

2008 FİNANSAL KRİZİNDE PARA POLİTİKASI UYGULAMALARI: TÜRKİYE ÖRNEĞİ**Doç. Dr. Alpaslan SEREL*****Araş. Gör. Musa BAYIR******ÖZET**

2008 Finansal Krizi, küresel boyutta etkileri nedeniyle şimdiye kadar karşılaşılmış büyük ekonomik krizlerin başında gelmektedir. 2008 Finansal Krizinde, para politikasının krizin etkilerini hafifletmede önemli bir rol üstlendiği düşünülmektedir. Türkiye ekonomisinin 2008 finansal krizi öncesinde olumlu ekonomik göstergelere sahip olduğu görülmektedir. Bu koşullar, Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankasına para politikası uygulamalarında kolaylıklar sağlamıştır. Sonuç olarak uygulanan para politikası fiyat istikrarı dışındaki diğer ekonomik göstergeleri destekleyici bir özellik taşımıştır. Finansal krizden çıkış stratejilerinin hazırlanmasıyla birlikte, Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankasının fiyat istikrarı ve finansal istikrarı birlikte gözetilen bir politika bileşimine yöneldiği görülmektedir.

Bu çalışmada, 2008 finansal krizinde uygulanan para politikasının analiz edilmesi amaçlanmaktadır. Fiyat istikrarı açısından bakarsak, 2001 sonrasında yakalanan istikrarlı enflasyon düşüşleri, küresel fiyat artışlarının etkisiyle sona ermiştir. Dolayısıyla 2008-2012 yılları arasında zaman zaman enflasyon sorunu görünmektedir. Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankasının ekonomik daralma döneminde uyguladığı genişletici para politikası başarılı sonuçlar vermesine rağmen, ekonominin ısındığı dönemde uygulanan daraltıcı politikalar, yeterli olmamış ve Bankacılık Düzenleme ve Denetleme Kurulu'nun destekleyici politikalarının katkısıyla birlikte başarıya ulaşmıştır. 2009-2011 döneminde artmaya başlayan cari açık ve bunun finansmanında kullanılan kısa vadeli yabancı sermayenin azaltılmasına yönelik politikalarda ise başarılı sonuçlar alındığı görülmüştür.

Anahtar Kelimeler: Finansal Kriz, Merkez Bankası, Para Politikası

JEL Sınıflaması: E52, E58, G01

**MONETARY POLICY PRACTICES IN THE 2008 FINANCIAL CRISIS: THE CASE OF
TURKEY**

ABSTRACT

2008 Financial Crisis is one of the most greatest economic depressions that the world has encountered yet due to it's global effects. We believe that monetary policy played an imported role in

* Balıkesir Üniversitesi Bandırma İİBF, İktisat Bölümü, aserel@balikesir.edu.tr

** Balıkesir Üniversitesi Bandırma İİBF, İktisat Bölümü, musabayir@balikesir.edu.tr

alleviating the effects of the crisis in the 2008 Financial Crisis. Turkish economy had positive economic indicators before the 2008 financial crisis. So Central Bank of Turkey applied the monetary policy easily. As a result, monetary policy targeted the other economic indicators with price stability. In this process, in this process, with the start of implementation of exit strategies from the financial crisis, The Central Bank of the Republic of Turkey has aimed a policy which includes price stability and financial stability.

In this study, we aimed to analyze the monetary policy in the 2008 financial crisis. If we evaluate the situation according to price stability, we see that the global price increases ended up to stable inflation declines after 2001. So there has been the problem of inflation occasionally in the years of 2008-2012. Although the expansionary monetary policy, that is applied in economic recession process, Central Bank of Turkey gived successful results; the contractionary monetary policy in economic overheating process was not enough and reached success with the contribution of supportive policies of banking regulation and supervision agency. Some of the policies have been used successfully. These policies are used to mitigate the current account deficit and short term foreign capital that finance current account deficit between 2009-2011.

Key Words: *Financial Crisis, Central Bank, Monetary Policies*

JEL Code: *E52, E58, G01*

1. GİRİŞ

2008 finansal krizi, ortaya çıkardığı etkiler bakımından yaşanmış en büyük ekonomik krizlerden biri olarak krizler tarihinde yerini almıştır. Ekonomik krizler döneminde uygulanan politikaların analiz edilmesi, gelecek yıllarda karşılaşılabilecek diğer ekonomik krizlere müdahale açısından büyük bir önem arz etmektedir. Bu çalışmada, 2008 finansal krizinde Türkiye’de uygulanan para politikası analiz edilerek, Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankasının (TCMB) para politikası uygulamaları üzerinde etkili olan faktörler ve para politikasının finansal kriz sürecinde geçirdiği değişim ortaya koyulmaya çalışılmaktadır.

Türkiye, 2008 finansal krizinden sonra ekonomik olarak ilgi çeken ülkelerden birisi olmuştur. Bunun başlıca nedeni nispeten yüksek büyüme oranları ve onu takip eden diğer olumlu ekonomik göstergelerdir. Bu makale, TCMB’nin uyguladığı para politikasının bu olumlu tabloya hangi düzeyde katkı verdiğini betimsel olarak irdelemektedir.

2. 2008 FİNANSAL KRİZİNDEN ÖNCE TCMB’NİN PARA POLİTİKASI UYGULAMALARI

Türkiye, 2001 yılında yaşanan ekonomik krizin ardından ekonomik alanda önemli reformlar gerçekleştirmiştir. Bunlardan birisi de para politikasında enflasyon hedeflemesi stratejisine geçilmesidir. Bu dönemde, enflasyon hedeflemesi stratejisini uygulamaya geçiren TCMB, ekonomik

koşulların uygun olmaması nedeniyle, 2002-2005 döneminde “örtük enflasyon hedeflemesi” olarak isimlendirilen enflasyon hedeflemesi stratejisinin özel bir çeşidini uygulamaya çalışmıştır. 2001 yılında %60’ları aşan enflasyon rakamları, başarılı politikalar sonucu 2005 yılında %10’a kadar indirilmiştir. Nitekim bu konuda yapılan çalışmalarda, örtük enflasyon hedeflemesi programının, uygulandığı 2002-2004 yılları arasında, fiyat istikrarı konusunda önemli başarılar sağladığı ifade edilmektedir (Karahana, 2005: 46). Örtük enflasyon hedeflemesi dönemi olarak isimlendirilen bu dönem, TCMB’nin enflasyon hedeflemesi stratejisi için deneyim kazanmasını sağlamış ve başarılı sonuçları sayesinde uygulanan para politikasına güveni artırmıştır.

TCMB, 2006 yılına gelindiğinde, örtük enflasyon hedeflemesiyle tek hanelere kadar indirilen enflasyon oranlarının para politikasına olan güveni tesis ettiğini belirterek, daha şeffaf bir politika sunan, açık enflasyon hedeflemesi stratejisini uygulamaya başlamıştır. Açık enflasyon hedeflemesinde; orta vadede, TÜFE üzerinden hesaplanan yılsonu enflasyon oranı şeklinde, 3 yıllık hedefler belirlenerek kamuoyuyla paylaşılmaktadır. Bu 3 yıllık dönemde, uygulanan para politikasıyla, enflasyon oranı, belirlenen hedeflerin etrafında oluşturulan bir aralık içinde tutulmaya çalışılmaktadır (TCMB, 2006: 21).

Bu kısımda, Türkiye’de 2006 yılından 2008 finansal krizine kadar uygulanan para politikasına değinilmektedir. Böylece, finansal kriz döneminde uygulanacak para politikasında, TCMB’nin sahip olduğu imkânların ve uygulamadaki esnekliğinin boyutu görülebilecektir.

2006 yılında enflasyon üzerinde etkili olan iki gelişme yaşanmıştır. Bunlardan ilki, 2006 Mayıs ayından itibaren Türkiye ekonomisinde gerçekleşen yabancı sermaye girişinde yaşanan düşmenin, yerli parada, yaklaşık olarak %30 değer kaybına neden olmasıdır. İkinci önemli gelişme, çeşitli nedenlere bağlı olarak gıda fiyatlarında yaşanan artışlardır. Döviz kurunun değer kaybetmesinin yanında, gıda fiyatlarında yaşanan artışlar enflasyonun¹ yükselmesine neden olmuştur. TCMB, bu duruma döviz alım ihalelerine ara verilmesi ve likidite düzenlemeleri şeklinde önlemler alarak müdahale etmiştir. Alınan bu önlemler, 2006 yılının ikinci yarısında, döviz kurunda gözlenen yükselişin durmasını ve istikrarlı bir düşüş trendi içine girmesini sağlamıştır. 2006 yılının ikinci yarısında enflasyonda da düşüşler yaşanmış ancak 2006 yılı için %5 olarak hedeflenen enflasyon oranı %9,6 olarak gerçekleşmiştir.

2007 yılında, 2006 yılının son aylarında ortaya çıkan olumlu trendin yılın ilk aylarında devam ettiği söylenebilir. Ancak Ağustos ayından itibaren, Dünya’daki fiyat hareketlerine bağlı olarak enflasyon oranlarında önemli artışlar gözlemlenmiştir. TCMB, sonraki yıllarda yayımladığı raporlarda bu durumu; Türkiye’de gıda fiyatlarının TÜFE içindeki ağırlığının yüksek olmasından dolayı 2007 yılının ikinci yarısından itibaren küresel ölçekte yaşanmış olan gıda ve enerji fiyatlarındaki yükselişin, enflasyon oranları üzerinde büyük bir etki oluşturması nedeniyle ortaya çıktığı şeklinde açıklamıştır.

¹ Enflasyon verisi olarak (TÜFE(2003=100)) kullanılmaktadır.

Bu çerçevede, Merkez bankasının 2007 yılından itibaren ön plana çıkardığı enerji ve gıda fiyatlarını dışlayan enflasyon göstergeleri üzerinde yapılmış çalışmalar, yükselen enflasyon rakamlarıyla döviz kuru ve küresel fiyat artışları arasında yakın bir bağ olduğunu ortaya koymuştur. Bu araştırmalara dayanarak yayımlanan enflasyon raporlarında, gerçekleşen rakamların küresel fiyat düzeyiyle alakalı olduğu ve bu durumun kısa süreceği iddia edilmektedir (TCMB, 2008a: 4). 2007 yılı sonuna gelindiğinde TCMB, % 8,4'lük bir enflasyon oranı yakalamıştır. Bu rakamın, 2007 yılı enflasyon hedefi olan %4'ün belirsizlik sınırlarının oldukça üstünde kalması, TCMB'nin hesap verebilirliğinin bir sonucu olarak hükümete hitaben açık bir mektupla bu durumun sonuçlarını izah etmesine neden olmuştur.

2008 yılına girilirken, enflasyon hedeflemesi rejiminin bir gereği olarak, hükümetle yapılan görüşmeler dâhilinde, 2008-2009-2010 yılları için %4'lük enflasyon hedefi belirlenmiştir (TCMB, 2007: 3). Belirlenen bu hedeflerin aksine, 2007 yılının Ağustos ayından itibaren başlayan ve TCMB tarafından geçici olması öngörülen arz şoklarının fiyat artışları üzerindeki etkisi 2008 yılında da etkisini sürdürmüştür. Buna ek olarak, 2007 yılının son aylarında mortgage piyasalarındaki risklerin iyice belirginleşmesinin neden olduğu, uluslar arası finans piyasalarındaki panik havası, diğer gelişmekte olan ülkelerde olduğu gibi Türkiye'de de döviz kurunda değer kaybı yaşanmasına neden olmuştur (TCMB, 2009a: 31). Bu gelişmeler 2007 yılı son aylarından itibaren enflasyon rakamlarının belirlenen hedefin oldukça üzerinde seyretmesine neden olmuştur. TCMB bu gelişmelere, Mayıs, Haziran ve Temmuz aylarında toplam 150 baz puanlık bir faiz artırımıyla daraltıcı politika izleyerek cevap vermiştir. TCMB'nin bu hamlesi, 2008 Temmuz ayından itibaren etkisini göstermeye başlamış ve fiyat artışlarındaki yükselmeler durdurulmuştur.

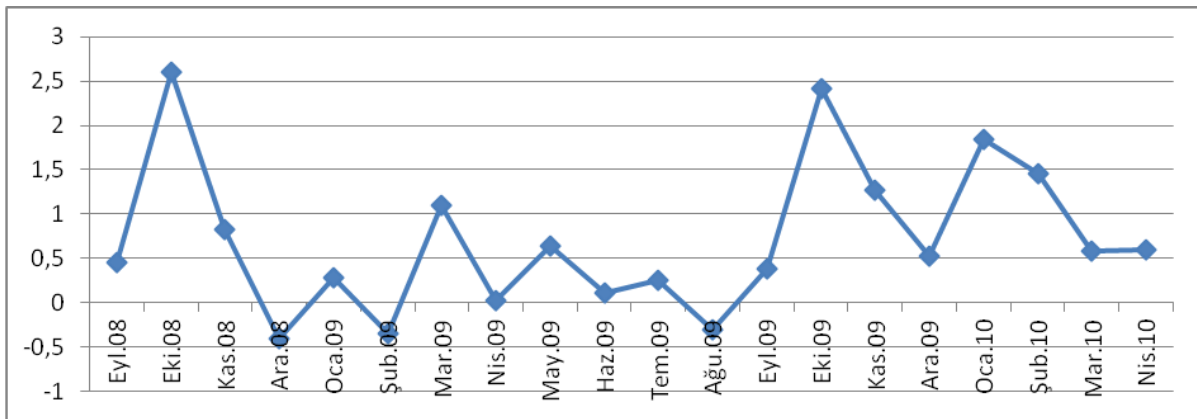
2008 yılında para politikasıyla ilgili önemli gelişmelerden biri, enflasyon hedeflerinin hükümetin görüşü de alınarak yukarı doğru güncellenmesi olmuştur. 2008 yılı için saptanan %4'lük enflasyon oranının gerçekleşmesi konusundaki şüphelerin iyice artması, enflasyon hedeflemesinde, üst üste üç yıl hedeften sapmayla karşılaşılabileceği sinyali vermiştir. Bu durum, enflasyon hedeflemesi politikasının itibarını sarsmak bir yana, kurumlara olan güvenin de tahrip olmasına neden olacaktır (TCMB, 2008a: 4). TCMB bu sebeplerden hareketle, nedenleriyle birlikte hükümete hitaben yazılan açık mektupta, orta vadeli enflasyon hedeflerinin tekrar belirlenmesini önermiştir. Bu önerinin hükümet tarafından olumlu karşılanması üzerine yeni hedefler 2009-2010-2011 yılları için sırasıyla, %7,5-%6,5-%5,5 olarak belirlenmiştir.

3. 2008 FİNANSAL KRİZİ BOYUNCA UYGULANAN PARA POLİTİKASI

Bu başlık altında, 2008 finansal krizinin etkili olmaya başladığı 2008 Eylül ayından, TCMB'nin krizden çıkış stratejisini açıkladığı 2010 Nisan ayına kadar uygulanan para politikası incelenmektedir. 2008 Eylül ayından itibaren, dünya piyasalarında oluşan panik havası, Türkiye ekonomisini de etkilemiştir. Yabancı sermaye çıkışındaki artışa paralel olarak, Türk Lirasının değerinde büyük bir

düşüş yaşanmıştır. Türk lirasının değerindeki düşmeye rağmen, yaklaşık 1,5 yıldır enflasyon üzerinde büyük bir baskı unsuru oluşturan küresel emtia ve gıda fiyatlarındaki artışın hızlı bir şekilde tersine dönmesi, 2008 yılı sonuna doğru enflasyon rakamlarının olumlu seyretmesine neden olmuştur. Bu durum Grafik 1’de görülmektedir. Enflasyon rakamlarındaki olumlu durum 2009 yılının ilk yarısında da devam etmiştir. Küresel iktisadi faaliyetlerdeki daralmayla birlikte, uluslar arası emtia fiyatlarındaki düşme ve mali teşvik kapsamında uygulanan vergi indirimlerinin etkisiyle, enflasyon oranları düşük seviyelerde seyretmeye devam etmiştir. 2009 yılı sonuna doğru, işlenmemiş gıda fiyatlarındaki yükselmelerin etkisiyle bir artış görülse de, yılsonu itibariyle beklenen enflasyon %7,5’luk enflasyon hedefiyle uyumlu görünmektedir (TCMB, 2010a: 25). TCMB’nin enflasyona ilişkin kaygılarının hızla azalması, 2008 yılı son çeyreğinden itibaren, fiyat istikrarını sağlama amacıyla çelişmeksizin, finansal krizin Türkiye ekonomisi üzerinde yaratabileceği muhtemel olumsuzlukları sınırlamaya odaklanmasına ve bu çerçevede gerekli politikaları uygulamasına imkân sağlamıştır (Yılmaz, 2009: 4).

Grafik 1. 2008 Ocak - 2010 Haziran Tarihleri Arasında Enflasyondaki Aylık Değişim (%)

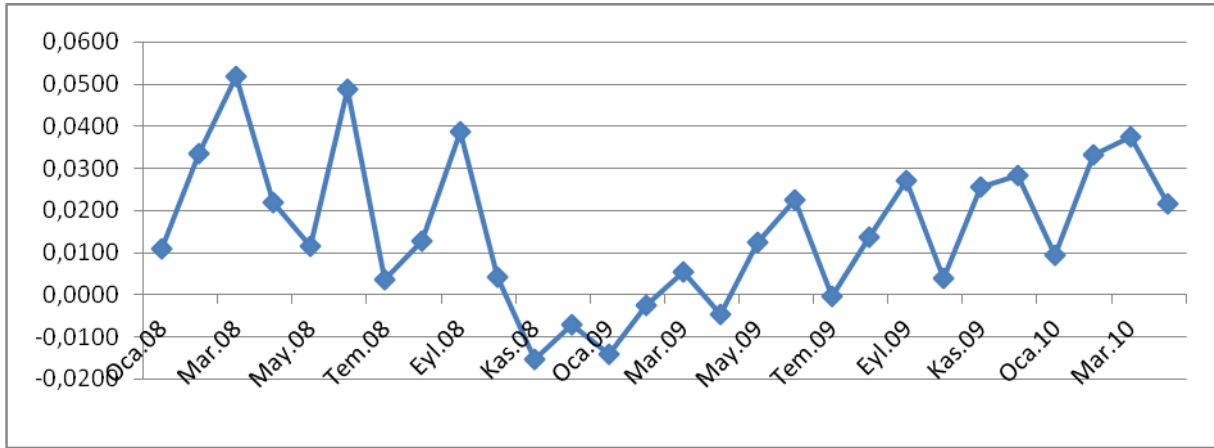


Kaynak: TCMB, 2012

TCMB’nin, kriz sürecinde sahip olduğu amaçların başında toplam talepte ortaya çıkması beklenen daralmayı sınırlamak yer almıştır (Yılmaz, 2010). TCMB bu amaç doğrultusunda; krizin etkisini hissettirdiği 2008 Eylül ayından itibaren temel politika aracı olan politika faizinde indirim gitmeye başlamıştır. 2008 yılının son iki ayında gerçekleştirilen 175 baz puanlık politika faiz indirimi, 2009 yılında da hızlanarak devam etmiştir. 2009 yılı ikinci yarısında, ekonomik göstergelerde görülen toparlanmaya rağmen TCMB’nin ekonomik belirsizliğe ilişkin kaygılarının devam etmesi nedeniyle faiz indirimleri 2009 yılı boyunca devam etmiş ve yıl sonuna gelindiğinde toplam 850 baz puanlık bir politika faiz indirimi yapılmıştır. TCMB, bu dönemde, toplam talepte canlanma oluşturmak amacıyla, faiz oranı dışındaki diğer politika araçlarını da kullanmıştır. 2009 Haziran ayından itibaren; temel fonlama aracı olan bir hafta vadeli repo işlemlerine ilave olarak üç aya kadar vadeli repo işlemlerinin de kullanılmaya başlanması ve %6 olan Türk Lirası zorunlu karşılık oranının %5’e düşürülmesi kullanılan bu araçlar arasında en önemli örneklerdir (TCMB, 2010a: 42).

TCMB'nin uygulanan bu politikalarla ulaşmak istediği temel hedef, daralan kredi hacminde genişleme yaratarak, tüketim ve yatırımlarda canlanma yaratmaktır. Uygulanan mali politikaların da etkisi göz önünde bulundurulduğunda, para politikasının tek başına toplam talep üzerinde yarattığı etkiyi tespit etmek zor olacaktır. Ancak, TCMB'nin politika faiz oranlarında ve zorunlu karşılık oranlarında uyguladığı indirimin, yılın ikinci yarısında kredi faiz oranlarına da yansıdığı ve sene sonuna doğru kredi hacminde bir genişleme ortaya çıkardığı görülmektedir. Yurtiçi kredi hacmindeki artış, bu dönemde yurtiçi kredi hacmindeki değişimi gösteren Grafik 2'den de görülmektedir.

Grafik 2. 2008 Ocak - 2010 Mayıs Tarihleri Arasında Yurtiçi Kredi Hacmindeki Değişim



Kaynak: TCMB, 2012

TCMB'nin finansal kriz döneminde, yurtiçi talebin canlandırılmasının dışında, hassasiyetle üzerinde durduğu bir başka konu yurtiçi döviz piyasalarının sağlıklı çalışmasıdır. Nitekim 2008 Eylül ayından itibaren uluslararası piyasalarda yaşanan finansal panikle birlikte, gelişmekte olan ülkelere yabancı sermaye girişlerindeki azalmanın ortaya çıkardığı döviz kıtlığı, bu ülkelere döviz piyasalarında likidite sıkıntısının ortaya çıkmasına neden olmuştur. Türkiye'de özellikle 2008 Eylül ayından 2009 Haziran ayına kadar görülen yoğun sermaye çıkışlarıyla, döviz piyasalarında likidite sıkıntısı yaşayan ülkelere de olmuştur. TCMB, geçmiş dönemlere kıyasla yüksek olan döviz rezervlerinin verdiği esneklikle, ülkede döviz sıkıntısı yaşanmaması için doğrudan ve dolaylı müdahalelerde bulunarak, döviz piyasalarının sağlıklı işlemesine çalışmıştır. Döviz piyasası istikrarına yönelik alınan önlemler aşağıda Tablo 1'de özetlenmiştir (TCMB, 2009b). Tabloda da görüldüğü gibi Ekim 2008'den Ağustos 2009'a kadar yoğun bir şekilde devam eden döviz piyasasına yönelik politikaların, 2009 yılı sonlarına doğru daha istikrarlı bir döviz piyasası sağladığı görülmüştür. Bu nedenle 2009 Ağustos ayından itibaren döviz piyasasına yönelik alınan önlemler tekrar gözden geçirilmeye başlanmıştır.

Gelişmiş ülkelere, 2008 yılından itibaren para politikasının faiz oranından çok niceliksel yöntemler kullanılarak oluşturulduğu görülmüştür. Gelişmiş ülke merkez bankaları, riskli hisse senetlerinin alınması veya doğrudan kurtarma paketleri sunulması gibi niceliksel genişlemelerle

likidite artırımına giderek, piyasaların içinde bulunduğu durgunluktan çıkmasına çalışmıştır. 2009 yılı sonlarından itibaren, nispeten olumlu seyreden ekonomik koşullar 2010 yılının başlarında iyileşerek devam etmiştir. Gelişmiş ülkelerde kriz boyunca artan likidite, gelişmekte olan ülkelerin görece olarak yüksek seyreden faiz oranları ve olumlu büyüme performansları ile birleştiğinde, bu ülkelere yönelen yabancı sermaye akımlarının artmasına yol açmıştır (TCMB, 2011a: 32).

Tablo 1. 2008 Eylül - 2009 Ağustos Tarihleri Arasında Para Politikası Uygulamaları

Tarih	Müdahale Aracı	Müdahalenin Amacı
Ekim 2008	Döviz alım ihalelerine ara verilmiştir.	Kalıcı olarak döviz piyasasından çekilen döviz rezervlerinin sistemde kalması
	Döviz depo aracılık faaliyetlerine yeniden başlanmıştır.	Bankaların döviz likiditesi bakımından daha esnek kararlar alabilmesi ve piyasadaki döviz likiditesi sıkıntısını giderici politikaların teşvik edilmesi
	Bankaların Döviz Depo Piyasaları'ndaki işlem yapabilme limitleri kademeli olarak artırılmıştır. Söz konusu borçlanma limitleri çerçevesinde bankaların alabilecekleri döviz depolarının vadesi 1 haftadan 1 aya uzatılmıştır.	
	Döviz borçlanma faiz oranları %10'dan; ABD doları için %7'ye, Euro için %9'a düşürülmüştür.	
24-27 Ekim 2008	Döviz satım ihaleleri ile toplam 100 milyon ABD doları satılmıştır.	Sağlıksız fiyat oluşumlarının engellenmek istenmesi
Aralık 2008	Yabancı para zorunlu karşılık oranı %11'den %9'a düşürülmüştür.	Piyasalara döviz likiditesi sağlanması
	İhracat reeskont kredisi limiti yükseltilmiş ve bu kredilere kullanım kolaylığı getirilmiştir.	Dış ticarete yaşanan döviz likiditesi sıkıntısının giderilmesi
Şubat 2009	Döviz Depo Piyasası'nda bankaların Merkez Bankası'ndan alabilecekleri döviz depolarının vadesi 1 aydan 3 aya uzatılmış, söz konusu piyasada bankaların kendi aralarında gerçekleştirdikleri, karşılıklı işlemlerde daha önce 1 aya kadar olan vade 3 aya kadar uzatılmıştır.	Bankaların döviz likiditesi bakımından daha esnek kararlar alabilmesi ve piyasadaki döviz likiditesi sıkıntısını giderici politikaların teşvik edilmesi
	Döviz borçlanma faiz oranları ABD doları için %7'den %5,5'e, Euro için %9'dan %6,5'e düşürülmüştür.	
10 Mart ve 3 Nisan 2009	Döviz satım ihaleleri ile toplam 0,9 milyar ABD doları satılmıştır.	Sağlıksız fiyat oluşumlarının engellenmek istenmesi
20 Mart ve 17 Nisan 2009	İhracat reeskont kredisi kullanımının yaygınlaştırılmasına yönelik olarak, daha fazla sayıda firmanın ihracat reeskont kredisinden yararlandırılmasını sağlayacak düzenlemeler yapılmış, kredi limitleri yükseltilmiştir.	Dış ticarete yaşanan döviz likiditesi sıkıntısının giderilmesi
4 Ağustos 2009	Döviz alım ihalelerine tekrar başlanmıştır.	Küresel ekonomiye ilişkin olumlu beklentilerle birlikte yabancı sermaye girişindeki artışlar nedeniyle, döviz piyasası likiditesinin yeniden gözden geçirilmek istenmesi

Kaynak: 2009-2010 TCMB Yıllık Raporları

Gelişmekte olan ülkeler hızlanan yabancı sermaye akımları karşısında, para politikası duruşunu sıkılaştırmıştır. Ancak bunu faiz oranlarında artışa gitmekten ziyade, zorunlu karşılık oranları, rezerv biriktirme, sermaye kontrolleri gibi faiz dışı araçların aktif olarak kullanılması yoluyla gerçekleştirmişlerdir. 2010 yılının ilk aylarında, Türkiye'de de diğer gelişmekte olan ülkelere paralel

gelişmeler yaşanmıştır. Bu dönemde, ekonomik olarak olumlu seyreden hava, kredi derecelendirme kuruluşlarından gelen not artırımları, siyasi istikrar ve hükümetin mali disipline dair gösterdiği olumlu performans gibi Türkiye ekonomisine özgü olumlu koşullar ile birleşince, gelişmekte olan ülkelere akan yabancı sermayenin Türkiye’de daha belirgin hissedilmesine neden olmuştur. Özellikle 2010 Şubat ayından itibaren, yabancı sermaye girişinde büyük bir artış olduğu görülmektedir. Yabancı sermaye girişlerindeki artış, 2009 yılında başlayan kredi hacmindeki artışı daha da hızlandırmıştır. Bunlara paralel olarak ekonomik göstergelerdeki olumlu seyrin de devam etmesi, TCMB’de, 2008 Eylül ayından itibaren finansal krize karşı uygulamaya konulan para politikası hamlelerine son verilmesi kanaatinin oluşmasına neden olmuştur. Bu amaçla, 14 Nisan 2010 tarihinde açıklanan Merkez Bankası çıkış stratejisinde, finansal kriz sürecinde uygulanan para politikasının normalleşmesi süreci açıklanmaktadır. Bu planda, finansal kriz sürecinde uygulanan para politikalarının bu dönemden sonra kademeli olarak sona erdirilmesi amaçlandığı için, bu tarihten 2012 yılına kadar uygulanan para politikası, çalışmada finansal kriz sonrası uygulanan para politikası başlığı altında değerlendirilmektedir.

4. 2008 FİNANSAL KRİZİNDEN ÇIKIŞ STRATEJİSİ VE KRİZ SONRASI UYGULANAN PARA POLİTİKASI

2010 yılının başından itibaren, gelişmekte olan ülkelere ait ekonomik göstergelerde yaşanan toparlanma, bu ülkeler açısından krizden çıkış stratejilerinin oluşturulması gerekliliğini ortaya çıkarmıştır. TCMB de bu doğrultuda, 14 Nisan 2010 tarihinde yayımladığı çıkış stratejisinin temel amacını, küresel kriz sırasında alınan önlemleri geri alma ve para politikalarını normalleştirme operasyonları şeklinde özetlemiştir. Bununla birlikte, bu süreçte kriz yönetimi kapsamında devreye sokulan tedbirlerin geri alınacağı vurgulanarak, bütün dünyada olduğu gibi ülkemizde de çıkış stratejisinin temkinli, zamana yayılan ve finansal istikrarı gözeten bir nitelikte gerçekleşeceği ifade edilmiştir (TCMB, 2010c: 11).

Çıkış stratejisi, TCMB’nin gelecek dönemler için para politikasına dair bazı yeni adımların atıldığı belge olarak da ifade edilebilir. Bu doğrultuda ilk olarak gecelik faiz oranı yerine, 1 hafta vadeli repo ihale faiz oranının politika faiz oranı olarak belirlenmesine karar verilmiştir. Bunun yanında TCMB’ye daha geniş bir politika esnekliği yaratacak şekilde zorunlu karşılık oranı aracı da daha aktif olarak kullanılmaya başlanmış ve faiz koridoru aracı kullanılmaya başlamıştır.

Çıkış stratejisinin yayımlandığı 2010 Nisan ayından para politikasının genel amacının değiştiği 2011 yılı ortalarına kadar uygulanan para politikası Tablo2’de özetlenmiştir. Tablodan 2010 yılında, TCMB’nin fiyat istikrarı dışında odaklandığı temel hedeflerin; iç ve dış talepte ortaya çıkan ayrışmanın azaltılması ile bunun finansmanında kullanılan yabancı sermayenin vadesinin uzatılması, likidite bolluğu nedeniyle yüksek boyutlarda olan kredi artışının sınırlandırılması ve döviz piyasasında yaşanması muhtemel oynaklığın azaltılması olduğu görülmektedir.

Tablo:2 TCMB'nin Krizden Çıkış Stratejisi Doğrultusunda Uyguladığı Para Politikası

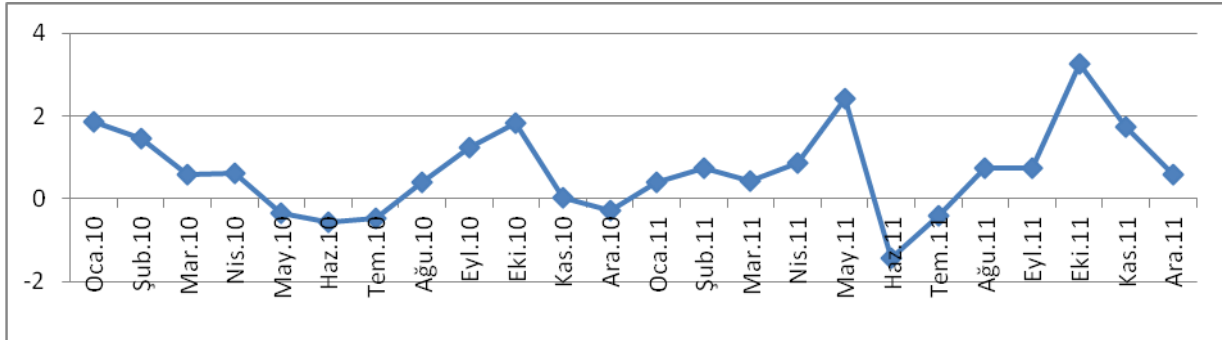
Tarih	Kullanılan Politika Aracı	Politikanın Amacı
Nisan, Temmuz, Eylül 2010	Yabancı para zorunlu karşılık oranı toplamda 2 puan artırılarak %11'e yükselmiştir.	Kredi piyasalarındaki genişlemeyi sınırlamak
Ekim 2010	Esnek bir döviz alım ihale yöntemi benimsenerek döviz alımları kolaylaştırılmıştır. 2010 yılında toplam 14.1 milyar ABD doları piyasadan alınmıştır.	Türkiye'ye yönelik sermaye girişlerinin daha istikrarlı hale getirilmesi ve TCMB rezerv birikiminin beslenmesi
	Türk lirası zorunlu karşılık oranları vadelere göre farklılaştırılmış ve daha önce zorunlu karşılığa tabi olmayan yurt içi ve yurt dışı repo işlemlerinden sağlanan bazı fonlar da zorunlu karşılık kapsamına alınmıştır.	Bankacılık sisteminde, yükümlülüklerin vadesinin uzatılması ve yabancı sermaye girişlerinin daha uzun vadeye yönlendirilmesi
Ekim 2010	TCMB Döviz Depo Piyasasındaki aracılık işlemlerine son vermiştir. Bununla birlikte, bankaların kendilerine tanınan borçlanma limitleri çerçevesinde Merkez Bankası'ndan alacakları döviz depo işlemlerinin vadesi 3 aydan 1 haftaya indirilmiştir.	Döviz piyasası likiditesini sınırlamak
Eylül, Kasım 2010	Türk lirası zorunlu karşılık oranları % 6'ya yükseltilmiştir. Türk lirası zorunlu karşılıklara faiz ödenmesi uygulamasına son verilmiştir.	Kredi genişlemesini sınırlamak
Kasım 2010	Politika faiz oranı indirilerek, gecelik borçlanma ve borç verme faiz oranları arasındaki koridor genişletilmiştir.	Sermaye girişlerinin vadesinin uzatılması
Aralık 2010- Ocak 2011	Politika faiz oranı %7'den %6,25'e düşürülmüştür.	Yabancı sermaye girişinin yurtiçi göstergelerle dengeli seyretmesini sağlamak
	Gecelik faiz oranlarının politika faiz oranlarından daha düşük seviyede oluşmasına izin verilerek aşağı yönlü oynaklık sağlamak amacıyla gecelik borçlanma faiz oranı düşürülerek faiz koridoru genişletilmiştir.	Kısa vadeli yabancı sermaye girişini sınırlamak
Ocak, Mart, Nisan 2011	Zorunlu karşılık oranları kademeli olarak artırılmıştır.	Enflasyon üzerinde beliren yukarı yönlü riskleri sınırlamak
Nisan 2011	Yabancı para zorunlu karşılık oranlarında vadeye göre farklılaştırmaya gidilmiş, Türk lirası kısa vadeli zorunlu karşılık oranları sınırlı oranda artırılmıştır.	Ülkeye giriş yapan kısa vadeli yabancı sermayenin vadesinin uzatılması

Kaynak: 2011 TCMB Yıllık Raporu

Fiyat istikrarı hedefinin durumunu görmek için, enflasyondaki aylık değişimin görüldüğü Grafik 3'e bakılırsa; 2010 yılının ilk aylarında düşük seyreden fiyat artışı, yılın ikinci yarısında belirgin bir artış göstermiştir. Bu durum talepteki artışla birlikte küresel ekonominin toparlanmaya devam etmesine bağlı olarak enerji fiyatlarında ve sert hava koşullarına bağlı olarak gıda fiyatlarında yaşanan artışlardan kaynaklanmıştır. 2010 yılı sonuna gelindiğinde, enflasyon %6,4 ile yılsonu için belirlenmiş %6,5 hedefine oldukça yakın ve belirsizlik aralığının içinde gerçekleşmiştir. 2011 yılının ilk yarısında enflasyon oranlarında önemli artışlar görülmüştür. Bu durum, Türkiye ekonomisinde canlanmanın devam etmesi ve Orta Doğu-Kuzey Afrika Bölgesi'ndeki siyasi sorunlar neticesinde, emtia ve enerji

fiyatlarındaki artıştan kaynaklanmıştır. Çin kaynaklı hammadde ve enerji talebinin, bu ülkenin enflasyonist baskıları azaltmak için uyguladığı politikalar neticesinde düşmesi dünya emtia fiyatlarındaki artışın etkilerini sınırlasa da özellikle Mayıs-Haziran döneminde yüksek fiyat artışı dikkat çekmiştir (TCMB, 2012a)

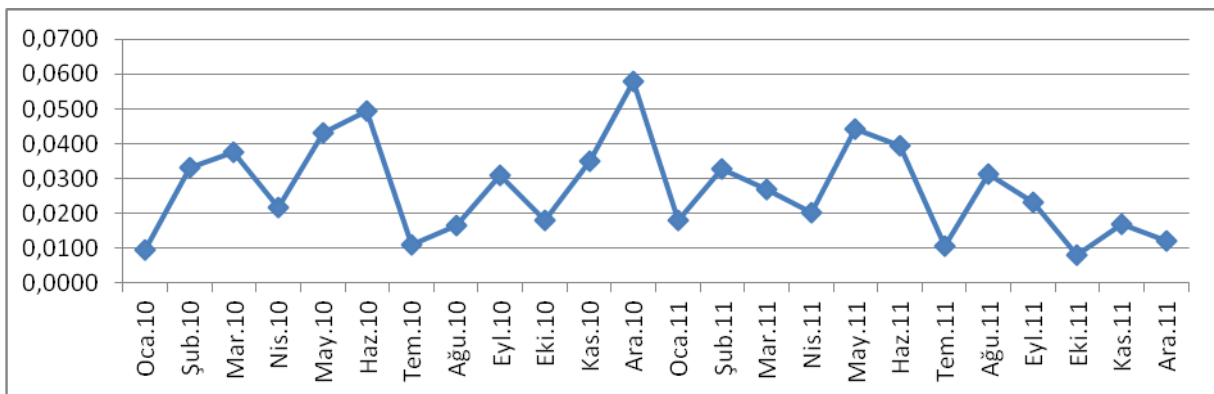
Grafik 3. 2010 Ocak - 2011 Aralık Tarihleri Arasında Enflasyondaki Aylık Değişim (%)



Kaynak: TCMB, 2012

Yabancı sermayenin vadesine yönelik politikalarının etkisi, bu kadar kısa sürede gerçekleşmeyeceği tahmin edildiği için bu göstergelerin seyri daha sonraki dönemler için izlenmelidir. Bununla birlikte, kredi hacminin daraltılması hedefine yönelik politikalara 2009 yılında başlanıldığı için politikaların etkisi gözlemlenebilmektedir. Aşağıda yer alan Grafik 4 yurt içi kredi hacminin 2010-2011 yıllarında nasıl bir seyir izlediğini göstermektedir. Buna göre 2010 yılının ilk yarısında kredi hacmindeki aylık artış hızı %5'lere ulaşsa da, uygulanan politikaların etkisini göstermesiyle Temmuz ayından itibaren birkaç ay boyunca %1'ler seviyesine düşmektedir.

Grafik 4. 2010 Ocak - 2011 Aralık Tarihleri Arasında Yurtiçi Kredi Hacmindeki Değişim



Kaynak: TCMB, 2012

TCMB çıkış stratejisinin yayımlanmasından 2011 Ağustos ayına kadar uygulanan para politikası nitelik değiştirmeden devam etmiştir. Çünkü uluslararası sermaye hareketleri gelişmekte olan ülkeler lehine bir akış sergilemiştir. 2011 Ağustos ayından itibaren küresel büyümeye ve bazı Avrupa ülkelerindeki kamu borcu sorununa ilişkin endişelerin derinleşmesi, buna paralel olarak gelişmekte olan ülkelere sermaye çıkışlarının hızlanması, Merkez Bankasını, uyguladığı para

politikasında değişikliğe sevk etmiştir. Bu değişiklik genel anlamda, piyasalarda ortaya çıkan döviz sıkıntısının, finansal istikrarda ortaya çıkarabileceği tahribatı önlemeye yönelik gerçekleşmiştir. 2011 yılı ikinci yarısında uygulanan para politikası aşağıda Tablo3'te özetlenmektedir.

2010 yılı ikinci yarısından itibaren TCMB'nin hassasiyetle üzerinde durduğu, cari açığı büyük artış ve cari açığın temel finansman kaynaklarının kısa vadeli olması, TCMB'nin bu dönemde de hassasiyetle üzerinde durduğu konuların başında gelmiştir. Bu dönemde uygulanan politikalar, bir yandan kısa vadeli sermaye akımlarının vadesinin uzatılması ve döviz kurundaki aşırı değerlenmenin önlenmesini hedeflerken, diğer yandan da yurt içinde krediler ve talebin daha kontrollü biçimde büyümesini sağlanması ile iç ve dış talep arasındaki ayrışmanın dengelenmesine odaklanmıştır (TCMB, 2012a: 46).

Tablo 3. 2011 Yılı İkinci Yarısından Sonra Uygulanan Para Politikası

Tarih	Kullanılan Politika Aracı	Politikanın Amacı
Haziran, Temmuz 2011	Günlük döviz ihalelerinde alımı yapılacak tutarda indirimde gidilmiştir. Bir süre sonra döviz alım ihalelerine ara verilmiştir.	Gelişmekte olan ülkelere yönelik sermaye akımlarının azalmasının döviz piyasasında oluşturabileceği likidite sıkıntısını önlemek
4 Ağustos 2011	Politika faiz oranında indirimde gidilerek, bu oran %6,25'ten %5,75'e indirilmiştir.	Ekonominin yavaşlamasında yönelik uygulanan politikanın, küresel belirsizlikle birleşerek ekonomide oluşabilecek durgunluğu önlemek
	Gecelik borçlanma faiz oranı %1,5'dan %5'e yükseltilecek faiz koridoru daraltılmıştır.	Belirsizlik durumunun etkisini artırması olasılığına karşılık, dengeleyici tedbirlerin etkinliğini artırmak
	Merkez Bankası gerek gördüğü günlerde, döviz satım ihaleleri yoluyla piyasaya döviz likiditesi sağlayacağını belirtmiş, aynı zamanda yabancı para zorunlu karşılık oranlarında indirimde gitmiştir.	Döviz piyasasında likidite sıkıntısını önlemek
9 Ağustos 2011	Döviz depo piyasasında, taraflı işlemlerde borç verme faiz oranını ABD doları için %5,5'ten %4,5'e, Euro için %6,5'ten %5,5'e düşürmüştür	Döviz piyasasında likidite sıkıntısını önlemek
5-18 Ekim 2011	Döviz satım ihaleleri yoluyla piyasaya gerekli görülen günlerde yüksek miktarda döviz likiditesi sağlanmıştır.	Döviz kurlarında aşırı oynaklık ve düzensiz hareketleri gidermek
Ekim 2011	Borç verme faizleri artırılarak faiz koridoru yukarı doğru genişletilmiştir.	Para piyasasındaki gecelik faiz oranlarının politika faizinden daha yüksekte oluşmasına izin vererek, Türk lirasındaki değer kaybının enflasyon üzerinde oluşturduğu baskıyı hafifletmek.
	Türk lirası zorunlu karşılık oranları düşürülmüştür.	Gecelik faiz oranlarındaki artışın likidite koşullarında arzu edilmeyen bir sıkılaşmaya yol açmasını önlemek
Aralık 2011	Döviz Depo Piyasası'nda Merkez Bankası'ndan alınabilecek döviz depolarının vadesi 1 haftadan 1 aya yükseltilmiştir.	Döviz piyasasında likidite sıkıntısını gidermek

Kaynak: TCMB 2011 Yıllık Raporu

Son olarak, 2011 yılının ikinci yarısında uygulanan para politikasının ortaya çıkardığı sonuçlara bakacağız. Türk lirasında gözlenen belirgin değer kaybı, özellikle temel mal fiyatlarına yansiyarak, tüketici enflasyonunda artışa neden olmuştur. Buna ek olarak, yılın son çeyreğinde enerji fiyat ayarlamaları ve özel tüketim vergisi (ÖTV) oranlarındaki yükseliş neticesinde, yılsonunda yıllık tüketici enflasyonu önceki yıla kıyasla 4 puanlık bir artışla %10,45 olarak gerçekleşmiştir. Bu durum temel hedef olan fiyat istikrarında, enflasyonun beklentileri aşmasına neden olmuştur. Bir başka hedef olan kredi talebinin düşürülmesi hususunda, TCMB'nin 2010 yılı ikinci yarısından itibaren, yurtiçi kredi hacmini daraltmaya yönelik uyguladığı politikalar, yılın ilk yarısında etkisini tam olarak göstermese de, Haziran ayından itibaren bu amaca ulaşıldığı belirgin şekilde görülmektedir. Bu durumda, BDDK'nın taşıt ve konut kredileri haricinde kalan diğer tüketici kredilerine yönelik olarak aldığı tedbirlerin katkısı unutulmaması gereken bir noktadır. Yılsonuna doğru, özellikle Ekim ayında faiz koridorunun genişletilmesi ve likidite koşullarının sıkılaştırılmasının da kredi faizleri üzerinde etkili olduğu görülmüştür. 2011 yılında, Avrupa'da ortaya çıkan panik havasının etkilerinin, yabancı sermayede azalış şeklinde ortaya çıktığı Ağustos ayına kadar istikrarlı bir seyir izleyen döviz kuru, bu tarihten sonra, yukarı yönlü eğilim gösterse de TCMB'nin döviz piyasasına yaptığı müdahalelerle, çok fazla dalgalanma göstermemiştir (TCMB, 2010b).

5. 2008 FİNANSAL KRİZİ DÖNEMİNDE UYGULANAN POLİTİKALARA DAİR GENEL DEĞERLENDİRMELER

Finansal kriz sürecinde uygulanan para politikasıyla ilgili literatüre baktığımızda, sınırlı sayıda çalışmanın olduğu görülmektedir. Bunlardan Habermeir vd. (2009), serbest döviz kuru uygulayan ülkelerin daha başarılı olduğunu belirterek, enflasyon hedeflemesi stratejisinin, enflasyon beklentileri yoluyla ekonomideki aşırı dalgalanmaları sınırladığını öne sürmektedir. Alp vd. (2011a-2011b), Güney Kore ve Türkiye için yaptıkları çalışmalarda yine aynı bulgulara ulaşarak, enflasyon hedeflemesi stratejisi ve serbest döviz kurunun kriz karşısında şiddetli bir durgunluğu önlediğini ifade etmektedirler. Çınar (2010), Türkiye için yaptığı çalışmada, TCMB'nin, 2006 yılı başından itibaren oluşan kredi genişlemesi karşısında, yüksek büyüme rakamlarını sınırlama pahasına başlattığı parasal sıkılaştırma süreciyle riskli kâğıtlardaki büyümeyi sınırladığını ifade etmektedir. Çınar, 2007 yılının son çeyreğine kadar kararlılıkla devam ettirilen temkinli para politikasının başarısını ön plana çıkarmaktadır. Bununla birlikte bankacılık sektörünün sahip olduğu sağlam bilanço yapısı ve serbest kur uygulamasının da finansal krizin etkilerinin hafifletilmesinde önemli rol oynadığını belirtmektedir. Son dönemde yapılan çalışmalara baktığımızda, daha çok finansal kriz sonrasında oluşan yeni para politikası stratejisine odaklanıldığı görülmektedir. Genel anlamda dönemin kısa olması literatürde ampirik çalışmaların sınırlı kalmasına neden olmuştur. Bu nedenle, çalışmada, TCMB'nin 2008-2011 yılları arasında uyguladığı politikaların değerlendirmesi, elde edilen sonuçlar ve hedeflenen rakamlar karşılaştırılarak yapılmaktadır.

2001 ekonomik krizinden sonra TCMB'nin temel hedefi fiyat istikrarı olarak belirlenmiştir. Bu doğrultuda uygulanan başarılı ve istikrarlı para politikası, %60'lara ulaşan yıllık enflasyon oranının tek hanelere düşürülmesini sağlamıştır. 2006-2007 yıllarında hedeflenen rakamların tutturulamadığı görülmektedir. Bu durum, küresel gelişmelere bağlı olarak döviz kurunda ve fiyat düzeylerinde görülen değişimlerin sonucudur. Türkiye ekonomisinde, ithalat-dış ticaret dengesi-cari denge ilişkisi ile döviz kuru-kısa vadeli yabancı sermaye ilişkisi arasındaki yüksek korelasyon küresel gelişmelerin ekonomiye yansımada büyük rol oynamıştır. 2008 finansal krizi öncesinde TCMB açısından en büyük olumsuzluğu küresel gelişmelerin hızlı bir şekilde ekonomik göstergelere etki etmesi oluşturmuştur. Bu dezavantajlar TCMB'yi kısıtlasa da ülkenin yakın dönemde yaşamış olduğu kriz deneyimi ve sonrasında yapılan reformlar TCMB'nin finansal krize karşı aktif politikalar uygulamasını sağlamıştır. Bu doğrultuda oluşturulan bazı hedeflerin başarı düzeyi aşağıda incelenmektedir.

5. 1. Fiyat İstikrarı

2008 Finansal Krizinin küresel piyasalara sıçradığı dönemde ve sonrasında TCMB'nin temel hedefi fiyat istikrarını sağlamak olmuştur. TCMB'nin fiyat istikrarını sağlamadaki başarı düzeyini görmek için çeşitli kıstaslar kullanabiliriz. Bunlardan ilki, enflasyon hedeflemesi rejimi uygulamasının bir sonucu olarak, hedeflenen enflasyon rakamlarına ulaşıp ulaşılmadığıdır. Aşağıda Tablo 4'te, 2008-2011 yılları arasında hedeflenen enflasyon rakamları ve gerçekleşen enflasyon rakamları verilmektedir. Çizelgeye göre; 2008 ve 2011 yıllarında hedeflenen rakamlardan büyük sapmalar varken, 2009 ve 2010 yıllarında hedefin tutturulduğu görülmektedir.

Tablo 4. Türkiye'de Hedeflenen ve Gerçekleşen Enflasyon Oranları (2008-2011)

	2008	2009	2010	2011
Hedef(%)	4	7,5	6,5	5,5
Gerçekleşme(%)	10,1	6,5	6,4	10,45

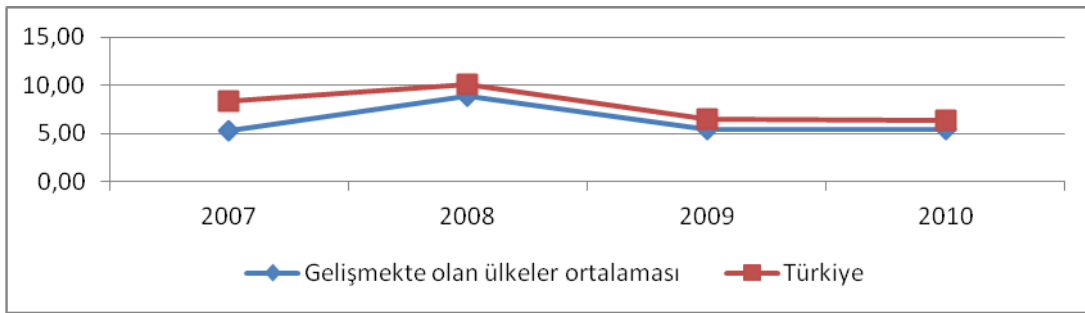
Kaynak: TCMB, 2012

Fiyat istikrarındaki başarı düzeyini görmenin bir diğer yolu, finansal kriz boyunca elde edilen rakamları, Türkiye'nin geçmişte elde etmiş olduğu, enflasyon rakamları ile karşılaştırmaktır. Buna göre, son on yıla kadar yüksek enflasyon oranlarına sahip Türkiye ekonomisinin, finansal kriz döneminde sahip olduğu enflasyon rakamlarında oldukça başarılı olduğu görülmektedir.

Bir diğer yöntem ise; Türkiye ile ekonomik olarak benzer özellikler taşıyan gelişmekte olan ülkelerde elde edilen enflasyon rakamlarını Türkiye'ye ait enflasyon rakamlarıyla karşılaştırmaktır. Aşağıda yer alan Grafik 5'te, 2007-2010 dönemi için büyüme süreçleri ve ekonomik yapıları bakımından Türkiye ile benzerlik gösteren 15 gelişmekte olan ülkenin enflasyonları ile Türkiye'nin enflasyon oranları yer almaktadır. TCMB'nin de 2007 yılı sonlarından itibaren vurgu yaptığı, Türkiye fiyat endeksleri içindeki, gıda ve ithal malların ağırlığı, Türkiye'nin enflasyon rakamlarının diğer

gelişmekte olan ülkelerle gösterdiği paralellik sayesinde bir kez daha kanıtlanmaktadır. Bu durum, finansal kriz sürecinde fiyat istikrarının küresel gelişmelerin etkisinde kaldığını göstermektedir. 2008 ve 2011 yıllarında küresel fiyat artışları, 2009 ve 2010 yıllarında ise finansal krizin neden olduğu toplam talepteki düşmenin enflasyon rakamlarını yönlendirdiği görülmektedir. Fiyat istikrarındaki durumun açıklanmaya çalışıldığı yukarıdaki üç durumdan özetle; TCMB, her ne kadar hedeflediği enflasyon rakamlarını yakalayamasa da, geçmişe kıyasla başarılı bir politika uygulamıştır. Gelişmekte olan ülkelerle karşılaştığında, kısmen yüksek enflasyon oranının bu ülkelerin enflasyon oranlarıyla paralel bir seyir izlediği görülmektedir. Gelişmekte olan ülkelerin enflasyon ortalamasının üstünde enflasyona sahip Türkiye'nin enflasyonu ortalamasının altına indirebilmesi için enflasyonda 2001'den beri var olan istikrarlı düşüşü sürdürmesi ve ekonominin yapısal problemlerini çözmesi gerekmektedir.

Grafik 5. Gelişmekte Olan Ülkeler² ve Türkiye'de (2007-2010) Enflasyon Oranları



Kaynak: Dünya Bankası, 2012

5. 2. Diğer Ekonomik Göstergeler

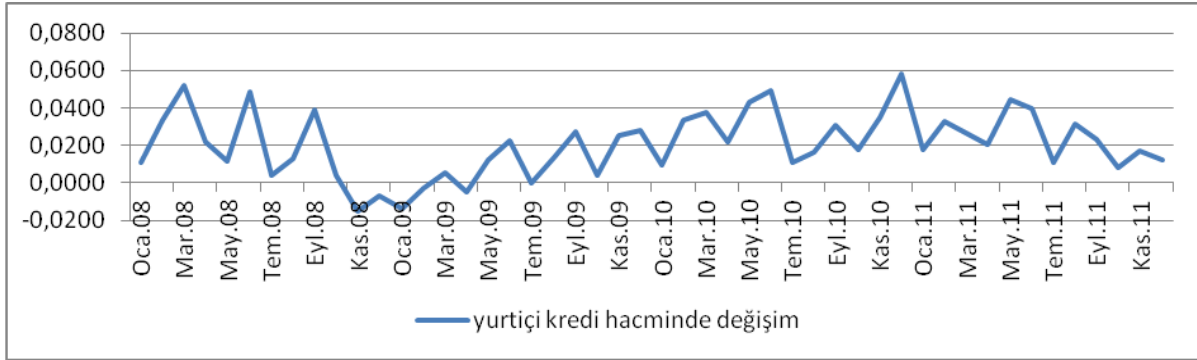
TCMB'nin 2008 finansal krizinin etkisini artırdığı dönemde ekonomik göstergelere destek olunması şeklinde dönemsel bir hedef koyduğu görülmektedir. Bu doğrultuda, 2010 yılına kadar politika faizi kullanılmak suretiyle, ara hedef olan yurtiçi kredi hacminde canlanma yaratılmak istenmiştir. Ancak 2010 yılında, iç ve dış talepte görülen ayrışma ve ekonomideki aşırı ısınma ekonomik canlanmanın sınırlanmasını gerektirmiştir. Bu doğrultuda, para politikası araçlarından zorunlu karşılık oranları kullanılarak kredilerde daralma sağlanmak istenmiştir. TCMB'nin krediler vasıtasıyla toplam talepte oluşturmak istediği etkiyi gerçekleştirip gerçekleştiremediğini, toplam talep üzerinde pek çok faktörün etkili olması nedeniyle toplam talepteki değişimden kestirmek zor olacaktır. Aşağıda Grafik 6'da, toplam talebe dair ara hedef seçilen yurtiçi kredi hacmindeki değişim görülmektedir. Buna göre; 2008 finansal paniğinin etkisini göstermeye başladığı 2008 yılı son çeyreğinde, TCMB'nin kredileri artırmaya yönelik politikası sonuç vermiş ve 2009 yılı başından itibaren, kredi hacminde artış sağlanmıştır. Ancak 2010 yılından itibaren ekonomideki aşırı ısınmayla birlikte, kredilerdeki artış sınırlandırılmak istenmiştir. Her ne kadar bazı dönemlerde kredi artış oranları sınırlandırılrsa da istenen başarı elde edilememiştir. Bu durum para politikası araçları

² İçerdiği ülkeler Arjantin, Belarus, Brezilya, Çin, Hindistan, Endonezya, Güney Kore, Malezya, Meksika, Filipinler, Polonya, Rusya, Singapur, Tayland, Ukrayna

arasındaki uyumsuzluktan kaynaklanmıştır. TCMB, ilan edilen faiz oranından piyasaya likidite vermeyi taahhüt etmektedir. Dolayısıyla, 2010 sonrası dönemde zorunlu karşılık oranlarıyla piyasa likiditesinin kontrolü şeklindeki politika, piyasanın daralan likidite hacmini TCMB'den borçlanarak gidermesi durumunda başarısız kalacaktır. Nitekim bu dönemde artış gösteren açık piyasa işlemlerindeki artış, bu öngörünün gerçekleştiğini göstermektedir. Bu durum çeşitli çalışmalarda da vurgulanmaktadır (Başçı ve Kara, 2011: 7; Doğan ve Tunalı, 2011: 74). 2011 yılının ikinci yarısından itibaren BDDK'nın aldığı kararlar, kredi artışının durmasında para politikasının bu eksikliğini telafi ederek, kredi artış hızında istikrarlı bir düşüş trendi içine girilmesinde etkili olmuştur.

Yurtiçi kredi hacmindeki değişimi ortaya koyduktan sonra, özetle; para politikasının finansal krizin başlangıcında ekonomiyi canlandırmaya yönelik politikalarda başarılı olurken, aşırı ısınan ekonomiyi yavaşlatma konusunda diğer kurumlarla işbirliğine ihtiyaç duymuştur. Bu durum, ülke içindeki kurumların birbiri ile olan koordinasyonun önemini bir kere daha ortaya koymuştur.

Grafik 6. Yurtiçi Kredi Hacmindeki Değişim (2008-2011)



Kaynak: TCMB, 2012

5. 3. Finansal İstikrar

TCMB finansal krizden sonra, 2001 yılından itibaren var olan para politikası stratejisinden farklı olarak fiyat istikrarı önemini kaybetmeyecek şekilde finansal istikrarı daha merkeze alan bir politika stratejisi belirlemiştir. Literatürde Merkez Bankalarının finansal istikrara dair hedefler saptaması en genel anlamda şu şekilde temellendirilmektedir. Merkez bankaları ekonomiyi yasal ödeme aracı sunan ve doğrudan likidite sağlayan tek kurum durumundadırlar. Bu özelliği piyasalardaki likidite hakkında sürekli olarak bilgi sahibi olmasını ve bu sayede finansal piyasaların sağlamlığı hakkında en net bilgiye sahip olmasını sağlamaktadır. Dolayısıyla finansal istikrar amacıyla en etkin politikaları uygulayabilecek kurumların başında gelmektedir (Doğan ve Tunalı, 2011: 63). Bunun yanında, finansal sistemin sağlıklı çalışması, ekonominin sağlıklı işlemesi ve para politikasının etkinliği için büyük önem taşımaktadır. Bu durum ABD finans piyasalarındaki kırılganlıkların neden olduğu 2008 finansal kriziyle tekrar kanıtlanmıştır. Bu finansal istikrarı, otomatik olarak Merkez Bankasının bir hedefi haline getirmektedir. Merkez Bankaları'nın finansal istikrar hedefi

doğrultusundaki bu olumlu noktaların dışında, bazı olumsuz durumlarda söz konusudur. Bunlardan ilki fiyat istikrarı ve finansal istikrar arasındaki ödünleşimden kaynaklanmaktadır. Örneğin; kısa vadeli sermaye girişinin azaltılması hedefi doğrultusunda düşük faiz oranı politikası gerekliken, düşük faiz oranı fiyat istikrarıyla çelişebilecek bazı sonuçlar doğurabilmektedir. Bu durum zaman zaman Merkez Bankası'nın çeşitli politika araçlarını birbirine zıt bir biçimde kullanması şeklinde çözülmektedir. Ancak politika araçlarının bu şekilde kullanımı hedeflerde sapmalara neden olmaktadır. İkinci olarak, eğer Merkez Bankası finansal istikrar ve fiyat istikrarı şeklindeki politika bileşimine devam edecekse, temel hedefi olan fiyat istikrarı için gerekli olan “Merkez Bankası'nın Bağımsızlığı” ilkesinden sapmayacak şekilde, diğer kurumlarla (Hükümet, Bankacılık Düzenleme ve Denetleme Kurulu(BDDK), Sermaye Piyasası Kurulu(SPK), Tasarruf Mevduatı Sigorta Fonu(TMSF) vb.) koordinasyonu sağlayacak etkili bir mekanizma kurulmalıdır. Zira Merkez Bankası'nın sahip olduğu politika araçlarının finansal istikrar üzerinde oluşturacağı etki zaman zaman sınırlı kalmaktadır.

Yukarıda ifade edilen iki dezavantajı ortadan kaldırmak için çeşitli düzenlemeler yapılmıştır. Öncelikle TCMB'nin fiyat istikrarı ve finansal istikrarı birlikte hedef alacak politika araçları kompozisyonu oluşturulmuştur. Bu konudaki değişim daha önceki bölümlerde ifade edilmiştir. İkinci dezavantajın ortadan kaldırılmasına yönelik, Haziran 2011'de, hazineden sorumlu devlet bakanının başkanlığında “Finansal İstikrar Komitesi” kurulmuştur. Ancak bu komitenin kuruluş aşamasında “TCMB'nin Bağımsızlığı” ilkesiyle çelişmesi, beklenen etkinliğin sağlanamayacağı öngörülerine neden olmaktadır.³

2008 Finansal krizi sürecinde, özellikle ABD'de finansal krizin olumsuz etkilerini sınırlamak amacıyla büyük çaplı likidite genişlemeleri gerçekleşmiştir. Bu durum, krizin etkisinin hafiflemesiyle birlikte, gelişmekte olan ülke piyasalarına yoğun bir yabancı sermaye akışına neden olmuştur. Yabancı sermaye girişindeki artış, kredi genişlemesi yoluyla iç talepteki büyümeyi, Türk lirasının değerlenmesi yoluyla ithalat artışını hızlandırmıştır. Ancak Türkiye'nin ihracat yaptığı ülkelerin gelişmiş ülkeler özellikle AB ülkelerinin büyük bir yer tutması ve bu ülkelerin ekonomik olarak daha yavaş toparlanması ihracattaki büyümeyi sınırlandırmıştır (Çınar, Erdoğan, Gürgür ve Polat, 2010: 8.). İç ve dış talep arasındaki bu ayrışma ile birlikte artan cari açığın daha çok kısa vadeli yabancı sermaye ile finanse edilmesi, Türkiye ekonomisinin küresel risk iştahındaki değişmelere karşı kırılgan bir hale gelmesine neden olmuştur (Kara, 2012: 11). Finansal istikrarı tanımlamadaki zorluklara rağmen, TCMB'nin bu dönemde finansal istikrara yönelik hedefleri bu iki nokta üzerinde şekillenmiştir.

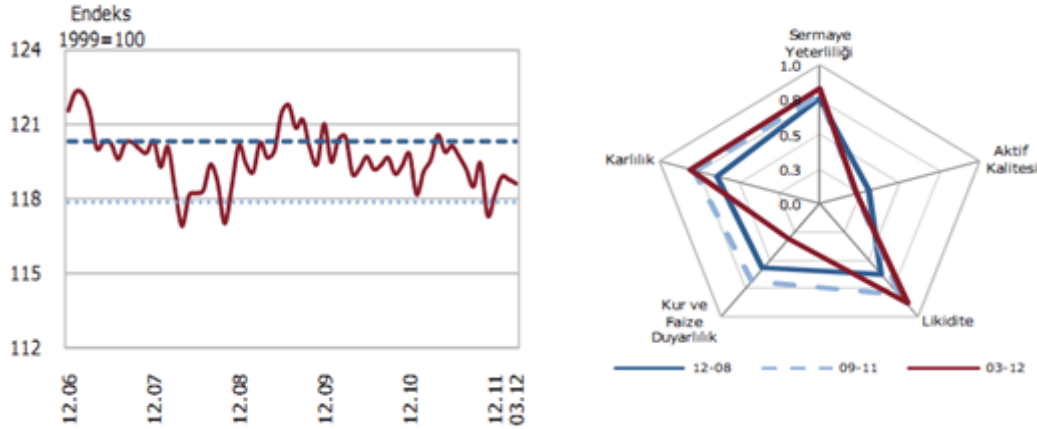
TCMB'nin finansal istikrara dair uyguladığı politikanın başarısını, seçtiği ara hedeflerdeki değişim üzerinden değerlendirebiliriz. Bununla birlikte makro düzeyde bir görünüm sağlayabilmek amacıyla, öncelikle finansal istikrar göstergesi olarak kabul edilen finansal sağlık endeksindeki

³ Bu konuda ayrıntılı tartışma (Özatay 2012)'de yapılmaktadır.

değişim incelenmektedir. Finansal sağlık endeksindeki değişim ve bankacılık sektörünün makro analizini gösteren Grafik 7 aşağıda yer almaktadır.

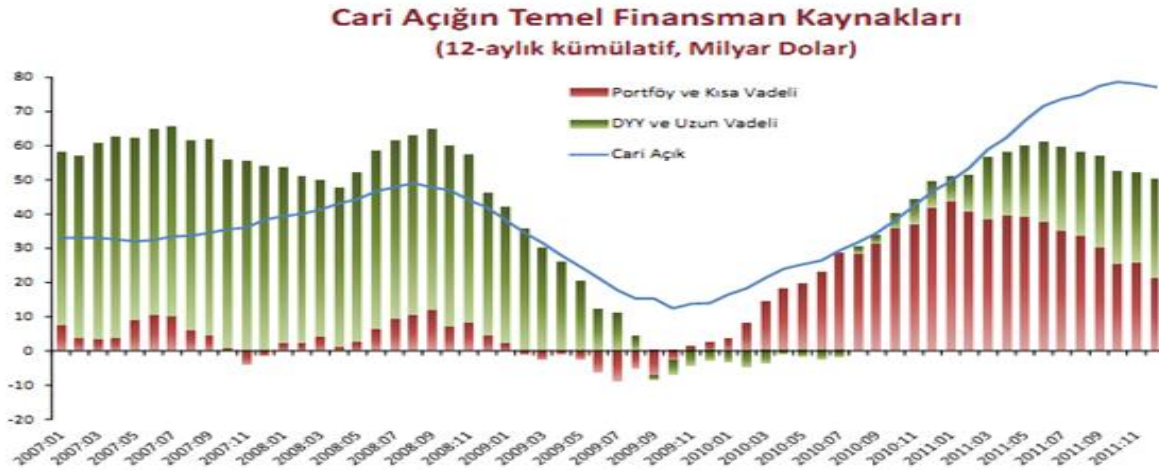
Grafik 7'nin solunda yer alan finansal sağlık endeksi, finansal krizin şiddetlendiği dönemlerde büyük bir düşüş göstermektedir. Sonrasında 2009 yılı boyunca bir toparlanma görülse de 2010 yılından sonra tekrar düşüşe geçilmektedir. 2011 yılının ortasına doğru TCMB'nin aldığı önlemlerin etkisini gösterdiğini fakat Avrupa'daki çeşitli ülkeler ile küresel risk iştahındaki artışa bağlı olarak 2011 yılının ikinci yarısından itibaren tekrar düşme olduğu görülmektedir. 2004-2012 yılları arasında ortalama 120 olan finansal sağlık endeksinin gösterildiği kesikli mavi çizgilerle karşılaştığımızda, finansal kriz döneminde finansal sektördeki kırılganlığın arttığını söyleyebiliriz. Bununla birlikte, 2000-2012 yılları endeks ortalaması olan 118'in altına inilmemiştir. Eğer bu rakamın altına düşülürse, alternatif bir politika olarak TCMB'nin sadece fiyat istikrarına odaklanması gerektiği, zira bunun sağlanmasının finansal istikrar üzerindeki olumlu sonucunun daha etkin bir politika olduğu önerisini sunabiliriz. Bankacılık sektörü makro gösteriminin yer aldığı sağdaki grafikte, bankacılık sektöründe 2008 yılına göre; sermaye yeterliliği, likidite ve karlılık açısından olumlu gelişmeler görülürken, aktif kalitesi ve kur-faize duyarlılık açısından gerileme olduğu sonucuna ulaşılmaktadır.

Grafik 7. Finansal Sağlık Endeksi ve Bankacılık Sektörü Makro Gösterimi



Kaynak: TCMB, 2012 Mayıs Finansal İstikrar Raporu

Finansal sektördeki durumu makro düzeyde ele aldıktan sonra bu kısımda, TCMB'nin finansal istikrar hedefi doğrultusunda seçtiği ara hedeflerdeki değişimi ele alacağız. 2010'dan itibaren uygulanmaya başlanan yeni politikada makro finansal dengesizlikleri azaltmak için iki ara hedef belirlenmiştir. Söz konusu hedefler; kısa vadeli sermaye girişlerinin azaltılması ve kredi genişlemesinin yavaşlatılmasıdır (Özatay, 2011:1). Bunun dışında hâlihazırda var olan diğer bir ara hedef, iç-dış talep ayrışmasındaki etkisini kontrol etmek amacıyla döviz kurundaki oynaklığın sınırlanması şeklinde ifade edilebilir.

Grafik 8. Cari Açık ve Temel Finansman Kaynakları

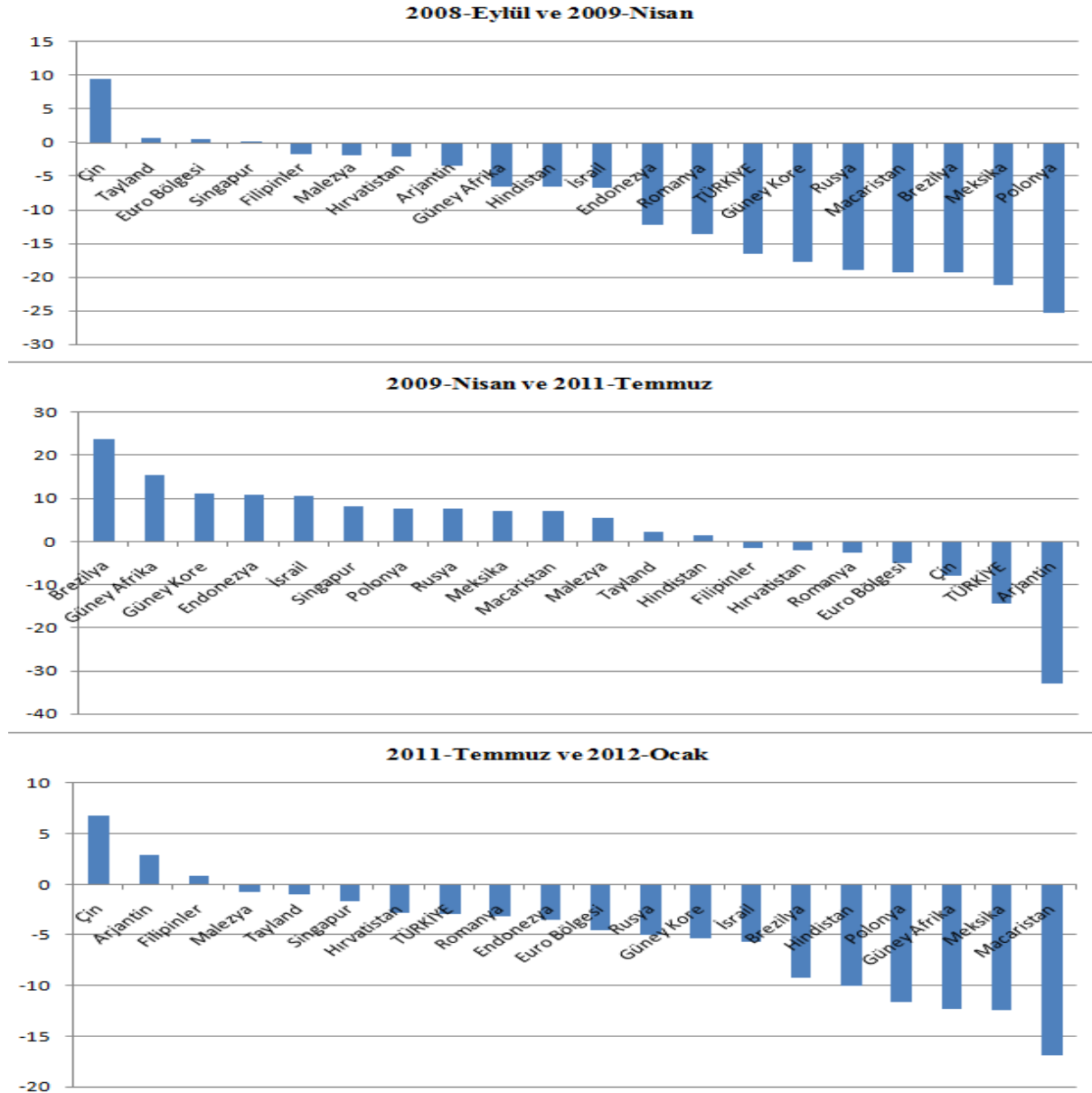
Kaynak: TCMB 2012 Mayıs Finansal İstikrar Raporu

Yukarıda ifade edilen üç ara hedeften kredi hacmindeki değişime; finansal kriz başlangıcından itibaren ekonomide canlandırma oluşturmak ve fiyat istikrarı amacıyla da kullanıldığı için daha önce değinilmiştir. Tekrara düşmemek adına bu kısımda sadece döviz kurundaki oynaklık ile cari açık ve finansman türlerindeki değişim irdelenecektir. Yukarıda yer alan Grafik 8 cari açıktaki değişim ve finansman türlerini göstermektedir. Grafikte görüldüğü gibi finansal kriz öncesinde, cari açık genelde uzun vadeli yabancı sermaye ile finanse edilmektedir. Dolayısıyla yüksek bir cari açık olsa da tehlikeli olarak algılanmamıştır. Finansal krizin etkili olduğu dönemde cari açık tehlikeli boyutlarda değildir. Fakat krizden çıkış süreciyle birlikte cari açıktaki hızlı bir artış ortaya çıkmaktadır. Cari açık düzeyi 2011 yılının ilk çeyreğine kadar kriz öncesi dönemlerle aynı düzeyde olmasına rağmen, bunun kısa vadeli yabancı sermaye ile finanse edilmesi TCMB'nin finansal istikrara dair kaygılarının artmasına neden olmuştur. 2010 yılı ikinci yarısından itibaren bu doğrultuda uygulanan politikalar, cari açığı düşürmemekle birlikte bunun finansmanında kullanılan kısa vadeli yabancı sermayenin toplam finansman kaynakları içindeki oranının düşmesini sağlamıştır. 2011 yılının son çeyreğinde ortaya çıkan cari açıktaki düşüş, TCMB'nin cari açığı azaltmaya yönelik politikaların etkisini 2012 yılı içinde gösterebileceği izlenimini vermektedir.

Aşağıdaki Grafik 9 Türkiye ile benzer ekonomik özelliklere sahip ülkelerin döviz kurlarının, belli dönemlerdeki oynaklığını göstermektedir. Küresel risk iştahının arttığı 2008 Eylül ve 2011 Temmuz tarihlerinden itibaren, hızlı yabancı sermaye çıkışı Çin ve birkaç ülke dışındaki ülkelerde yerli paranın değer kaybetmesine neden olmuştur. Yabancı sermaye girişlerinin olduğu 2009 Nisan-2011 Temmuz tarihleri arasında ise genel olarak yerli paraların değer kazandığı görülmektedir. Türk Lirasındaki en büyük oynaklık 2008 Eylül ile 2009 Nisan dönemleri arasında görülmektedir. Bu dönemden sonra TCMB'nin Türk lirasını bu düzeyde istikrarlandırma çabalarının olduğu görülmektedir. Nitekim yüksek düzeyde döviz girişine rağmen 2009 Nisan ile 2011 Temmuz tarihleri arasında Türk lirasında değerlenmeye izin verilmemesi bunun bir göstergesidir. 2011 yılı ortasından

sonra diğer ülkelerin paralarında gerçekleşen değer kaybı, TL'nin bu düzeltmeyi daha önceden yaşamış olması nedeniyle sınırlı gerçekleşmiştir (Kara, 2012: 28). Genel anlamda finansal kriz dönemindeki döviz kuru değişimlerini incelersek; Türk lirası gelişmekte olan ülkelerde görülen sağlıksız değer artışını yaşadından sonra, TCMB'nin müdahaleleriyle belirlenen bir aralıkta tutulmuştur. 2008-2012 döneminde Türk lirasındaki oynaklığın birçok gelişmekte olan ülkeye kıyasla sınırlı düzeyde kaldığı söylenebilir.

Grafik 9. Gelişmekte Olan Ülkelerin Nominal Döviz Kurlarındaki Değişim



Kaynak: BIS, 2012

6. SONUÇ

Türkiye ekonomisi 2001 ekonomik krizinden sonra önemli ekonomik reformlar gerçekleştirmiştir. Para politikasıyla ilgili değişen durum ise, enflasyon hedeflemesi stratejisine

geçilmesidir. 2001-2006 yılları arasında, %60'a ulaşan enflasyon rakamları başarılı para politikası uygulamalarıyla istikrarlı bir düşüş içine girmiş ve tek hanelere düşürülmüştür. 2006 sonrasında, finansal krize kadar, küresel gelişmelerle ilişkili olarak hedeflenen enflasyon oranlarından sapma görülmüştür. 2008 finansal krizi öncesinde, Türkiye ekonomisinin daha önceki dönemleriyle karşılaştırıldığında, TCMB'nin para politikasını kısıtlayacak unsurların oldukça az olduğu görülmektedir. Bu ekonomik koşulların verdiği güven küresel krizin yoğunlaştığı dönemlerde para politikasının fiyat istikrarı dışındaki diğer ekonomik göstergeleri destekleyici bir tutum sergilemesini sağlamıştır.

Finansal krizden çıkış stratejilerinin hazırlanmasıyla birlikte, TCMB'nin fiyat istikrarı ve finansal istikrarı birlikte gözetilen bir politika bileşimine yöneldiği görülmektedir. Bu durumda, fiyat istikrarının destekleyici bir unsuru olan finansal istikrarı tehdit eden güncel ekonomik koşulların etkili olduğu görülmüştür. Yeni ekonomik politikayla birlikte, kullanılan politika araçlarında ve ara hedeflerde de değişikliğe gidilmiştir. Politika faizi bir hafta vadeli repo ihale faiz oranı olarak değiştirilirken, zorunlu karşılık ve faiz koridoru araçları da politika aracı olarak kullanılmaya başlanmıştır. Bu araçların yanında, küresel risk iştahının arttığı dönemlerde çeşitli fonlama stratejilerinin uygulandığı görülmektedir. Temel hedef olan fiyat istikrarı ve finansal istikrar için kullanılan ara hedefler kredi artış hacmi, döviz kuru ve cari açık ile onun finansman yöntemi olarak belirlenmiştir.

TCMB'nin uyguladığı para politikası bileşimi bu şekilde ifade edildikten sonra, çalışmada para politikasına dair elde edilen temel noktalar şu şekilde ifade edilebilir.

- Enflasyon rakamları küresel fiyat hareketleriyle birlikte hareket etmektedir. 2001 öncesi dönemle kıyaslandığında daha istikrarlı bir fiyat artışı gözlemlense de, 2001 sonrasında yakalanan istikrarlı enflasyon düşüşleri, küresel fiyat artışlarının etkisini artırmasıyla birlikte ortadan kalkmıştır.
- TCMB'nin ekonomik daralma döneminde uyguladığı genişletici para politikası, uygulanan diğer politikalarla birlikte olumlu sonuç vermiştir. Bununla birlikte, ekonomik olarak aşırı ısınmanın yaşandığı dönemde uygulanan daraltıcı politikalar, tek başına yeterli olmamış ve BDDK'nın uyguladığı destekleyici politikayla birlikte etkili olmaya başlamıştır. Bu durum TCMB'nin bağımsızlığından ödün vermeyecek şekilde diğer düzenleyici kurumlarla ilişki kurmasının politika etkinliğini artırabileceğini göstermektedir.
- TCMB, 2009-2010 yıllarında artan cari açığı, finansmanında kısa vadeli yabancı sermayenin kullanılması nedeniyle tehlikeli görmüştür. Kısa vadeli yabancı sermaye girişinin, küresel risk iştahının arttığı dönemlerde ekonomiyi kırılgan hale getirdiğini savunularak bu doğrultuda politikalar uygulanmıştır. Uygulanan politikalarda başarı sağlanmış ve yabancı sermaye

girişinin vadesinde uzama ortaya çıkmıştır. Cari açığın azaltılmasına yönelik politikalar ise 2011 yılının son çeyreğinde etkisini göstermeye başlamıştır.

2007-2012 dönemlerinde, sadece kriz nedeniyle toplam talebin düştüğü 2008-09 yıllarında, enflasyon hedefinin tutturulması fiyat istikrarı hedefinde finansal istikrar kadar başarılı olunamadığını göstermektedir. Bu durum her ne kadar ekonominin yapısal problemleriyle açıklanmaya çalışılsa da, ortaya çıkabilecek enflasyon belirsizliği, ekonomiyi daha derin problemlere sürükleyebilir. Bu doğrultuda Türkiye ekonomisinin yaşadığı deneyimler, fiyat istikrarının diğer ekonomik göstergeleri de olumlu etkilediği ve TCMB'nin tek hedefinin fiyat istikrarı olması gerektiği sonucunu vermektedir. Bu nedenle TCMB, hedeflediği diğer ekonomik göstergelere ulaşırken, fiyat istikrarından ödün veriyorsa tek hedefin fiyat istikrarı olması gerektiği düşünülmektedir.

KAYNAKÇA

- Alp, H., and Elekdağ, S. (2011a) “The Role Of Monetary Policy In Turkey During The Global Financial Crisis”, IMF Working Paper, No:11/150.
- Alp, H., Elekdağ, S., and Lall S. (2011b) “Did Korean Monetary Policy Help Soften The Impact Of The Global Financial Crisis Of 2008-09”, IMF Working Paper, No:12/5.
- Bank for International Settlements (2012) “BIS Data”, <http://www.bis.org> adresinden çeşitli tarihlerde alınmıştır.
- Başçı E., Kara H. (2011) “Finansal İstikrar ve Para Politikası”, TCMB Çalışma Tebliği, No:11/08.
- Başçı, E. (2011), “Enflasyon Hedeflemesi Ve Finansal İstikrar”, Conference On Incorporating Financial Stability Into Inflation Targeting Konferansı, İstanbul.
- Çınar, B., Erdoğan, Ö., Gürgür, T., ve Polat, T. (2010) “Küresel Kriz Politika Uygulamaları”, TCMB Ekonomi Notları, Sayı:2010-12.
- Çınar, B., Erdoğan Ö., Gürgür T. ve Polat T. (2010) “Küresel Kriz Etkileşim Kanalları ve Türkiye Ekonomisi”, TCMB Ekonomi Notları, No:10/07
- Doğan S., Tunalı Ç. B. (2011) “Küreselleşme Sürecinde Finansal İstikrar-Para Politikası İlişkisi: Türkiye İçin Bir Değerlendirme(2001 Krizi Sonrası)”, İktisat Fakültesi Mecmuası, 61(2), 51-81.
- Habermeier, K., Ötker-Robe, İ., and Kışınbay, T. (2009) “Inflation Pressures and Monetary Policy Options In Emerging and Developing Countries: A Cross Regional Perspective”, IMF Working Paper, No:09/1.
- Kara, A. H. (2012) “Küresel Kriz Sonrası Para Politikası. İktisat İşletme ve Finans Dergisi”, 27(315), 9-36.

- Karahan, Ö. (2005) “Türkiye’de Örtük Enflasyon Hedeflemesi Programının Uygulamasına İlişkin Oluşan Risklerin Yönetim Politikaları” Elektronik Sosyal Bilimler Dergisi, 4(14), 34-47.
- Özatay, F. (2011) “Merkez Bankası’nın Yeni Para Politikası: İki Hedef-Üç Ara Hedef-Üç Araç”, İktisat İşletme Ve Finans Dergisi, 26(302), 27-43.
- Özatay, F. (2012) “Para Politikasında Yeni Arayışlar” İktisat İşletme ve Finans Dergisi, 27(315), 51-75.
- TCMB (2012) “TCMB Data Elektronik Veri Sistemi”, <http://www.evds.tcmb.gov.tr/yeni/cbt-uk.html> adresinden çeşitli tarihlerde alınmıştır.
- TCMB (2006) “Enflasyon Hedeflemesi Rejimi”, <http://www.tcmb.gov.tr.html>, (26.12.2011).
- TCMB (2007) “2008 Yılında Para ve Kur Politikası”, <http://www.tcmb.gov.tr.html>, (06.02.2012).
- TCMB (2008a) “2009 Yılında Para ve Kur Politikası”, <http://www.tcmb.gov.tr.html>, (06.02.2012).
- TCMB (2009a) “2008 Yıllık Rapor”, <http://www.tcmb.gov.tr.html>, (06.02.2012).
- TCMB (2009b) “2010 Yılında Para ve Kur Politikası”, <http://www.tcmb.gov.tr.html>, (06.02.2012).
- TCMB (2010a) “2009 Yıllık Rapor”, <http://www.tcmb.gov.tr.html>, (06.02.2012).
- TCMB (2010b) “2011 Yılında Para ve Kur Politikası”, <http://www.tcmb.gov.tr.html>, (06.02.2012).
- TCMB (2010c) “Para Politikası Çıkış Stratejisi”, <http://www.tcmb.gov.tr.html>, (20.01.2012).
- TCMB (2011a) “2010 Yıllık Rapor”, <http://www.tcmb.gov.tr.html>, (06.02.2012).
- TCMB (2012a) “2011 Yıllık Rapor”, <http://www.tcmb.gov.tr.html>, (06.02.2012).
- TCMB (2012b) “2012 Mayıs Finansal İstikrar Raporu”, <http://www.tcmb.gov.tr.html>, (26.05.2012).
- Worldbank. (2012) “Worldbank Data”, <http://data.worldbank.org/> adresinden çeşitli tarihlerde alınmıştır.
- Yılmaz, D. (2009), Küresel Kriz Ve Merkez Bankası Konferansı, İstanbul.
- Yılmaz, D. (2010), “Global And Regional Outlook And The Effect Of The Global Financial Crisis. Global And Regional Outlook And The Effect Of The Global Financial Crisis Paneli, İstanbul.