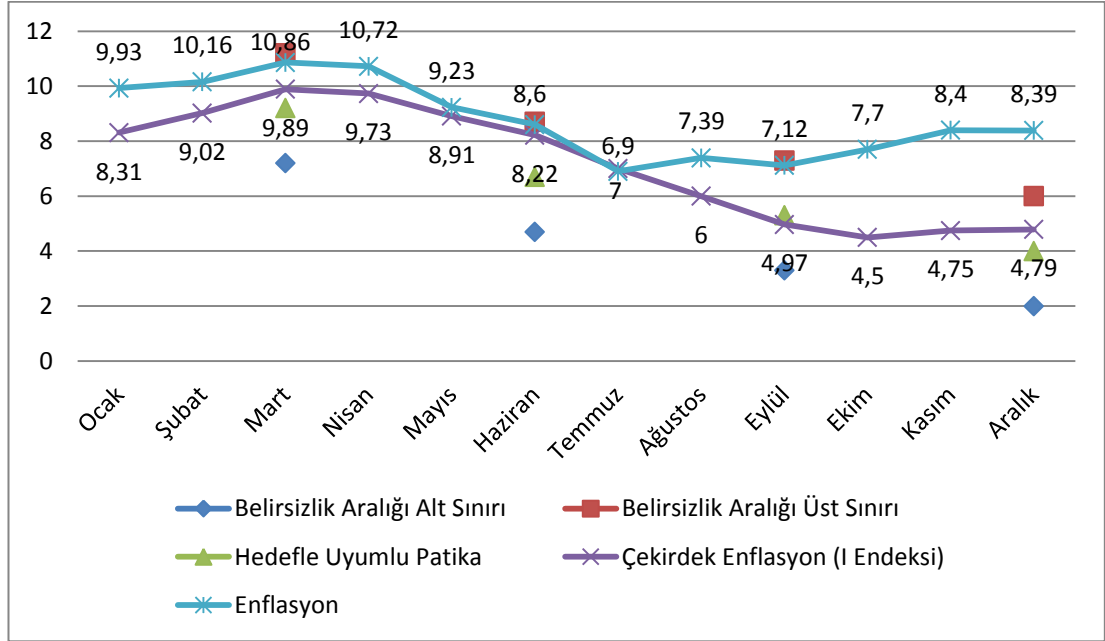
³⁸ TCMB (2007ı), **Para Politikası Kurulu Kararı**, 13 Eylül 2007; TCMB (2007k), **Para Politikası Kurulu Kararı**, 16 Ekim 2007; TCMB (2007l), **Para Politikası Kurulu Kararı**, 14 Kasım 2007; TCMB (2007m), **Para Politikası Kurulu Kararı**, 13 Aralık 2007.

³⁹ TCMB (2007n), **Enflasyon Raporu 2007-III**, Ankara, 2007; TCMB (2007o), **Enflasyon Raporu 2007-IV**, Ankara, 2007.

⁴⁰ TCMB (2007a), **"2008 Yılında Para Ve Kur Politikası"**, Ankara, Aralık 2007, s. 1.

⁴¹ Alper Yakupoğlu, "Merkez Bankasının 2002- 2009 Yılları Arasında Uyguladığı Para Politikası ve Kur Rejiminin Genel Bir Analizi", **Maliye Finans Yazıları Dergisi**, Yıl: 24, S. 88, 2010, s. 44.

Grafik 6: 2007 Yılı Enflasyon Gerçekleşmeleri (%)



Kaynak: (TCMB (g), Fiyat Endeksleri (Tüketici Fiyatları) (çevrimiçi) <http://www.tcmb.gov.tr-wps/wcm/connect/TCMB+TR/TCMB+TR/Main+Menu/Para+Politikasi/Fiyat+Istikrari/Tuketici+Fiyatlarie.t>. 07.05.2015; TÜİK (e), Özel Kapsamlı TÜFE Göstergeleri, (çevrimiçi) http://www.tuik.gov.tr-PreTablo.do?alt_id=1014 e.t. 22.04.2015, TCMB (2006b), “2007 Yılında Para Ve Kur Politikası”, Aralık 2006)’dan yararlanılarak oluşturulmuştur.

Ancak yılsonunda yıllık enflasyonun yüksek çıkmasına karşın enerji ve gıda fiyatlarını dışlayan çekirdek enflasyon makul seviyelerde gerçekleşmiştir. Nitekim yılın sonunda enflasyon oranının % 8,4 olmasına karşın çekirdek enflasyon % 4,79 olmuştur (Grafik 6). Bu durum karşısında ise TCMB, aktif iletişim politikası izleyerek sıkça çekirdek enflasyon verilerine atıfta bulunmuştur. Bu şekilde ortalama enflasyon yükselse bile çekirdek enflasyon göstergeleri üzerinde bir baskı görülmediğini ifade etmiş ve arz şoklarından doğrudan etkilenmeyen fiyatların makul seviyelerde seyrettiğine dikkat çekmiştir. Sonuç olarak, arz şoklarının geçici olacağı varsayımına dayanarak enflasyonun bir süre sonra tekrar düşüş eğilimine gireceği öngörülmüş ve iktisadi ajanların orta vadeye odaklanmaları sağlanmaya amaçlanmıştır.⁴²

⁴² A. Hakan Kara, Musa Orak,, a.g.e., s. 56.

3.1.2.3. 2008 Yılı Para Politikası

Üç yıllık hedef ufku uygulaması doğrultusunda 2008 ve 2009 yılları için enflasyon hedefini değiştirmeyen TCMB, 2010 yılı enflasyon hedefini hükümetle birlikte % 4 olarak belirlemiştir.⁴³ Belirlenen hedefe ulaşabilmek için uygulanan para politikası çerçevesinde ise Para Politikası Kurulu, son dönemdeki indirimlere rağmen kısa vadeli faiz oranlarının mevcut seviyelerinin enflasyondaki düşüşü desteklediğini belirterek, geçen yılın Eylül ayında başladığı faiz indirim sürecine 2008 yılı Ocak ve Şubat aylarında da devam etmiş, gecelik borçlanma faiz oranını % 15,75'ten % 15,25'e kadar indirmiştir.⁴⁴

Tablo 18: Hedefle Tutarlı Patika, Yılsonu Enflasyon Hedefleri ve Belirsizlik Aralığı (2008-2010)

	2008				2009	2010
	Mart	Haziran	Eylül	Aralık	Aralık	Aralık
Belirsizlik Aralığı Üst Sınırı	9,10	8,50	8,30	6	6	6
Hedefle Uyumlu Patika ve Hedef	7,10	6,50	6,30	4	4	4
Belirsizlik Aralığı Alt Sınırı	5,10	4,50	4,30	2	2	2

Kaynak: TCMB (2007a), “2008 Yılında Para Ve Kur Politikası”, Ankara, Aralık 2007.

Ancak daha sonra 2007 yılından itibaren önemli ölçüde etkili olan arz şoklarının ve küresel finansal piyasalarda yaşanan sorunların, ülke risk primini ve döviz kurlarını olumsuz etkilediği ortaya çıkmıştır. Bu gelişmeler enflasyon oranının yüksek seyretmesine neden olmuş ve TCMB'nin faiz indirim sürecine son vererek yılın son çeyreğine kadar parasal sıkılaştırma yapmasını gerektirmiştir.⁴⁵ Bu

⁴³ TCMB (2007a), **a.g.e.**, s. 2.

⁴⁴ TCMB (2008b), **Para Politikası Kurulu Kararı**, 17 Ocak 2008; TCMB (2008c), **Para Politikası Kurulu Kararı**, 14 Şubat 2008.

⁴⁵ TCMB (2009x), “**Yıllık Rapor 2008**”, Ankara, 2009, s. 31.

çerçevede Mayıs-Temmuz döneminde yapılan toplantılarla faiz oranları % 15,25'ten % 16,75'e yükseltilmiştir.⁴⁶

Para Politikası Kurulu, Ağustos - Ekim döneminde küresel krizin etkisiyle toplam talepteki yavaşlamanın belirginleşmesine rağmen faiz oranlarını sabit tutmuştur. Çünkü küresel emtia ve finans piyasalarındaki belirsizlikler ve bu belirsizliklerin enflasyon üzerindeki yansımalarına ilişkin risklerin devam etmesi, parasal sıkılaştırma eğilimine devam edilmesini gerektirmiştir.⁴⁷

Ancak 2008 yılının son çeyreğinde enflasyonu olumsuz etkileyen faktörlerin tersine dönmesi, krizin ekonomi üzerindeki tahribatlarını sınırlamaya yönelik politikaların izlenmesine olanak sağlanmıştır. Bu bağlamda TCMB kontrollü ancak hızlı bir şekilde faiz indirimlerine gitmiş, bu konuda gelişmekte olan ülkeler içinde öncü olmuştur.⁴⁸ Bu çerçevede ilk olarak Kasım ayında faiz oranlarında 50 baz puan indirime gidilmiştir. Aralık ayında da iktisadi faaliyetlerdeki yavaşlamanın derinleştiği, küresel sorunların iç ve dış talebi uzunca bir süre sınırlamaya devam edeceği ve enflasyon üzerindeki aşağı yönlü baskıların süreceği gerekçesiyle kısa vadeli faiz oranları 125 baz puan indirilmiştir.⁴⁹

TCMB ayrıca, küresel krizin etkisiyle döviz piyasalarında oluşan likidite kıtlığına yönelik 2008 yılının son çeyreğinde şu tedbirleri almıştır:⁵⁰

- 16 Ekim 2008 tarihinden itibaren döviz alım ihalelerine ara vermiş, böylece ihalelerle kalıcı olarak döviz piyasasından çekilen likiditenin sistemde kalması sağlanmıştır.

⁴⁶ TCMB (2008d), **Para Politikası Kurulu Kararı**, 15 Mayıs 2008; TCMB (2008e), **Para Politikası Kurulu Kararı**, 16 Haziran 2008; TCMB (2008f), **Para Politikası Kurulu Kararı**, 17 Temmuz 2008.

⁴⁷ Durmuş Yılmaz (2009a), "Küresel Kriz, Etkileri ve Para Politikası Uygulamaları", **TCMB**, İstanbul, 4 Mart 2009, s. 15.

⁴⁸ Durmuş Yılmaz (2009b), "Küresel Kriz ve Merkez Bankası", **TCMB**, İstanbul, 18 Mayıs 2009, s. 3-4.

⁴⁹ TCMB (2008g), **Para Politikası Kurulu Kararı**, 14 Ağustos 2008; TCMB (2008h), **Para Politikası Kurulu Kararı**, 18 Eylül 2008; TCMB (2008ı), **Para Politikası Kurulu Kararı**, 22 Ekim 2008, TCMB (2008j), **Para Politikası Kurulu Kararı**, 19 Kasım 2008; TCMB (2008k), **Para Politikası Kurulu Kararı**, 18 Aralık 2008.

⁵⁰ TCMB (2010a), **"Para Politikası Çıkış Stratejisi"**, Ankara, 14 Nisan, s. 2.

- Döviz piyasalarında derinliğin kaybolmasına bağlı olarak sağlıklı fiyat oluşumlarının gözlenmesi üzerine 24 Ekim 2008 ve 27 Ekim 2008 tarihlerinde düzenlenen döviz satım ihaleleri ile toplam 100 milyon ABD doları satılmıştır.
- Ekim 2008’de Merkez Bankası nezdindeki döviz depo aracılık faaliyetlerine yeniden başlanmış, bankaların Döviz Depo Piyasalarındaki işlem yapabilme limitleri kademeli olarak artırılarak 10,8 milyar ABD dolarına yükseltilmiştir. Ayrıca, söz konusu borçlanma limitleri çerçevesinde bankaların alabilecekleri döviz depolarının vadesi 1 haftadan 1 aya uzatılırken, Merkez Bankası taraflı işlemler için yüzde 10 olan borçlanma faiz oranları da ABD doları için yüzde 7’ye, Euro için yüzde 9’a düşürülmüştür.
- 5 Aralık 2008 tarihinde yüzde 11 olan yabancı para zorunlu karşılık oranında iki puan indirim yapılarak bankacılık sistemine yaklaşık 2,5 milyar ABD doları ilave döviz likiditesi sağlanmıştır. Ayrıca ihracat reeskont kredisi uygulamasına yönelik yeni düzenlemelerle, ihracat reeskont kredisi limiti yükseltilmiş ve bu kredilere kullanım kolaylığı getirilmiştir.

2008 yılındaki enflasyon gelişmeleri incelendiğinde, yılın ilk çeyreğinde finansal piyasalardaki oynaklık, küresel belirsizliklerle birlikte risk iştahının azalmaya devam etmesi sebebiyle artırmıştır. Bu gelişmelere paralel olarak Yeni Türk Lirasında görülen değer kaybı Mart ayı enflasyonunu kısmen etkilemiştir. Böylelikle enflasyon oranı yılın ilk üç ayının sonunda % 9,15 seviyesine yükselmiş ve yüzde 9,1 olan belirsizlik aralığının üst sınırını aşmıştır.⁵¹

2008 yılının ikinci çeyreğinde ise gıda, enerji ve diğer emtia fiyatlarındaki artışların enflasyon üzerinde oluşturduğu yukarı yönlü baskı artarak devam etmiştir. Haziran ayı itibariyle % 10,61 düzeyinde gerçekleşen yıllık enflasyonun 6,8 puanı gıda ve enerji fiyatlarının doğrudan etkilerinden kaynaklanmıştır.⁵² Böylelikle yılın

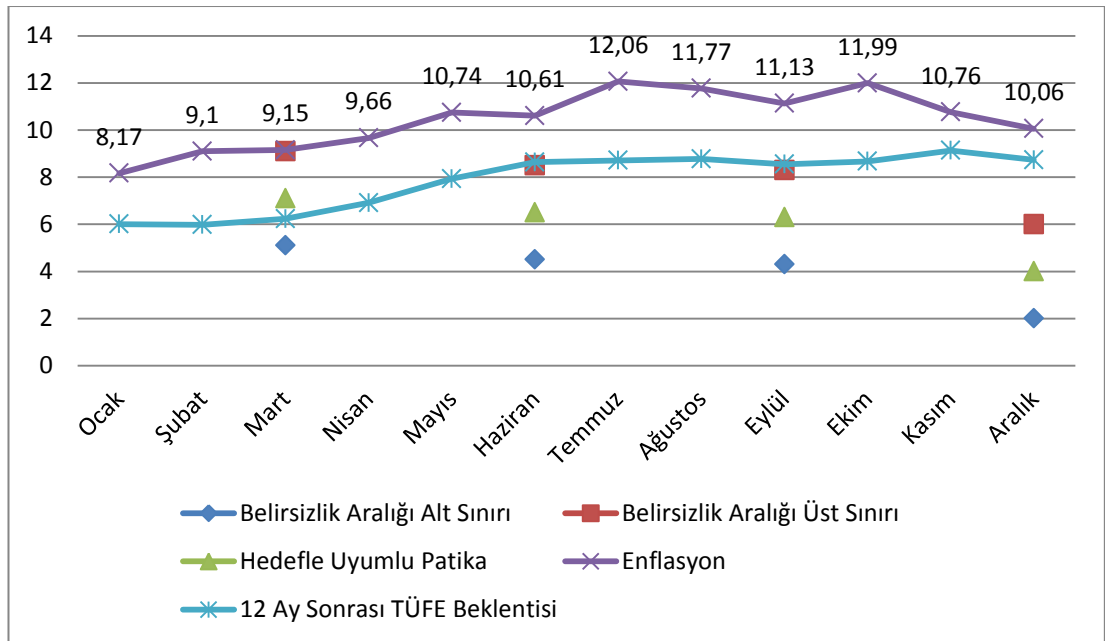
⁵¹ TCMB (2008l), **Enflasyon Raporu 2008-II**, Ankara, 2008.

⁵² TCMB (2008m), **Enflasyon Raporu 2008-III**, Ankara, 2008.

ikinci çeyreğinde de yıllık enflasyon hedefle uyumlu patikanın etrafında oluşturulan belirsizlik aralığının dışında kalmıştır.

Eylül ayında küresel finans piyasalarındaki sorunların Lehman Brothers'ın batmasıyla birlikte derinleşmesi, enerji ve diğer emtia fiyatlarının belirgin bir düşüş eğilimine girmesine neden olmuş, ancak gecikmeli etkiler enflasyonu yüksek seviyelerde tutmaya devam etmiştir. Böylelikle üçüncü çeyreğin sonu için % 8,3 olan belirsizlik aralığı üst sınırı, yıllık TÜFE artışının % 11,13 olarak gerçekleşmesiyle birlikte aşılmıştır.⁵³

Grafik 7: 2008 Yılı Enflasyon Gerçekleşmeleri ve 12 Ay Sonrası Yıllık TÜFE Beklentisi (%)



Kaynak: (TCMB (g), Fiyat Endeksleri (Tüketici Fiyatları) (çevrimiçi) <http://www.tcmb.gov.tr-wps/wcm/connect/TCMB+TR/TCMB+TR/Main+Menu/Para+Politikasi/Fiyat+Istikrari/Tuketici+Fiyatları> e.t. 07.05.2015; TCMB (h), 12 Ay Sonrasının Yıllık TÜFE Beklentisi, (çevrimiçi) <http://evds.tcmb.gov.tr/> e.t. 22.04.2015; TCMB (2007A), “2008 Yılında Para Ve Kur Politikası”, Ankara, Aralık 2007)’dan yararlanılarak hazırlanmıştır.

Yılın ilk üççeyreğinde enflasyonun temel belirleyicisi olan gıda ve enerji fiyatlarındaki artışlar, son çeyrekte küresel finansal krizin derinleşmesiyle ve dünya ekonomisinde gözlenen yavaşlamayla birlikte belirgin bir şekilde hız kaybetmiştir. Ancak geçmiş dönemde gözlenen yüksek artışların birikimli etkileri enflasyonu

⁵³ TCMB (2008n), **Enflasyon Raporu 2008-IV**, Ankara, 2008.

görelî olarak yüksek düzeylerde tutmaya devam etmiş ve yılsonu itibariyle yıllık enflasyon hedefin oldukça üzerinde % 10,06 olarak gerçekleşmiştir.⁵⁴

2006-2008 döneminde gerçekleşen enflasyon ve enflasyon beklentileri ile hedef arasında önemli bir farklılaşma görülmüştür. Bu dönemde enflasyon beklentileri ile hedef arasındaki ilişki zayıflarken, döviz kuru ve gerçekleşen enflasyonun enflasyon beklentileri üzerindeki belirleyiciliği artmıştır.⁵⁵ Bu durumun kalıcı olması halinde enflasyonla mücadelenin maliyetinin daha da yükseleceğini öngören TCMB, enflasyon beklentilerini tekrar kontrol altına almak ve uygulanan rejime güvenilirliği yeniden tesis etmek amacıyla, 3 Haziran 2008 tarihinde 2009–2011 dönemi enflasyon hedeflerine ilişkin değişiklik önerisini açık mektup ile Hükümete önermiştir. Merkez Bankası’nın bu önerisi Hükümet tarafından da olumlu karşılanmış ve buna göre enflasyon hedefleri 2009, 2010 ve 2011 yılları için sırasıyla % 7,5; 6,5 ve 5,5 olarak belirlenmiştir. Böylece, iktisadi ajanların beklentilerini oluştururken referans alabilecekleri daha gerçekçi enflasyon oranları belirlenerek, enflasyon beklentilerinin kontrol edilmesi amaçlanmıştır.⁵⁶

2008 yılı içerisinde TCMB, hesap verme yükümlülüğü çerçevesinde enflasyonun belirsizlik aralığının dışında kalması nedeniyle, Hükümet’e 30 Nisan⁵⁷, 28 Temmuz⁵⁸ ve 31 Ekim⁵⁹ tarihlerinde olmak üzere, üç tane açık mektup yazmıştır. Ayrıca yılsonu enflasyonunun da belirsizlik aralığının üst sınırı olan % 6’nın üzerinde gerçekleşmesi nedeniyle 26 Ocak 2009⁶⁰ tarihinde Hükümet’e dördüncü açık mektup yazılmıştır.

⁵⁴ TCMB (2009c), **Enflasyon Raporu 2009-I**, Ankara, 2008.

⁵⁵ Zafer Yükseler, **a.g.e.**, s. 48.

⁵⁶ TCMB (2008a), **a.g.e.**, s. 5.

⁵⁷ TCMB (2008o), “**Bankamız Kanununun 42. Maddesi Uyarınca Hükümete Gönderilen Açık Mektup**”, 30.04.2008.

⁵⁸ TCMB (2008p), “**Bankamız Kanununun 42. Maddesi Uyarınca Hükümete Gönderilen Açık Mektup**” 28.07.2008.

⁵⁹ TCMB (2008r), “**Bankamız Kanununun 42. Maddesi Uyarınca Hükümete Gönderilen Açık Mektup**” 31.10.2008.

⁶⁰ TCMB (2009d), “**Bankamız Kanununun 42. Maddesi Uyarınca Hükümete Gönderilen Açık Mektup**” 26.01.2009.

3.1.2.4. 2009 Yılı Para Politikası

3 Haziran 2008 tarihindeki TCMB'nin önerisine hükümetin olumlu karşılık vermesi sonucu belirlenen 2009, 2010 ve 2011 yılları için enflasyon hedefleri ve belirsizlik aralıkları tablo 19'da gösterilmiştir.

Tablo 19: Hedefle Tutarlı Patika, Yılsonu Enflasyon Hedefleri ve Belirsizlik Aralığı (2009-2011)

	2009				2010	2011
	Mart	Haziran	Eylül	Aralık	Aralık	Aralık
Belirsizlik Aralığı Üst Sınırı	11,70	10,80	10,50	9,50	8,50	7,50
Hedefle Uyumlu Patika ve Hedef	9,70	8,80	8,50	7,50	6,50	5,50
Belirsizlik Aralığı Alt Sınırı	7,70	6,80	6,50	5,50	4,50	3,50

Kaynak: TCMB (2008a), **2009 Yılında Para Ve Kur Politikası**, Ankara, Aralık 2008.

TCMB 2009 yılında, temel amacı olan fiyat istikrarı ile çelişmemek koşuluyla krizin iktisadi faaliyet ve finansal istikrar üzerindeki tahribatını sınırlamaya yönelik politikalara yönelmiştir⁶¹. Bu kapsamda 2008 yılı Kasım ayında başlattığı faiz indirim sürecini 2009 yılı Ocak - Kasım döneminde de sürdürerek politika faiz oranlarını düzenli olarak düşürmüştür. Para Politikası Kurulu, Ocak ayındaki toplantısında iktisadi faaliyetteki yavaşlamanın giderek derinleştiğine ve uluslararası kredi piyasalarındaki ve küresel ekonomideki sorunların uzun süreli etkili olacağına işaret etmiş ve gecelik borçlanma faiz oranını 200 baz puan düşürmüştür.⁶² Şubat-Kasım döneminde ise iktisadi faaliyetteki toparlanmanın zaman alacak olması, enflasyon üzerindeki aşağı yönlü baskıların sürmesi ve petrol ve diğer emtia fiyatlarındaki birikimli düşüşler enflasyonu olumlu etkilemiştir. Söz konusu dönemde faiz oranları % 6,50'e kadar düşürülmüştür (Tablo 20).⁶³ Böylelikle

⁶¹ TCMB (2010d), “Yıllık Rapor 2009”, Ankara, 2010, s. 25.

⁶² TCMB (2009e), **Para Politikası Kurulu Kararı**, 15 Ocak 2009.

⁶³ TCMB (2009f), **Para Politikası Kurulu Kararı**, 19 Şubat 2009; TCMB (2009g), **Para Politikası Kurulu Kararı**, 19 Mart 2009; TCMB (2009h), **Para Politikası Kurulu Kararı**, 16 Nisan 2009;

Türkiye’de politika faizi, Ekim 2008’den Kasım 2009’a kadar toplam 1025 baz puan indirilmiş ve Türkiye, OECD ülkeleri ve diğer gelişmekte olan ülkeler içinde en fazla indirimi yapan ülke olmuştur.⁶⁴

Tablo 20: 2009 Yılı Politika Faiz Oranları Değişikliğine İlişkin Kararlar (%)

Tarih	Gecelik Faiz Oranı	
	Borçlanma	Borç Verme
19 Aralık 2008	15,00	17,50
16 Ocak 2009	13,00	15,50
20 Şubat 2009	11,50	14,00
20 Mart 2009	10,50	13,00
17 Nisan 2009	9,75	12,25
15 Mayıs 2009	9,25	11,75
17 Haziran 2009	8,75	11,25
17 Temmuz 2009	8,25	10,75
19 Ağustos 2009	7,75	10,25
18 Eylül 2009	7,25	9,75
16 Ekim 2009	6,75	9,25
20 Kasım 2009	6,50	9,00
18 Aralık 2009	6,50	9,00

Kaynak: TCMB (i), TCMB Faiz Oranları, (çevrimiçi) <http://www.tcmb.gov.tr/wps/wcm/-connect/tcmb+tr/tcmb+tr/main+page+site+area/tcmb+faiz+oranlari/faiz-oranlari>, e.t. 07.05.2015.

Para Politikası Kurulu, 17 Aralık 2009 tarihli toplantısında ise politika faiz oranlarının sabit tutulmasına karar vermiştir. Ayrıca, küresel ekonomideki sorunlar ve toparlanmanın gücüne ilişkin belirsizlikler nedeniyle faiz oranlarının uzun bir süre düşük düzeylerde tutulması gerekeceğini vurgulanmıştır.⁶⁵

TCMB, kriz döneminde temel politika aracı olan kısa vadeli faiz oranlarının yanı sıra diğer para politikası araçlarından da yararlanmıştır. Bu kapsamda kalıcı likidite açığını gidermeye ve kredi piyasasını desteklemeye yönelik, Haziran ayından itibaren temel fonlama aracı olan bir hafta vadeli repo işlemlerine ilave olarak üç aya kadar vadeli repo işlemlerinin de kullanılmasına başlanmış ve

TCMB (2009i), **Para Politikası Kurulu Kararı**, 14 Mayıs 2009; TCMB (2009j), **Para Politikası Kurulu Kararı**, 16 Haziran 2009; TCMB (2009k), **Para Politikası Kurulu Kararı**, 16 Temmuz 2009; TCMB (2009l), **Para Politikası Kurulu Kararı**, 18 Ağustos 2009; TCMB (2009m), **Para Politikası Kurulu Kararı**, 17 Eylül 2009; TCMB (2009n), **Para Politikası Kurulu Kararı**, 15 Ekim 2009; TCMB (2009o), **Para Politikası Kurulu Kararı**, 19 Kasım 2009.

⁶⁴ Lukasz Rawdanowicz, “The 2008-09 Crisis in Turkey: Performance, Policy Responses and Challenges for Sustaining the Recovery”, **OECD Economics Department Working Papers**, No. 819, OECD Publishing, s. 8.

⁶⁵ TCMB (2009p), **Para Politikası Kurulu Kararı**, 17 Aralık 2009.

Ekim ayında % 6 olan Türk Lirası zorunlu karşılık oranı % 5'e düşürülmüştür. Reel sektörü desteklemek için Mart ve Nisan ayında yapılan düzenlemelerle ihracat reeskont kredisi kullanımının yaygınlaştırılmasına yönelik olarak, daha fazla sayıda firmanın ihracat reeskont kredisinden yararlandırılması sağlanmış, kredi limitleri yükseltilmiştir.⁶⁶

Ayrıca, döviz likiditesine yönelik alınan tedbirler kapsamında, Şubat 2009'da döviz depo işlemlerinin vadesi 1 aydan 3 aya uzatılırken, Merkez Bankası taraflı işlemlere ilişkin depo faiz oranı ABD doları için % 5,5'e, Euro için % 6,5'e düşürülmüştür.⁶⁷ 10 Mart 2009 tarihinde ise günlük döviz satım ihalelerine tekrar başlanmıştır.⁶⁸

2009 yılındaki enflasyon gelişmeleri incelendiğinde, iktisadi faaliyetlerdeki daralmanın belirginleşmesiyle yılın ilk iki çeyreğinde enflasyondaki yavaşlama belirginleşmiştir. Hatta talepteki yavaşlama ve emtia fiyatlarının düşük düzeyde seyretmesine bağlı olarak Şubat ayında enflasyon oranı, 2007 yılı Ekim ayından sonraki en düşük seviyesine gerilemiştir. Böylece ikinci çeyreğin sonunda yıllık enflasyon, yılsonu hedefi ile uyumlu patikanın etrafında oluşturulan belirsizlik aralığının alt sınırı olan % 6,8 düzeyinin de altında kalarak % 5,73 olarak gerçekleşmiştir.⁶⁹

Ancak yılın üçüncü ve son çeyreğinde küresel ekonominin toparlanmaya başladığı inancının hakim olması, küresel finans piyasalarındaki iyimserliği destekleyerek risk iştahının artmasına yol açmıştır. Böylece, portföy hareketleri kanalıyla gelişmekte olan ülkelere sermaye girişleri gözlenmiştir. Bu süreçte Türk lirasının da gelişmiş ülke para birimleri karşısında değerlenme eğilimine girmesi, ithalat fiyatlarındaki artışların birim maliyet üzerindeki etkisini sınırlamıştır. Bu gelişmeler çerçevesinde enflasyon göstergeleri de düşük seyrini korumuştur.

⁶⁶ TCMB (2010d), **a.g.e.**, s. 42.

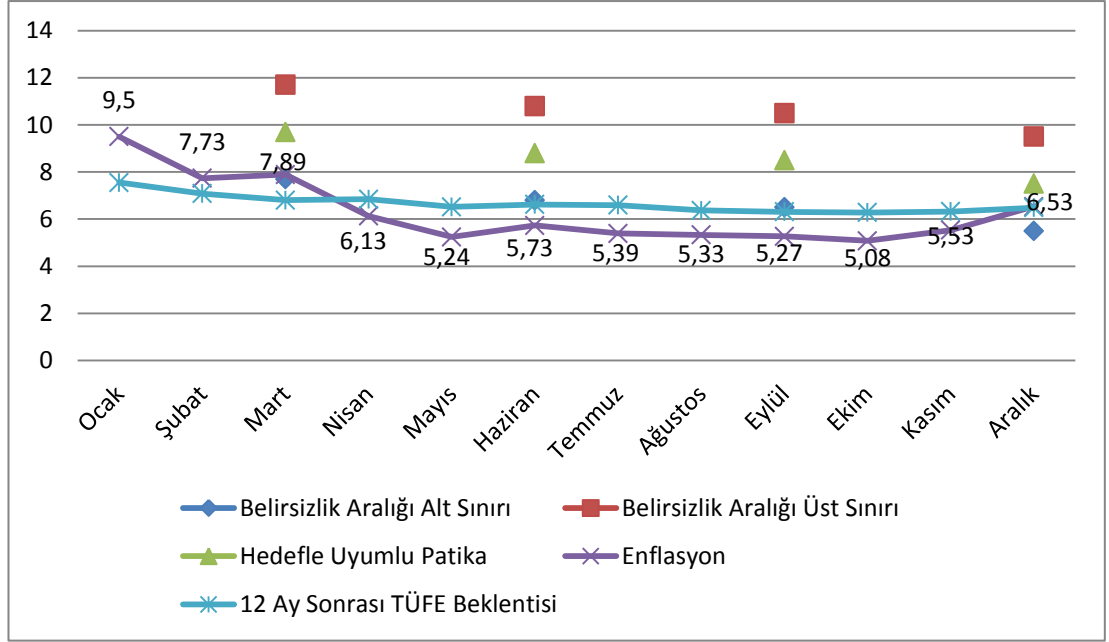
⁶⁷ TCMB (2009r), **Döviz ve Efektif Piyasaları – Döviz Depo Piyasası'na İlişkin Basın Duyurusu**, 20 Şubat 2009.

⁶⁸ TCMB (2009s), **Döviz Satım İhalelerine İlişkin Basın Duyurusu**, 09 Mart 2009.

⁶⁹ TCMB (2009t), **Enflasyon Raporu 2009-II**, Ankara, 2009; TCMB (2009U), **Enflasyon Raporu 2009-III**, Ankara, 2009.

Böylelikle, grafik 8’den de görüleceği üzere yılsonunda enflasyon oranı hedefin yaklaşık 1 puan altında kalarak % 6,53 olmuştur.⁷⁰

Grafik 8: 2009 Yılı Enflasyon Gerçekleşmeleri ve 12 Ay Sonrası Yıllık TÜFE Beklentisi(%)



Kaynak: (TCMB (g), Fiyat Endeksleri (Tüketici Fiyatları) (çevrimiçi) <http://www.tcmb.gov.tr/wps/wcm/connect/TCMB+TR/TCMB+TR/Main+Menu/Para+Politikasi/Fiyat+Istikrari/Tuketici+Fiyatlari> e.t. 07.05.2015; TCMB (h), 12 Ay Sonrasının Yıllık TÜFE Beklentisi, (çevrimiçi) <http://evds.tcmb.gov.tr/> e.t. 22.04.2015; TCMB (2008a), **2009 Yılında Para Ve Kur Politikası**, Ankara, Aralık 2008)’dan yararlanılarak hazırlanmıştır.

Ayrıca küresel krizin 2008 yılı son çeyreğinde derinleşmesi sonucunda, emtia fiyatlarında düşüşün yaşanması ve yurtiçi talebin gerilemesi hem doğrudan hem de döviz kurundan fiyatlara geçiş etkisini zayıflatması nedeniyle dolaylı olarak yıllık enflasyonu olumlu etkilemiştir. Bu olumlu etkiler sonucunda, 2009 yılında yıllık enflasyonla birlikte enflasyon beklentileri de hedefin altında kalmıştır.⁷¹

Diğer taraftan TCMB’nin 2009 yılında yaptığı 850 baz puanlık faiz indirimi, mali tedbirlerin de katkısıyla iç talep ve kredi piyasası üzerinde etkisini göstermiş, makroekonomik riskleri azaltmakta etkili olmuştur.⁷²

⁷⁰ TCMB (2009v), **Enflasyon Raporu 2009-IV**, Ankara, 2009; TCMB (2010c), **a.g.e.**

⁷¹ Zafer Yükseler, **a.g.e.**, s. 48.

⁷² Alper Yakupoğlu, **a.g.e.**, s. 47.

Belirsizlik aralığının üst sınırının aşılması istikrarsızlık göstergesi olduğu gibi, aynı şekilde alt sınırının altında kalınması da istikrarsızlık göstergesidir. Bu çerçevede, TCMB 2009 yılının ikinci ve üçüncü çeyreğinde yıllık enflasyonun belirsizlik aralığının alt sınırının altında kalması nedeniyle 29 Temmuz⁷³ ve 27 Ekim⁷⁴ tarihlerinde Hükümet’e iki kez açık mektup yazmış, hesap verme sorumluluğunu yerine getirmiştir.

3.1.2.5. 2010 Yılı Para Politikası

2008 yılı içinde Hükümet’le birlikte 2010 ve 2011 yılları için enflasyon hedefleri sırasıyla % 6,5 ve % 5,5 olarak belirlenmişti. Üç yıllık hedef ufku çerçevesinde ise TCMB ve Hükümet 2012 yılı için enflasyon hedefini, Türkiye’de orta vadede devam etmesi öngörülen yapısal düzenlemeler, uzun yıllar yüksek enflasyonla yaşamının getirdiği katılıklar ve gelişmiş ülkelere yakınsama süreci gibi unsurları göz önüne alarak % 5 olarak belirlemiştir. Ayrıca 2006 yılından itibaren üçer aylık dönemler itibariyle belirlenen hedef patika ve çevresindeki belirsizlik aralığı 2010 yılında sabit tutulmuştur.⁷⁵

Tablo 21: Hedefle Tutarlı Patika, Yılsonu Enflasyon Hedefleri ve Belirsizlik Aralığı (2010-2012)

	2010				2011	2012
	Mart	Haziran	Eylül	Aralık	Aralık	Aralık
Belirsizlik Aralığı Üst Sınırı	8,50	8,50	8,50	8,50	7,50	7,00
Hedefle Uyumlu Patika ve Hedef	6,50	6,50	6,50	6,50	5,50	5,00
Belirsizlik Aralığı Alt Sınırı	4,50	4,50	4,50	4,50	3,50	3,00

Kaynak: TCMB (2009b), “2010 Yılında Para Ve Kur Politikası”, Ankara, Aralık 2009.

⁷³ TCMB (2009y), “Bankamız Kanununun 42. Maddesi Uyarınca Hükümete Gönderilen Açık Mektup”, 29.07.2009.

⁷⁴ TCMB (2009z), “Bankamız Kanununun 42. Maddesi Uyarınca Hükümete Gönderilen Açık Mektup”, 27.10.2009.

⁷⁵ TCMB (2009b), “2010 Yılında Para Ve Kur Politikası”, Ankara, Aralık 2009.

2010 yılı para politikası uygulaması çerçevesinde Para Politikası Kurulu, Ocak – Nisan döneminde iktisadi faaliyetteki ılımlı toparlanma sürecinin devam etmesine karşın toplam talebe ilişkin belirsizliklerin sürmesi nedeniyle, kısa vadeli faiz oranlarının sabit tutulmasına karar vermiştir. Ayrıca para ve kredi piyasalarında normalleşmenin başlaması kriz döneminde uygulanan likidite tedbirlerinin kademeli olarak geri alınmasını gerektirmiştir.⁷⁶

Bu çerçevede 14 Nisan tarihinde “Para Politikası Çıkış Stratejisi” ilan edilmiştir. Bu stratejiye göre;⁷⁷

İlk aşamada:

- Kriz süresince etkin olarak kullanılan “piyasanın ihtiyacından daha fazla fonlanması” *tedricen* azaltılmaya başlanacaktır.
- Gecelik para piyasası faiz oranlarının TCMB borçlanma faiz oranı civarında oluşmasına özen gösterilecek ve TCMB gecelik borçlanma faiz oranı, referans faiz oranı olarak alınmaya devam edilecektir.

İkinci aşama – İlk adımda:

- TCMB’nin gecelik vadedeki borçlanma ve borç verme faiz oranları değiştirilmeyecektir.
- Bir hafta vadeli repo ihale faiz oranı, TCMB gecelik borçlanma faiz oranının 50 baz puan üzerinde tespit edilecek, para politikası açısından referans (politika) faiz oranı niteliği kazanacaktır. Ancak politika faiz oranının gecelik borçlanma faiz oranı yerine bir hafta vadeli repo ihale faiz oranı olarak tespit edilmeye başlanması para politikası duruşunda bir değişiklik anlamına gelmeyecektir.
- Bu aşamada, para piyasası gecelik faiz oranlarının genellikle TCMB’nin gecelik borçlanma faiz oranı düzeyinde oluşması sağlanacaktır.

⁷⁶ TCMB (2010e), **Para Politikası Kurulu Kararı**, 14 Ocak 2010; TCMB (2010f), **Para Politikası Kurulu Kararı**, 16 Şubat 2010; TCMB (2010g), **Para Politikası Kurulu Kararı**, 18 Mart 2010; TCMB (2010h), **Para Politikası Kurulu Kararı**, 13 Nisan 2010.

⁷⁷ TCMB (2010a), **a.g.e.**

- Bu geçiş döneminde, göreceli olarak daha az da olsa yine piyasanın ihtiyaından fazla fonlama yapılmaya devam edilecektir. Repo ihaleleri ile fonlama tutarı belirlenirken gecelik faiz oranlarının, genellikle ilan edilen borçlanma faiz oranı düzeyinde oluşması sağlanacaktır.

İkinci adımda:

- Bir hafta vadeli repo ihale faiz oranı ile gecelik borçlanma faiz oranı arasındaki fark; Para Politikası Kurulu (Kurul) tarafından parasal sıkılaştırmanın gerekli görülmesi halinde politika faiz oranı niteliğindeki bir hafta vadeli repo ihale faiz oranının yükseltilmesi suretiyle artırılabilceği gibi, Kurul tarafından politika faiz oranında herhangi bir değişikliğe gerek görülmemesi halinde, gecelik borçlanma ve borç verme faiz oranlarının düşürülmesi yoluyla da artırılabilcektir.
- İkincil piyasa gecelik faiz oranları ortalamasının bir hafta vadeli repo ihale faiz oranı civarında oluşması hedeflenecektir.
- Bu dönemde, gecelik vadeli işlemler için belirlenen borçlanma ve borç verme faiz oranları arasındaki farklar her zaman simetrik olmayabilecektir.
- Kurul, gerek gecelik borçlanma ve borç verme faiz oranları arasındaki farkı, gerekse söz konusu faiz oranları ile haftalık ihale faiz oranı arasındaki farkları, para politikasının operasyonel çerçevesinin bir unsuru olarak belirleyecektir.

TCMB ıkış stratejisinde belirttiği üzere Mayıs ayında, para politikası açısından politika faiz oranı niteliği kazanacak olan bir hafta vadeli repo ihale faiz oranını, gecelik işlemler için ilan edilen borçlanma faiz oranının 50 baz puan

üzerinde % 7 olarak belirlemiştir.⁷⁸ Politika faizinde yapılan bu teknik değişiklik para politikası duruşunu değiştirmek için değildir.⁷⁹

Para Politikası Kurulu, Haziran - Eylül döneminde ise politika faizi olan bir hafta vadeli repo ihale faiz oranını % 7 düzeyinde sabit tutmuş, Eylül ayında ise gecelik faiz oranlarını 25 baz puan indirime gidilerek % 6,50'den % 6,25'e çekmiştir. Bu şekilde, bir hafta vadeli repo ihale faiz oranı ile gecelik işlemler için ilân edilen borçlanma faizi arasındaki fark 25 baz puan artırılmıştır.⁸⁰ Ayrıca son dönemde kredilerde artışların görülmesi sonucu Eylül ayında, Türk parası zorunlu karşılık oranları 0,5 puan artırılarak % 5'ten % 5,5'e ve yabancı para zorunlu karşılık oranları 1 puan artırılarak % 10'dan % 11'e yükseltilmiştir. Böylece piyasanın likiditesi yabancı para zorunlu karşılık oranında yapılan artışla yaklaşık 1,5 milyar USD, Türk parası zorunlu karşılık oranında yapılan artışla ise yaklaşık 2,1 milyar Türk lirası azaltılmıştır. Ayrıca, gelecekte zorunlu karşılık oranlarının makroekonomik ve finansal riskleri azaltıcı araçlardan biri olarak daha aktif bir şekilde kullanılabilmesini sağlamak amacıyla Türk parası zorunlu karşılıklara faiz ödenmesi uygulamasına da son verilmiştir.⁸¹

TCMB yılın son çeyreğinde ise, politika faizi olan bir hafta vadeli repo faiz oranını % 7'den % 6,50'ye, gecelik borçlanma faiz oranını % 6,25'ten % 1,50'ye, geç likidite penceresinden borçlanma faiz oranını % 1,75'ten % 0'a kadar düşürmüştür.⁸² Ayrıca Döviz ve Efektif Piyasaları Döviz Depo Piyasası'ndaki aracılık işlemleri ile üç ay vadeli repo ihalelerine son verilirken, açık piyasa işlemleri çerçevesinde piyasa yapıcısı bankalara tanınan gecelik ve bir hafta vadeli repo imkanının, bu tarihten itibaren sadece gecelik vadede kullanılmasına karar verilmiştir.⁸³

⁷⁸ TCMB (2010ı), **Para Politikası Kurulu Kararı**, 18 Mayıs 2010.

⁷⁹ Lukasz Rawdanowicz, **a.g.e.**, s. 15.

⁸⁰ TCMB (2010j), **Para Politikası Kurulu Kararı**, 17 Haziran 2010; TCMB (2010k), **Para Politikası Kurulu Kararı**, 15 Temmuz 2010; TCMB (2010l), **Para Politikası Kurulu Kararı**, 19 Ağustos 2010; TCMB (2010m), **Para Politikası Kurulu Kararı**, 16 Eylül 2010.

⁸¹ TCMB (2010n), **Zorunlu Karşılıklara İlişkin Basın Duyurusu**, 23 Eylül 2010.

⁸² TCMB (2010o), **Para Politikası Kurulu Kararı**, 14 Ekim 2010; TCMB (2010r), **Para Politikası Kurulu Kararı**, 11 Kasım 2010; TCMB (2010t), **Para Politikası Kurulu Kararı**, 16 Aralık 2010.

⁸³ TCMB (2010p), **Döviz ve Efektif Piyasaları İle Açık Piyasa İşlemleri Uygulamalarına İlişkin Basın Duyurusu**, 15 Ekim 2010.

Diğer taraftan 12 Kasım 2010 tarihinde, son dönemde kredilerde görülen artışların devam etmesi nedeniyle TCMB, Türk parası zorunlu karşılık oranını yüzde 5,5'ten % 6'ya yükseltmiştir. Böylece, piyasadaki Türk lirası likiditesi 2,1 milyar Türk lirası daha azaltılmıştır.⁸⁴

2010 yılındaki enflasyon gelişmeleri incelendiğinde yılın ilk çeyreğinde enflasyondaki artış eğiliminin devam ettiği görülmektedir. Bu gelişmede, Ocak ayında yürürlüğe giren, alkollü içecekler, akaryakıt ve tütün ürünlerini kapsayan vergi düzenlemelerinin oluşturduğu yüksek oranlı fiyat artışları ve bir önceki yılın son çeyreğinde de olduğu gibi işlenmemiş gıda fiyatlarındaki artış etkili olmuştur. Bu gelişmelerle birlikte 2009 yılının ilk çeyreğindeki zayıf iktisadi faaliyet ve düşen emtia fiyatlarına bağlı olarak gerçekleşen düşük enflasyonun yarattığı baz etkisi birleşince, ilk çeyrekte yıllık tüketici enflasyonu yaklaşık 3 puan artarak % 9,56'ya yükselmiş ve yılsonu hedefi ile uyumlu patikanın etrafında oluşturulan belirsizlik aralığının üst sınırını aşmıştır.⁸⁵

Birinci çeyrekte enflasyonu etkileyen para politikasının kontrolü dışında kalan unsurlardaki gelişmelerin, tersine dönmeye başlamasıyla birlikte yılın ikinci çeyreğinde yıllık enflasyon % 8,37 seviyesine gerilemiştir.⁸⁶ Böylelikle yıllık enflasyon oranı, yılsonu hedefi ile uyumlu patikanın etrafında oluşturulan belirsizlik aralığının üst sınırı olan % 8.50'nin altında kalmıştır.

Üçüncü çeyrekte gıda fiyatlarında gözlenen artışla birlikte yıllık enflasyon 1,15 puan artmış ve % 9,24 seviyesine yükselmiştir.⁸⁷ Yılın son çeyreğinde ise, enflasyon 2,83 puan gerilemiş ve % 6,4 ile yılsonu hedefine oldukça yakın bir düzeyde gerçekleşmiştir. Enflasyondaki bu düşüşte, işlenmemiş gıda fiyatlarındaki keskin gerileme etkili olmuştur.⁸⁸

⁸⁴ TCMB (2010s), **Zorunlu Karşılıklara İlişkin Basın Duyurusu**, 12 Kasım 2010.

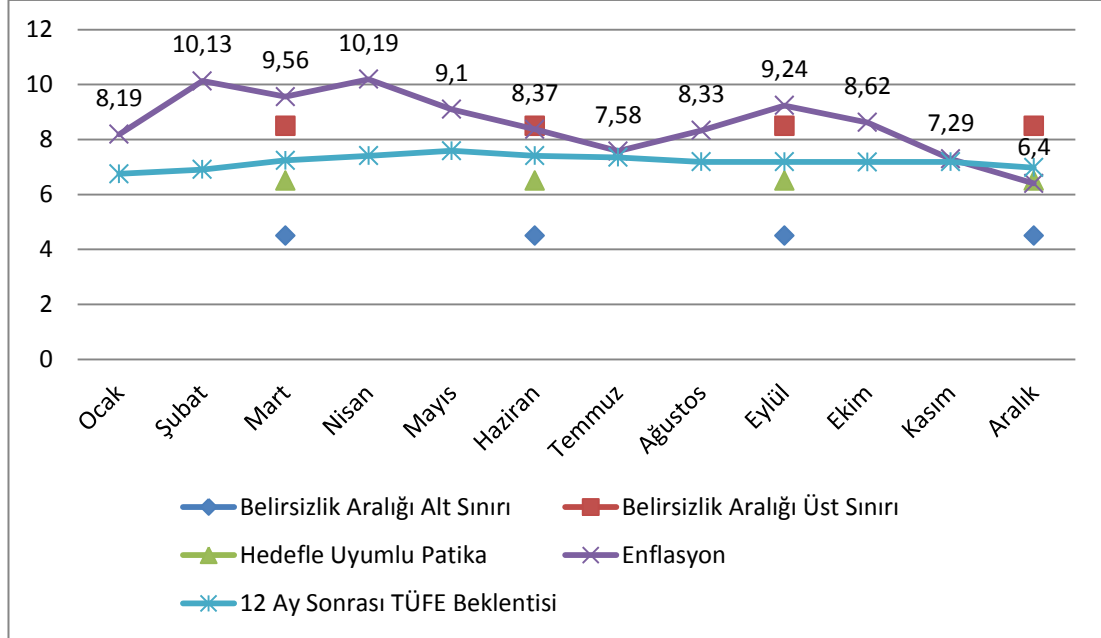
⁸⁵ TCMB (2010u), **Enflasyon Raporu 2010-II**, Ankara, 2010.

⁸⁶ TCMB (2010v), **Enflasyon Raporu 2010-III**, Ankara, 2010.

⁸⁷ TCMB (2010w), **Enflasyon Raporu 2010-IV**, Ankara, 2010.

⁸⁸ TCMB (2011b), **Enflasyon Raporu 2011-I**, Ankara, 2011.

Grafik 9: 2010 Yılı Enflasyon Gerçekleşmeleri ve 12 Ay Sonrası Yıllık TÜFE Beklentisi(%)



Kaynak: (TCMB (g), Fiyat Endeksleri (Tüketici Fiyatları) (çevrimiçi) <http://www.tcmb.gov.tr-wps/wcm/connect/TCMB+TR/TCMB+TR/Main+Menu/Para+Politikasi/Fiyat+Istikrari/Tuketici+Fiyatları> e.t. 07.05.2015; TCMB (h), 12 Ay Sonrasının Yıllık TÜFE Beklentisi, (çevrimiçi) <http://evds.tcmb.gov.tr/> e.t. 22.04.2015; TCMB (2009b), “2010 Yılında Para Ve Kur Politikası”, Ankara, Aralık 2009)’dan yararlanılarak hazırlanmıştır.

Diğer taraftan 2010 yılında enflasyon gerçekleşmeleri önemli ölçüde dalgalanırken, enflasyon beklentileri hedef etrafında daha sınırlı bir dalgalanma göstermiştir (Grafik 9). 12 ay sonrası için enflasyon beklentileri % 7 etrafında dalgalanırken, enflasyon gerçekleşmelerine ve döviz kuru gelişmelerine daha sınırlı tepki vermiştir.⁸⁹

TCMB’nin belirsizlik aralığının üst sınırının aşılma nedenlerini ve enflasyonun önceden belirlenmiş hedeflere yeniden yakınsamasını sağlamak için alınması gereken tedbirleri/politika kararlarını Hükümet’e ve kamuoyuna yazılı olarak bildirmesi gereğinden dolayı 2010 yılı içerisinde birincisi 29 Nisan⁹⁰, ikincisi ise 26 Ekim⁹¹ tarihlerinde olmak üzere hükümete iki kez açık mektup yazılmıştır.

⁸⁹ Zafer Yükseler, a.g.e., s. 48.

⁹⁰ TCMB (2010x), “Bankamız Kanununun 42. Maddesi Uyarınca Hükümete Gönderilen Açık Mektup”, 30.04.2010.

⁹¹ TCMB (2010y), “Bankamız Kanununun 42. Maddesi Uyarınca Hükümete Gönderilen Açık Mektup”, 26.10.2010.

3.2. YENİ PARA POLİTİKASI STRATEJİSİ

Son zamanlarda küreselleşmenin artması ile birlikte, dışa açık ülkelerde olduğu gibi Türkiye’de de makroekonomik ve finansal riskler daha çok küresel piyasalardaki gelişmelerden kaynaklanmaktadır. Özellikle gelişmiş ülkelerde uygulanan genişleyici para politikaları, risk algılamalarındaki ani değişimler ve aşırı oynak sermaye hareketleri makro finansal riskleri artıran unsurlardır.⁹²

2008-2009 yıllarında yaşanan küresel finans krizi sonrasında gelişmiş ülkelerin merkez bankaları krizi kontrol altına alabilmek için genişleyici para politikası uygulamalarına yönelmiştir. Bu miktarsal genişleme politikalarının gelişmekte olan ülkeler üzerinde önemli yansımaları olmuştur. 2010 yılının son çeyreğinden itibaren küresel piyasalardaki bol ve düşük maliyetli yurtdışı finansmanın etkisiyle, gelişmekte olan ülkelerde kredilerin aşırı hızlı bir şekilde genişlemesi bu duruma örnek olarak gösterilebilir.⁹³ Bu gelişmelerin sonucunda ise finansal istikrara ilişkin risklerin ortaya çıkması, gelişmekte olan ülkelerin merkez bankalarını yeni para politikası stratejileri geliştirmek zorunda bırakmıştır.

Ancak her ülkenin kendine özgü karakteristik özelliğinin olması ve kendi gereksinimlerinin farklı olması, bir politika stratejisi oluştururken kendi durumunu dikkate almasını gerektirmiştir. Bu kapsamda artan kısa vadeli sermaye girişleri sonucu hızla yükselen cari açık, Türkiye’de finansal istikrara ilişkin endişelerin ortaya çıkmasına neden olarak farklı bir politika bileşimine ihtiyacı ortaya çıkarmıştır.⁹⁴ Bu ihtiyaç TCMB’nin fiyat istikrarının yanında finansal istikrarı da ön plana çıkarması gerekliliğini ortaya koymuştur.⁹⁵ Bu kapsamda TCMB, 2010 yılı sonu itibarıyla aşamalı olarak finansal istikrarı da gözetken yeni para politikası stratejisini uygulamaya başlamıştır.

⁹² TCMB (2012a), **a.g.e.**, s. 3.

⁹³ Erdem Başçı (2011), “Enflasyon Hedeflemesi ve Finansal İstikrar Konferansı”, **TCMB**, İstanbul, s. 2-3.

⁹⁴ Durmuş Yılmaz (2011), “Gelişmekte Olan Ülkeler İçin uygun Politika Bileşimi Arayışları: Küresel Finans Krizi Sonrası Türkiye’de Para Politikası”, **TCMB**, Viyana, 18 Ocak 2011, s. 2.

⁹⁵ Nazende Özkaramete Coşkun (2014), “Fiyat İstikrarı ve Finansal İstikrar”, **Stratejik Düşünce Enstitüsü**, (çevrimiçi) <http://www.sde.org.tr/tr/newsdetail/fiyat-istikrari-ve-finansal-istikrar/2569> e.t. 06.11.2014.

3.2.1. Yeni Para Politika Stratejisinin Amaç Ve Araçları

TCMB yeni para politikası stratejisinde, fiyat istikrarından ödün vermeden finansal istikrarı da içine alacak şekilde yeniden düzenleyerek bir çerçeve oluşturmuştur. Bu çerçevede fiyat istikrarı temel amacını korumakta; bu amaçla uyumlu para politikası uygularken de, finansal istikrara ilişkin riskler daha yakından dikkate alınmaktadır. Böylelikle fiyat istikrarı ve finansal istikrar birbirinin yerine geçen değil birbirini tamamlayan amaçlardır.⁹⁶

Finansal istikrar olgusu, “finansal piyasalarda, bu piyasalarda faaliyet gösteren kurumlarda ve ödeme sistemlerindeki istikrarı ve şoklara karşı dayanıklılığı ifade etmektedir.”⁹⁷

Finansal istikrarın desteklendiği yeni para politikası stratejisiyle birlikte, hem kredi artış hızında hem de reel döviz kurunda aşırı oynaklığın gözetildiği yeni bir çerçeve oluşturulmuştur⁹⁸. Bu çalışmada kredilere ilişkin inceleme kredilerin büyüme oranı ($\Delta K/K$) üzerinden yapılırken, döviz kuruna ilişkin inceleme TÜFE bazlı Reel efektif döviz kuru (REK) üzerinden yapılmıştır.

Aşağıdaki tablo 22’de yeni çerçeve gösterilmektedir.

Tablo 22: Yeni Para Politikası Çerçevesi

	Eski (Geleneksel) Yaklaşım	Yeni Yaklaşım
Amaçlar	Fiyat İstikrarı	Fiyat İstikrarı Finansal İstikrar
Araçlar	Politika Faizi	Yapısal Araçlar Konjonktürel Araçlar

Kaynak: TCMB (2012a), “2013 Yılı Para ve Kur Politikası”, Ankara, 25 Aralık, s. 2.

Geleneksel para politikası stratejisinde tek araç olan politika faizinin, yeni stratejide her iki amaca ulaşmada yeterli olması mümkün olmadığından başka para

⁹⁶ TCMB (2013e), “81. Olağan Genel Kurul Toplantısı Açış Konuşması”, (çevrimiçi) www.tcmb.gov.tr/yeni/duyuru/2013/Baskan_GK81.php e.t. 01.09.2014, s. 8-36.

⁹⁷ Nazım Öztürk, a.g.e., s. 119.

⁹⁸ TCMB (2012f), **Finansal İstikrar Raporu**, S. 15, Kasım 2012.

politikası araçlarının kullanılmasını gerekli kılmıştır. Ayrıca bazı durumlarda da fiyat istikrarını ve finansal istikrarı dengede tutacak faiz oranı aynı olmayabilmektedir. Örneğin, verimlilik artışlarıyla desteklenen hızlı büyüme dönemlerinde enflasyonun kontrol edilebilmesi için düşük faiz oranları gerekirken, bu faiz oranı finansal risklerin birikmesini engelleyememektedir. Özellikle gelişmekte olan ülkelerde fiyat istikrarı ve finansal istikrarın gerektirdiği faiz oranları arasındaki fark daha da yüksek olabilmektedir. Mesela küresel büyümenin yaşandığı dönemlerde artan risk iştahı, gelişmekte olan ülkelere yönelik sermaye hareketlerini hızlandırmakta, bilançolardaki vade ve kur uyumsuzluklarını artırmakta, reel kur değerlenmesi ve hızlı kredi genişlemesi yoluyla kaynak dağılımını bozarak finansal istikrara yönelik risklerin birikmesine neden olabilmektedir. Böyle bir konjonktürde, kısa vadeli faizleri düşük düzeyde tutarak sermaye girişlerinin azaltılması, doğal bir politika seçeneğidir. Ancak, uzun süre faiz oranlarının düşük düzeylerde tutulması, hızla büyüyen iç talebi destekleyerek fiyat istikrarını tehdit edebilmektedir.⁹⁹ Böylelikle fiyat istikrarının yanı sıra finansal istikrar da hedefleniyorsa tek bir değişken değil, birçok değişkenin izlenerek tepki verilmesi gerekmektedir.¹⁰⁰

Bu bağlamda TCMB tablo 22’den de görüleceği üzere hem yapısal hem de konjonktürel olmak üzere farklı para politikası araçlarını kullanmaya başlamıştır.

Yapısal Araçlar¹⁰¹

- *Vadeye Dayalı Zorunlu Karşılıklar (VDZK)*: Türk lirası ve döviz cinsinden uzun vadeli tahvil ihracını desteklemek amacıyla zorunlu karşılık oranı, mevduatın vadesine göre farklılaştırılmaktadır. Buna göre, uzun vadeli yükümlülüklerle daha düşük zorunlu karşılık oranı uygulanmaktadır.¹⁰²
- *Kaldıraca Dayalı Zorunlu Karşılıklar (KDZK)*: TCMB’nin finansal istikrara yönelik kullandığı bu uygulama, kaldıraç oranı yüksek olan bankalara ilave olarak zorunlu karşılık uygulanmasını ifade etmektedir.

⁹⁹ Erdem Başçı, Hakan Kara, **a.g.e.**, s. 3-4.

¹⁰⁰ Lütfü Şimşek, “TCMB’nin Finansal İstikrarla İmtihani”, **Tekirdağ S.M.M.M. Odası Sosyal Bilimler Dergisi**, S. 1, 2012.

¹⁰¹ Erdem Başçı (2012a), “2013 Yılında Para ve Kur Politikası Sunumu”, (çevrimiçi) http://www.tcmb.gov.tr/yeni/duyuru/2012/Baskan_ParaPol13Sunum.pdf e.t. 02.09.2014, s. 8.

¹⁰² TCMB (2013c), “**Bülten**”, Sayı 29 / Mart 2013, s. 3.

Kaldıraç oranı genel olarak aktiflerin öz kaynaklara oranını ifade etmektedir. Bu oranın yüksek olması, finansal sistemde varlıkların büyük çoğunluğunun borçlarla finanse edilmesi anlamına geldiğinden finansal risklerin arttığını göstermektedir.¹⁰³

Kaldıraç oranı ise, TCMB'nin Zorunlu Karşılıklar Hakkında Tebliği (Sayı: 2013/15) Madde 10'a göre;

Ana sermayenin aşağıda belirtilen kalemlerin toplamına bölünmesi suretiyle hesaplanır:

- a) Pasif toplamı tutarı.
- b) Gayri nakdi kredi ve yükümlülükler tutarı.
- c) Cayılabilir taahhütlerin 0,1 katsayısıyla çarpımı sonucu bulunacak tutar.

ç) Türev finansal araçlara ait taahhütlerin her birinin kendi kredi dönüşüm oranı ile çarpımı sonucu bulunacak toplam tutar.

d) Cayılamaz taahhütler tutarı

- *Rezerv Opsiyon Mekanizması (ROM)*: Bankaların TCMB'de tutmak zorunda oldukları TL zorunlu karşılıkların belirli bir yüzdesini, döviz (Euro ve/veya dolar) ve standart altın cinsinden tesis edebilmelerine imkan tanıyan bir uygulamadır. Bu imkanın hangi ölçüde kullanılabileceğine dair üst limitler Rezerv Opsiyon Oranı (ROO) ile belirlenmektedir. Birim TL zorunlu karşılık başına tesis edilebilecek döviz veya altın karşılığını belirleyen katsayılar ise Rezerv Opsiyon Katsayısı (ROK) olarak tanımlanmıştır.¹⁰⁴
- *Son Borç Verme Mercii Araçları*

Konjonktürel Araçlar¹⁰⁵

- *Politika Faizi*: Bir hafta vadeli repo ihale faiz oranıdır.
- *Faiz Koridoru*: Piyasada gün içinde TCMB tarafından ihtiyacı olan bankalara borç verme faizi üzerinden kısa vadeli likidite sağlanırken, fon fazlası olan

¹⁰³ Banu Demirhan, "Türkiye'de Yeni Yaklaşım Çerçevesinde Para Politikalarının Finansal İstikrarı Sağlama Yönünde Uygulaması", *Afyon Kocatepe Üniversitesi İİBF Dergisi*, C. XV, S. II, 2013, s. 581-582.

¹⁰⁴ TCMB (2013a), "Parasal Aktarım Mekanizması", (çevrimiçi) www.tcmb.gov.tr/yeni/evds/yayin/kitaplar/ParasalAktarim.php e.t. 03.09.2014, s. 16.

¹⁰⁵ Erdem Başçı (2012a), *a.g.e.*, s. 9.

bankalardan gecelik vadede borç alma faizi üzerinden borç alınmaktadır. Faiz koridoru teknik anlamda, TCMB borç alma ve borç verme faizinin arasında kalan alan olarak tanımlanmaktadır. Piyasa faizleri, söz konusu operasyonel yapının bir gereği olarak faiz koridorunun içinde oluşmaktadır.¹⁰⁶

Enflasyon hedeflemesi stratejisi izleyen merkez bankalarının geleneksel uygulamasında faiz koridoru politika faizi etrafında simetrik ve dar bir bant olarak tanımlanmakta ve piyasa faizlerinin politika faizinden belirgin şekilde sapmasını önlemek amacıyla kullanılmaktadır. TCMB'nin izlediği yeni para politikası stratejisinde ise daha aktif bir şekilde kullanılmaktadır. Gerekli görüldüğü takdirde genişliği TCMB tarafından ayarlanabilen faiz koridoru, politika faizi etrafında asimetrik bir şekilde oluşturulabilmektedir.¹⁰⁷

Türkiye'deki cari açık probleminin makroekonomik risklere neden olmasını engellemek amacıyla kullanılan faiz koridoru sistemiyle kredilerin büyüme hızının yavaşlatılması ve döviz kurundaki aşırı değerlenme hareketlerinin önüne geçilmesi hedeflenmiştir.¹⁰⁸

➤ *TL Likidite Yönetimi*

- TL Zorunlu Karşılık Oranları (TLZK)
- Fonlama Stratejisi (FS)
- DİBS Alımları ve Satışları (DİBSA, DİBSS)

➤ *YP Likidite Yönetimi*

- YP ve Altın Zorunlu Karşılık Oranları (YPZK)
- Rezerv Opsiyonu Katsayıları (ROK)
- Döviz Alımları ve Satışları (DZA, DZS)
- İhracat Reeskont Kredileri (İRK)

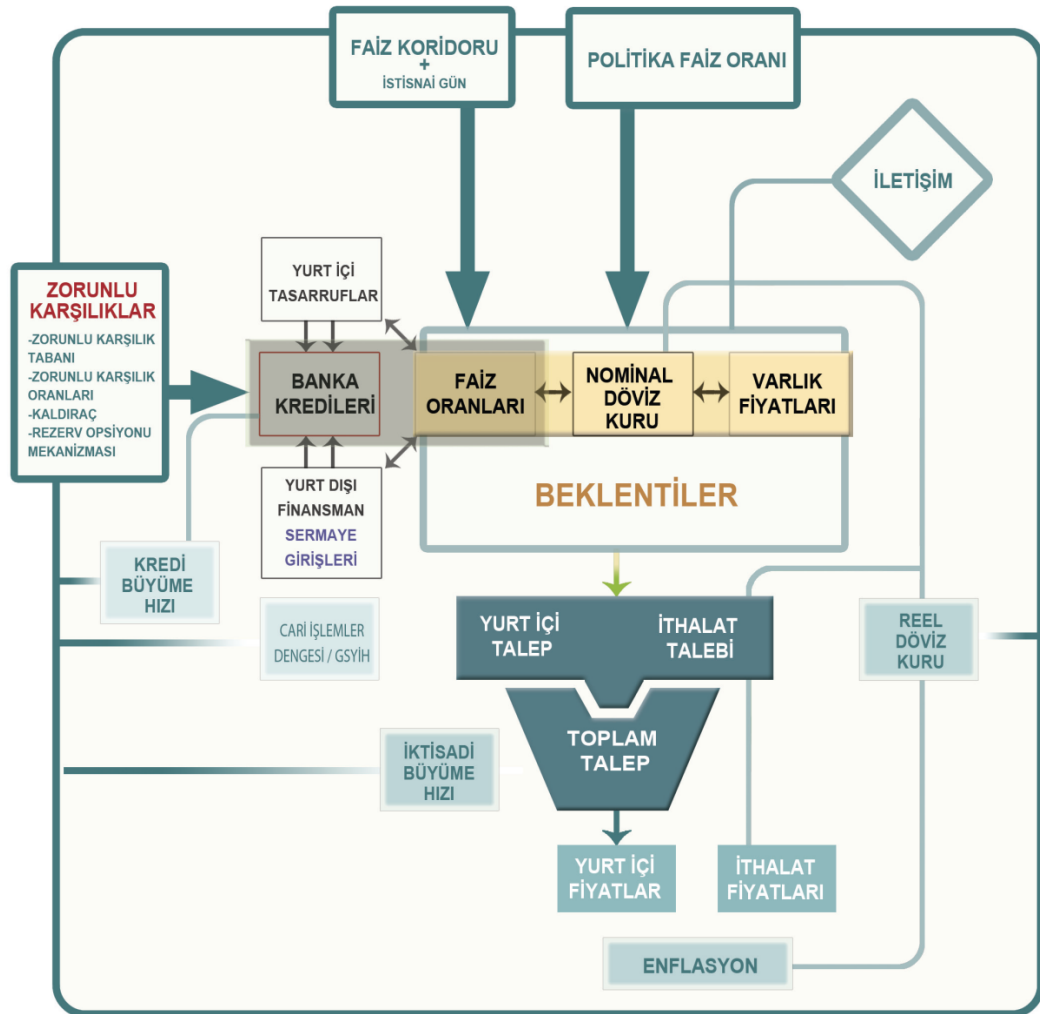
TCMB yeni para politikası stratejisi kapsamında farklı politika bileşimlerini kullanarak ekonomi üzerinde kredi kanalı ve döviz kuru kanalı üzerinden etkili

¹⁰⁶ TCMB (2013e), **a.g.e.**, s. 9-10.

¹⁰⁷ TCMB (2013b), “**Finansal İstikrar Raporu**”, Mayıs 2013, s. 77.

¹⁰⁸ Alpaslan Serel, İsmail Cem Özkurt, “Geleneksel Olmayan Para Politikası Araçları ve Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası”, **Yönetim ve Ekonomi Araştırmaları Dergisi**, S. 22, 2014, s. 61.

olmaya çalışmaktadır¹⁰⁹. Bu işleyişin gösterildiği parasal aktarım mekanizması ise geleneksel para politikasında olduğundan daha karmaşık hal alarak şekil 6'daki gibi gösterilir.



Şekil 6: Yeni Para Politikası Çerçevesinde Parasal Aktarım Mekanizması

Kaynak: TCMB (2013a), “Parasal Aktarım Mekanizması”, (çevrimiçi) www.tcmb.gov.tr/yeni/evds/yayin/kitaplar/ParasalAktarim.php e.t. 03.09.2014, s. 15.

Geleneksel para politikası stratejisinde belirlenen politika faizi, parasal durumu etkileyerek bankaların kredi faizlerine ve koşullarına etki etmektedir. Yeni para politikası strateji çerçevesinde de kredi kanalı benzer şekilde işlemektedir. Sadece farklı olarak TCMB, piyasaya çeşitli kanallardan sağladığı kısa vadeli fonların ortalama maliyetini günlük olarak gözden geçirebilmektedir. Bu şekilde,

¹⁰⁹ A. Hakan Kara (2012), “Küresel Kriz Sonrası Para Politikası”, **TCMB Çalışma Tebliği No: 12/17**, Haziran 2012, s. 6.

TCMB likidite açığı olan bankaların marjinal kredi maliyetlerini yüksek frekansta etkileyebilmektedir.¹¹⁰

Zorunlu karşılıklar da temelde kredi arzını etkilemek amacıyla kullanılmaktadır. Sermaye girişlerinin arttığı dönemlerde, faiz oranlarında düşüş ve arz koşullarındaki gevşeme nedeniyle kredi büyümesi hızlanarak makro finansal risklerin artmasına neden olabilmektedir. Böyle bir durumda zorunlu karşılık oranlarının artırılması kredi arzını sınırlayabilirken, sermaye girişlerinin aniden zayıfladığı dönemlerde ise zorunlu karşılık oranlarının düşürülmesi kredi arzını artırarak ani duruş riskini azaltabilmektedir.¹¹¹

Yeni para politikası stratejisinde TCMB, kısa vadeli faizleri ayda bir kere değil günlük frekanslarda ayarlayarak sermaye hareketleri ve döviz kuru oynaklığını yumuşatabilmektedir. Örneğin, sermaye çıkışı olduğu dönemlerde TCMB, sermaye hareketinin döviz kuru üzerindeki baskıyı hafifletmek için gerekli gördüğünde fonlama miktarını piyasanın ihtiyacından daha az yapabilmektedir. Böylelikle beklentilerinden daha az likidite elde eden finansal kurumlar döviz satarak likidite ihtiyaçlarını karşılama yoluna gidebilmekte, bu da sermaye çıkışının döviz kuru üzerinde oluşturduğu baskıyı sınırlamaktadır. Ayrıca, bu durumda kısa vadeli faiz oranlarının yükselmesi de sermaye çıkışlarını caydırıcı etki yapmaktadır.¹¹²

Diğer taraftan, TCMB tarafından geliştirilen, zorunlu karşılıkların belirli bir oranının döviz ve/veya altın cinsinden tutulabilmesine olanak sağlayan Rezerv Opsiyon Mekanizması (ROM), sermaye hareketlerindeki dalgalanmaların döviz kuru ve finansal piyasalar üzerindeki etkilerini yumuşatma potansiyeli taşımaktadır. Örneğin, sermaye hareketlerin hızlı olduğu dönemlerde döviz likiditesi azaldığından, bankalar zorunlu karşılıkların daha büyük bir kısmını döviz cinsinden tutmayı tercih edebileceklerdir. Böylelikle döviz kuru üzerindeki aşırı değerlenme baskısı

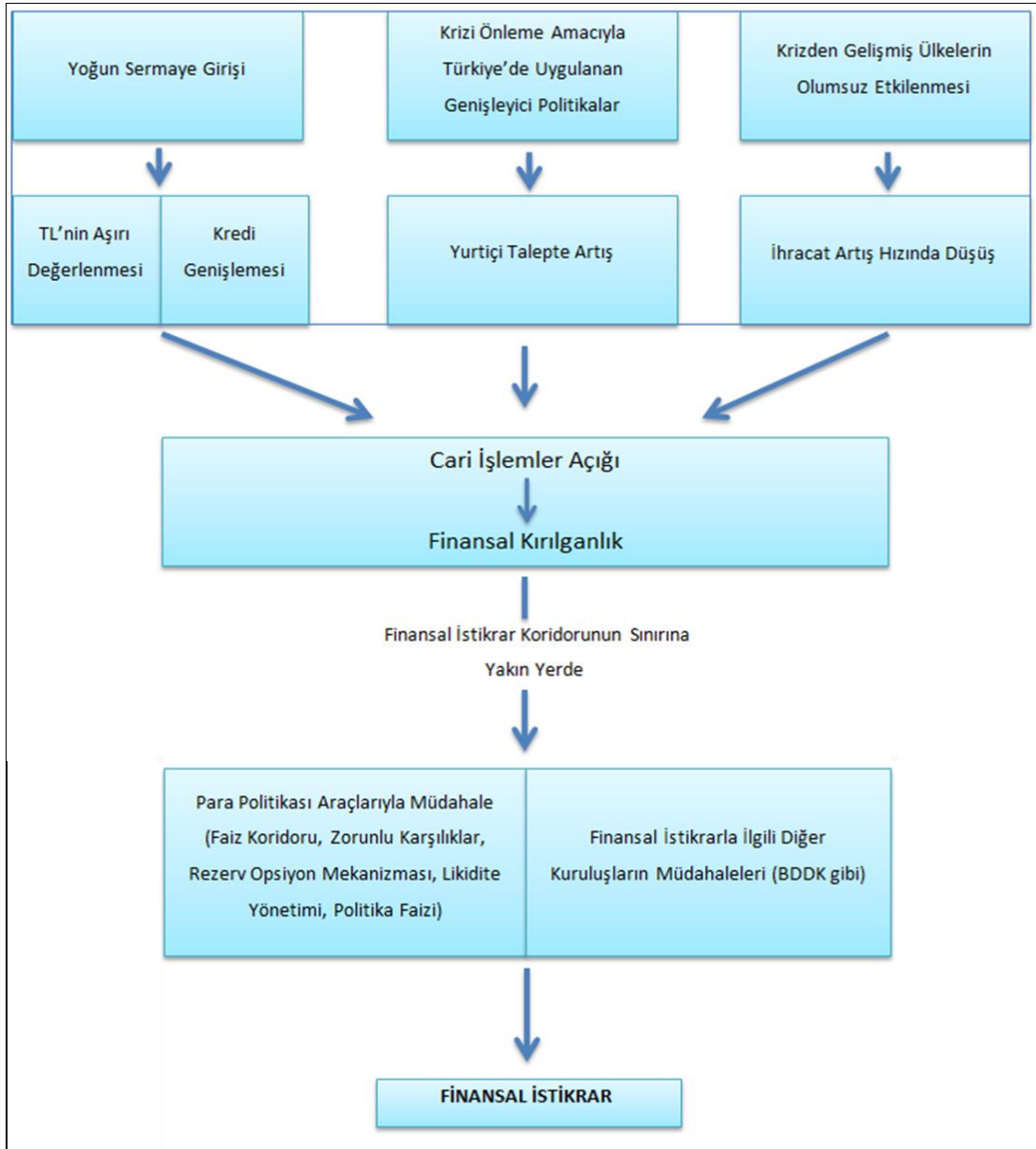
¹¹⁰ TCMB (2013a), **a.g.e.**, s. 13.

¹¹¹ A. Hakan Kara (2012), **a.g.e.**, s. 12; Ancak Akkaya ve Gürkaynak (2012), TCMB'nin zorunlu karşılıkları artırmasının kredi artış hızını etkilemediğini ve sadece BDDK'nın elindeki iktisat politikası aracını kullanarak kredi artış hızını düşürmede daha etkili olabildiğini ifade etmektedirler.

¹¹² TCMB (2013a), **a.g.e.**, s. 14-15.

hafiflerken, bankaların döviz kredisi verme eğilimi azalarak finansal istikrar desteklenebilecektir.¹¹³

Küresel kriz sonrası finansal istikrarın sağlanması amacına yönelik TCMB'nin politika duruşu şekil 7'deki gibi gösterilebilir.



Şekil 7: Küresel Kriz Sonrası Finansal İstikrarın Korunmasına İlişkin Çerçeve

Kaynak: (Seyhun Doğan, “Küreselleşme, Finansal Kriz Olgusu ve İstikrar”, **Güncel Ekonomik Sorunlar: Global Kriz**, Ed. Sadi Uzunoğlu, Literatür Yayınları, 2009, s. 40.)’ dan yararlanılarak tarafımızca düzenlenmiştir.

¹¹³ A. Hakan Kara (2012), **a.g.e.**, s. 13.

Küresel kriz sonrasında gelişmiş ülkelerin merkez bankalarının uyguladıkları parasal genişleme politikaları, diğer gelişmekte olan ülkelere olduğu gibi Türkiye'ye de sermaye girişini artırmıştır. Bu durum, TL'nin giderek değerlenmesine ve kredi genişlemesine yol açmıştır.¹¹⁴ Ayrıca Türkiye'de küresel krizin olumsuz etkilerinin bir an önce ortadan kaldırılması için uygulanan vergi indirimleri, kamu ve özel sektörde istihdamı artırıcı uygulamalar ülkede iç talebin artmasına neden olmuştur¹¹⁵. Diğer taraftan Türkiye'nin ihracatında % 72'lik paya sahip olan Avrupa ve ABD'nin krizden önemli ölçüde etkilenmesi Türkiye'nin ihracatını olumsuz etkilemiştir¹¹⁶. Sonuç olarak, döviz kurlarında yaşanan değerlenme ve kredilerdeki hızlı genişlemenin yanı sıra iç ve dış talep büyümesindeki ayrışma, cari açığı genişletmiş ve bu durum finansal istikrara ilişkin endişelerin ortaya çıkmasına neden olmuştur¹¹⁷.

Cari açık 2010 yılının sonunda 45,313 milyar dolar düzeyine yükselmiş ve cari açık/GSYH oranı % 6,19 olarak hesaplanmıştır¹¹⁸. Cari açığın finansmanı ise 2010 yılı son çeyreği itibariyle, neredeyse tamamen kısa vadeli sermaye ve portföy yatırımlarıyla sağlandığı gözlenmiştir (Grafik 10). Bu dönemdeki cari işlemler açığındaki artış ve sermaye girişlerinin kalitesindeki bozulma, küresel risk iştahındaki ani değişimlere karşı Türkiye ekonomisini kırılgan hale getirmiştir.¹¹⁹

Finansal sistemin kırılgan bir yapıya sahip olması, panik veya kırılganlığı tetikleyecek herhangi bir durumun ortaya çıkmasıyla, yükümlülüklerini yerine getirmek isteyen finansal kurumlar, ulusal paraya bağlı varlıklarından çıkarak yabancı para birimini talep ettikçe, kurların yukarı yönlü hareket etmesiyle zarar edeceklerdir. Bu durumun sürdürülememesi, banka ve banka dışı kurumların iflasına neden olacağından finansal istikrar açısından önemli bir risk teşkil etmektedir. Aynı şekilde güven sorununun ortaya çıkması durumunda, borç vadelerinin kısa olması

¹¹⁴ Erdem Başçı (2012c), "TCMB Para Politikaları", **İktisat ve Toplum Dergisi**, S. 17, 2012, s. 4.

¹¹⁵ İsmet Göçer (2013), "Türkiye'de Cari Açığın Nedenleri, Finansman Kalitesi ve Sürdürülebilirliği: Ekonometrik Bir Analiz", **Eskişehir Osmangazi Üniversitesi İİBF Dergisi**, 8(1), Nisan 2013, s. 221.

¹¹⁶ İsmet Göçer (2012), "2008 Küresel Ekonomik Krizin Nedenleri ve Seçilmiş Ülke Ekonomilerine Etkileri: Ekonometrik Bir Analiz", **Yönetim ve Ekonomi Araştırmaları Dergisi**, S. 17, 2012, s. 23.

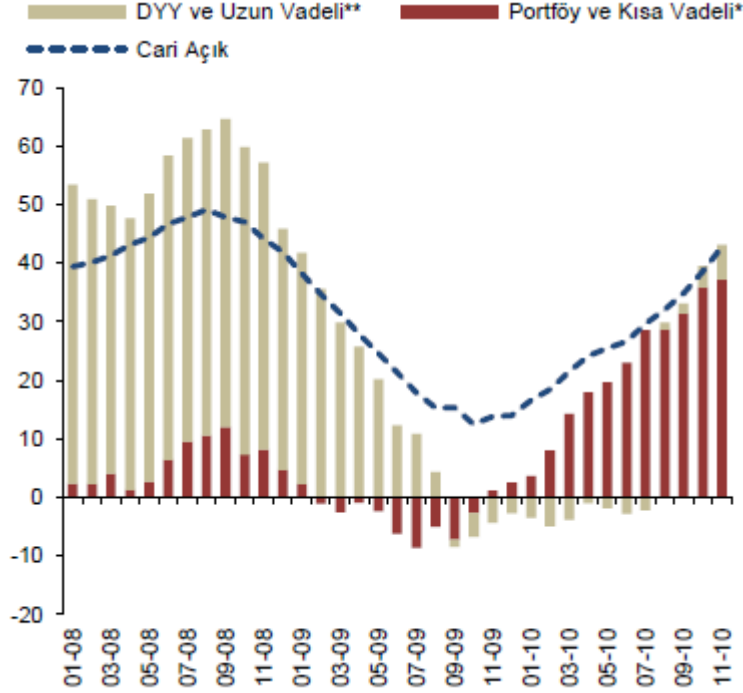
¹¹⁷ Durmuş Yılmaz (2011), **a.g.e.**, s. 1-2.

¹¹⁸ TCMB (t), Cari İşlemler Dengesi, (çevrimiçi) <http://www.tcmb.gov.tr/wps/wcm/connect/-TCMB+TR/TCMB+TR/Main+Menu/Para+Politikasi/Interaktif+Grafikler/Cari+islemler+dengesi> e.t. 12.05.2015.

¹¹⁹ A.Hakan Kara (2012), **a.g.e.**, s. 4.

nedeniyle bu kurumlar büyük sorunlarla karşılaşacaklardır. Hızlı bir kaynak çıkışı durumunda da aynı etki görülebilecektir.¹²⁰

Grafik 10: Cari Açığın Temel Finansman Kaynakları



*Kısa vadeli sermaye hareketleri bankacılık ve reel sektörün kısa vadeli net kredileri ile bankalardaki mevduat kaleminin toplamından oluşmaktadır.

**Uzun vadeli sermaye hareketleri bankalar ve reel sektörün uzun vadeli net kredileri ile bankalar ve Hazine'nin yurt dışına ihraç ettikleri tahvilleri kapsamaktadır.

Kaynak: TCMB

Bu açıklamalar ışığında Türkiye'deki finansal sistem, istikrar koridorunun sınırına yakın bir yerde olarak değerlendirilebilir¹²¹. Finansal istikrarı korumak için ise TCMB, daha önce de açıklandığı üzere, yeni para politikası stratejisini uygulamaya koymuş ve para politikası araçlarıyla müdahale etmeye başlamıştır.

¹²⁰ Burak Darıcı, "Finansal İstikrar ve Finansal İstikrara Yönelik Kamusal Sorumluluk Çerçevesinde Para Politikası: Türkiye Analizi", (çevrimiçi) https://www.tbb.org.tr/Content/Upload/Dokuman/-1368/TBB_finansal_istikrar_raporu_19092012.pdf e.t. 12.02.2015, s. 22.

¹²¹ "Finansal sistemin süreklilik dahilindeki pozisyonuyla ilgili üç durum ifade edilebilir; Birincisi, finansal sistem genel olarak istikrar alanı içinde görülebilir ve yakın bir gelecekte de böyle kalacağı düşünülebilir.

İkincisi, finansal sistem bir istikrar koridoru içinde olabilir; fakat ortaya çıkmaya başlayan dengesizlikler veya finansal sistemin dışında meydana gelen değişiklikler sebebiyle, koridorun sınırına doğru yaklaşıyor olabilir.

Üçüncü olarak ise, finansal sistem istikrarsız olabilir. Yani, finansal istikrar koridorunun dışında olabilir ve bundan dolayı fonksiyonlarını gerektiği gibi yerine getiremeyebilir." (**Kaynak:** Seyhun Doğan, a.g.e., s. 39.)

Ancak Doğan ve Tunalı (2011)'nın da belirttiği üzere finansal istikrarı sağlama görevi sadece TCMB'ye bırakılmamalıdır. TCMB ile BDDK gibi finansal piyasaların denetim ve gözetiminden sorumlu otoritelerin koordineli bir şekilde çalışmaları gerekmektedir.¹²²

Finansal istikrarın sağlanması açısından finansal sistemde faaliyetlerini sürdüren kurumların (Merkez Bankası, BDDK, SPK, Hazine, Maliye, BİST), işleyiş kanallarının, düzenlemelerinin, süreçlerin tam olarak belirlenmesi önemli olmaktadır. Bir finansal istikrarsızlık durumunda sorunun nereden kaynaklandığını bilmek, finansal istikrarın sürdürülebilmesi açısından önemlidir.¹²³

3.2.2. Yeni Para Politikası Uygulamaları ve Sonuçları

3.2.2.1. 2011 Yılı Para Politikası

TCMB, 2011 ve 2012 yılları için enflasyon hedeflerini değiştirmemiş, 2013 yılı hedefini ise Orta Vadeli Program (OVP) sürecinde hükümetle varılan mutabakata paralel olarak % 5 olarak belirlemiştir. (Tablo 23)

Tablo 23: Hedefle Tutarlı Patika, Yılsonu Enflasyon Hedefleri ve Belirsizlik Aralığı (2011-2013)

	2011				2012	2013
	Mart	Haziran	Eylül	Aralık	Aralık	Aralık
Belirsizlik Aralığı Üst Sınırı	7,50	7,50	7,50	7,50	7,00	7,00
Hedefle Uyumlu Patika ve Hedef	5,50	5,50	5,50	5,50	5,00	5,00
Belirsizlik Aralığı Alt Sınırı	3,50	3,50	3,50	3,50	3,00	3,00

Kaynak: TCMB (2010b), “2011 Yılında Para ve Kur Politikası”, Ankara, 21Aralık.

¹²² Seyhun Doğan, Çiğdem Börke Tunalı, “Küreselleşme Sürecinde Finansal İstikrar-Para Politikası İlişkisi: Türkiye İçin Bir Değerlendirme (2001 Krizi Sonrası)”, **İstanbul Üniversitesi İktisat Fakültesi Mecmuası**, C. 61, S. 2, 2011, s. 77.

¹²³ Burak Darıcı, **a.g.e.**, s. 12.

2011 yılında uygulanan para politikası kapsamında Para Politikası Kurulu, iç talepteki artışın desteğiyle ekonominin toparlanmaya devam etmesi, dış talebin zayıf seyri nedeniyle imalat sanayinde kapasite kullanımının halen kriz öncesi seviyelerinin altında seyretmesi ve işsizlik oranlarının halen yüksek olması nedeniyle politika faizini Ocak 2011’de 25 baz puan düşürerek % 6,25’e çekmiştir.¹²⁴

Yılın ortalarından itibaren, Euro bölgesindeki kamu borç sorunlarının değişmesi risk iştahını olumsuz etkilemiş ve bunun yanı sıra küresel ekonomide artan belirsizlikler Türkiye’ye olan sermaye girişlerinin azalmasına neden olmuştur. Buna tepki olarak TCMB, 4 Ağustos 2011 tarihinde bir ara toplantı yaparak politika faizini % 6,25’ten % 5,75’e düşürmüş ve sermaye çıkışlarını önleyebilmek için gecelik borçlanma faiz oranını % 1,50’den % 5’e yükselterek faiz koridorunu daraltmıştır.¹²⁵

Ekim ayına gelindiğinde, Euro bölgesinde yaşanan sorunların derinleşmesiyle TL’deki değer kayıpları kabul edilebilen düzeylerin üstüne çıkmıştır. Bununla birlikte yönetilen/yönlendirilen ürünlere yapılan yüksek zamlar ve işlenmemiş gıda fiyatlarındaki keskin artışlar, enflasyonun hızlı bir şekilde yükselmesine neden olmuştur. Bu çerçevede TCMB, enflasyondaki bu yükselişin fiyatlama davranışlarında bir bozulmaya neden olmaması için parasal sıkılaştırmaya gitmiştir. Böylelikle 20 Ekim’de gecelik borç verme faiz oranını % 9’dan % 12,5’e, piyasa yapıcısı bankalara tanınan borçlanma imkanı faiz oranını % 8’den % 12’ye ve geç likidite penceresinden borç verme faiz oranını ise % 12’den % 15,5’e yükseltmiştir.¹²⁶

Ayrıca 2010 yılından başlayarak 2011 yılının ortalarına kadar kısa vadeli sermaye girişlerinde gözlenen artış, Türkiye’nin en önemli problemlerinden olmuştur. Kısa vadeli sermaye girişleri kısa vadede, yerli para biriminin aşırı değerlenmesine yol açarak tüketimi hızlandırırken, diğer taraftan piyasadaki bol para kredi arzının artmasına ve varlık fiyatlarında balonların oluşmasına neden olabilmektedir. Bununla birlikte ithalatın önemli ölçüde artması uzun vadede

¹²⁴ TCMB (2011c), **Para Politikası Kurulu Kararı**, 20 Ocak 2011.

¹²⁵ A. Hakan Kara (2012), **a.g.e.**, s. 16; TCMB (2011D), **Para Politikası Kurulu Kararı**, 4 Ağustos 2011.

¹²⁶ TCMB (2011e), **Para Politikası Kurulu Kararı**, 20 Ekim 2011; A. Hakan Kara (2012), **a.g.e.**, s. 17.

sanayinin yapısını bozarken, işsizliği artırabilmektedir.¹²⁷ Bu nedenlerden dolayı, kısa vadeli sermaye girişlerinin yol açtığı hızlı kredi artışını kontrol altına almak, başlıca politika amaçlarından biri olmuştur. Bu çerçevede TCMB, zorunlu karşılık oranlarını etkin bir politika aracı olarak kullanmaya başlamış ve bu aracın etkinliğini artırabilmek için TL zorunlu karşılıklara faiz ödenmesi uygulamasına son vermiştir.¹²⁸

Diğer taraftan, bankaların kaynakları arasında önemli yer tutan mevduatların kısa vadeli, kredilerin ise uzun vadeli olması durumunda ortaya çıkan vade uyumsuzluğu, faiz ve likidite risklerini artırarak finansal istikrarsızlığa yol açabilmektedir. Bu çerçevede TCMB mevduatları vade yapısına göre farklılaştırarak zorunlu karşılık oranlarını uzun vadeli yükümlülükler lehine düşük tutmaya başlamıştır (tablo 24). Bankacılık sistemindeki kaynakların (borçların) vadesinin uzatılması yoluyla vade uyumsuzluğu azaltılarak finansal istikrara katkı sağlanabilmektedir.¹²⁹

Tablo 24: Türk Lirası Zorunlu Karşılıklara İlişkin Değişiklikler

	17Aralık 2010	24 Ocak 2011	23 Mart 2011	21 Nisan 2011	6 Ekim 2011	27 Ekim 2011
Vadesiz, İhbarlı mevduatlar, özel Cari Hesaplar	%8	%12	%15	%16	%16	%11
1 aya kadar vadeli mevduatlar/katılma Hesapları (1 ay dâhil)	%8	%10	%15	%16	%16	%11
3 aya kadar vadeli mevduatlar/katılma Hesapları (3 ay dâhil)	%7	%9	%13	%13	%12,5	%11
6 aya kadar vadeli mevduatlar/katılma Hesapları (6 ay dâhil)	%7	%7	%9	%9	%9	%8
1 yıla kadar vadeli mevduatlar/katılma Hesapları	%6	%6	%6	%6	%6	%6
1 yıl ve 1 yıldan uzun vadeli Mevduatlar/katılma hesapları ile birikimli Mevduatlar/katılma hesapları	%5	%5	%5	%5	%5	%5
1 yıla kadar (1 yıl dâhil) vadeli TL diğer	%8	%9	%13	%13	%11	%11

¹²⁷ Lütfü Şimşek, **a.g.e.**

¹²⁸ Yılmaz Durmuş (2011), **a.g.e.**, s. 2.

¹²⁹ Banu Demirhan, **a.g.e.**, s. 581.

Yükümlülükler						
3 yıla kadar (3 yıl dâhil) vadeli TL diğer Yükümlülükler	%8	%9	%13	%13	%8	%8
3 yıldan uzun vadeli TL diğer yükümlülükler	%8	%9	%13	%13	%5	%5
Piyasaya Likidite Etkisi (milyar TL)	-7,6	-9,8	-19,1	-1,5	+3,2	+11,0

Kaynak: (TCMB (j), Zorunlu Karşılıklara İlişkin Basın Duyuruları, (çevrimiçi) http://www.tcmb.gov.tr/-yeni/pp yeni/disponibilite_yeni.html e.t. 18.09.2014.)’den yararlanılarak düzenlenmiştir.

Ayrıca TCMB, bankacılık sisteminin Türk Lirası likidite ihtiyacını daha kalıcı bir yöntemle ve daha düşük maliyetle karşılamak amacıyla, Rezerv Opsiyon Mekanizmasını Eylül ayında devreye sokmuştur. İlk olarak TL zorunlu karşılıklarda döviz imkanına ilişkin rezerv opsiyon oranı ve altın imkanına ilişkin rezerv opsiyon oranı % 10 olarak belirlenmiştir.¹³⁰ Yani TCMB’de TL zorunlu karşılık bulundurması gereken bankaların, karşılık tutarının en fazla % 10’luk kısmını döviz ve benzer şekilde, diğer % 10’luk kısmını da altın olarak tutabilmelerine imkan tanınmıştır. Daha sonra 5 Ekim tarihinde döviz imkanına ilişkin rezerv opsiyon oranı % 20’ye¹³¹, 27 Ekim’de de % 40’a¹³² yükseltilmiştir.

Diğer taraftan 27 Aralık 2011 tarihinde de bankalara likidite yönetiminde daha fazla esneklik sağlamak amacıyla bir ay vadeli repo ihaleleri düzenlenmeye başlanmıştır.¹³³ 29 Aralık 2011’de de enflasyonist etkileri önlemek amacıyla “istisnai gün” uygulaması çerçevesinde sekiz gün boyunca ek parasal sıkılaştırma yapılmıştır. Bu uygulamayla politika faizinden yapılan fonlama miktarı geçici bir süreyle azaltılmış, normal günler için ilan edilen alt sınırın aşağısına düşürülmüştür.¹³⁴

2011 yılında uygulanan para politikaları sonucu enflasyondaki gelişmeler grafik 12’de gösterilmiştir. Burada dikkat edilmesi gereken husus, yeni para politikası stratejisiyle birlikte para politikası uygulamalarının enflasyon üzerindeki

¹³⁰ TCMB (2011f), “Zorunlu Karşılık ve Reeskont Kredisi Uygulamaları ile Döviz Satım İhaleleri Hakkında Basın Duyurusu”, 12 Eylül 2011.

¹³¹ TCMB (2011g), “Döviz Rezervlerine ve İlave zorunlu Karşılık İmkânına İlişkin Basın Duyurusu”, 5 Ekim 2011.

¹³² TCMB (2011h), “Zorunlu Karşılıklara İlişkin Basın Duyurusu”, 27 Ekim 2011.

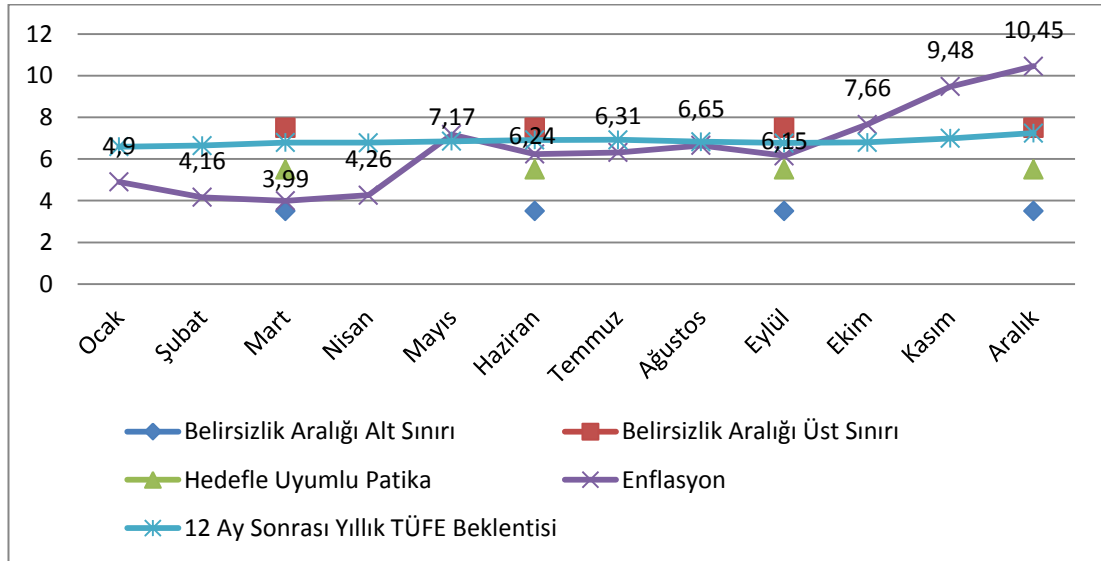
¹³³ TCMB (2011i), “Açık Piyasa İşlemlerine İlişkin Basın Duyurusu”, 27 Aralık 2011.

¹³⁴ Maliye Bakanlığı, a.g.e., s. 84.

etkileri değerlendirilirken sadece politika faizine ilişkin değişiklikler değil tüm uygulamalar (zorunlu karşılıklar, likidite yönetimi) birlikte dikkate alınmalıdır¹³⁵.

Yılın ilk çeyreğinde yıllık enflasyon önemli ölçüde gerileyerek çeyreğin sonunda % 3,99 oranıyla belirsizlik aralığı içinde gerçekleşmiştir. Yıllık enflasyonda kaydedilen bu belirgin azalışta, Ocak 2010'da yürürlüğe giren (akaryakıt, alkollü içecek ve tütün ürünlerini kapsayan) vergi düzenlemelerinin oluşturduğu baz etkisinin ortadan kalkması ve işlenmemiş gıda fiyatlarına bağlı gelişmeler etkili olmuştur. Ayrıca üretici fiyatları kaynaklı baskılar güçlenirken, toplam talep koşullarının enflasyona düşüş yönünde verdiği destek önceki dönemlere kıyasla azalmıştır.¹³⁶

Grafik 11: 2011 Yılı Enflasyon Gerçekleşmeleri ve 12 Ay Sonrası Yıllık TÜFE Beklentisi (%)



Kaynak: (TCMB (g), Fiyat Endeksleri (Tüketici Fiyatları) (çevrimiçi) <http://www.tcmb.gov.tr/wps/wcm/connect/TCMB+TR/TCMB+TR/Main+Menu/Para+Politikasi/Fiyat+Istikrari/Tuketici+Fiyatları> e.t. 07.05.2015; TCMB (h), 12 Ay Sonrasının Yıllık TÜFE Beklentisi, (çevrimiçi) <http://evds.tcmb.gov.tr/> e.t. 22.04.2015; TCMB (2010b), “2011 Yılında Para ve Kur Politikası”, Ankara, 21Aralık.)’dan yararlanılarak hazırlanmıştır.

Yılın ilk çeyreğinde % 3,99’a kadar gerileyen yıllık enflasyon, ikinci çeyreğin sonunda % 6,24 seviyesine kadar yükselmiştir (grafik 11). Gıda enflasyonunun yükselmesi, TL cinsinden ithalat fiyatlarındaki birikimli artışların gecikmeli

¹³⁵ TCMB (2010b), a.g.e., s. 5.

¹³⁶ TCMB (2011j), **Enflasyon Raporu 2011-II**, Ankara, 2011, s. 25.

yansımaları ve baz etkisi, enflasyonun yükselmesine neden olan faktörlerdir. Üçüncü çeyrekte ise gıda fiyatlarındaki düşüşe karşın TL'deki değer kaybı neticesinde yıllık enflasyon sınırlı bir gerileme ile % 6,15 seviyesinde gerçekleşmiştir.¹³⁷

2011 yılının sonunda ise tüketici enflasyonu, hedefin 4,95 puan üstünde gerçekleşerek % 10,45 olmuştur. Yıl içinde TL'nin belirgin bir şekilde değer kaybetmesi, özellikle temel mal fiyatlarına yansyarak, tüketici enflasyonundaki yükselişin ana unsuru olmuştur. Toplam talep gelişmelerinin enflasyona düşüş yönünde verdiği katkının azalması ve yıllık gıda enflasyonunun son yıllara kıyasla daha yüksek bir seviyede gerçekleşmesi, enflasyondaki artışta belirleyici olmuştur. Ayrıca, yılın son çeyreğinde enerji fiyat ayarlamaları ile bazı ürünlerdeki Özel Tüketim Vergisinin (ÖTV) yükseltilmesi sonucunda yönetilen/yönlendirilen fiyatlarda gözlenen artışlar da enflasyonun yükselmesinde etkili olmuştur.¹³⁸ Böylece, 2010 yılında yıllık bazda son 41 yılın en düşük değeri olan % 6,4 düzeyinde gerçekleşen tüketici enflasyonu, 2008 yılından sonra ilk kez çift haneli rakamlara yükselmiştir.¹³⁹

2011 yılındaki gerçekleşen enflasyonda görülen önemli ölçüdeki dalgalanmaya karşılık enflasyon beklentilerindeki dalgalanma sınırlı kalmıştır (Grafik 12). Yani 12 ay sonrası yıllık TÜFE beklentisi % 7 civarında dalgalanırken, enflasyon gerçekleştirmelerine ve döviz kuru hareketlerine sınırlı ölçüde tepki vermiştir.¹⁴⁰

Finansal istikrar açısından ise uygulanan para politikalarının etkilerini görebilmek için kredi artış oranındaki değişim ve döviz kurundaki oynaklık TCMB tarafından dikkatle izlenmiştir¹⁴¹. Zira küresel kriz sonrası piyasalarda oluşan likidite bolluğu, diğer gelişmekte olan ülkelerde olduğu gibi Türkiye'de de sermaye girişlerini artırmıştır. Sermaye akımlarının yoğun bir şekilde artması ise 2010 yılı

¹³⁷ İlkay Çapraz, v.d. (2012), "Ekonomik Rapor 2011", **İTO**, Yayın no: 2012-15, s. 167.

¹³⁸ TCMB (2012e), **Enflasyon Raporu 2012-I**, Ankara, 2012, s. 33.

¹³⁹ Sevil Uygur, v.d., "Ekonomik Rapor 2011", **TOBB**, Yayın no: 2012/151, s. 277.

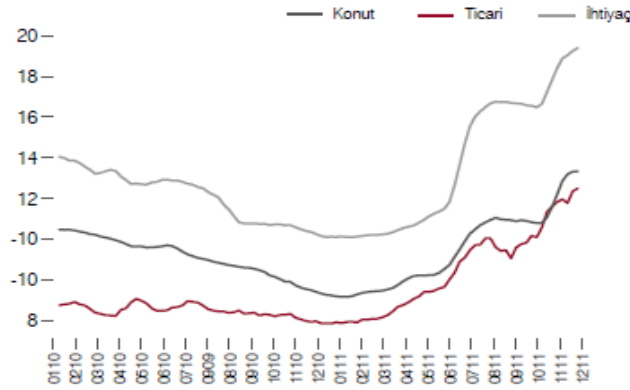
¹⁴⁰ Zafer Yükseler, **a.g.e.**, s. 48.

¹⁴¹ A. Hakan Kara (2012), **a.g.e.**, s. 6-7.

ortalarından itibaren kredilerin hızlı büyümesine ve TL'nin aşırı değerlenmesine neden olarak finansal istikrar açısından risk oluşturmuştur.¹⁴²

Bu kapsamda kredi büyüme hızını yavaşlatmak için BDDK'nın yaptığı düzenlemelerin yanı sıra TCMB zorunlu karşılık oranlarını önemli ölçüde artırmıştır. Ancak yılın ilk çeyreğinde zorunlu karşılıklardaki yüksek artışlara rağmen kredilerdeki büyüme hızı çok gerilememiştir. Haziran ayında BDDK tarafından taşıt ve konut kredileri haricinde kalan diğer tüketici kredilerine yönelik olarak alınan tedbirler sonucunda ise üçüncü çeyrekten itibaren tüketici kredilerindeki artış eğilimi önemli ölçüde sınırlanmıştır. Ayrıca faiz koridorunun genişletilmesi ve likidite koşullarının sıkılaştırılması kredi faizlerini artırarak krediler üzerinde son derece etkili olmuştur (Grafik 12).¹⁴³

Grafik 12: Kredi Faiz Oranları (Yıllıklandırılmış Yüzde, Akım Veri, 4-Haftalık Hareketli Ortalama)



Kaynak: TCMB (2012B), “Yıllık Rapor 2011”, Ankara, 2012, s. 43.

Aralık 2011 itibariyle 682,919 milyar TL seviyesine ulaşan kredilerde yıllık artış oranı % 29,9 olmuştur. TCMB ve BDDK tarafından alınan önlemlere rağmen yılın ilk iki çeyreğinde güçlü büyüme devam ederken, üçüncü ve son çeyrekte alınan önlemlerin etkisi görülmeye başlamış, artış oranı belirgin şekilde yavaşlamıştır. Artış eğiliminin yavaşlaması sonucunda yılın son çeyreğindeki artış oranı diğer çeyreklerin altında kalarak % 3,3 olarak gerçekleşmiştir. (Tablo 25)

¹⁴² TCMB (2012c), “Bülten”, Sayı: 27 / Eylül 2012, s. 2.

¹⁴³ TCMB (2012b), “Yıllık Rapor 2011”, Ankara, 2012, s. 43.

Tablo 25: 2011 Yılında Toplam Kredilerin Gelişimi

	Toplam Krediler (Milyar TL)	Artış Oranı (Çeyrek Dönemler İtibariyle)
Aralık 2010	525,851	
Mart 2011	564,303	% 7,3
Haziran 2011	620,398	% 9,9
Eylül 2011	661,282	% 6,6
Aralık 2011	682,919	% 3,3
Yıllık Artış Oranı:		%29,9

Kaynak: BDDK (2012), “Türk Bankacılık Sektörü Genel Görünümü”, Sayı: 2012/1, Aralık 2011, s. 16.

Yeni stratejinin önemli bir diğ er ayağı olarak TCMB, döviz kurunu iktisadi temellere doğru yaklaştırmayı amaçlamıştır¹⁴⁴. Döviz kurundaki gelişmeler TCMB tarafından hesaplanan TÜFE bazlı Reel Efektif Döviz Kuru Endeksi (REK) üzerinden takip edilebilmektedir.

REK, Türkiye’nin dış ticaretinde önemli paya sahip ülkelerin¹⁴⁵ para birimlerinden oluşan sepete göre TL’nin ağırlıklı ortalama değ erinin nispi fiyat etkilerinden arındırılmasıyla elde edilen ortalama değ ere denir. 2003 yılında 100 kabul edilen endeksin, 120-125 aralığına doğru yönelmesi TL’nin aşırı değ erlendiğı anlamına geliyor ve TCMB müdahale edebiliyor. Ayrıca TCMB, REK’in 125-130 aralığında seyretmesi halinde daha sert önlemlerle, 130’u aşması durumunda ise elindeki tüm imkanları kullanarak müdahale edeceğini bildirmiştir.¹⁴⁶

2011 yılında uygulanan para politikası sonucunda döviz kurundaki aşırı değ erlenme baskısı giderilmiştir. Özellikle uygulanan faiz koridoru sistemi, sermaye akımlarında görülen dalgalanmaların döviz kuru üzerindeki olumsuz etkilerinin

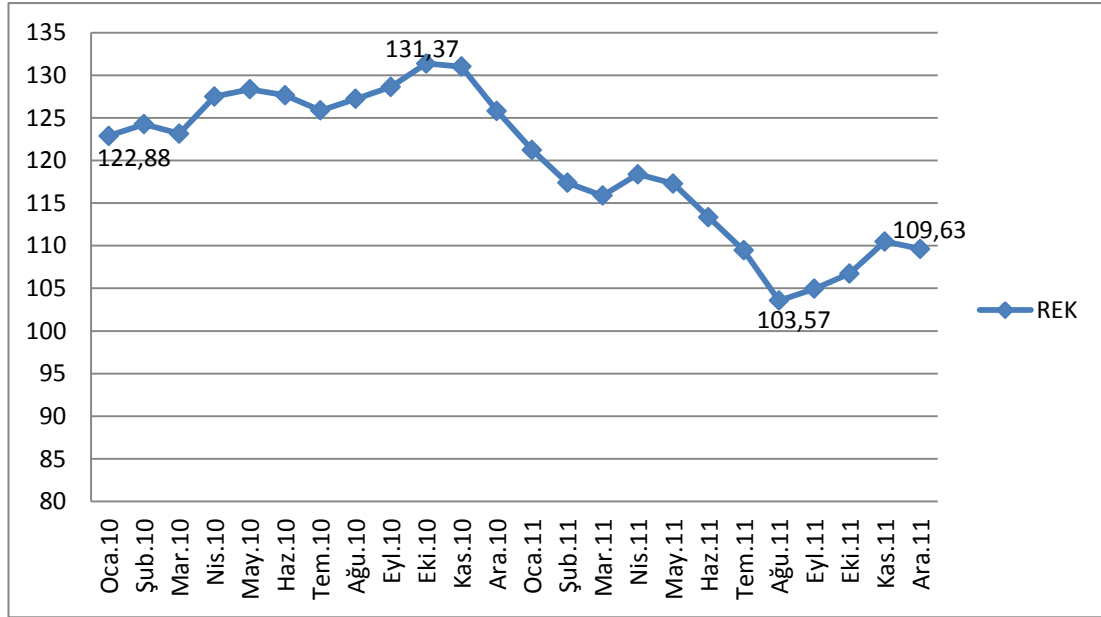
¹⁴⁴ Yusuf Soner Başkaya, Eda Gülş en, A. Hakan Kara, “İletişim Politikası ve Enflasyon Beklentileri”, **TCMB Ekonomi Notları**, Sayı: 2012-14, 2012, s. 2.

¹⁴⁵ TÜFE bazlı REK endeksinin hesaplanmasında 45 ülkenin ağırlıkları kullanılmıştır. Gelişmiş ülkeler; ABD, Almanya, Avusturya, Belçika Ç ek Cumhuriyeti, Danimarka, Finlandiya, Fransa, Hollanda, İngiltere, İspanya, İsrail, İsveç, İsviçre, İtalya, Japonya, Kanada, Kore, Norveç, Portekiz, Slovakya, Slovenya, Yunanistan. Gelişmekte olan ülkeler ise Azerbaycan, Brezilya, Bulgaristan, Cezayir, Çin, Endonezya, Hindistan, Irak, İran, Katar, Kazakistan, Libya, Macaristan, Malezya, Mısır, Polonya, Romanya, Rusya, Suudi Arabistan, Tayland, Ukrayna ve Ürdün. (Kaynak: TCMB)

¹⁴⁶ Mahfi Eğ ilmez (2012b), “Reel Efektif Döviz Kuru Endeksi Nedir?”, (çevrimiçi) <http://www.mahfiegilmez.com/2012/11/reel-efektif-doviz-kuru-endeksi-nedir.html> e.t. 01.12.2014, 2012.

yumuşatılmasına katkıda bulunmuştur¹⁴⁷. Ekim 2010’da 131,37 seviyesine kadar yükselen reel efektif döviz kuru endeksi, Ekim 2011’de 103,57 düzeyine kadar düşmüştür. 2011 yılı sonunda ise 109,63 olmuştur (Grafik 13).

Grafik 13: 2010-2011 Yılı TÜFE Bazlı Reel Efektif Döviz Kuru (2003=100)



Kaynak: TCMB (k), Kurlar-Reel Efektif Döviz Kuru-TÜFE Bazlı, (çevrimiçi) <http://evds.tcmb.gov.tr/> e.t. 12.12.2014.

Böylelikle 2011 Ağustos ve Ekim aylarında faiz koridorunda yapılan değişiklikler, özellikle diğer gelişmekte olan ülkelere kıyasla, döviz kurundaki oynaklıkları düşürmüştür. Ayrıca Ekim ayından itibaren uygulanan parasal sıkılaştırma, aşırı kredi büyümesine olumlu katkıda bulunmuştur.¹⁴⁸ Buna karşılık Çapraz ve diğerleri (2012), 2011 yılında yıllık kredi artış hızının hala yüksek olması sebebiyle TCMB tarafından alınan önlemlerin kredi artışına belirgin olarak etki etmediğini düşünmektedirler¹⁴⁹.

2011 yılı yılsonunda cari açık 75,05 milyar ABD dolar seviyesine çıkarak, GSYİH’ye oranı itibariyle % 9,7’ye kadar yükselmiştir¹⁵⁰. Ancak cari açığı

¹⁴⁷ Nazende Özkaramete Coşkun (2012), “2012 Yılı Para ve Kur Politikası”, **Stratejik Düşünce Enstitüsü**, (çevrimiçi) <http://www.sde.org.tr/tr/haberler/1733/2012-yili-para-ve-kur-politikasi.aspx> e.t. 01.12.2014, 02 Ocak 2012.

¹⁴⁸ Erdem Başçı (2012b), “Monetary Policy of Central Bank of the Republic of Turkey after Global Financial Crisis”, **Insight Turkey**, C. 14, S. 2, 2012, s. 26.

¹⁴⁹ İlkay Çapraz, v.d. (2012), **a.g.e.**, s. 162.

¹⁵⁰ TCMB(t), **a.g.e.**.

yüksek artış yılın ikinci yarısından itibaren alınan önlemlerin etkisiyle azalma eğilimine girmiştir.

3.2.2.2. 2012 Yılı Para Politikası

2012 ve 2013 yılları için önceden belirlenen enflasyon hedefi değiştirilmemiş, 2014 yılı için ise Orta Vadeli Program hazırlık sürecinde Hükümet ile TCMB'nin vardığı mutabakat sonucu, enflasyon hedefi % 5 olarak belirlenmiştir.¹⁵¹

Tablo 26: Hedefle Tutarlı Patika, Yılsonu Enflasyon Hedefleri ve Belirsizlik Aralığı (2012-2014)

	2012				2013	2014
	Mart	Haziran	Eylül	Aralık	Aralık	Aralık
Belirsizlik Aralığı Üst Sınırı	7,00	7,00	7,00	7,00	7,00	7,00
Hedefle Uyumlu Patika ve Hedef	5,00	5,00	5,00	5,00	5,00	5,00
Belirsizlik Aralığı Alt Sınırı	3,00	3,00	3,00	3,00	3,00	3,00

Kaynak: TCMB (2011a), “2012 Yılında Para ve Kur Politikası”, Ankara, 27 Aralık.

TCMB belirlenen enflasyon hedefine ulaşmak için, temel para politika aracı olan bir hafta vadeli repo ihale faiz oranını (politika faizi) kullanmaktadır. Ayrıca yeni para politikası stratejisiyle birlikte faiz koridoru, zorunlu karşılıklar, likidite yönetimi gibi araçları da kullanmaktadır.

Bu çerçevede TCMB 2012 yılında uyguladığı para politikası kapsamında, 24 Ocak tarihinde yapılan yılın ilk para politikası kurulu toplantısında, uygulamakta olduğu faiz oranlarını sabit tutma kararı almıştır. Ayrıca kurul, enflasyon görünümünün orta vadeli hedeflerle uyumlu olması için Ekim ayından bu yana devam eden sıkı duruşun bir müddet daha devam etmesi gerektiğini ifade etmiştir.

¹⁵¹ TCMB (2011a), “2012 Yılında Para ve Kur Politikası”, Ankara, 27 Aralık, s. 8.

Diğer taraftan, küresel ekonomiye dair belirsizliklerin devam etmesi nedeniyle para politikasında esnekliğin korunmasının uygun olacağını belirtmiştir.¹⁵²

21 Şubat 2012’de yapılan toplantıda ise Para Politikası Kurulu, politika faizini % 5,75 düzeyinde ve Merkez Bankası borçlanma faiz oranını % 5 düzeyinde sabit tutarken; borç verme faiz oranını % 12,5’ten %11,5’e, açık piyasa işlemleri çerçevesinde piyasa yapıcısı bankalara repo işlemleri yoluyla tanınan borçlanma imkanı faiz oranı % 12’den % 11’e düşürülmüştür. Bu kararlarla TCMB, küresel ölçekte alınan parasal genişlemeye ilişkin kararları da göz önüne alarak faiz koridorunun üst sınırını bir miktar indirmiştir.¹⁵³

Para Politika Kurulu Mart-Ağustos döneminde aylık olarak yaptığı toplantılarda faiz oranlarını değiştirmeyerek sabit tutmuştur. 18 Eylül tarihinde yaptığı toplantıda ise politika faizini değiştirmemiş, faiz koridorunun üst sınırı olan borç verme faiz oranını % 11,5’ten % 10’a, açık piyasa işlemleri çerçevesinde piyasa yapıcısı bankalara repo işlemleri yoluyla tanınan borçlanma imkanı faiz oranını % 11’den % 9,5’ düşürmüştür.¹⁵⁴

Ekim, Kasım, Aralık aylarında sırasıyla; politika faizi %5,75, % 5,75, % 5,50; Merkez Bankası borçlanma faiz oranı % 5 olarak sabit tutulmuş; borç verme faiz oranı % 9,5, % 9, % 9; açık piyasa işlemleri çerçevesinde piyasa yapıcısı bankalara repo işlemleri yoluyla tanınan borçlanma imkanı faiz oranı ise % 9, % 8,5, % 8,5 olarak belirlenmiştir. Kurul bu toplantılarda, faiz koridorunu daraltarak (Aralık ayı hariç) ve Aralık ayında politika faizini 25 baz puan düşürerek finansal istikrarı desteklemeye yönelik adımlar atmıştır.¹⁵⁵

TCMB, 2011 yılında kullanmaya başladığı Rezerv Opsiyon Mekanizmasını 2012 yılında da kullanmaya devam etmiştir. Bu kapsamda bankacılık sisteminin TL

¹⁵² TCMB (2012g), **Para Politikası Kurulu Kararı**, 24 Ocak 2012.

¹⁵³ TCMB (2012h), **Para Politikası Kurulu Kararı**, 21 Şubat 2012.

¹⁵⁴ TCMB (2012i), **Para Politikası Kurulu Kararı**, 27 Mart 2012; TCMB (2012j), **Para Politikası Kurulu Kararı**, 18 Nisan 2012; TCMB (2012k), **Para Politikası Kurulu Kararı**, 29 Mayıs 2012; TCMB (2012l), **Para Politikası Kurulu Kararı**, 21 Haziran 2012; TCMB (2012m), **Para Politikası Kurulu Kararı**, 19 Temmuz 2012; TCMB (2012n), **Para Politikası Kurulu Kararı**, 16 Ağustos 2012; TCMB (2012o), **Para Politikası Kurulu Kararı**, 18 Eylül 2012.

¹⁵⁵ TCMB (2012p), **Para Politikası Kurulu Kararı**, 18 Ekim 2012; TCMB (2012r), **Para Politikası Kurulu Kararı**, 20 Kasım 2012; TCMB (2012s), **Para Politikası Kurulu Kararı**, 18 Aralık 2012.

likidite ihtiyacının kalıcı bir yöntemle ve daha düşük bir maliyetle karşılanabilmesi, aynı zamanda TCMB rezervlerinin desteklenmesi amacıyla TL yükümlülükler için tesis edilmesi gereken zorunlu karşılıkların hem döviz hem de altın olarak tutulabilecek kısmına ilişkin üst sınırları tablo 27'deki gibi kademeli olarak yükseltmiştir.

Tablo 27: 2012 Yılındaki Rezerv Opsiyon Oranlarına İlişkin Değişiklikler

	27 Ekim 2011	27 Mart 2012	29 Mayıs 2012	21 Haziran 2012	19 Temmuz 2012	16 Ağustos 2012
Döviz Cinsinden Tutulabilecek TL Zorunlu Karşılıklar	% 40	% 40	% 45	% 50	% 55	% 60
Altın Cinsinden Tutulabilecek TL Zorunlu Karşılıklar	% 10	% 20	% 20	% 25	% 25	% 30

Kaynak: TCMB (I), Basın duyuruları, (çevrimiçi) <http://www.tcmb.gov.tr/wps/wcm/connect/-TCMB+TR/TCMB+TR/Main+Menu/Duyurular/Basin>, e.t. 22.04.2015)' ndan derlenmiştir.

TCMB'nin 2012 yılında uyguladığı politika bileşiminin de etkisiyle enflasyon oranları grafik 13'deki gibi gerçekleşmiştir. Yılın ilk çeyreğinde yıllık enflasyon oranı 2011 yılının son çeyreğine göre önemli bir değişim göstermeyerek % 10,43 oranında gerçekleşmiştir. Bir önceki yıl TL'de gözlenen değer kaybının yansımalarıyla belirgin oranda yükselen temel mal grubu yıllık enflasyonu, yılın ilk çeyreğinde yavaşlamaya başlamıştır. Ayrıca bu dönemde uluslararası petrol fiyat gelişmeleri paralelinde öngörülenden hızlı artış kaydeden enerji fiyatlarının tüketici fiyatlarına artııcı etkisi, işlenmemiş gıda fiyatları ile sınırlı kalmıştır.¹⁵⁶

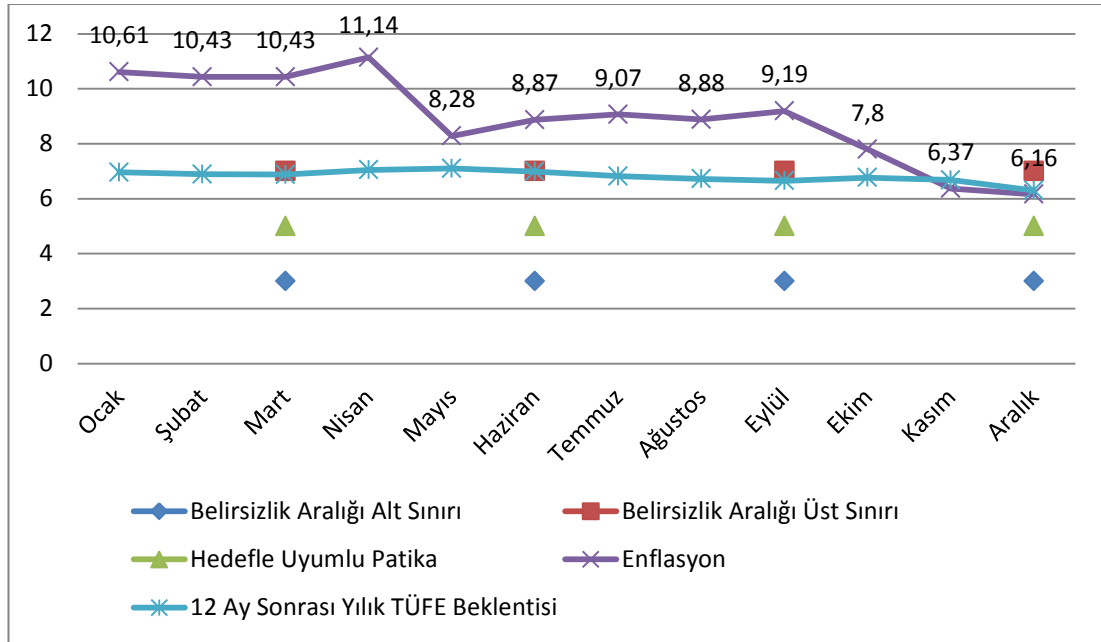
Yılın ikinci çeyreğinde ise yıllık enflasyon oranı tek haneli rakamlara geri dönerek % 8,87 olarak gerçekleşmiştir. Bu gelişmede uluslararası emtia fiyat gelişmeleri paralelinde gerileyen petrol fiyatları ile olumlu seyrini sürdüren işlenmemiş gıda fiyatları etkili olmuştur. Bu dönemde ekonomik faaliyetlerin

¹⁵⁶ TCMB (2012t), **Enflasyon Raporu 2012-II**, Ankara, 2012, s. 33.

yavaşlaması ve maliyet yönlü baskıların hafiflemesi de enflasyon görünümüne olumlu katkı sağlamıştır.¹⁵⁷

Yılın üçüncü çeyreğinde yıllık enflasyon bir önceki çeyreğin biraz üzerinde gerçekleşerek % 9,19 olmuştur. Uluslararası petrol fiyatlarının beklenenin üzerinde olması ve işlenmemiş gıda fiyatlarındaki ortalamanın üzerindeki artış, enflasyon üzerinde belirleyici olmuştur. Ayrıca 22 Eylül 2012 tarihinde bazı ürünler için yapılan ÖTV miktarlarındaki artış, kısmen de olsa enflasyonu olumsuz etkilemiştir.¹⁵⁸

Grafik 14: 2012 Yılı Enflasyon Gerçekleşmeleri ve 12 Ay Sonrası Yıllık TÜFE Beklentisi (%)



Kaynak: (TCMB (g), Fiyat Endeksleri (Tüketici Fiyatları) (çevrimiçi) <http://www.tcmb.gov.tr-wps/wcm/connect/TCMB+TR/TCMB+TR/Main+Menu/Para+Politikasi/Fiyat+Istikrari/Tuketici+Fiyatlari> e.t. 07.05.2015; TCMB (h), 12 Ay Sonrasının Yıllık TÜFE Beklentisi, (çevrimiçi) <http://evds.tcmb.gov.tr/> e.t. 22.04.2015; TCMB (2011a), “2012 Yılında Para ve Kur Politikası”, Ankara, 27 Aralık)’dan yararlanılarak hazırlanmıştır.

2012 yılının sonunda ise yıllık tüketici enflasyonu bir önceki yıla kıyasla 4,3 puan gerileyerek % 6,16 oranında gerçekleşmiştir. Böylelikle yıllık enflasyon, % 5 olan enflasyon hedefinin 1,16 puan üzerinde gerçekleşmiş ve belirsizlik aralığı içinde

¹⁵⁷ Maliye Bakanlığı, a.g.e., s. 88.

¹⁵⁸ TCMB (2012u), **Enflasyon Raporu 2012-IV**, Ankara, 2012, s. 35.

kalmıştır. Bu gelişmede geçmişe kıyasla, işlenmemiş gıda fiyatlarında görülen olumlu seyir belirleyici olmuştur. Ayrıca tarım dışındaki uluslararası emtia fiyatlarının 2012 yılı boyunca ılımlı bir seyir izlemesi, döviz kurlarındaki istikrarlı gidişat ve yavaşlayan ekonomik faaliyet, enflasyonun gerilemesine olumlu katkıda bulunmuştur.¹⁵⁹

Sonbaharda yapılan vergi zammına rağmen son çeyrekte enflasyon oranının ciddi bir şekilde düşmesi dikkat çekmiştir. Bu düşüşün sebeplerine bakıldığında birinci olarak, iç talebin zayıf seyri nedeniyle zamlar bir önceki yıla kıyasla düşük tutulmuştur. İkinci olarak, zamlar iç talebin yavaş seyri nedeniyle işletmeler tarafından fiyatlara tam olarak yansıtılamamıştır. Üçüncü ve en önemlisi ise yukarıda da belirtildiği üzere gıda fiyatlarında beklenmedik bir gevşeme yaşanmasıdır. Böylelikle enflasyon son çeyrekte bir önceki çeyreğe göre 3 puan azalmıştır.¹⁶⁰

Ayrıca grafik 14'den görüleceği üzere, belirli dönemlerde gerçekleşen enflasyonun önemli ölçüde dalgalanmasına rağmen, 12 ay sonrasına ilişkin enflasyon beklentilerinde önemli bir dalgalanma göstermemiştir.

Diğer taraftan küresel kriz sonrası, aşırı sermaye hareketlerinin etkisiyle görülen kredi hacmindeki artış, finansal istikrarı tehdit eden önemli bir unsur olmuştur. Bu kapsamda, TCMB tarafından uygulamaya konulan yeni para politikası stratejisi çerçevesinde alınan önlemler ve BDDK tarafından yapılan kredi düzenleme değişiklikleri, 2011 yılının ikinci yarısından itibaren kredi artış hızının yavaşlamasını sağlamıştır¹⁶¹. 2012 yılında bu eğilim devam etmiş ve kredi artış hızı bir önceki yıla göre 13,5 puan azalarak % 16,4 olmuştur. Toplam kredi miktarı ise Aralık 2012 itibarıyla 794,8 milyar TL seviyesinde gerçekleşmiştir. (Tablo 28)

¹⁵⁹ TCMB (2013f), **Enflasyon Raporu 2013-I**, Ankara, 2013, s. 39.

¹⁶⁰ Capital, “Yeni Para Politikasının Karnesi”, (çevrimiçi) <http://www.capital.com.tr/makro-ekonomi/yeni-para-politikasinin-karnesi-haberdetay-9388?page=4> e.t. 03.12.2014, 2013.

¹⁶¹ BDDK (2013), “Türk Bankacılık Sektörü Genel Görünümü”, Sayı: 2013/1, Aralık 2012, s. 19.

Tablo 28: 2012 Yılında Toplam Kredilerin Gelişimi

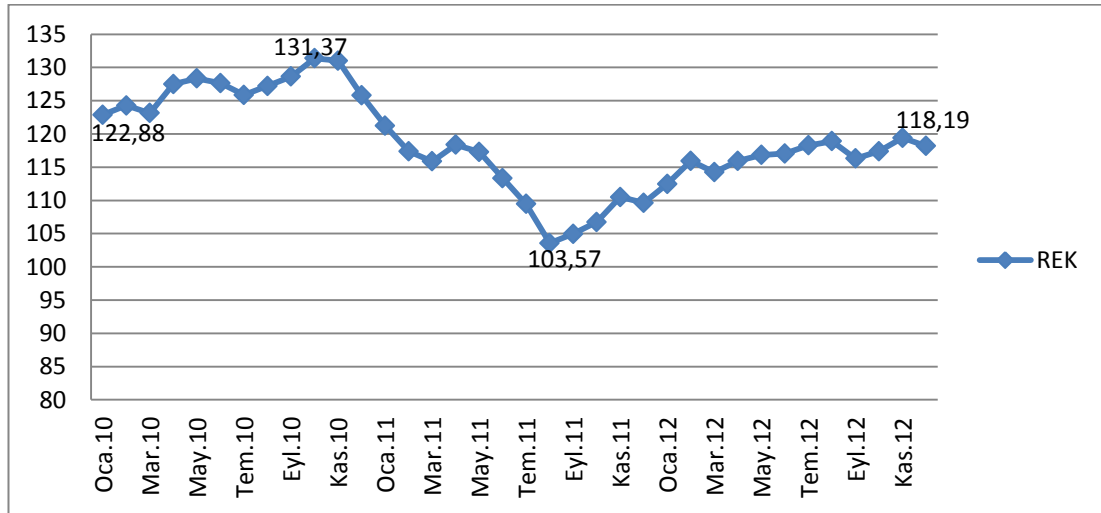
	Toplam Krediler (Milyar TL)	Artış Oranı (Çeyrek Dönemler İtibariyle)
Aralık 2011	682,893	
Mart 2012	699,107	% 2,4
Haziran 2012	737,196	% 5,4
Eylül 2012	755,640	% 2,5
Aralık 2012	794,756	% 5,2
Yıllık Artış Oranı:		%16,4

Kaynak: BDDK (2013), “Türk Bankacılık Sektörü Genel Görünümü”, Sayı: 2013/1, Aralık 2012, s. 18-19.

TCMB tarafından uygulanan bu sıkı para politikasıyla, kredi hacmi daraltılarak iç talep yavaşlatılmış ve bunun sonucunda cari açık azalmıştır. Cari açığın azalması neticesinde kısa vadede azalan makro-finansal risklerin de etkisiyle Türkiye ekonomisinin kredi notu üç büyük uluslararası kredi kuruluşlarından biri olan Fitch derecelendirme kuruluşu tarafından 18 yıl sonra ilk kez yatırım yapılabilir seviye olan “BBB-”ye çıkarılmıştır.¹⁶²

Finansal istikrar açısından takip edilen diğer değişken döviz kuru gelişmeleri ise grafik 15’te yer alan TÜFE bazlı reel efektif döviz kuru verileri ile gösterilmiştir.

Grafik 15: 2010-2012 Yılı TÜFE Bazlı Reel Efektif Döviz Kuru (2003=100)



Kaynak: TCMB (k), Kurlar-Reel Efektif Döviz Kuru-TÜFE Bazlı, (çevrimiçi) <http://evds.tcmb.gov.tr/> e.t. 12.12.2014.

¹⁶² Erdal Tanas Karagöl, Ülkü İstiklal Mihçioğur, Ahmet Semih Bingöl, “2012’de Ekonomi”, **SETA Analiz**, Sayı 59, Aralık 2012, s. 6-7.

Küresel kriz sonrası aşırı değerlenen Türk lirası 2011 yılında önemli ölçüde dengelenme sürecine girmişti. Ancak 2011 yılının ikinci yarısında yaşanan Euro Bölgesi’nde borç sorununun derinleşmesi sonucu küresel risk iştahında gözlenen bozulmanın da etkisiyle TL kısmen değerlenmişti. 2012 yılında da TL değerlenmeye devam etmiş ve yılsonunda reel efektif döviz kuru (REK) 118,19 olmuştur (Grafik 15). Ancak REK, müdahale için eşik değer olan 120 seviyesini aşmamıştır.

2012 yılı başından itibaren küresel risk iştahı ve beklentiler, iyileşme eğilimine girmiştir. Bu dönemde uygulanan politikalar neticesinde kredi büyümesi makul düzeylere inmiş ve TL’deki aşırı değerlenme giderilmiştir¹⁶³. Yılsonunda cari açığın GSYİH’ye oranı ise % 6,17 seviyesine kadar gerileyerek önemli ölçüde azalmıştır¹⁶⁴.

3.2.2.3. 2013 Yılı Para Politikası

TCMB, üç yıllık hedef ufku uygulaması kapsamında 2013-2014 yılları için olduğu gibi 2015 yılı için de enflasyon hedefini, hükümetle varılan mutabakata paralel olarak % 5 olarak belirlemiştir. (Tablo 29)

Tablo 29: Hedefle Tutarlı Patika, Yılsonu Enflasyon Hedefleri ve Belirsizlik Aralığı (2013-2015)

	2013				2014	2015
	Mart	Haziran	Eylül	Aralık	Aralık	Aralık
Belirsizlik Aralığı Üst Sınırı	7,00	7,00	7,00	7,00	7,00	7,00
Hedefle Uyumlu Patika ve Hedef	5,00	5,00	5,00	5,00	5,00	5,00
Belirsizlik Aralığı Alt Sınırı	3,00	3,00	3,00	3,00	3,00	3,00

Kaynak: TCMB (2012d), “2013 Yılında Para ve Kur Politikası”, Ankara, 25 Aralık.

¹⁶³ Belkıs Seval, A. Kerem Özdemir, “2000’li Yıllardan Günümüze Değişen Türkiye Ekonomisi”, **SERPAM Araştırma Raporları**, Haziran 2013, s. 22.

¹⁶⁴ TCMB(t), a.g.e..

2013 yılında uygulanan para politikası kapsamında güçlü seyreden sermaye hareketlerine karşın, Ocak ve Şubat aylarında gecelik borç alma-verme faiz oranları 25'er baz puan; Mart ayında ise Rezerv Opsiyon Mekanizmasının otomatik dengeleyici özelliği sayesinde geniş faiz koridoruna duyulan ihtiyacın azalması sebebiyle gecelik borç verme faiz oranı 100 baz puan indirilmiştir. Nisan ve Mayıs aylarında güçlü sermaye akımlarının devam etmesi sebebiyle finansal istikrara ilişkin riskleri dengelemek amacıyla politika faiz oranı, gecelik borç alma ve borç verme faiz oranları 50'şer baz puan indirilmiştir (tablo 30).¹⁶⁵

Haziran ayında Para Politikası Kurulu küresel düzeyde para politikalarına ilişkin artan belirsizlik nedeniyle sermaye akımlarında zayıflama gözlemlendiğinden, faiz oranlarını sabit tutmuştur. Temmuz ve Ağustos aylarında ise Türk lirasının değer kaybetmesi ve enflasyonun yükselmesi sebebiyle faiz koridorunun üst sınırı, sırasıyla 75 ve 50 baz puan artırılmıştır.¹⁶⁶

Tablo 30: 2013 Yılı Para Politikası Kurulu Faiz Kararları

	Politika Faizi (%)	TCMB Borçlanma Faiz Oranı (%)	TCMB Borç Verme Faiz Oranı (%)
22 Ocak	5,50	4,75	8,75
19 Şubat	5,50	4,50	8,50
26 Mart	5,50	4,50	7,50
16 Nisan	5	4	7
16 Mayıs	4,50	3,50	6,50
18 Haziran	4,50	3,50	6,50
23 Temmuz	4,50	3,50	7,25
20 Ağustos	4,50	3,50	7,75
17 Eylül	4,50	3,50	7,75
23 Ekim	4,50	3,50	7,75
19 Kasım	4,50	3,50	7,75
17 Aralık	4,50	3,50	7,75

Kaynak: (TCMB (m), Para Politikası Kararları, (çevrimiçi) <http://www.tcmb.gov.tr/-wps/wcm/connect/TCMB+TR/TCMB+TR/Main+Menu/Para+Politikasi/PPK/2013> e.t. 22.04.2015) 'den yararlanılarak düzenlenmiştir.

¹⁶⁵ TCMB (2013g), **Para Politikası Kurulu Kararı**, 22 Ocak 2013; TCMB (2013h), **Para Politikası Kurulu Kararı**, 19 Şubat 2013; TCMB (2013ı), **Para Politikası Kurulu Kararı**, 26 Mart 2013; TCMB (2013j), **Para Politikası Kurulu Kararı**, 16 Nisan 2013; TCMB (2013k), **Para Politikası Kurulu Kararı**, 26 Mayıs 2013.

¹⁶⁶ TCMB (2013l), **Para Politikası Kurulu Kararı**, 18 Haziran 2013; TCMB (2013m), **Para Politikası Kurulu Kararı**, 23 Temmuz 2013; TCMB (2013n), **Para Politikası Kurulu Kararı**, 20 Ağustos 2013.

Eylül-Aralık döneminde ise faiz oranları değiştirilmeden sabit tutulmuştur. Ayrıca Kasım ayında, enflasyonun hedefin üzerinde seyredeceği beklentisi ve bu durumun ortaya çıkaracağı fiyatlama davranışları üzerindeki olumsuz etkilerini sınırlandırabilmek için bir ay vadeli repo ihaleleri sonlandırılmıştır.¹⁶⁷

Ayrıca TCMB, 2013 yılının ilk aylarında sermaye hareketlerinin artması sonucu finansal istikrara dair riskleri dengelemek amacıyla faizleri düşük tutmasının yanı sıra, uygulanan zorunlu karşılık oranlarını da değiştirmiştir. Bu kapsamda 22 Ocak ve 19 Şubat tarihlerinde TL zorunlu karşılık oranlarını tablo 31'deki gibi artırmıştır. Bu uygulamayla TCMB, piyasadaki kredi artış hızını makul seviyelere çekmek istemiştir.

Tablo 31: Türk Lirası Zorunlu Karşılıklara İlişkin Değişiklikler

	27 Ekim 2011	22 Ocak 2013	19 Şubat 2013
Vadesiz, İhbarlı mevduatlar, özel Cari Hesaplar	%11	%11,25	%11,50
1 aya kadar vadeli mevduatlar/katılma Hesapları (1 ay dâhil)	%11	%11,25	%11,50
3 aya kadar vadeli mevduatlar/katılma Hesapları (3 ay dâhil)	%11	%11,25	%11,50
6 aya kadar vadeli mevduatlar/katılma Hesapları (6 ay dâhil)	%8	%8,25	%8,50
1 yıla kadar vadeli mevduatlar/katılma Hesapları	%6	%6,25	%6,50
1 yıl ve 1 yıldan uzun vadeli Mevduatlar/katılma hesapları ile birikimli Mevduatlar/katılma hesapları	%5	%5	%5
1 yıla kadar (1 yıl dâhil) vadeli TL diğer Yükümlülükler	%11	%11,25	%11,50
3 yıla kadar (3 yıl dâhil) vadeli TL diğer Yükümlülükler	%8	%8	%8
3 yıldan uzun vadeli TL diğer yükümlülükler.	%5	%5	%5

Kaynak: TCMB (n), Basın Duyuruları (çevrimiçi) <http://www.tcmb.gov.tr/wps/wcm/connect/-TCMB+TR/TCMB+TR/Main+Menu/Para+Politikasi/ZK> e.t. 02.10.2014)'dan yararlanılarak düzenlenmiştir.

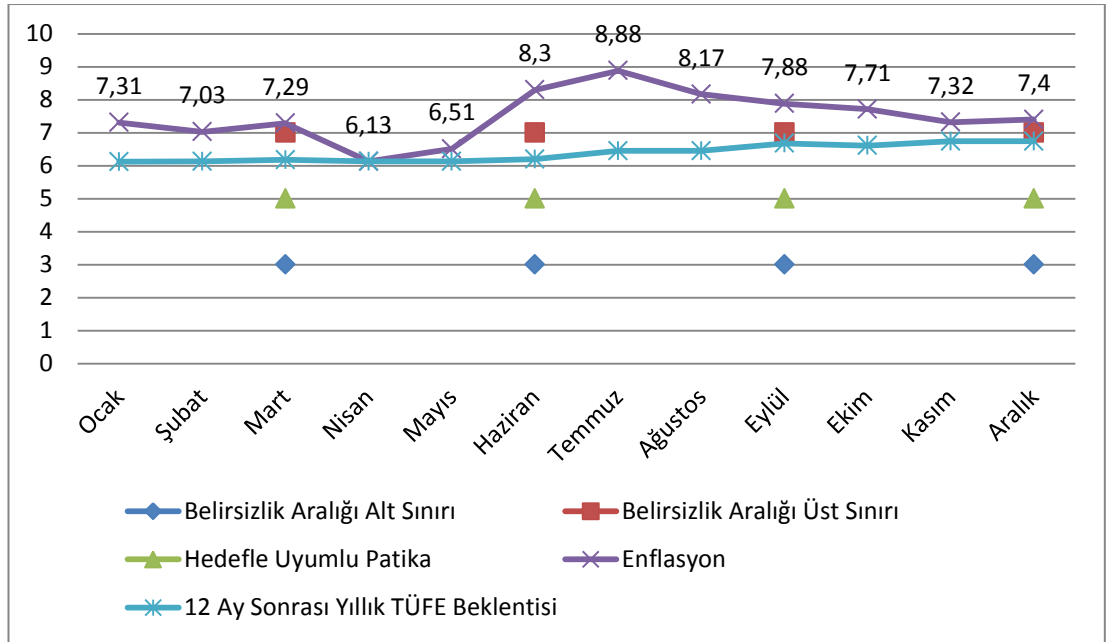
2013 yılı enflasyon gelişmelerine bakıldığında, birinci çeyrekte yıllık tüketici enflasyonu bir önceki çeyreğe kıyasla 1,1 puan artarak % 7,29 seviyesinde

¹⁶⁷ TCMB (2013o), **Para Politikası Kurulu Kararı**, 17 Eylül 2013; TCMB (2013p), **Para Politikası Kurulu Kararı**, 23 Ekim 2013; TCMB (2013r), **Para Politikası Kurulu Kararı**, 19 Kasım 2013; TCMB (2013s), **Para Politikası Kurulu Kararı**, 17 Aralık 2013.

gerçeklemiştir (Grafik 16). Bu gelişmede işlenmemiş gıda ve tütün ürünleri fiyat artışları belirleyici olmuştur.¹⁶⁸ Yılın ikinci çeyreğinde ise yıllık enflasyon daha da artarak % 8,30 düzeyinde gerçekleşmiştir. İşlenmemiş gıda fiyatlarındaki artışın devam etmesi enflasyonun yükselmesinde etkili olmuştur.¹⁶⁹

Yılın üçüncü çeyreğinde yıllık enflasyon oranı bir önceki çeyreğe göre azalarak % 7,88 seviyesine gerilemiştir. Bu çeyrekte işlenmemiş gıda fiyatlarında yaşanan olumlu seyir enflasyona olumlu etkide bulunurken, Türk lirasında gözlenen değer kaybı enflasyonu olumsuz şekilde etkilemiştir.¹⁷⁰

Grafik 16: 2013 Yılı Enflasyon Gerçekleşmeleri ve 12 Ay Sonrası Yıllık TÜFE Beklentisi (%)



Kaynak: (TCMB (g), Fiyat Endeksleri (Tüketici Fiyatları) (çevrimiçi) <http://www.tcmb.gov.tr/wps/wcm/connect/TCMB+TR/TCMB+TR/Main+Menu/Para+Politikasi/Fiyat+Istikrari/Tuketici+Fiyatları> e.t. 07.05.2015; TCMB (h), 12 Ay Sonrasının Yıllık TÜFE Beklentisi, (çevrimiçi) <http://evds.tcmb.gov.tr/> e.t. 22.04.2015; TCMB (2012d), “2013 Yılında Para ve Kur Politikası”, Ankara, 25 Aralık)’dan yararlanılarak düzenlenmiştir.

Son çeyrekte ise enflasyon biraz daha gerileyerek yılsonu itibariyle % 7,40 oranında gerçekleşmiştir. Böylelikle yıllık enflasyon belirsizlik aralığının üst sınırı olan % 7’yi aşmıştır. Son çeyrekte, enerji fiyatlarındaki baz etkisi ve tütün

¹⁶⁸ TCMB (2013t), **Enflasyon Raporu 2013-II**, Ankara, 2013, s. 37.

¹⁶⁹ TCMB (2013u), **Enflasyon Raporu 2013-III**, Ankara, 2013, s. 29.

¹⁷⁰ TCMB (2013v), **Enflasyon Raporu 2013-IV**, Ankara, 2013, s. 35.

sektöründe artan rekabet ile gerileyen fiyatlar, enflasyon üzerinde belirleyici olmuştur. Diğer taraftan Türk lirasında gözlenen değer kaybı enflasyon üzerinde etkili olmaya devam etmiştir.¹⁷¹

TCMB 2013 yılsonunda yıllık enflasyonun hedeften belirgin şekilde sapması üzerine 28 Ocak 2014 tarihinde hükümete açık mektup yazarak enflasyonun hedeften sapmasının nedenleri ile hedefe ulaşmak için alınan ve alınması gereken önlemleri açıklamıştır.¹⁷²

2013 yılında enflasyon beklentileri ise, 2009 yılından itibaren olduğu gibi, gerçekleşen enflasyonun dalgalı bir seyir izlemesine rağmen, sınırlı ölçüde dalgalandığı gözlemlenmiştir.¹⁷³

2013 yılında krediler, Mayıs ayına kadar güçlü sermaye akımlarının etkisiyle hızlı bir şekilde büyümüştür. Mayıs ayında ABD Merkez Bankası FED’ in yaptığı varlık alım programını azaltmaya yönelik açıklamalar sonrasında diğer gelişmekte olan ülkelerde olduğu gibi Türkiye’de de sermaye çıkışları yaşanmıştır. Bunun sonucunda ise kredi büyümesi yavaşlamıştır.¹⁷⁴ Ayrıca TCMB’nin yılın ilk yarısında rezervlerin artışının sürdürülmesi ve kredi artışlarının yavaşlatılması amacına yönelik uyguladığı politika kapsamında, politika faizi ile koridorun alt ve üst bantlarında indirimde gidilmiş, yabancı para zorunlu karşılıkları artırılmış ve rezerv opsiyon katsayısında da artışa gidilmiştir.¹⁷⁵ Böylelikle yılın ikinci yarısında kredi artış hızının yavaşlamasında TCMB’nin bu politikalarının da etkisinin olduğu söylenebilir.

¹⁷¹ TCMB (2014a), **Enflasyon Raporu 2014-I**, Ankara, 2014, s. 21.

¹⁷² TCMB (2014b), “**Bankamız Kanunu’nun 42. Maddesi Uyarınca Hükümete Gönderilen Açık Mektup**”, 28.01.2014.

¹⁷³ Bkz. 2009-2012 yılları için uygulanan para politikasının etkinlikleri.

¹⁷⁴ BDDK (2014a), “**Türk Bankacılık Sektörü Genel Görünümü**”, Sayı: 2014/1, Aralık 2013, s. 19-20.

¹⁷⁵ Göktuğ Şahin, “Dikkat: Faiz Düşüyor”, **Stratejik Düşünce Enstitüsü**, (çevrimiçi) <http://www.sde.org.tr/tr/newsdetail/dikkat-faiz-dusuyor/3356> e.t. 06.11.2014.

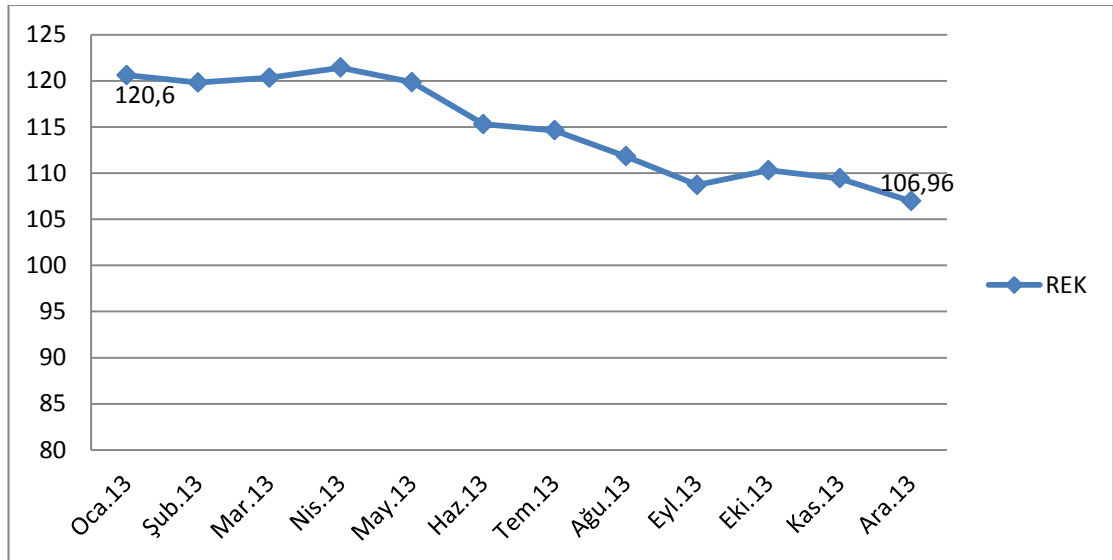
Tablo 32: 2013 Yılında Toplam Kredilerin Gelişimi

	Toplam Krediler (Milyar TL)	Artış Oranı (Çeyrek Dönemler İtibariyle)
Aralık 2012	794,756	
Mart 2013	833,557	% 4,9
Haziran 2013	921,178	% 10,5
Eylül 2013	990,441	% 7,5
Aralık 2013	1.047,428	% 5,8
Yıllık Artış Oranı:		% 31,8

Kaynak: BDDK (2014a), “Türk Bankacılık Sektörü Genel Görünümü”, Sayı: 2014/1, Aralık 2013, s. 19.

Finansal istikrar açısından takip edilen diğer değişken Reel Efektif Döviz Kuru (REK) ise Ocak ayında 120,6 seviyesinde iken Mart ayında 120,33, Nisan ayında biraz daha yükselerek 121,4 seviyesine çıkmıştır. Bu aylarda müdahale için sınır değer olan 120’nin aşılması sonucu yapılan müdahalelerle (politika faizi indirimi gibi) Mayıs ayında 120 değerine geri dönen REK, müdahalelerin etkili olduğunu göstermektedir¹⁷⁶. Mayıs ayında FED’ in yaptığı açıklamadan sonra sermaye çıkışlarının yaşanmasıyla, TL değer kaybetmeye başlamış ve REK düşmüştür. Yılsonunda ise 106,96 seviyesine kadar gerilemiştir. (Grafik 17)

Grafik 17: 2013 Yılı TÜFE Bazlı Reel Efektif Döviz Kuru (2003=100)



Kaynak: TCMB (k), Kurlar-Reel Efektif Döviz Kuru-TÜFE Bazlı, (çevrimiçi) <http://evds.tcmb.gov.tr/> e.t. 12.12.2014.

¹⁷⁶ Orhan Karaca, “Reel kur müdahale sınırından uzaklaşıyor”, **Ekonomist Online**, (çevrimiçi) <http://www.ekonomist.com.tr/reel-kur-mudahale-sinirindan-uzaklasiyor-KoseYaziDetay/4925.aspx> e.t. 01.12.2014, 9 Haziran 2013.

2013 yılının sonunda cari açık/GSYİH oranı %7,91 seviyesine yükselmiştir¹⁷⁷. Yılın son çeyreğinde cari dengenin en önemli kalemi dış ticaret dengesi (mevsimsel düzeltilmiş) bozulmuştur. 2013 yılının üçüncü çeyreğinde dış ticaret açığı bir önceki çeyreğe kıyasla gerilerken, yılın son çeyreğinde yükselmiştir. Dış ticaret açığının, dolayısıyla cari açığının genişlemesinde Aralık ayında yeniden belirginleşen altın ithalatı önemli pay sahibi olmuştur.¹⁷⁸

3.2.2.4. 2014 Yılı Para Politikası

TCMB 2014 ve 2015 yıllarında olduğu gibi Hükümetle varılan mutabakata paralel olarak 2016 yılı için de enflasyon hedefini % 5 olarak belirlemiştir. Belirsizlik aralığı ise önceki yıllarda olduğu gibi her iki yönde % 2 puan olarak korunmuştur. TCMB yeni para politikası çerçevesinde enflasyonu hedefle uyumlu seviyelerde tutmayı amaçlarken 2014 yılında da finansal istikrarı gözetmeye devam etmiştir.¹⁷⁹

Tablo 33: Hedefle Tutarlı Patika, Yılsonu Enflasyon Hedefleri ve Belirsizlik Aralığı (2014-2016)

	2014				2015	2016
	Mart	Haziran	Eylül	Aralık	Aralık	Aralık
Belirsizlik Aralığı Üst Sınırı	7,00	7,00	7,00	7,00	7,00	7,00
Hedefle Uyumlu Patika ve Hedef	5,00	5,00	5,00	5,00	5,00	5,00
Belirsizlik Aralığı Alt Sınırı	3,00	3,00	3,00	3,00	3,00	3,00

Kaynak: TCMB (2013y), “2014 Yılında Para ve Kur Politikası”, Ankara, 24 Aralık 2013.

TCMB 2014 yılının başından itibaren para politikasında sıkı bir duruş sergilemiştir¹⁸⁰. Bu çerçevede Merkez Bankası Para Politikası Kurulu Ocak 2014’de

¹⁷⁷ TCMB (t), a.g.e..

¹⁷⁸ TCMB (2013z), **Ödemeler Dengesi Raporu 2013-IV**, 2013, Ankara, s. 6.

¹⁷⁹ TCMB (2013y), “2014 Yılında Para ve Kur Politikası”, Ankara, 24 Aralık 2013, s. 2.

¹⁸⁰ Milliyet, “2015 yılı para ve kur politikası açıklandı”, (çevrimiçi) <http://www.milliyet.com.tr/2015-yili-para-ve-kur-politikasi/ekonomi/detay/1982297/default.htm> e.t. 02.05.2015.

önemli kararlar almıştır. Bu kararlara göre; Politika faizi olan haftalık repo ihale faiz oranı 5,5 puan artırılarak % 4,5'dan % 10'a, gecelik borç alma faiz oranı % 3,5'dan % 8'e, borç verme faiz oranı % 7,75'den % 12'ye ve geç likidite penceresi borç verme faiz oranı da % 10,25'den % 15'e artırılmıştır.¹⁸¹

2014 yılında küresel para politikasına ilişkin belirsizlikler, küresel risk iştahının ve sermaye akımlarının verilere duyarlı kalmasına neden olmuştur. Bu süreçte TCMB temkinli politika duruşunu sürdürerek yılın ikinci çeyreğinden itibaren ölçülü faiz indirimlerine gitmiştir.¹⁸² Bu çerçevede politika faizini Mayıs ayında % 9,5'e, Haziran ve Temmuz aylarında ise sırasıyla 8,75 ve 8,25'e indirmiştir. Gecelik borç alma faiz oranını Temmuz ayında % 7,5'e, borç verme faiz oranını Ağustos ayında % 11,25'e çekmiştir. Geç likiditesi borç verme oranını ise Nisan ve Ağustos aylarında sırasıyla 13,50 ve 12,75'e indirmiştir.¹⁸³

Diğer taraftan, bankacılık sektörünün son yıllarda artan oranda mevduat dışı fonlama kaynaklarına yöneldiğinin farkına varılmıştır. Bu durumun finansal istikrarda etkileri göz önünde bulundurularak TCMB tarafından zorunlu karşılıkların TL olarak tutulan kısmına faiz ödenmesi uygulaması çekirdek yükümlülükleri destekleyecek şekilde yürürlüğe konulmuştur.¹⁸⁴

2014 yılı enflasyon gelişmelerine incelendiğinde, ilk çeyrekte yıllık bazda enflasyon oranı % 8,39'a yükselmiştir (Grafik 18). Enflasyonun yükselmesinde giyim grubundaki artışın mevsimsel ortalamanın üzerinde seyretmesi etkili olmuştur.¹⁸⁵ Böylelikle enflasyon oranı belirsizlik aralığının üst sınırı olan % 7 seviyesini aşmıştır.

¹⁸¹ Mahfi Eğilmez (2014), "Merkez Bankası faizi artırdı", **CNBCE**, (çevrimiçi) <http://www.cnbce.com/yorum-ve-analiz/dr-mahfi-egilmez/merkez-bankasi-faizi-artirdi> e.t. 02.05.2015.

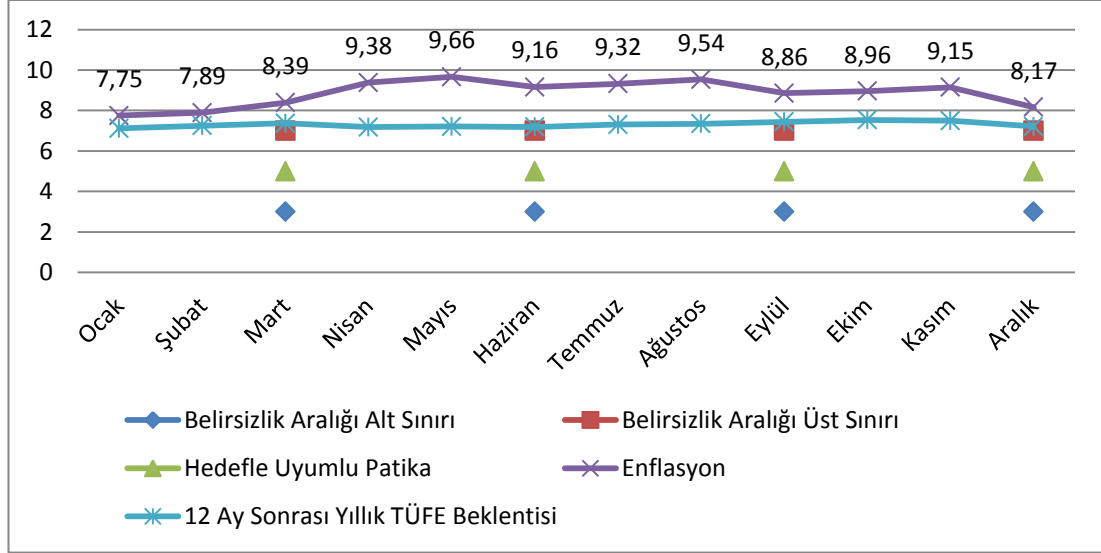
¹⁸² TCMB (2015a), Yıllık Rapor 2014, (çevrimiçi) <http://www3.tcmb.gov.tr/yillikrapor/2014/files/tr-full.pdf> e.t. 02.05.2015, s. 27.

¹⁸³ TCMB (i), **a.g.e.**

¹⁸⁴ TCMB (2015a), **a.g.e.**, s. 41.

¹⁸⁵ Vakıf Emeklilik, 2014 1. Çeyrek Fon Bülteni, (çevrimiçi) <http://www.vakifemeklilik.com.tr/pdf/2014-ceyrek-fon-bulteni.pdf> e.t. 02.05.2015.

Grafik 18: 2014 Yılı Enflasyon Gerçekleşmeleri ve 12 Ay Sonrası Yıllık TÜFE Beklentisi (%)



Kaynak: (TCMB (g), Fiyat Endeksleri (Tüketici Fiyatları) (çevrimiçi) <http://www.tcmb.gov.tr/wps/wcm/connect/TCMB+TR/TCMB+TR/Main+Menu/Para+Politikasi/Fiyat+Istikrari/Tuketici+Fiyatları> e.t. 07.05.2015; TCMB (h), 12 Ay Sonrasının Yıllık TÜFE Beklentisi, (çevrimiçi) <http://evds.tcmb.gov.tr/> e.t. 22.04.2015; TCMB (2013y), “2014 Yılında Para ve Kur Politikası”, Ankara, 25 Aralık)’dan yararlanılarak düzenlenmiştir.

Yılın ikinci çeyreğinde yıllık enflasyon bir önceki çeyreğe göre 0,8 puan artarak % 9,16 olarak gerçekleşmiştir. Gıda ve temel mal fiyatları, bu çeyrekte enflasyonda görülen artışın temel belirleyicileri olmuştur.¹⁸⁶ Yılın üçüncü çeyreğinde ise başlıca olarak enerji ve temel mal gruplarının etkisiyle, yıllık tüketici enflasyonunda düşüş görülmüş ve % 8,86 olarak gerçekleşmiştir¹⁸⁷.

Yılın sonunda enflasyon oranı biraz daha gerileyerek % 8,17 olmuştur. Bu oran % 7 olan belirsizlik aralığının üst sınırının aşıldığını göstermektedir ve dolayısıyla hükümete açık mektup yazılmasını gerektirmiştir. 12 ay sonrası yıllık TÜFE beklentisi ise yıl boyunca gerçekleşen enflasyonun aksine çok fazla dalgalanma göstermemiştir. Bu durum enflasyondaki dalgalanmaların, enflasyon beklentileri üzerinde olumsuz etkilerinin olmadığını göstermektedir.

Ocak ayında politika faizinde yapılan ciddi artış döviz kuru ve enflasyon üzerinde önemli etkileri olmuştur. Her ne kadar enflasyon hedefi tutturulamamış olsa

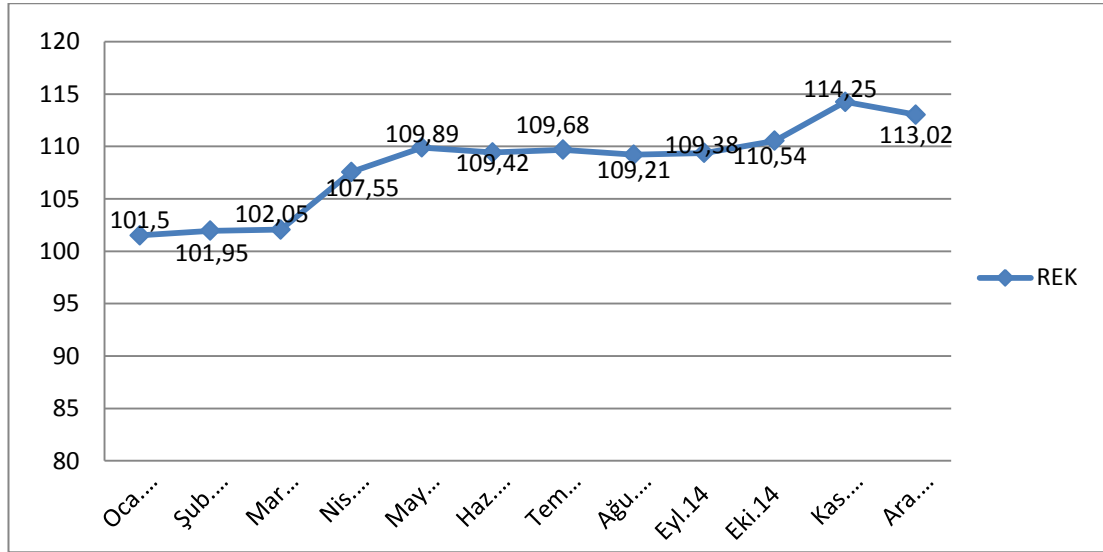
¹⁸⁶ TCMB (2014c), **Enflasyon Raporu 2014-III**, Ankara, 2014, s. 4.

¹⁸⁷ TCMB (2014d), **Enflasyon Raporu 2014-IV**, Ankara, 2014, s. 4.

da Eğilmez (2015)'in de belirttiği üzere, eğer politika faizinde bu denli bir artış olmasaydı 2014 yılının sonunda çok daha yüksek bir enflasyon oranı gerçekleşebilirdi.¹⁸⁸

Döviz kurundaki gelişmelerin bir göstergesi olarak takip edilen reel efektif döviz kuru, Mayıs 2006 tarihinden itibaren en düşük seviyesine gerileyerek 101,5 olarak gerçekleşmiştir. Söz konusu değer Ocak ayından itibaren artış eğilimine girmiş, yani TL değer kazanmaya başlamıştır. Mayıs ayından itibaren ise Kasım ayına kadar istikrarlı bir seyir izlemiştir. Kasım ayında son 16 ayın en yüksek seviyesine çıkmış ve yılsonunda müdahale için eşik değer olan 120-122 seviyesinin altında kalarak 113,02 olarak hesaplanmıştır. (Grafik 19)

Grafik 19: 2014 Yılı TÜFE Bazlı Reel Efektif Döviz Kuru (2003=100)



Kaynak: TCMB (o), Kurlar-Reel Efektif Döviz Kuru-TÜFE Bazlı (Arşiv), (çevrimiçi) <http://evds.tcmb.gov.tr/> e.t. 02.05.2015.

Finansal istikrar için önemli olan göstergelerden biri olan krediler, 2013 yılının aksine 2014 yılında önemli ölçüde güç kaybetmiştir. Aralık 2013'te yıllık bazda % 31,8 artan krediler, Aralık 2014'te % 18,5 artarak 1,241 trilyon dolar olarak gerçekleşmiştir (Tablo 34).

¹⁸⁸ Mahfi Eğilmez (2015), "Faiz: Neden mi Sonuç mu?", (çevrimiçi) <http://www.mahfiegilmez.com-/2015/02/faiz-neden-mi-sonuc-mu.html> e.t. 02.05.2015.

Tablo 34: 2014 Yılında Toplam Kredilerin Gelişimi

	Toplam Krediler (Milyar TL)	Artış Oranı (Çeyrek Dönemler İtibariyle)
Aralık 2013	1.047	
Mart 2014	1.083	% 3,4
Haziran 2014	1.124	% 3,8
Eylül 2014	1.187	% 5,6
Aralık 2014	1.241	% 4,5
Yıllık Artış Oranı:		% 18,5

Kaynak: BDDK (2014b), “Türk Bankacılık Sektörü Temel Göstergeleri”, (çevrimiçi) <https://www.bddk.org.tr/WebSitesi/turkce/Raporlar/TBSGG/TBSGG.aspx> e.t. 03.05.2015.

Kredilerin makul düzeylere gerilemesinde makro ihtiyati tedbirler ve sıkı para politikası etkili olmuştur. Kredilerin GSYİH’ye göre hızlı bir şekilde artış göstermesi, finansal sistemi şoklara karşı daha kırılgan hale getirmektedir. Böylelikle 2014 yılında kredi büyüme hızının yavaşlaması, finansal istikrar açısından olumlu bir gelişme olarak değerlendirilebilmektedir.¹⁸⁹ Cari açık/GSYİH oranının ise % 5,75 seviyesine gerileyerek önemli ölçüde azalması finansal istikrar açısından önemli bir gelişme olmuştur.¹⁹⁰

3.2.2.5. 2015 Yılı (Ocak-Nisan) Para Politikası

TCMB, 2015 yılına politika faizinde indirimle giderek başlamıştır. Politika faizi olan bir hafta vadeli repo ihale faiz oranı % 8,25 seviyesinden % 7,75 seviyesine çekilerek yarım puanlık faiz indirimine gidilmiştir.¹⁹¹ Ayrıca aynı ay içinde TCMB Başkanı Başçı, Ocak ayı enflasyonun beklentilerin altında gerçekleşmesi halinde (1 puandan daha fazla düşüş olursa), TCMB’nin bir sonraki toplantı tarihini (24 Şubat) beklemeden bir ara toplantı ile faiz oranlarını düşürebileceğini söylemiştir. Yani Ocak ayında enflasyonun, Aralık 2014’teki enflasyon oranının (%8,17) bir puan altı olan % 7,17 veya altında olması halinde, faiz indirimine gidilebileceği ifade edilmiştir.¹⁹²

¹⁸⁹ TCMB (2014e), **Finansal istikrar raporu – Kasım 2014**, Sayı: 19, s. 32.

¹⁹⁰ TCMB (t), **a.g.e.**

¹⁹¹ Dünya, “MB, 2015’e faiz indirimiyle başladı”, (çevrimiçi) <http://www.dunya.com/finans/hazine-tcmb/mb-2015e-faiz-indirimiyle-basladi-250732h.htm> e.t. 07.05.2015.

¹⁹² Sermet Doğan, “Faizlerde indirim gelecek mi?”, **GCM Menkul Kıymetler**, (çevrimiçi) <http://www.anapara.com/haber-detay/uzman-yazar/faizlerde-indirim-gelecek-mi-/3105/> e.t. 07.05.2015.

Ocak ayı yıllık enflasyon oranı % 7,24 olması üzerine ara toplantı yapılmayacağı açıklanarak faiz indirimi yapılmamıştır. Daha sonraki Şubat ayında yapılan toplantıda politika faizi 25 baz puan düşürülerek % 7,50 seviyesine çekilmiştir. Gecelik borç alma faiz oranı ise % 7,50'den % 7,25'e, borç verme faiz oranı % 11,25'den % 10,75'e ve geç likidite penceresi borç verme faiz oranı % 12,75'ten % 12,25'e indirilmiştir. Mart ve Nisan aylarında ise faiz oranlarında bir değişikliğe gidilmeyerek temkinli duruş sürdürülmüştür.¹⁹³

Ayrıca, TCMB finansal istikrarı desteklemek amacıyla bankaların ve finansman şirketlerinin yabancı para cinsinden yükümlülüklerinin zorunlu karşılık oranlarını, çekirdek dışı yükümlülüklerde vadelerin uzamasını teşvik edici şekilde tablo 35'deki gibi değiştirmiştir. Bu şekilde % 11,7 olan yabancı para ortalama zorunlu karşılık oranı % 12,8 seviyesine yükselmiştir.¹⁹⁴

Tablo 35: Yabancı Para Zorunlu Karşılık Oranlarına İlişkin Değişiklik

Yabancı Para Mevduat/Katılım Fonu Dışı Yükümlülükler	Mevcut Oranlar (%)	Yeni Oranlar (%)
1 yıla kadar (1 yıl dâhil) vadeli	13	18
2 yıla kadar (2 yıl dâhil) vadeli	11	13
3 yıla kadar (3 yıl dâhil) vadeli	11	8
5 yıla kadar (5 yıl dâhil) vadeli	6	7
5 yıldan uzun vadeli	6	6

Kaynak: TCMB (p), “Zorunlu karşılıklara ilişkin basın duyurusu”, Sayı: 2015-01, 3 Ocak 2015, (çevrimiçi) <http://www.tcmb.gov.tr/wps/wcm/connect/TCMB+TR/TCMB+TR/Main+Menu/Duyurular/Basin/2015/DUY2015-01> e.t. 07.05.2015.

Ocak – Nisan 2015 dönemindeki enflasyon gelişmeleri tablo 36'da gösterilmiştir. 2015 yılının ilk çeyreğinde enflasyon oranları, 2014 yılının sonuna göre Ocak ayında azalırken (son 20 ayın en düşüğü), sonraki aylarda yeniden yükseliş eğilimine girmiş ve enflasyon hedefinin üzerinde seyretmiştir. Ocak ayında

¹⁹³ TCMB (i), **a.g.e.**

¹⁹⁴ TCMB (p), “Zorunlu karşılıklara ilişkin basın duyurusu”, Sayı: 2015-01, 3 Ocak 2015, (çevrimiçi) <http://www.tcmb.gov.tr/wps/wcm/connect/TCMB+TR/TCMB+TR/Main+Menu/Duyurular/Basin/2015/DUY2015-01> e.t. 07.05.2015.

gerçekleşen düşük enflasyonda, uluslararası petrol fiyatlarındaki azalışın etkisi hissedilmiştir¹⁹⁵.

2015 yılının ilk çeyreğinde gıda fiyatlarında, 2014 yılı sonuna kıyasla görülen artış, tüketici enflasyonunun önemli bir kısmını oluşturmuştur. Diğer taraftan petrol fiyatlarındaki tarihi düşüşün enflasyon üzerindeki azaltıcı etkisi Şubat ayından itibaren uluslararası petrol fiyatlarında gözlenen yukarı yönlü hareket ile sınırlanmıştır. Türk Lirasında görülen değer kaybının ise enflasyonist etkileri bu çeyrekte hissedilmiştir¹⁹⁶.

Tablo 36: 2015 Yılı Enflasyon Verileri

	Ocak 2015	Şubat 2015	Mart 2015	Nisan 2015
Enflasyon Hedefi (%)	5	5	5	5
Yıllık Enflasyon (TÜFE - %)	7,24	7,55	7,61	7,91

Kaynak: (TCMB (g), Fiyat Endeksleri (Tüketici Fiyatları) (çevrimiçi) <http://www.tcmb.gov.tr/wps/wcm/connect/TCMB+TR/TCMB+TR/Main+Menu/Para+Politikasi/Fiyat+Istikrari/Tuketici+Fiyatları> e.t. 07.05.2015; TCMB (2013y), “2014 Yılında Para ve Kur Politikası”, Ankara, 25 Aralık) dan yararlanılarak düzenlenmiştir.

TÜFE bazlı reel efektif döviz kuru söz konusu dönemde Türk Lirasının değer kaybetmesiyle birlikte gerilemiştir. Ocak ayında 108,33 olan değer, Şubat ayında 105,5; Mart ayında 104,01; Nisan ayında 102,62 olmuştur¹⁹⁷. Özellikle ABD doları bu dönemde önemli bir şekilde artmıştır. 2 Ocak itibariyle 2,3491 olan ABD doları satış kuru, 30 Nisanda 2,6607’ye kadar yükselmiştir¹⁹⁸. Dolar kurundaki yükselişin nedenlerinin başında, ABD Merkez Bankası’nın faiz artıracığına yönelik beklentiler yer almıştır¹⁹⁹.

¹⁹⁵ Sema Ulutürk Akman, Hakan Bektaş, “2015 Ocak Ayı Enflasyon Raporu”, **İstanbul Üniversitesi İktisat Fakültesi Ekonomik ve Sosyal Araştırmalar Merkezi (İFESAM)**, (çevrimiçi) http://www.istanbul.edu.tr/wpcontent/uploads/2015/02/2015_OCAK_AYI_ENFLASYON_RAPORU.pdf e.t. 06.05.2015.

¹⁹⁶ TCMB (2015b), **Enflasyon Raporu 2015- II**, Ankara, 2015, s. 21-22.

¹⁹⁷ TCMB (r), Kurlar-Reel Efektif Döviz Kuru-TÜFE Bazlı, (çevrimiçi) <http://evds.tcmb.gov.tr/> e.t. 07.05.2015.

¹⁹⁸ TCMB (s), “Gösterge niteliğindeki merkez bankası kurları”, (çevrimiçi) <http://www.tcmb.gov.tr/wps/wcm/connect/tcmb+tr/tcmb+tr/main+menu/istatistikler/doviz+kurlari/gosterge+niteligindeki+merkez+bankasi+kurlarii> e.t. 07.05.2015.

¹⁹⁹ Eren Can Ümüt, “Analiz: Dolardaki yükselişin asıl nedeni ne?”, **Para analiz**, (çevrimiçi) <http://www.paraanaliz.com/forex/analiz-dolardaki-yukselisin-asil-nedeni-ne-h4899.html> e.t. 07.05.2015.

Krediler ise 2015 yılının ilk çeyreğinde % 6,6 artarak 1,32 trilyon TL olmuştur²⁰⁰. Böylelikle kredilerdeki artış hızı 2014 yılında olduğu gibi makul seviyelerde kalmaya devam etmiştir.

Son yıllarda gerçekleşen enflasyon oranlarının hedefleri tutmaması, TCMB'nin uyguladığı para politikasının çokça tartışılmasına neden olmuştur. Bu çerçevede Özatay (2014), son yıllarda enflasyonun yeterince ciddiye alınmadığını belirterek TCMB'nin bu sürenin büyük bir kısmında enflasyonla değil, kimi zaman kredi artış oranı kimi zaman da döviz kuruyla ilgilendiğini belirtmiş ve ayrıca 2010 yılından itibaren uygulanan yeni para politikasını beğenmediğini ifade etmiştir.²⁰¹

Akkaya ve Gürkaynak (2012), TCMB'ye birincil amaç dışında başka amaçlar yüklenmesinin birincil amaçtan sapmaya (enflasyon hedefinin tutturulamamasına) yol açacağını savunmuşlardır. Ayrıca merkez bankasının elindeki araçların sadece fiyat istikrarını sağlamaya uygun olduğunu ve TCMB'den de sadece bunun beklenmesi gerektiğini ifade etmişlerdir.²⁰²

Doğan ve Tunalı (2011) ise fiyat istikrarıyla birlikte finansal istikrara eş anlı olarak ulaşılması amacının olumlu olabileceğini belirtirken, uygulanan politika araçlarının kafa karışıklığına yol açmaması ve TCMB'nin fiyat istikrarına ilişkin kredibilitesini sarsmaması için kamuoyuna açık bir şekilde ifade edilmesi gerekliliğini vurgulamışlardır.²⁰³

²⁰⁰ BDDK (2015), "Türk Bankacılık Sektörü Temel Göstergeleri", Mart 2015, (çevrimiçi) https://www.bddk.org.tr/WebSitesi/turkce/Raporlar/TBSSGG/14114tbs_temel_gostergeler_raporu_mar_t_2015.pdf e.t. 07.05.2015, s. 10.

²⁰¹ Fatih Özatay (2014), "Tablo açık; yoruma gerek var mı?", **Radikal**, (çevrimiçi) http://www.radikal.com.tr/yazarlar/fatih_ozatay/tablo_acik_yoruma_gerek_var_mi-1179400 e.t. 05.12.2014, 04.03.2014.

²⁰² Yıldız Akkaya, Refet S. Gürkaynak, "Cari Açık, Bütçe Dengesi, Finansal İstikrar ve Para Politikası: Heyecanlı Bir Dönemin İzi", **İktisat İşletme ve Finans Dergisi**, 27 (315), 2012, s. 112-114.

²⁰³ Seyhun Doğan, Çiğdem Börke Tunalı, **a.g.e.**, s. 77.

SONUÇ

Son yıllarda sermaye hareketlerinin serbestleşmesi, ekonomilerin birbirlerine olan duyarlılığını artıran en önemli etkenlerden biri olmuştur. Bu şekilde bir ekonomide ortaya çıkan kriz hızlı bir şekilde yayılarak diğer ekonomileri etkileyebilmiştir. ABD’de ortaya çıkan ve başta gelişmiş ekonomiler olmak üzere dünyadaki tüm ekonomilere sirayet ederek küresel bir boyut kazanan 2008 Küresel Ekonomik Krizi ise bu duruma bir örnektir.

2008 Küresel Krizi ABD’de finans sektöründe ortaya çıkmış ve buradan reel sektöre sıçrayarak tüm ekonomilerde etkili olmuştur. Bu durumu kontrol altına almak isteyen gelişmiş ülkeler ise genişleyici para politikası uygulamalarına yönelmişlerdir. Bu genişleyici politikalar, küresel piyasalarda faizleri düşürerek hem ucuz finansmanı arttırmış hem de yatırımcılar için görece faizlerin yüksek olduğu gelişmekte olan ülkeleri daha cazip kılmıştır. Bunun sonucunda ise uluslararası sermaye gelişmekte olan ülkelere yönelmiş ve bu durumdan Türkiye de nasibini almıştır.

Türkiye’de kısa vadeli sermaye hareketlerinin artması ise kredilerin artış hızının artmasına ve TL’nin aşırı değerlenmesine neden olmuştur. Ayrıca krizi önleme amacıyla Türkiye’de uygulanan genişleyici politikalar iç talebin artmasına neden olurken, küresel krizden daha çok Türkiye’nin ihracatında payı yüksek olan gelişmiş ekonomilerin etkilenmesi ise ihracat artış hızının yavaşlamasına neden olmuştur. Bu nedenlerden dolayı ise Türkiye’de cari açık önemli boyutlara ulaşmıştır.

Yüksek cari açıkla birlikte cari açığın finansmanın da, bu dönemde, neredeyse tamamının kısa vadeli sermaye ve portföy yatırımlarıyla finanse edilmesi Türkiye ekonomisini ani şoklara karşı kırılgan hale getirmiştir. Zira ani bir sermaye çıkışında veya güvensizlik ortamında dövize olan talebin artması sonucu döviz kurunun yükselmesi, finansal kurumların zarar etmesine neden olarak finansal istikrarsızlık ortamı oluşturabilecektir. Bu açıdan finansal istikrara ilişkin risklerin ortadan kaldırılması önemli hale gelmiştir.

Bu duruma tepki olarak TCMB 2002-2005 döneminde örtük olarak uyguladığı, 2006 yılından itibaren ise açık olarak uyguladığı enflasyon hedeflemesi stratejisini yeniden düzenleyerek 2010 yılının sonuna doğru yeni bir para politikası stratejisi geliştirmiştir.

2002-2010 döneminde uygulanan enflasyon hedeflemesi stratejisinde temel amaç fiyat istikrarıyken bu amaca ulaşmak için kullanılan para politikası aracı ise kısa vadeli faiz oranı olmuştur. Örtük enflasyon hedeflemesinin uygulandığı 2002-2005 döneminde gerçekleşen enflasyon oranı hedefin hep altına kalmış ve 2001 yılının sonunda % 68 olan oran, 2005'in sonunda % 7,7'ye kadar gerilemiştir. Bu dönemde başarılı sonuçlar elde edilmesi ve gerekli koşulların oluştuğu düşüncesiyle 2006 yılında açık enflasyon hedeflemesi rejimine geçilmiştir. Bu yıldan itibaren enflasyon hedefleri açık olarak ilan edilmiş ve hedeflere ulaşamadığında hükümete açık mektup yazılmıştır.

Ancak açık enflasyon hedeflemesi rejiminin uygulamaya koyulduğu dönem, dünya konjonktüründe hızlı değişimlerin başladığı bir döneme denk geldiğinden Türkiye ekonomisi bir dizi şokla karşılaşmıştır. Oldukça uzun süre etkili olan bu şoklar, 2006-08 döneminde enflasyondaki düşüşü engelleyerek para politikasından bağımsız bir şekilde enflasyonun hedeflerin üzerinde gerçekleşmesine neden olmuştur. 2009 ve 2010 yıllarında ise küresel krizin de etkisiyle gerçekleşen enflasyon, hedeflere yaklaşarak belirsizlik aralığı içinde kalmıştır.

Yeni para politikası stratejiyle birlikte ise TCMB, fiyat istikrarının yanı sıra finansal istikrarı da hedeflemiştir. Bu iki hedefe ulaşabilmek için ise politika faizi olan bir hafta vadeli ihale faiz oranının yanında faiz koridoru, zorunlu karşılıklar ve rezerv opsiyon mekanizması gibi başka para politikası araçlarını da kullanmaya başlamıştır.

Yeni para politikası stratejisinde finansal istikrarı desteklemek için hem kredi artış hızı hem de reel döviz kurundaki aşırı oynaklık dikkatle takip edilmiştir. Bu kapsamda kriz sonrası hızlanan kredilerin artış hızı uygulanan politikalarla (zorunlu karşılıkların arttırılması gibi) ve BDDK'nın aldığı kararların etkisiyle 2011 yılının ikinci yarısından itibaren azalmaya başlamıştır. 2012 yılında da finansal istikrar

açısından makul seviyelerde devam eden kredilerin artış hızı 2013 yılının ikinci çeyreğinde yeniden hızlanmıştır. Ancak Mayıs 2013'te FED' in tahvil alımlarını Eylül ayından itibaren kısmayı planladıklarını açıklaması üzere küresel belirsizliklerin artması sonucu Türkiye'den sermaye çıkışları yaşanmıştır. Bu durumla birlikte TCMB'nin uyguladığı politikalar sonucunda ise kredilerin artış hızı tekrardan azalma eğilimine girmiştir. Diğer taraftan bu dönemdeki döviz kurundaki oynaklıklar ise TCMB'nin politika faizi ve faiz koridoru gibi araçlarla yaptığı müdahalelerle ve aldığı diğer önlemlerle giderilmiştir.

Kredilerin artış hızının ve reel döviz kurunda oynaklıkların finansal istikrar açısından risk oluşturmayacak seviyelere çekilmesi finansal istikrarda kayda değer bir iyileşme olduğunu ortaya koymaktadır. Fiyat istikrarı açısından ise yeni stratejinin uygulamaya koyulmasından sonra aynı iyileşmenin sağlanamadığı görülmektedir. Zira 2011 yılında gerçekleşen enflasyon oranı (%10,45) belirlenen hedefi (%5,5) neredeyse ikiye katlamıştır. 2012 yılında ise enflasyon oranı (%6,16), hedefin (%5) üzerinde gerçekleşmiş ancak bir önceki yıla kıyasla önemli ölçüde azalarak belirsizlik aralığı içinde kalmıştır. 2013 yılında ise gerçekleşen enflasyon oranı % 7 olan belirsizlik aralığının üst sınırını da aşmış, % 7,4 olarak gerçekleşmiştir. 2014 yılı enflasyon hedefinin % 5 olmasına karşın gerçekleşen yıllık enflasyonun % 8,17 olarak gerçekleşmesi de, finansal istikrarda elde edilen olumlu sonuçların aynı şekilde fiyat istikrarında elde edilemediğini göstermektedir.

Sonuç olarak, yeni para politikası stratejisi uygulanmaya başladıktan sonra finansal istikrara ilişkin olumlu sonuçlar elde edilirken, fiyat istikrarında aynı şekilde olumlu sonuçlar alınamadığı gözlemlenmiştir. Ancak yeni para politikası stratejisinin başarılı ya da başarısız olarak değerlendirebilmek için henüz erken olduğu düşünülmektedir. Ayrıca, finansal istikrarın sağlanmasıyla ilgili diğer kurumlarla birlikte, TCMB'nin finansal istikrarın sağlanmasına yönelik yaptığı uygulamaların gerekli ve önemli olduğu söylenebilir.

KAYNAKÇA

Kitaplar

- Altınırmak, Serpil: “Konut Finansman Sistemi”, **Emlak Finans ve Emlak Değerleme**, ed. Serpil Altınırmak, T.C. Anadolu Üniversitesi Yayını No: 2773, Eskişehir, 2013.
- Apak, Sudi, Ayhan Aytaç: **Küresel Krizler (Kronolojik Değerlendirme ve Analiz)**, İstanbul, Avcıol Basım Yayın, 2009.
- Aslan, M. Hanifi: **Makro İktisat Politikası**, Bursa, Alfa Aktüel Yayınları, 2008.
- Barbaroux, Nicolas: **Monetary Policy Rule in Theory and Practice**, Routledge Journals Taylor & Francis Ltd., 2013.
- Bernanke, Ben S., vd.: **Inflation Targeting: Lessons From International Experience**, Princeton, Princeton University Press, 1999.
- Cesur, Fatma: **Para ve Para Teorileri**, 2. Bsk., Edirne, Paradigma Kitabevi Yayınları, Eylül 2013.
- Doğan, Seyhun: “Küreselleşme, Finansal Kriz Olgusu ve İstikrar”, **Güncel Ekonomik Sorunlar: Global Kriz**, Ed. Sadi Uzunoğlu, Literatür Yayınları, 2009.
- Durmuş, Mustafa: **Kapitalizmin Krizi**, 4. Bsk., Ankara, Gazi Kitabevi, 2013.
- Eğilmez, Mahfi (2009): **Küresel Finans Krizi**, Ed. Saadet Özkal, 4. bs., İstanbul, Remzi Kitabevi, 2009.
- Eroğlu, Ö., M. Albeni: **Küreselleşme, Ekonomik Krizler ve Türkiye**, Bilim Kitabevi Yayınları, Isparta, 2002.
- Fauver, Robert C.: **Global Financial Crisis**, Ed. Paola Savona, John J. Kirton and Chiara Oldani, Ashgate Publishing Ltd, 2011.
- Foster, Bellamy, Fred Magdoff: **The Great Financial Crisis**, Monthly Review Press, New York, 2009.
- Hermann, Charles F.: **International Crises; Insights From Behavioral Research**, New York: Free Press, 1972.
- Karabulut, Gökhan: **Gelişmekte Olan Ülkelerde Finansal Krizlerin Nedenleri**, İstanbul, Der Yayınları, 2002.
- Karaçor, Zeynep, Korhan Gökmenoğlu: “Finansal Kriz modelleri”, **Küresel Ekonomik ve Finansal Kriz Türkiye Ekseninde Sorunlar ve Çözümleri**, Ed. Murat Çetinkaya, Nobel Yayın, Nisan 2011.

- Karakayalı, Hüseyin, Ferhan Sayın: “Türkiye’de 2008 Krizinin Sinyal Yaklaşımı ile Değerlendirilmesi”, **Küresel Ekonomik ve Finansal Kriz Türkiye Ekseninde Sorunlar ve Çözüm Önerileri**, Ed. Murat Çetinkaya, Nobel Yayın, Nisan 2011.
- Mishkin, Frederic S., Apostolos Serletis: **The Economics of Money, Banking and Financial Markets**, Third Canadian Edition, Toronto, Pearson Addison Wesley, 2006.
- Orhan, Osman Z., Seyfettin Erdoğan: **Para Politikası**, Kocaeli, Umuttepe Yayınları, 2013.
- Fatih Özatay (2011): **Parasal İktisat Kuram Ve Politika**, Ankara, Efil Yayınevi, 2011.
- Özatay, Fatih (2013): **Finansal Krizler ve Türkiye**, 4. Bsk., Doğan Kitap, 2013.
- Özel, Saruhan: **Gelişmekte Olan Ülkeler ve Finansal Krizler**, İstanbul, Deniz Kültür Yayınları No:3, 2005.
- Özsoylu, Ahmet Fazıl, İlter Unlukaplan, Melek Akdoğan Gedik: **Küresel Kriz ve Türkiye**, Adana, Karahan Kitabevi, 2010.
- Öztürk, Nazım: **Para Banka Kredi**, 2. Bsk., Bursa, Ekin Basım Yayın Dağıtım, 2014.
- Parasız, İlker (2009a): **Para Teorisi ve Politikası**, 2. Bsk., Ezgi Kitabevi, 2009.
- Parasız, İlker (2009b): **Finans Krizinin Güven Krizine Dönüşmesi Küresel Kriz**, Ezgi Kitabevi, 2009.
- Roubini, Nouriel, Stephen Mihm: **Kriz Ekonomisi**, Çev. Işıl Tezcan, Pegasus Yayınları, 2011.
- Sönmez, Cahit: “Küresel Krizin Çıkış Kaynağı: Mortgage Kredileri”, **Güncel Ekonomik Sorunlar: Global Kriz**, Ed. Sadi Uzunoğlu, Literatür Yayınları, 2009.
- Şıklar, İlyas: **Para Teorisi ve Politikası**, Ed. Sevgi Gerek, 1. Bsk., Eskişehir, Anadolu Üniversitesi Yayını No: 1583, 2004.
- Tarı, Recep, Cemil Erarslan, Yüksel Bayraktar: “Küresel Ekonomik Kriz ve Belirleyicileri Üzerine Bir Değerlendirme”, **Küresel Ekonomik ve Finansal Kriz Türkiye Ekseninde Sorunlar ve Çözüm Önerileri**, Ed. Murat Çetinkaya, Nobel Yayın, Nisan 2011, s. 20.
- Tunay, K. Batu: **Makro Ekonomi Teori ve Politika**, İstanbul, Arıkan Basım Yayın Dağıtım, 2007.

Uzunoğlu, Sadi: “Krizin Etkisini FED’in Bilançosundan Okumak”, **Güncel Ekonomik Sorunlar: Global Kriz**, Ed. Sadi Uzunoğlu, Literatür Yayınları, 2009.

Ünsal, Erdal: **Makro İktisat**, Onuncu bsk., Ankara, İmaj Yayınevi, 2013.

Yıldırım, Kemal, **Makroekonomi**, 8. bsk., Ankara, Seçkin Yayıncılık, 2009.
Doğan Karaman,
Murat Taşdemir:

Makaleler

Acar, Ozan: “Türkiye’de Dış Ticaret ve Dış Ticaretin Finansmanı Durum Değerlendirmesi”, Temmuz 2009, (çevrimiçi) http://www.tepav.org.tr/upload/files/1271243520r1334.Dis_Ticaretin_Finansmani_Raporu.pdf e.t. 09.12.2013.

Akkaya, Yıldız, Refet S. Gürkaynak: “Cari Açık, Bütçe Dengesi, Finansal İstikrar ve Para Politikası: Heyecanlı Bir Dönemin İzi”, **İktisat İşletme ve Finans Dergisi**, 27 (315), 2012, s. 93-119.

Aktan, Coşkun Can, Hüseyin Şen: “Ekonomik Kriz: Nedenler ve Çözüm Önerileri”, **Yeni Türkiye Dergisi Ekonomik Kriz Özel Sayısı II**, S. 42, 2011, s. 1225–1230.

Alantar, Doğan: “Küresel Finansal Kriz: Nedenleri Ve Sonuçları Üzerine Bir Değerlendirme”, **Maliye Finans Yazıları Dergisi**, S. 81, Ekim 2008.

Alparslan, Melike, P. Ataman Dönmez: “Enflasyon Hedeflemesi”, **Türkiye Bankalar Birliği**, (çevrimiçi) https://www.tbb.org.tr/Dosyalar/Dosyalar/Enflasyon_Hedefl_emesi.doc e.t. 16.10.2014.

Altuntepe, Nihat: “2008 Küresel Krizin Ülkelerin İstihdam Yapısı Üzerine Etkilerinin Dinamik Bir Analizi”, (çevrimiçi) <http://edergi.sdu.edu.tr/index.php/sduvd/article/viewFile/1372/1460>, e.t. 08.11.2013.

Aslan, Hadiye: “İpotekli Konut Finansman Sisteminde Kriz”, **BDDK 8. Kuruluş Yıl Dönümü Konferans Notu**.

Aykaç, Burhan: “Kamu Yönetiminde Kriz ve Kriz Yönetimi”, **Gazi Üniversitesi İ.İ.B.F. Dergisi**, 2001, s.123-132

Başçı, Erdem (2012b): “Monetary Policy of Central Bank of the Republic of Turkey after Global Financial Crisis”, **Insight Turkey**, C. 14, S. 2, 2012, s. 23-26.

Başçı, Erdem (2012c): “TCMB Para Politikaları”, **İktisat ve Toplum Dergisi**, S. 17, 2012, s. 4.

- Başçı, Erdem, Hakan Kara: “Finansal İstikrar ve Para Politikası”, **TCMB Çalışma Tebliği No:11/08**, Mayıs 2011.
- Başkaya, Soner, Hakan Kara, Defne Mutluer: “Expectations, Communication and Monetary Policy in Turkey”, **The Central Bank of the Republic of Turkey**, Working Paper No:08/01, March 2008.
- Başkaya, Yusuf, Soner, Eda Gülşen, A. Hakan Kara: “İletişim Politikası ve Enflasyon Beklentileri”, **TCMB Ekonomi Notları**, Sayı: 2012-14, 2012.
- Berberoğlu, Murat: “Mortgage-İpotekli Konut Finansman-Sistemi Ve Bu Sistemin Türkiye’de Uygulanabilirliği”, **International Journal of Economic and Administrative Studies**, Yıl 1, C. 1, S. 2, ISSN 1307-9832, Kış 2009, s. 119-146.
- Bocutoğlu, Ersan, Aykut Ekinci: “Genel Teori, Küresel Krizler ve Yeniden Maliye Politikası”, **Maliye Dergisi**, S. 156, Ocak-Haziran 2009, s. 66-82.
- Buluş, Abdulkadir, Esra Kabaklı: “1929 Ekonomik Buhranı İle Son Dönem Global Krizin Karşılaştırılması”, **SÜ İİBF Sosyal ve Ekonomik Araştırmalar Dergisi**, C. 13, S. 19, 2010, s. 1-22.
- Cambazoğlu, Birgül, Hacer Simay Karaalp: “Parasal Aktarım Mekanizması Döviz Kuru Kanalı: Türkiye Örneği”, **Celal Bayar Üniversitesi İ.İ.B.F. Yönetim ve Ekonomi Dergisi**, C. 19, S. 2, 2012, s. 53-66.
- Crouhy, Michel G., Robert A. Jarrow, Stuart M. Turnbull: “The Subprime Credit Crisis of 07”, Temmuz 2008, (çevrimiçi) http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1112467 e.t. 28.11.2013.
- Çınar, Barış, v.d.: “Küresel Kriz, Etkileşim Kanalları ve Türkiye Ekonomisi”, **TCMB Ekonomi Notları**, S. 2010-7, Mayıs 2010.
- Darıcı, Burak: “Finansal İstikrar ve Finansal İstikrara Yönelik Kamusal Sorumluluk Çerçevesinde Para Politikası: Türkiye Analizi”, (çevrimiçi) https://www.tbb.org.tr/Content/Upload/Dokuman/1368/TBB_finansal_istikrar_raporu_19092012.pdf e.t. 12.02.2015.
- Delice, Güven: “Finansal Krizler: Teorik Ve Tarihsel Bir Perspektif”, **Erciyes Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi**, S. 20, Ocak-Haziran 2003, s.57 – 81.
- Demir, Faruk: “ABD Mortgage Krizi”, **BDDK Çalışma Tebliği**, S. 3, Ağustos 2008.
- Demirhan, Banu: “Türkiye’de Yeni Yaklaşım Çerçevesinde Para Politikalarının Finansal İstikrarı Sağlama Yönünde Uygulaması”, **Afyon Kocatepe Üniversitesi İİBF Dergisi**, C. XV, S. II, 2013.

- Doğan, Seyhun, Çiğdem Börke Tunalı: “Küreselleşme Sürecinde Finansal İstikrar-Para Politikası İlişkisi: Türkiye İçin Bir Değerlendirme (2001 Krizi Sonrası)”, **İstanbul Üniversitesi İktisat Fakültesi Mecmuası**, C. 61, S. 2, 2011, s. 51-81.
- Doğanlar, Murat, Harun Bal, “Döviz Krizi Modelleri”, **Ç.Ü. Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi**, C. 16, S. 1, 2007, s.253-276.
- Edwards, S., “Does the Current Account Matter?”, **National Bureau of Economic Research Working Papers**, No:8275, 2001.
- Erarslan, Cemil, Yüksel Bayraktar: “Konut Balonlarının Oluşumunda Fed’in Rolü ve Küresel Krizden Çıkartılacak Bazı Dersler”, **İktisat Fakültesi Mecmuası**, C. 62, S. 2, 2012, s. 38-59.
- Erdönmez, Pelin Ataman: “Küresel Kriz ve Ülkeler Tarafından Alınan Önlemler Kronolojisi”, **Bankacılar Dergisi**, S. 68, 2009, s. 85-101.
- Erkekoğlu, Hatice, Emine Bilgili: “Parasal Krizlerin Tahmin Edilmesi: Teori ve Uygulama”, **Erciyes Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi**, S. 24, Ocak - Haziran 2005, s. 15-36.
- Eroğlu, İlhan: “Açık Enflasyon Hedeflemesi Stratejisi ve Türkiye Deneyimi”, **KMU İİBF Dergisi**, Aralık 2007 Sayısı.
- Ersan, İhsan: “Küresel Finansal Kriz ve Türkiye (I)”, **SERPAM**, (çevrimiçi) <http://serpam.org/wp-content/uploads/Makale1-%C4%B0E.pdf> e.t. 18.12.2014.
- Esquivel, Gerardo, Felipe Larraín B.: “Explaining Currency Crises”, **Harvard University Development Discussion Paper**, S. 666, 1998.
- Göçer, İsmet (2012): “2008 Küresel Ekonomik Krizin Nedenleri ve Seçilmiş Ülke Ekonomilerine Etkileri: Ekonometrik Bir Analiz”, **Yönetim ve Ekonomi Araştırmaları Dergisi**, S. 17, 2012, s. 18-37.
- Göçer, İsmet (2013): “Türkiye’de Cari Açığın Nedenleri, Finansman Kalitesi ve Sürdürülebilirliği: Ekonometrik Bir Analiz”, **Eskişehir Osmangazi Üniversitesi İİBF Dergisi**, 8(1), Nisan 2013, s. 213-242.
- Hull, John C.: “The Credit Crunch of 2007, What Went Wrong? Why? What Lessons Can Be Learned?”, (çevrimiçi) <http://www-2.rotman.utoronto.ca/~hull/downloadablepublications/CreditCrunch.pdf>, e.t. 07.11.2013.
- Jaffee, Dwight M.: “The U.S. Subprime Mortgage Crisis: Issues Raised and Lessons Learned”, **Commission on Growth and Development**, Working Paper No. 28, 2008.
- Joyce, Michael, vd.: “The Financial Market Impact Of Quantitative Easing”, **Bank Of England**, Working Paper No. 393, 2010.

- Kansu, Aydan: “Para Politikasında Şeffaflık Ve Enflasyonist Beklentilerin Yönlendirilmesi”, **Doğuş Üniversitesi Dergisi**, C. 8, S. 1, 2007, s. 59-71.
- Kara, A. Hakan (2012): “Küresel Kriz Sonrası Para Politikası”, **TCMB Çalışma Tebliği No: 12/17**, Haziran 2012.
- Kara, A. Hakan (2007): “Türkiye’de Enflasyon ve Para Politikası”, **Tüsiad-Koç Üniversitesi Ekonomik Araştırma Forumu Konferansı**, 2 Kasım 2007.
- Kara, A. Hakan, Musa Orak: “Enflasyon Hedeflemesi”, (çevrimiçi) http://www.tcmb.gov.tr/yeni/iletisimgm/kara_orak.pdf e.t. 16.4.2014, Ekim 2008
- Karahan, Özcan: “Asimetrik Bilgi ve Para Politikasının Etkinliği”, **Yönetim ve Ekonomi**, C. 13, S. 2, Manisa, 2006.
- Khakimov, Obid A., Levent Erdoğan, Nilgün Çağlarırnak Uslu: “Assessing Monetary Policy Rule in Turkey”, **International Journal of Economic Perspectives**, C. 4, S. 1, 2010, s. 319-330.
- Kibritçiöğlu, Aykut: “Türkiye’deki Ekonomik Krizler ve Hükümetler, 1969 – 2001”, **Yeni Türkiye Dergisi Ekonomik Kriz Özel Sayısı I**, C. 1, S. 41, 2001, s.174–182.
- Krugman, Paul: “A Model of Balance of Payments Crises”, **Journal of Money, Credit and Banking**, 11(3), 1979, s. 310-325.
- Krugman, Paul: “Balance Sheets, the Transfer Problem and Financial Crises”, **International Tax and Public Finance**, 6, 1999, s. 459–472.
- Kutlu, H. Ali, N. Savaş Demirci: “Küresel Finansal Krizi (2007-?) Ortaya Çıkaran Nedenler, Krizin Etkileri, Krizden Kısmi Çıkış Ve Mevcut Durum”, **Muhasebe ve Finansman Dergisi**, Ekim 2011, s. 121-136.
- Mahrez, Gil, Daniel Kaufmann: “Transparency, Liberalization and Financial Crises”, 1999, (çevrimiçi) <http://siteresources.worldbank.org/INTWBIGOV/ANTCOR/Resources/mehrez1.pdf>, e.t. 26.11.2013.
- Malatyalı, N. Kamuran: “Enflasyon Hedeflemesi, Ülke Uygulamalarına Örnekler Ve Türkiye’de Uygulanabilirliği”, **DPT**, Ankara, 1998.
- Martinez, Guillermo Ortiz: “Inflation Targeting”, (çevrimiçi) <https://www.imf.org/external/np/seminars/eng/2011/res/pdf/go2.pdf> e.t. 16.10.2014.
- Mishkin, F. S. (1995): “Symposium on the Monetary Transmission Mechanism”, **The Journal of Economic Perspectives**, Vol. 9, Number 4, Fall 1995, s. 3-10.

- Mishkin, F. S. (1999): “Global Financial Instability: Framework, Events, Issues”, **Journal of Economic Perspectives**, 13(4), 1999, s. 3-20.
- Mishkin, F. S. (2000): “Inflation Targeting In Emerging Market Countries”, **National Bureau Of Economic Research (NBER)**, Working Paper 7618, Cambridge, Mart 2000.
- Mishkin, F. S. (1996): “Understanding Financial Crises: A Developing Country Perspective”, **National Bureau Of Economic Research (NBER)**, Working Paper 5600, Cambridge, Mayıs 1996,
- Oktar, Suat, Nadir Eroğlu, İlhan Eroğlu: “2008 Global Finans Krizi, Parasal Aktarım Kanalları Ve Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası’nın (TCMB) Deneysel Politika Çabaları”, **Marmara Üniversitesi İ.İ.B. Dergisi**, C. 35, S. 2, 2013, s. 1-28.
- Önder, İzzettin: “Ekonomik Kriz”, **Yeni Türkiye Ekonomik Kriz Özel Sayısı I**, 7(41), 2001, s. 45–55.
- Özatay, Fatih (2012): “Para Politikasında Yeni Arayışlar ve TCMB”, **TEPAV**, Ocak 2012.
- Öztürk, Salih, Çoşkun Biner: “Gelişmekte Olan Ülkelerde Kurala Dayalı Para Politikasının Etkinliği Enflasyon Hedeflemesi Stratejisi: Türkiye Örneği”, **C.Ü. İktisadi ve İdari Bilimler Dergisi**, C. 9, S. 1, 2008.
- Öztürk, Serdar, Bekir Gövdere: “Küresel Finansal Kriz Ve Türkiye Ekonomisine Etkileri”, **SDÜ İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi**, C.15, S.1, 2010, s. 377-397.
- Pombay, Stephanie: “The Great Bubble Transfer”, **MacroMavens**, April 3, 2002.
- Radalet, S., J. Sachs: “The Onset of the EAST Asian Financial Crises”, **NBER Working Paper**, S. 6680, 1998.
- Rawdanowicz, Lukasz: “The 2008-09 Crisis in Turkey: Performance, Policy Responses and Challenges for Sustaining the Recovery”, **OECD Economics Department Working Papers**, No. 819, OECD Publishing.
- Richards, Dan: “The Subprime Crisis Explained”, (çevrimiçi) <http://www.wellingtonwest.com/advisors/ShewfeltMcMillan/documents/TheSubprimeCrisisExplained.pdf> e.t. 08.03.2014.
- Roubini, Nouriel: “Economonitor Flashback: Roubini’s IMF Speech – September 7, 2006”, **Economonitor**, (çevrimiçi) <http://www.economonitor.com/nouriel/2010/09/02/economonitor-flashback-roubinis-imf-speech-september-7-2006/> e.t. 30.06.2014.

- Saatcioğlu, Cem: “Enflasyon Hedeflemesi: Gelişmekte Olan Ülke Uygulamalarına Örnekler Ve Türkiye”, **İSMMM** (çevrimiçi) <http://www.ismmm.org.tr/> e.t. 06.04.2014.
- Sakarya, Burçhan: “Küresel Finansal Yapı ve 2007 Yılı Dalgalanmaları”, **BDDK Çalışma Tebliği**, Sayı:2, Nisan 2008.
- Sapir, Jacques: “Global Finance In Crisis”, **Real-World Economics Review**, S. 46, 2008, s. 82-101.
- Serel, Alpaslan, İsmail Cem Özkurt: “Geleneksel Olmayan Para Politikası Araçları ve Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası”, **Yönetim ve Ekonomi Araştırmaları Dergisi**, S. 22, 2014, s. 58.
- Sönmezer, Sıtkı: “Niceliksel Gevşeme Politikalarının Türk Finansal Piyasaları Üzerindeki Etkileri”, **Maliye Finans Yazıları**, Yıl 28, Sayı 101, Nisan 2014, s. 38-51.
- Songur, Hilmi: “Küresel Krizin İstanbul Borsası Üzerindeki Etkisi”, (çevrimiçi) http://www.finanskulup.org.tr/assets/maliyefinans/82/Hilmi_Songur_Kuresel_Krizin_Istanbul_Borsasi_Uzerindeki_Etkisi.pdf e.t. 16.12.2013.
- Şimşek, Lütfü: “TCMB’nin Finansal İstikrarla İmtihanı”, **Tekirdağ S.M.M.M. Odası Sosyal Bilimler Dergisi**, S. 1, 2012.
- Takım, Abdullah: “Türkiye’de Para Politikası Stratejilerinin Fiyat İstikrarına Etkisi: Enflasyon Hedeflemesi Örneği”, **ZKÜ Sosyal Bilimler Dergisi**, C. 7, S. 13, 2011, s. 15-35.
- Tünsoy, Okan, Abdullah Karasan: “Aşırı Getiri, Konut Kredilerinin Artışı ve Denetimsizlik: Sub-Prime Krizi”, **Hazine Kontrolörleri Derneği** (çevrimiçi) www.hazine.org.tr/makaleler/ekonomi/karasan%20makale.doc, e.t. 21.11.2013.
- Varlık, Cemil: “İkiz Krizler: Para Krizleri İle Bankacılık Krizleri Arasındaki Bağlantılar”, **Ekonomik Yaklaşım Dergisi**, C. 13, S. 42-43, 2002, s. 159-180.
- Yakupoglu, Alper: “Merkez Bankasının 2002- 2009 Yılları Arasında Uyguladığı Para Politikası ve Kur Rejiminin Genel Bir Analizi”, **Maliye Finans Yazıları Dergisi**, Yıl: 24, S. 88, 2010.
- Yay, G. Gürkan: “1990’lı Yıllardaki Finansal Krizler ve Türkiye Krizi”, **Yeni Türkiye Ekonomik Kriz Özel Sayısı II**, 42, s. 1234-1248, (çevrimiçi), <http://gulsunyay.com/portal/documents/files/yeniturkiye2.pdf>, erişim tarihi: 07.11.2013.

- Yıldırım, Süreyya: “2008 Yılı Küresel Ekonomi Krizinin Dünya ve Türkiye Ekonomisine Etkileri”, **KMÜ Sosyal ve Ekonomik Araştırmalar Dergisi**, C. 12, S. 18, 2010, s. 47-55.
- Yükseler, Zafer (2013): “Enflasyon Hedeflemesi: Türkiye Deneyimi (2006-2011 Dönemi)”, **Türkiye Ekonomi Kurumu**, Tartışma Metni 2013/8, 2013.
- Yükseler, Zafer (2009): “Türkiye’de Kriz Dönemlerinde Ekonomik Gelişmeler ve Ödemeler Dengesi Uyumı”, **TCMB**, (çevrimiçi) www.tcmb.gov.tr/yeni/iletisimgm/Krizler_Yukseler.pdf e.t. 10.12.2013, s. 20.

Diğer Kaynaklar

- Başçı, Erdem (2011): “Enflasyon Hedeflemesi ve Finansal İstikrar Konferansı”, **TCMB**, İstanbul.
- Başçı, Erdem (2012a): “2013 Yılında Para ve Kur Politikası Sunumu”, (çevrimiçi) http://www.tcmb.gov.tr/yeni/duyuru/2012/Baskan_ParaPol13Sunum.pdf e.t. 02.09.2014.
- BDDK (2009): “Finansal Piyasalar Raporu - Aralık 2008”, **BDDK Strateji Geliştirme Başkanlığı**, Sayı 12, ISSN 1307-0347, Ankara.
- BDDK (2012): “**Türk Bankacılık Sektörü Genel Görünümü**”, Sayı: 2012/1, Aralık 2011.
- BDDK (2013): “**Türk Bankacılık Sektörü Genel Görünümü**”, Sayı: 2013/1, Aralık 2012.
- BDDK (2014a): “**Türk Bankacılık Sektörü Genel Görünümü**”, Sayı: 2014/1, Aralık 2013.
- BDDK (2014b), “**Türk Bankacılık Sektörü Temel Göstergeleri**”, (çevrimiçi) <https://www.bddk.org.tr/WebSitesi/turkce/Raporlar/TBSGG/TBSGG.aspx> e.t. 03.05.2015.
- BDDK (2015): “Türk Bankacılık Sektörü Temel Göstergeleri”, Mart 2015, (çevrimiçi) https://www.bddk.org.tr/WebSitesi/turkce/-Raporlar/TBSGG/14114tbs_temel_gostergeler_raporu_mart_2015.pdf e.t. 07.05.2015.
- Bernanke, Ben: “Monetary Policy and the Housing Bubble”, (çevrimiçi) <http://www.iepecdg.com.br/uploads/artigos/100301abernanke.pdf> e.t. 08.03.2014, Atlanta, Georgia, Ocak 2010.
- Birger, Jon: “The woman who called Wall Street's meltdown”, Fortune Magazine, (çevrimiçi) http://money.cnn.com/2008/08/04/magazines/fortune/whitney_feature.fortune/index.htm e.t. 28.11.2013.

- Coşkun, Nazende Özkaramete (2012): “2012 Yılı Para ve Kur Politikası”, **Stratejik Düşünce Enstitüsü**, (çevrimiçi) <http://www.sde.org.tr/tr/haberler/1733/2012-yili-para-ve-kur-politikasi.aspx> e.t. 01.12.2014, 02 Ocak 2012.
- Coşkun, Nazende Özkaramete (2014): “Fiyat İstikrarı ve Finansal İstikrar”, **Stratejik Düşünce Enstitüsü**, (çevrimiçi) <http://www.sde.org.tr/tr/newsdetail/fiyat-istikrari-ve-finansal-istikrar/2569> e.t. 06.11.2014.
- Çapraz, İlkay, v.d. (2012): “Ekonomik Rapor 2011”, **İTO**, Yayın no: 2012-15.
- Çapraz, İlkay, v.d. (2013): “Ekonomik Rapor 2012”, **İTO**, Yayın No: 2013-16.
- Doğan, Sermet: “Faizlerde indirim gelecek mi?”, **GCM Menkul Kıymetler**, (çevrimiçi) <http://www.anapara.com/haber-detay/uzman-yazar/faizlerde-indirim-gelecek-mi-/3105/> e.t. 07.05.2015.
- DPT: “2009 Yılı Katılım Öncesi Ekonomik Programı”, Ankara, Aralık 2009. “Orta Vadeli Program (2010–2012)”
- DPT: “Orta Vadeli Program (2010-2012)”
- Durmuş, Savaş: “Türkiye’de 2000’den Sonra Yaşanan Ekonomik Krizler Ve Kriz Döneminde Tüketicilerin İktisadi Davranışları”, (Basılmamış Doktora Tezi), **Celal Bayar Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü**, Manisa, 2011.
- Dünya: “MB, 2015’e faiz indirimiyle başladı”, (çevrimiçi) <http://www.dunya.com/finans/hazine-tcmb/mb-2015e-faiz-indirimiyle-basladi-250732h.htm> e.t. 07.05.2015.
- Eczacıbaşı Menkul Değerler: “Mortgage Piyasası Genel Bir Özet”, (çevrimiçi) <http://www.emdas.com.tr/kurumsal/portal%20mortgage%20sunus.pdf>, e.t. 08.11.2013.
- Eğilmez, Mahfi: Niceliksel Gevşeme (Quantitative Easing, QE), **Ekonomi Sözlüğü**, (çevrimiçi) www.mahfiegilmez.com e.t. 20.04.2015.
- Eğilmez, Mahfi (2012a): “Güncellenmiş Para Politikası Uygulamaları”, (çevrimiçi) <http://www.mahfiegilmez.com/2012/09/guncel-para-politikas.html> e.t. 06.04.2015.
- Eğilmez, Mahfi (2012b): “Reel Efektif Döviz Kuru Endeksi Nedir?”, (çevrimiçi) <http://www.mahfiegilmez.com/2012/11/reel-efektif-doviz-kuru-endeksi-nedir.html> e.t. 01.12.2014, 2012.

- Eğilmez, Mahfi (2014): “Merkez Bankası faizi artırdı”, **CNBCE**, (çevrimiçi) <http://www.cnbce.com/yorum-ve-analiz/dr-mahfi-egilmez/merkez-bankasi-faizi-artirdi> e.t. 02.05.2015.
- Eğilmez, Mahfi (2015): “Faiz: Neden mi Sonuç mu?”, (çevrimiçi) www.mahfiegilmez.com/2015/02/faiz-neden-mi-sonuc-mu.html e.t. 02.05.2015.
- Greenspan, Alan: “Opening Remarks”, **Achieving Price Stability** (A symposium sponsored by the Federal Reserve Bank of Kansas City), Wyoming, 1996.
- Hazine Müsteşarlığı: Türkiye Brüt Dış Borç Stoku, (çevrimiçi) <http://www.hazine.gov.tr/>, e.t. 15.10.2014.
- Joint Center for Housing Studies of Harvard University: “The State of The Nation’s Housing 2008” (çevrimiçi) <http://www.jchs.harvard.edu/sites/jchs.harvard.edu/files/son2008.pdf>, e.t. 22.11.2013.
- Karaca, Orhan: “Reel kur müdahale sınırından uzaklaşıyor”, **Ekonomist Online**, (çevrimiçi) <http://www.ekonomist.com.tr/reel-kur-mudahale-sinirindan-uzaklasiyor-KoseYaziDetay/4925.aspx> e.t. 01.12.2014, 9 Haziran 2013.
- Karagöl, Erdal Tanas, Ülkü İstiklal Mihçioğur, Ahmet Semih Bingöl: “2012’de Ekonomi”, **SETA Analiz**, Sayı 59, Aralık 2012.
- Kenç, Turalay: “Kredi Krizi Sonrasında Risk Modelleri ve Basel II Notu”, **BDDK 8. Kuruluş Yıl Dönümü Konferansı**.
- Kliman, Andrew: “Trying to Save Capitalism from Itself”, Nisan 25, 2008, (çevrimiçi) <http://akliman.squarespace.com/storage/-Trying%20to%20Save%20Capitalism%20from%20Itself.doc> e.t. 02.03.2014.
- Maliye Bakanlığı: “Yıllık Ekonomik Rapor 2012”
- Milliyet: “2015 yılı para ve kur politikası açıklandı”, (çevrimiçi) <http://www.milliyet.com.tr/2015-yili-para-ve-kurpolitikasi-ekonomi/detay/1982297/default.htm> e.t. 02.05.2015.
- Önder, Timur: “Para Politikası: Araçları, Amaçları ve Türkiye Uygulaması”, **TCMB Uzmanlık Tezi**, Ankara, 2005.
- Özatay, Fatih (2014): “Tablo açık; yoruma gerek var mı?”, **Radikal**, (çevrimiçi) http://www.radikal.com.tr/yazarlar/fatih_ozatay/tablo_acik_yoruma_gerek_var_mi-1179400 e.t. 05.12.2014, 04.03.2014..

- Özcan, Zafer: “Notçuların notu kırık!”, **Aksiyon**, 2010, (çevrimiçi) http://www.aksiyon.com.tr/aksiyon/newsDetail_getNewsById.action?newsId=27272 e.t. 27.11.2013.
- Özsan, Onur: “Mortgage Sisteminin Temelleri”, (çevrimiçi) https://www.sekerfinans.com.tr/upload/pdf/Mortgage_Sistemi_nin_Temelleri.pdf, e.t. 08.11.2013.
- Irvine, Calif: “U.S. Foreclosure Activity Increases 75 Percent in 2007”, **RealtyTrac**, (çevrimiçi) <http://www.realtytrac.com/content/press-releases/us-foreclosure-activity-increases-75-percent-in-2007-3604?acct=64847> e.t. 10.03.2014, 2008.
- Seval, Belkıs, A. Kerem Özdemir: “2000’li Yıllardan Günümüze Değişen Türkiye Ekonomisi”, **SERPAM Araştırma Raporları**, Haziran 2013.
- Şahin, Göktuğ: “Dikkat: Faiz Düşüyor”, **Stratejik Düşünce Enstitüsü**, (çevrimiçi) <http://www.sde.org.tr/tr/newsdetail/dikkat-faiz-dusuyor/3356> e.t. 06.11.2014.
- TCMB (2005): “**Enflasyon Hedeflemesi Rejiminin Genel Çerçevesi Ve 2006 Yılında Para Ve Kur Politikası**”, Sayı: 2005-56, Aralık 2005.
- TCMB (2006a): “**Enflasyon Hedeflemesi Rejimi**”, 2006.
- TCMB (2006b): “**2007 Yılında Para Ve Kur Politikası**”, Ankara, Aralık 2006.
- TCMB (2006c): **Para Politikası Kurulu Kararı**, 23 Ocak 2006.
- TCMB (2006d): **Para Politikası Kurulu Kararı**, 23 Şubat 2006.
- TCMB (2006e): **Para Politikası Kurulu Kararı**, 23 Mart 2006.
- TCMB (2006f): **Para Politikası Kurulu Kararı**, 27 Nisan 2006.
- TCMB (2007a): “**2008 Yılında Para Ve Kur Politikası**”, Ankara, Aralık 2007.
- TCMB (2007b): **Para Politikası Kurulu Kararı**, 16 Ocak 2007.
- TCMB (2007c): **Para Politikası Kurulu Kararı**, 15 Şubat 2007.
- TCMB (2007d): **Para Politikası Kurulu Kararı**, 15 Mart 2007.
- TCMB (2007e): **Para Politikası Kurulu Kararı**, 18 Nisan 2007.
- TCMB (2007f): **Para Politikası Kurulu Kararı**, 15 Mayıs 2007
- TCMB (2007g): **Para Politikası Kurulu Kararı**, 14 Haziran 2007.
- TCMB (2007h): **Para Politikası Kurulu Kararı**, 12 Temmuz 2007.

TCMB (2007i):	Para Politikası Kurulu Kararı , 13 Eylül 2007.
TCMB (2007k):	Para Politikası Kurulu Kararı , 16 Ekim 2007.
TCMB (2007l):	Para Politikası Kurulu Kararı , 14 Kasım 2007.
TCMB (2007m):	Para Politikası Kurulu Kararı , 13 Aralık 2007.
TCMB (2007n):	Enflasyon Raporu 2007-III , Ankara, 2007.
TCMB (2007o):	Enflasyon Raporu 2007-IV , Ankara, 2007.
TCMB (2008a):	“2009 Yılında Para Ve Kur Politikası” , Ankara, Aralık 2008.
TCMB (2008b):	Para Politikası Kurulu Kararı , 17 Ocak 2008.
TCMB (2008c):	Para Politikası Kurulu Kararı , 14 Şubat 2008.
TCMB (2008d):	Para Politikası Kurulu Kararı , 15 Mayıs 2008.
TCMB (2008e):	Para Politikası Kurulu Kararı , 16 Haziran 2008.
TCMB (2008f):	Para Politikası Kurulu Kararı , 17 Temmuz 2008.
TCMB (2008g):	Para Politikası Kurulu Kararı , 14 Ağustos 2008.
TCMB (2008h):	Para Politikası Kurulu Kararı , 18 Eylül 2008.
TCMB (2008ı):	Para Politikası Kurulu Kararı , 22 Ekim 2008.
TCMB (2008j):	Para Politikası Kurulu Kararı , 19 Kasım 2008.
TCMB (2008k):	Para Politikası Kurulu Kararı , 18 Aralık 2008.
TCMB (2008l):	Enflasyon Raporu 2008-II , Ankara, 2008.
TCMB (2008m):	Enflasyon Raporu 2008-III , Ankara, 2008.
TCMB (2008n):	Enflasyon Raporu 2008-IV , Ankara, 2008.
TCMB (2008o):	“Bankamız Kanununun 42. Maddesi Uyarınca Hükümete Gönderilen Açık Mektup” , 30.04.2008.
TCMB (2008p):	“Bankamız Kanununun 42. Maddesi Uyarınca Hükümete Gönderilen Açık Mektup” 28.07.2008.
TCMB (2008r)	“Bankamız Kanununun 42. Maddesi Uyarınca Hükümete Gönderilen Açık Mektup” 31.10.2008.
TCMB (2009a):	Enflasyon Raporu 2009-III , Ankara, 2009.
TCMB (2009b):	“2010 Yılında Para Ve Kur Politikası” , Ankara, Aralık 2009.
TCMB (2009c):	Enflasyon Raporu 2009-I , Ankara, 2008.
TCMB (2009d):	“Bankamız Kanununun 42. Maddesi Uyarınca Hükümete Gönderilen Açık Mektup” 26.01.2009.

TCMB (2009e):	Para Politikası Kurulu Kararı , 15 Ocak 2009.
TCMB (2009f):	Para Politikası Kurulu Kararı , 19 Şubat 2009.
TCMB (2009g):	Para Politikası Kurulu Kararı , 19 Mart 2009.
TCMB (2009h):	Para Politikası Kurulu Kararı , 16 Nisan 2009.
TCMB (2009ı):	Para Politikası Kurulu Kararı , 14 Mayıs 2009.
TCMB (2009j):	Para Politikası Kurulu Kararı , 16 Haziran 2009.
TCMB (2009k):	Para Politikası Kurulu Kararı , 16 Temmuz 2009.
TCMB (2009l):	Para Politikası Kurulu Kararı , 18 Ağustos 2009.
TCMB (2009m):	Para Politikası Kurulu Kararı , 17 Eylül 2009.
TCMB (2009n):	Para Politikası Kurulu Kararı , 15 Ekim 2009.
TCMB (2009o):	Para Politikası Kurulu Kararı , 19 Kasım 2009.
TCMB (2009p):	Para Politikası Kurulu Kararı , 17 Aralık 2009.
TCMB (2009r):	Döviz ve Efektif Piyasaları – Döviz Depo Piyasası’na İlişkin Basın Duyurusu , 20 Şubat 2009.
TCMB (2009s):	Döviz Satım İhalelerine İlişkin Basın Duyurusu , 09 Mart 2009.
TCMB (2009t):	Enflasyon Raporu 2009-II , Ankara, 2009.
TCMB (2009u):	Enflasyon Raporu 2009-III , Ankara, 2009.
TCMB (2009v):	Enflasyon Raporu 2009-IV , Ankara, 2009.
TCMB (2009x):	“Yıllık Rapor 2008” , Ankara, 2009.
TCMB (2009y):	“Bankamız Kanununun 42. Maddesi Uyarınca Hükümete Gönderilen Açık Mektup” , 29.07.2009.
TCMB (2009z):	“Bankamız Kanununun 42. Maddesi Uyarınca Hükümete Gönderilen Açık Mektup” , 27.10.2009.
TCMB (2010a):	“Para Politikası Çıkış Stratejisi” , Ankara, 14 Nisan.
TCMB (2010b):	“2011 Yılında Para ve Kur Politikası” , Ankara, 21 Aralık.
TCMB (2010c):	Enflasyon Raporu 2010-I , Ankara, 2010.
TCMB (2010d):	“Yıllık Rapor 2009” , Ankara, 2010.
TCMB (2010e):	Para Politikası Kurulu Kararı , 14 Ocak 2010.
TCMB (2010f):	Para Politikası Kurulu Kararı , 16 Şubat 2010.
TCMB (2010g):	Para Politikası Kurulu Kararı , 18 Mart 2010.
TCMB (2010h):	Para Politikası Kurulu Kararı , 13 Nisan 2010.

TCMB (2010i):	Para Politikası Kurulu Kararı , 18 Mayıs 2010.
TCMB (2010j):	Para Politikası Kurulu Kararı , 17 Haziran 2010.
TCMB (2010k):	Para Politikası Kurulu Kararı , 15 Temmuz 2010.
TCMB (2010l):	Para Politikası Kurulu Kararı , 19 Ağustos 2010.
TCMB (2010m):	Para Politikası Kurulu Kararı , 16 Eylül 2010.
TCMB (2010n):	Zorunlu Karşılıklara İlişkin Basın Duyurusu , 23 Eylül 2010.
TCMB (2010o):	Para Politikası Kurulu Kararı , 14 Ekim 2010.
TCMB (2010p):	Döviz ve Efektif Piyasaları İle Açık Piyasa İşlemleri Uygulamalarına İlişkin Basın Duyurusu , 15 Ekim 2010.
TCMB (2010r):	Para Politikası Kurulu Kararı , 11 Kasım 2010.
TCMB (2010s):	Zorunlu Karşılıklara İlişkin Basın Duyurusu , 12 Kasım 2010.
TCMB (2010t):	Para Politikası Kurulu Kararı , 16 Aralık 2010.
TCMB (2010u):	Enflasyon Raporu 2010-II , Ankara, 2010.
TCMB (2010v):	Enflasyon Raporu 2010-III , Ankara, 2010.
TCMB (2010w):	Enflasyon Raporu 2010-IV , Ankara, 2010.
TCMB (2010x):	“Bankamız Kanununun 42. Maddesi Uyarınca Hükümete Gönderilen Açık Mektup” , 30.04.2010.
TCMB (2010y):	“Bankamız Kanununun 42. Maddesi Uyarınca Hükümete Gönderilen Açık Mektup” , 26.10.2010.
TCMB (2011a):	“2012 Yılında Para ve Kur Politikası” , Ankara, 27 Aralık.
TCMB (2011b):	Enflasyon Raporu 2011-I , Ankara, 2011.
TCMB (2011c):	Para Politikası Kurulu Kararı , 20 Ocak 2011.
TCMB (2011d):	Para Politikası Kurulu Kararı , 4 Ağustos 2011.
TCMB (2011e):	Para Politikası Kurulu Kararı , 20 Ekim 2011.
TCMB (2011f):	“Zorunlu Karşılık ve Reeskont Kredisi Uygulamaları ile Döviz Satım İhaleleri Hakkında Basın Duyurusu” , 12 Eylül 2011.
TCMB (2011g):	“Döviz Rezervlerine ve İlave zorunlu Karşılık İmkânına İlişkin Basın Duyurusu” , 5 Ekim 2011.
TCMB (2011h):	“Zorunlu Karşılıklara İlişkin Basın Duyurusu” , 27 Ekim 2011.

TCMB (2011i):	“Açık Piyasa İşlemlerine İlişkin Basın Duyurusu” , 27 Aralık 2011.
TCMB (2011j):	Enflasyon Raporu 2011-II , Ankara, 2011.
TCMB (2012a):	“2013 Yılı Para ve Kur Politikası” , Ankara, 25 Aralık.
TCMB (2012b):	“Yıllık Rapor 2011” , Ankara, 2012.
TCMB (2012c):	“Bülten” , Sayı: 27 / Eylül 2012.
TCMB (2012d):	“2013 Yılında Para ve Kur Politikası” , Ankara, 25 Aralık.
TCMB (2012e):	Enflasyon Raporu 2012-I , Ankara, 2012.
TCMB (2012f):	Finansal İstikrar Raporu , S. 15, Kasım 2012.
TCMB (2012g):	Para Politikası Kurulu Kararı , 24 Ocak 2012.
TCMB (2012h):	Para Politikası Kurulu Kararı , 21 Şubat 2012.
TCMB (2012i):	Para Politikası Kurulu Kararı , 27 Mart 2012.
TCMB (2012j):	Para Politikası Kurulu Kararı , 18 Nisan 2012.
TCMB (2012k):	Para Politikası Kurulu Kararı , 29 Mayıs 2012.
TCMB (2012l):	Para Politikası Kurulu Kararı , 21 Haziran 2012.
TCMB (2012m):	Para Politikası Kurulu Kararı , 19 Temmuz 2012.
TCMB (2012n):	Para Politikası Kurulu Kararı , 16 Ağustos 2012.
TCMB (2012o):	Para Politikası Kurulu Kararı , 18 Eylül 2012.
TCMB (2012p):	Para Politikası Kurulu Kararı , 18 Ekim 2012.
TCMB (2012r):	Para Politikası Kurulu Kararı , 20 Kasım 2012.
TCMB (2012s):	Para Politikası Kurulu Kararı , 18 Aralık 2012.
TCMB (2012t):	Enflasyon Raporu 2012-II , Ankara, 2012.
TCMB (2012u):	Enflasyon Raporu 2012-IV , Ankara, 2012.
TCMB (2013a):	“Parasal Aktarım Mekanizması” , (çevrimiçi) www.tcmb.gov.tr/yeni/evds/yayin/kitaplar/ParasalAktarim.php e.t. 03.09.2014.
TCMB (2013b):	“Finansal İstikrar Raporu” , Mayıs 2013.
TCMB (2013c):	“Bülten” , Sayı 29 / Mart 2013.
TCMB (2013e):	“81. Olağan Genel Kurul Toplantısı Açış Konuşması” , (çevrimiçi) www.tcmb.gov.tr/yeni/duyuru/2013/Baskan_GK81.php e.t. 01.09.2014.
TCMB (2013f):	Enflasyon Raporu 2013-I , Ankara, 2013.

TCMB (2013g):	Para Politikası Kurulu Kararı , 22 Ocak 2013.
TCMB (2013h):	Para Politikası Kurulu Kararı , 19 Şubat 2013.
TCMB (2013ı):	Para Politikası Kurulu Kararı , 26 Mart 2013.
TCMB (2013j):	Para Politikası Kurulu Kararı , 16 Nisan 2013.
TCMB (2013k):	Para Politikası Kurulu Kararı , 26 Mayıs 2013.
TCMB (2013l):	Para Politikası Kurulu Kararı , 18 Haziran 2013.
TCMB (2013m):	Para Politikası Kurulu Kararı , 23 Temmuz 2013.
TCMB (2013n):	Para Politikası Kurulu Kararı , 20 Ağustos 2013.
TCMB (2013o):	Para Politikası Kurulu Kararı , 17 Eylül 2013.
TCMB (2013p):	Para Politikası Kurulu Kararı , 23 Ekim 2013.
TCMB (2013r):	Para Politikası Kurulu Kararı , 19 Kasım 2013.
TCMB (2013s):	Para Politikası Kurulu Kararı , 17 Aralık 2013.
TCMB (2013t):	Enflasyon Raporu 2013-II , Ankara, 2013.
TCMB (2013u):	Enflasyon Raporu 2013-III , Ankara, 2013.
TCMB (2013v):	Enflasyon Raporu 2013-IV , Ankara, 2013.
TCMB (2013y):	“2014 Yılında Para ve Kur Politikası” , Ankara, 24 Aralık 2013.
TCMB (2013z):	Ödemeler Dengesi Raporu 2013-IV , 2013, Ankara.
TCMB (2014a):	Enflasyon Raporu 2014-I , Ankara, 2014.
TCMB (2014b):	“Bankamız Kanunu'nun 42. Maddesi Uyarınca Hükümete Gönderilen Açık Mektup” , 28.01.2014.
TCMB (2014c):	Enflasyon Raporu 2014-III , Ankara, 2014.
TCMB (2014d):	Enflasyon Raporu 2014-IV , Ankara, 2014.
TCMB (2014e)	Finansal istikrar raporu – Kasım 2014 , Sayı: 19.
TCMB (2015a):	Yıllık Rapor 2014, (çevrimiçi) http://www3.tcmb.gov.tr/yillikrapor/2014/files/tr-full.pdf e.t. 02.05.2015.
TCMB (2015b):	Enflasyon Raporu 2015- II , Ankara, 2015.
TCMB (a):	Enflasyon Verileri, http://evds.tcmb.gov.tr/anaweb/enflasyonTR.html e.t. 14.10.2014.
TCMB (b):	İmalat Sanayi Kapasite Kullanım Oranları, (çevrimiçi) http://evds.tcmb.gov.tr/yeni/arsiv-tr.html , e.t. 14.10.2014.
TCMB (c):	Reel Kesim Güven Endeksi (MBRKGE) http://evds.tcmb.gov.tr/cbt.html e.t. 12.12.2013.

- TCMB (d): Piyasa Verileri, Borsa İstanbul (BIST) Endeksi ve Günlük İşlem Hacmi, <http://evds.tcmb.gov.tr/cbt.html>, e.t. 14.10.2014.
- TCMB (e): İç Borç Stok Verileri (Hazine), (çevrimiçi) <http://evds.-tcmb.gov.tr/> e.t. 22.04.2015.
- TCMB (f): Enflasyon Hedefleri, (çevrimiçi) <http://www.tcmb.gov.-tr/wps/wcm/connect/tcmb+tr/tcmb+tr/main+menu/para+politikasi/fiyat+istikrari/enflasyon+hedefleri>, e.t. 22.04.2015.
- TCMB (g): Fiyat Endeksleri (Tüketici Fiyatları) (çevrimiçi) <http://-www.tcmb.gov.tr/wps/wcm/connect/TCMB+TR/TCMB+TR/Main+Menu/Para+Politikasi/Fiyat+Istikrari/Tuketici+Fiyatlari> e.t. 07.05.2015.
- TCMB (h): 12 Ay Sonrasının Yıllık TÜFE Beklentisi, (çevrimiçi) <http://evds.tcmb.gov.tr/> e.t. 22.04.2015.
- TCMB (i): TCMB Faiz Oranları, (çevrimiçi) <http://www.tcmb.gov.tr-/wps/wcm/connect/tcmb+tr/tcmb+tr/main+page+site+area/tcmb+faiz+oranlari/faiz-oranlari>, e.t. 07.05.2015.
- TCMB (j): Zorunlu Karşılıklara İlişkin Basın Duyuruları, (çevrimiçi) http://www.tcmb.gov.tr-yeni/ppyeni/disponibilite_yeni.html e.t. 18.09.2014.
- TCMB (k): Kurlar-Reel Efektif Döviz Kuru-TÜFE Bazlı, (çevrimiçi) <http://evds.tcmb.gov.tr/> e.t. 12.12.2014.
- TCMB (l): Basın duyuruları, (çevrimiçi) <http://www.tcmb.gov.tr/wps-/wcm/connect/TCMB+TR/TCMB+TR/Main+Menu/Duyurular/Basin>, e.t. 22.04.2015
- TCMB (m): Para Politikası Kararları, (çevrimiçi) <http://www.tcmb.gov.-tr/wps/wcm/connect/TCMB+TR/TCMB+TR/Main+Menu/P ara+Politikasi/PPK/2013> e.t. 22.04.2015.
- TCMB (n): Basın Duyuruları (çevrimiçi) <http://www.tcmb.gov.tr/wps-/wcm/connect/TCMB+TR/TCMB+TR/Main+Menu/Para+Politikasi/ZK> e.t. 02.10.2014.
- TCMB (o): Kurlar-Reel Efektif Döviz Kuru-TÜFE Bazlı (Arşiv), (çevrimiçi) <http://evds.tcmb.gov.tr/> e.t. 02.05.2015.
- TCMB (p): “Zorunlu karşılıklara ilişkin basın duyurusu”, Sayı: 2015-01, 3 Ocak 2015, (çevrimiçi) <http://www.tcmb.gov.tr/wps/wcm-/connect/TCMB+TR/TCMB+TR/Main+Menu/Duyurular/Basin/2015/DUY2015-01> e.t. 07.05.2015.
- TCMB (r): Kurlar-Reel Efektif Döviz Kuru-TÜFE Bazlı, (çevrimiçi) <http://evds.tcmb.gov.tr/> e.t. 07.05.2015.

- TCMB (s): “Gösterge niteliğindeki merkez bankası kurları”, (çevrimiçi) <http://www.tcmb.gov.tr/wps/wcm/connect/tcmb-tr/tcmb+tr/main+menu/istatistikler/doviz+kurlari/gosterge+niteligindeki+merkez+bankasi+kurlarii> e.t. 07.05.2015.
- TCMB (t): “Cari İşlemler Dengesi”, (çevrimiçi) <http://www.tcmb.gov.tr/wps/wcm/connect/TCMB+TR/TCMB+TR/Main+Menu/P ara+Politikasi/Interaktif+Grafikler/Cari+islemler+dengesi> e.t. 12.05.2015.
- TEPAV: Haberler, (çevrimiçi) <http://www.tepav.org.tr/tr/haberler-s/3717> e.t. 15.12.2014.
- TİM: “İhracat 2012 yılını da tarihi rekorla tamamladı: 151.9 milyar dolar/ Büyükekşi: İhracatçıya güvenin Türk Malı damgasını tüm dünyaya vuralım” (çevrimiçi) <http://www.tim.org.tr/tr/tim-gundem-ihracat-2012-yilini-da-tarihi-rekorla-tamamladi-1518-milyar-dolar-buyukeksi-ihracatciya-guvenin-turk-mali-damgasini-tum-dunyaya-vuralim.html> e.t. 10.12.2013.
- TOBB: Ekonomik Rapor 2011, (çevrimiçi) <http://haber.tobb.org.tr/ekonomikrapor2011/er/2,1,6.pdf>
- TÜİK (a): Üretim Yöntemi ile GSYİH, (çevrimiçi) www.tuik.gov.tr, e.t. 21.04.2015.
- TÜİK (b): Hane halkı İşgücü Anketi Sonuçları, (çevrimiçi) www.tuik.gov.tr, e.t. 14.10.2014.
- TÜİK (c): Yıllara Göre Dış Ticaret, (çevrimiçi) www.tuik.gov.tr, e.t. 14.10.2014.
- TÜİK (d): Tüketici Güven Endeksi, (çevrimiçi) http://www.tuik.gov.tr/PreIstatistikTablo.do?istab_id=1455 e.t. 12.12.2013.
- TÜİK (e): Özel Kapsamlı TÜFE Göstergeleri, (çevrimiçi) http://www.tuik.gov.tr/PreTablo.do?alt_id=1014 e.t. 22.04.2015.
- Türk Dil Kurumu: (çevrimiçi) <http://www.tdk.gov.tr/> e.t. 15.11.2013.
- Ulutürk Akman, Sema, Hakan Bektaş: “2015 Ocak Ayı Enflasyon Raporu”, **İstanbul Üniversitesi İktisat Fakültesi Ekonomik ve Sosyal Araştırmalar Merkezi (İFESAM)**, (çevrimiçi) http://www.istanbul.edu.tr/wpcontent/uploads/2015/02/2015_OCAK_AYI_ENFLASYON_RAPORU.pdf e.t. 06.05.2015.
- Uygur, Sevil, v.d.: “Ekonomik Rapor 2011”, **TOBB**, Yayın no: 2012/151.
- Ümüt, Eren Can: “Analiz: Dolardaki yükselişin asıl nedeni ne?”, **Para analiz**, (çevrimiçi) <http://www.paraanaliz.com/forex/analizdolardaki-yukselisin-asil-nedeni-ne-h4899.html> e.t. 07.05.2015.

- Vakıf Emeklilik: 2014 1. Çeyrek Fon Bülteni, (çevrimiçi) <http://www.vakifemeklilik.com.tr/pdf/2014-ceyrek-fon-bulteni.pdf> e.t. 02.05.2015.
- Wasserstrom, Eric: “On the Financial Crisis: It’s Not Just Weak Oversight”, **The New York Times**, 2008, (çevrimiçi) http://campaignstops.blogs.nytimes.com/2008/09/17/on-the-financial-crisis-its-not-just-weak-oversight/?_r=0 e.t. 26.11.2013.
- Yılmaz, Durmuş (2009a): “Küresel Kriz, Etkileri ve Para Politikası Uygulamaları”, **TCMB**, İstanbul, 4 Mart 2009.
- Yılmaz, Durmuş (2009b): “Küresel Kriz ve Merkez Bankası”, **TCMB**, İstanbul, 18 Mayıs 2009.
- Yılmaz, Durmuş (2011): “Gelişmekte Olan Ülkeler İçin uygun Politika Bileşimi Arayışları: Küresel Finans Krizi Sonrası Türkiye’de Para Politikası”, **TCMB**, Viyana, 18 Ocak 2011.
- Yiğit, Nalan: “Türkiye’de ve Yükselen Ekonomilerde Para Politikası Uygulamaları ve Enflasyon Hedeflemesi”, **Maliye Bakanlığı Strateji Geliştirme Başkanlığı Mesleki Yeterlilik Tezi**, Ankara, 2009.
- Yörükoğlu, Mehmet: “Küresel Mali Kriz ve Türkiye Ekonomisi”, **TCMB**, İstanbul, 26 Şubat 2009.