

Cari açık, bütçe dengesi, finansal istikrar ve para politikası: Heyecanlı bir dönemin izi†

Yıldız Akkaya,* Refet S.Gürkaynak**

Özet. 2001 krizi Türkiye iktisat tarihinde önemli bir milattır. Bu makalede kriz sonrası dönemi 2002-2006 ve 2007-2012 alt dönemlerinde inceliyoruz. 2002-2006 güçlü bir stabilizasyon programının başarıyla uygulandığı, ekonominin normalleştiği bir dönemdir. Daha yakın döneme ilişkin başlıca hususlar ise (i) 2006 sonundan beri genel bir iktisat politikası boşluğu olduğu, (ii) cari açığın düzey olarak çok yüksek bir platoya yerleştiği ve bunun artık eskisi gibi bütçe açığı tarafından sürüklenmediği, (iii) ekonominin karşılaştığı yeni risk ve sorunlar eskilerinden farklı olduğu için kurumsal yapının bunlara karşılık vermekte zorlandığı, (iv) bu nedenle toplam kredi büyümesi, cari açık ve bunun finansmanı gibi konuların sahiptikleri ve aslında bunlardan sorumlu olmayan Merkez Bankası'nca sahiplenildikleri ve (v) elinde bu sorunlar ile baş etmek için uygun araçlar olmayan Merkez Bankası'nın bu çabasının kurumsal olarak MB için ve bir bütün olarak Türkiye ekonomisi için önemli maliyetler doğurduğudur. Makalede birçok değişik bağlamda vurgulanan husus herhangi bir amacın vazife olarak verildiği kurumun o amaca ulaşmak için gereken araçları haiz kurum olması gerektiğidir.

Anahtar Kelimeler: Türkiye ekonomisi, Para politikası, Zorunlu karşılık, Faiz koridoru, Faiz varyansı.

JEL Sınıflaması: E44, E52, E58, E61

Abstract. Current account deficit, budget balance, financial stability, and monetary policy: Reflections on a gripping episode.

The 2001 crisis is an important milestone in Turkish economic history. In this paper we evaluate the post-crisis period focusing on the 2002-2006 and 2007-2012 sub periods. 2002-2006 is a period of normalization of the economy, owing to a strong stabilization program. The more recent period is characterized by (i) the absence of a coherent economic policy framework since the end of 2006, (ii) the current account deficit moving to a very high level and no longer being principally determined by the budget deficit as before, (iii) the inadequacy of the institutional framework to address the new, post-stabilization problems, (iv) problems such as credit boom, current account and its financing, which are not "owned" by any policymaking institution being addressed by the Central Bank, and (v) the Central Bank, as it does not have appropriate tools at its disposal to address such problems, creating an efficiency loss in policymaking and an institutional cost for itself. In several different contexts we emphasize the importance of giving a mandate to a policymaking institution that has the tools to achieve the mandate.

Keywords: Turkish Economy, Monetary policy, Required reserves, Interest rate corridor, Policy rate variance.

JEL Classification: E44, E52, E58, E61

† Detaylı öneri ve eleştirilerinden faydalandığımız Harun Alp, Hakan Kara, Mustafa Kılınc, Fatih Özatay, Pınar Özbay Özlü, Murat Üçer ve Deren Ünalımsı'a müteşekkirimiz.

* Bilkent Üniversitesi, İktisat Bölümü 06800 Bilkent, Ankara ve Boston Üniversitesi.

E-mail: yakkaya@bilkent.edu.tr

* Bilkent Üniversitesi, İktisat Bölümü 06800 Bilkent, Ankara, Massachusetts Institute of Technology ve CEPR.

E-mail: refet@bilkent.edu.tr

1. Giriş

Yeni iktisat yazınında kuvvetli bir tema sermaye akımlarına kapalı ekonomilerin yavaş büyüyecekleri, açık ekonomilerin ise yabancı finansman kaldıracıyla hızlı büyümekle beraber, özellikle belli bir gelişmişlik seviyesine gelmeden önce, fazla dalgalanmaya (krizlere) açık olduklarıdır (örn. Aghion, Bacchetta ve Banerjee, 2000). Benzer şekilde, cari hesaplarını açan ülkelerde ödemeler dengesi ve bankacılık krizlerinin de senkronize olmaya ve ikiz kriz (Kaminsky ve Reinhart, 1999) tabir edilen vakıya dönüşmeye başladığı 1980'ler ve 90'lar boyunca gözlemlendi. Türkiye'de de 1980'lerin başında ithal ikamecilikten ihracata dayalı büyüme planına geçişle başlayıp, 80'lerin sonunda liranın konvertibilitesi ile hızlanan süreçte bu tür, "kitaptan çıkma" bir hızlı büyüme-kriz döngüsü dönemi yaşadı.

Bu dönemin sonunda gelmiş olan 2001 krizi Türkiye iktisat tarihinde önemli bir milattır. Bu krizden sonra uygulanmaya konulan IMF destekli program ekonomideki kırılmalılığı önemli ölçüde azaltmış, 2006 yılına kadar yapılan reformlar ile yüksek bir gelir artışı hızı elde edilmiştir. Efektif olarak 2006 yılında, teknik olarak 2008 yılında sona eren programdan sonra bu ilk dönemin bazı kazanımları yer yer zayıflayarak da olsa devam etmiş, ancak bu kazanımları konsolide edecek bütünsel bir iktisadi programın yokluğu kendisini hissettirmiştir.

Bu makalede 2001 sonrası dönemin üç sacayağı olan devlet bütçesinin kontrol altına alınması, kuvvetli banka regülasyonu ve vazifesi enflasyonu kontrol etmek olan bağımsız para politikasının evrimini, öteden beri Türkiye ekonomisinin zayıf noktası olagelmış cari açık perspektifinden inceliyoruz. Burada 2001 sonrası dönemdeki iktisat politikalarının bu on yılın ilk ve ikinci yarısındaki farklılaşmalarına eğileceğiz. Bunu yaparken özellikle ithalat artışının bütçeye etkisini ve para politikasının son dönemdeki seyrini tartışacağız.

Makalenin sonunda özellikle para politikası bağlamında ele aldığımız ancak bununla sınırlı olmayan iktisat politikası amaçları, bunlara ulaşmak için gereken araçlar ve bu bağlamda hangi kuruma hangi amacı görev olarak vermek gerektiğine dair genel bir tartışmaya yer vereceğiz.

2. 2001-2006 arası iktisat politikası

Türkiye, ithal ikameciliğinden ihracata dayalı büyümeye, sabit döviz kurlarından kontrollü kurlara geniş bir iktisadi politika yelpazesini denemiş ve bu denemelerin hemen hepsinden canı yanmış bir ülke. Başarısız her programdan, her krizden sonra iktisat politikalarına güven biraz daha sarsıldı, Türkiye ekonomisinin ıslah edilebilir olduğuna dair inanç köreldi ve kullanılabilecek politika tercihleri azaldı. 2001 krizi de böyle bir tecrübeydi. Bu krizden sonra sadece doğru tercih olduğu için değil, yapacak başka bir şey kalmadığı için de serbest kur rejimine geçmek ve para politikası çerçevesi olarak enflasyon

hedeflemesini seçmek gerekiyordu.

Enflasyon hedeflemesinin birçok olumlu özelliği olan bir politika çerçevesi olduğu 1990’larda bu alanda yapılmaya başlanan akademik çalışmalardan (özellikle Bernanke ve Mishkin, 1997) beri biliniyor.¹ Öte yandan enflasyon hedeflemesinin bir stabilizasyon programı olarak uygulanmasının fazla bir örneği yok; 2001 yılında Türkiye için yeni bir para politikası çerçevesi aranırken de yoktu. Ayrıca, enflasyon hedeflemesinin yürümesi için güvenilirliği olan bir merkez bankası ve enflasyon beklentilerinin yönetilebilmesi öncelikli gerekliliklerken, 2001 Türkiye’inde bunların ikisi de mevcut değildi. Dolayısıyla, 2001’de enflasyon hedeflemesine başlayıp başarısız olma (ve enflasyon hedeflemesini de denenip bırakılmış iktisat politikaları listesine ekleme) riski yüksekti.² Bu yüzden, başarısız bir başlangıçtan sonra enflasyon hedeflemesi yapmak çok olacağı için, bu riski almayarak örtük enflasyon hedeflemesi gibi pek iyi tanımlanmamış (fakat yapılanın tam enflasyon hedeflemesi olmadığını açıkça belli eden) bir çerçeve ile başlayıp, ekonomi görelili olarak stabilize olduktan sonra “gerçek” enflasyon hedeflemesi yapmanın makul bir strateji olduğunu söylemek gerekir.³

Bu dönemde stabilizasyon politikasının üç ayağı vardı: 20 yıldan uzun süredir artarak açık veren devlet bütçesinin kontrol altına alınması; sadece devletin bütçe açıklarını fonlamayı bilen, aslında bankacılık (mali aracılık) uzmanlığı olmayan ve sermaye yapısı yetersiz, risk iştahı yüksek ve yer yer banka sahiplerince içi boşaltılmış bankacılık sektörünün güçlendirilip gerçek anlamda mali aracılık yapabilir (hanehalkı tasarruflarını fiziksel sermaye yatırımlarına yönlendirebilir) hale getirilmesi; ve nihayet para politikasının hazineyi fonlama aracı olarak kullanılmasına son verilip enflasyonu kontrol eder hale gelmesi.

Bu üç işin yukarıda aktarılan öncelik ve önem sırasında olduklarını vurgulamak gerekir. Devlet bütçesi 1990’larda verdiği açıkları vermeye devam etseydi bankacılık sektörünün başka kimseye borç verecek takati olmayacağı gibi, para politikasının ne yaptığından bağımsız olarak o düzeyde bir borç artışının ekonomiyi krize sürükleyeceği (Yunanistan’da olduğu gibi) aşikâr. Devlet bütçesi kontrol altına alınsa bile özsermayesi çok düşük, aşırı risk alma teşviki yüksek bir bankacılık sektörünün ülkeyi kendi başına krize sürükleyeceği (İzlanda’da olduğu gibi) bellidir. Temel işlevini yerine getiremeyen bir bankacılık sektörüyle para politikasının ilk adımı olan kredilerin etkilenmesi mümkün olmayacağı için bankacılık sektörü sağlığına kavuşmadan para politikası etkisiz kalacaktır. Nihayet, hem bütçe disiplini olan hem de bankacılık

1 Bu konuda kapsamlı bir çalışma için bkz. Bernanke, Laubach, Mishkin ve Posen (2001).

2 Burada enflasyon hedeflemesinin IMF koşullarına uydurulması gerektiği ve benzer kaygılar da vardı; bu kısa yazıda bunlara değinmeyeceğiz.

3 Türkiye’de örtük enflasyon hedeflemesi ve enflasyon hedeflemesine geçiş dönemi ile ilgili çok iyi bir kaynak için bkz. Kara (2008).

sektörü kuvvetli ve iyi regüle edilen bir ülkede bile, eğer para politikası iyi uygulanmıyor ve beklentileri çıpalamakta başarılı olamıyorsa enflasyon yüksek olacak ya da düşmesi çok maliyetli olacaktır (1970’ler ABD’inde olduğu gibi).

2001’den 2006 başına kadar geçen zaman hem yerli aktörler, hem yabancı yatırımcılar, hem de iktisadi politika yapımcıları için bir öğrenme süreciydi. Yerli ve yabancı piyasa katılımcıları programın inanılabilirliğini sınayıp yeni bir merkez bankasını tanımaya çalışırken, iktisat politikası yapanların ve özellikle Merkez Bankası’nın öğrenmekte olduğu daha önemli bir şey vardı: “normal” Türkiye ekonomisi. Türkiye gerçekten bir açık ekonomi olmaya 1990’larda başladı fakat 2001’e kadar devamlı bir iktisadi olağanüstü halde yaşadık ve bu dönemin tecrübeleri bize ekonominin normalde nasıl işlediğine dair fazla bir şey öğretmedi. Dolayısıyla dışsal şoklara ekonominin tepkisini (örneğin petrol fiyatlarının değişmesinin enflasyona ve reel ekonomiye etkisini) yeni öğreniyoruz. Daha önemlisi, para politikası aktarım mekanizmasının Türkiye’de nasıl işlediğini de ancak öğreniyoruz. Merkez bankası gecelik faizi yüzde bir artırırsa bunun etkisi ne olur? Merkez bankacılığının bu temel sorusuna kuvvetli bir cevap verebilmek için gereken veri ancak yavaş yavaş ortaya çıkıyor (Aktaş vd., 2009, Duran vd., 2010).

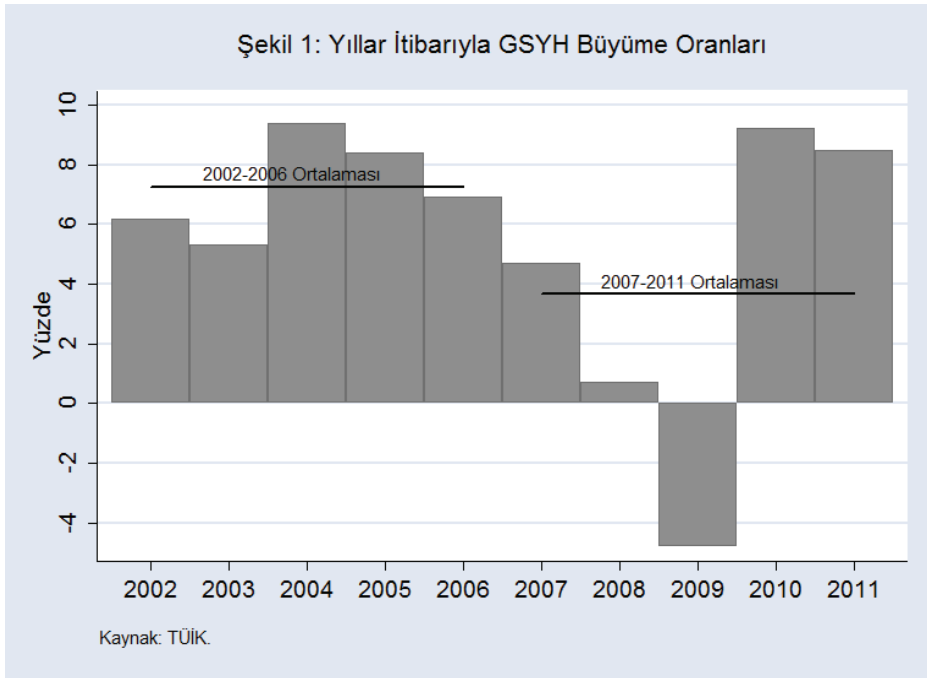
Hal böyleyken, 2000’lerin ilk yarısında bu belirsizlik ortamında yapılan iktisadi politika ile elde edilen kazanımların ciddi bir başarı olduğunu söylemek gerekir. Bundan sonra bu kazanımların konsolide edilmesi ve ilerletilmesi gerekiyordu. Konsolidasyondan kasıt kendini hala kırılgan ve yüksek enflasyona yatkın gören bir ekonominin normalliğe alışmasıdır. Enflasyon hedeflemesi bunun için beklentileri çıpalayacak bir çerçeve oluşturduğundan faydalı olması beklenir.

Kazanımların ilerletilmesinin bir kısmı enflasyonun Türkiye için orta vadede uygun düzeye çekilmesiyle olacak. Bu, Türkiye için gelişmiş ülkelerdeki yüzde iki civarındaki enflasyon oranlarından biraz daha yüksek olabilir. Hızlı bir yapısal dönüşüm geçiren bir gelişmekte olan ülkede, enflasyonu ölçme problemleri de göz önüne alındığında, uygun enflasyon oranı belki yüzde dört ya da beş olarak düşünülebilir. Elbette yapısal dönüşüm tamamlandıktan sonra enflasyonun daha düşük olması istenecektir. Ancak hali hazırda enflasyon oranının yüzde beşin de çok üzerinde olduğunu ve bir süredir bu yüksek düzeylerde seyrettiğini hatırlamak gerekir. Enflasyonu bir neslin gördüğü en düşük düzeye indirmek büyük bir başarı ancak yüzde sekiz-on civarı hala çok yüksek enflasyon oranlarıdır.

Özetle, 2001-2006 arasını başarılı bir kurtarma ve stabilize etme dönemi olarak görmek gerekir. Bu başarı, sırasıyla, mali disiplin, kuvvetli bankacılık sektörü regülasyonu ve iyi merkez bankacılığının eseridir.

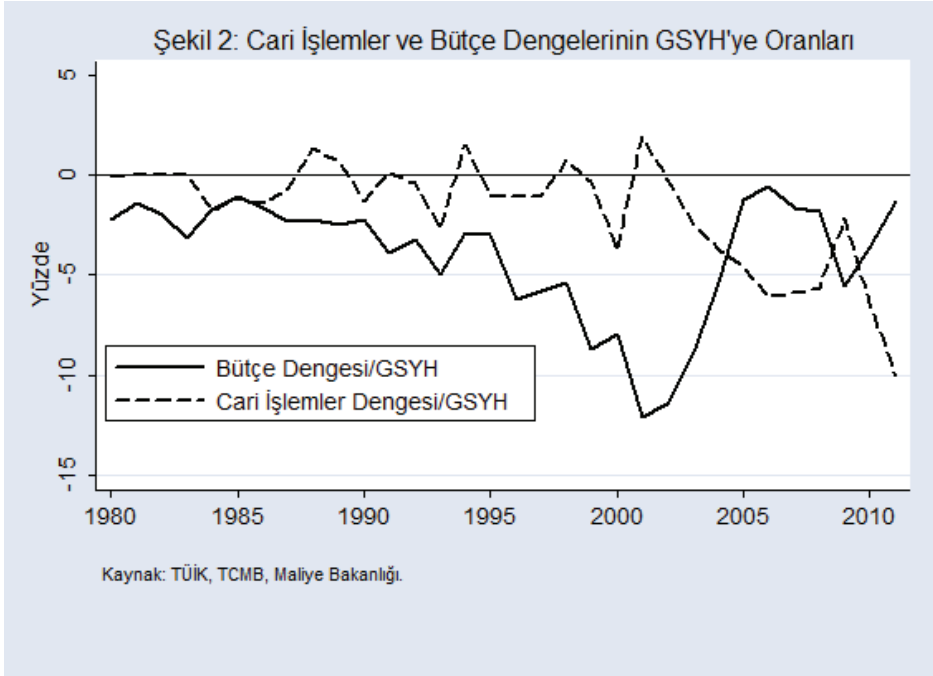
3. 2007-2012 arası iktisat politikası

2001 programı devlet bütçesi, bankacılık sektörü reformu ve merkez bankacılığı için bir yapılacak işler listesi içeriyordu. Bu işler stabilizasyon programı çerçevesinde duyurulmuş oldukları için yapılacakları taahhüt edilmiş olan tarih yaklaştığında hükümet henüz harekete geçmediyse programın gevşemesi riskiyle hazine bonusu faizleri ve döviz kurları yükselmeye başlıyor, bu itirmeyeyle program ilerliyordu. Listenin içerdiği işler 2006 yılında bitti.



Şekil 1’de gösterilen GSYH büyüme oranlarında trend değişiminin krizden önce, 2006 sonunda olduğu görülebilir. Burada 2002-2006 arasında düzenli bir yüksek büyüme oranı olduğu, 2007’de büyüme oranının düşmeye başladığı (ve bunun uluslararası krizden önce olduğu), 2009’da krizin derin bir şekilde hissedildiği, 2010’da baz etkisinin de katkısıyla çok yüksek bir büyüme hızı elde edildiği, 2011’de de baz etkisi artık olmasa da GSYH’nin bu düzeyde büyüdüğü görülebilir. 2002-2006 beş yıllık dönemi ortalaması yüksek, varyansı düşük bir büyüme dönemi (ortalama 7,24 standart sapma 1,48), 2007-2011 beş yıllık dönemi ise ortalaması düşük, varyansı yüksek (ortalama 3,66 standart sapma 5,20) bir büyüme dönemidir.

Şekil 2: Cari İşlemler ve Bütçe Dengelerinin GSYH'ye Oranları

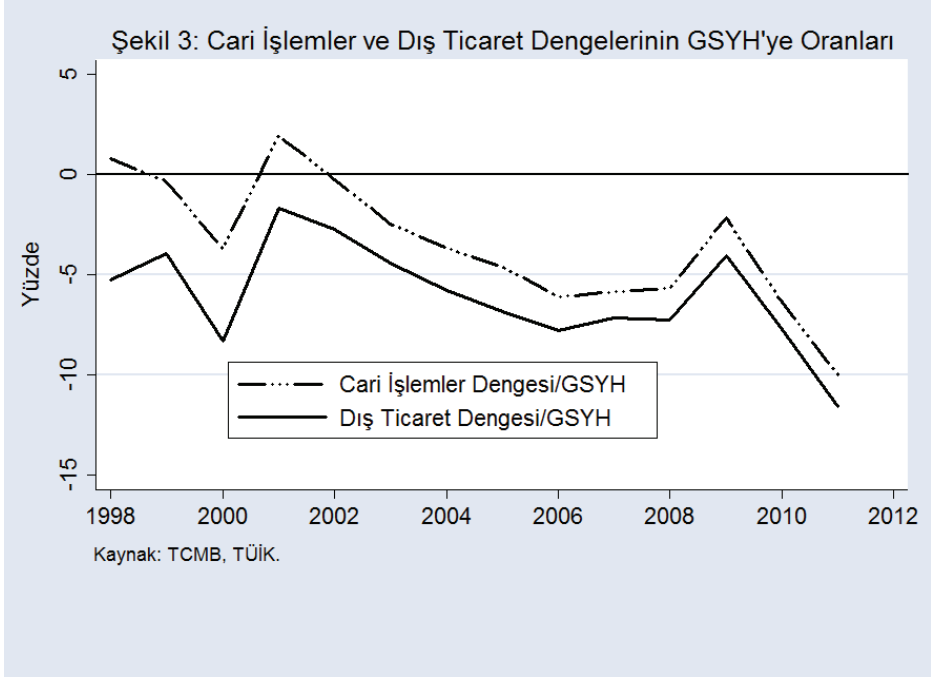


Cari açıkta (ülkenin toplam tasarruf açığında) ise iki ayrı kırılmadan bahsetmek mümkün. Şekil 2’de 1980’den bugüne bütçe ve cari işlemler dengelerinin GSYH’ye oranlarını gösteriyoruz. Burada 2001 krizine kadar bütçe açığının cari açığın büyük bir kısmı olduğunu ve bu iki büyüklüğün aynı şekilde hareket ettiklerini görmek mümkün. Yani 1980-2001 döneminde Türkiye, o dönemde de bilindiği gibi, standart bir ikiz açık ülkesiydi.⁴ Devletin bütçe açıkları ve iç tasarruf eksikliği, özellikle 90’ların ikinci yarısında, bütçe açığının doğrudan ya da dolaylı olarak yurt dışından fonlanmasını zorunlu hale getiriyor, dolayısıyla bütçe açığı cari açığın temel belirleyicisi oluyordu. 2001 sonrasında bu bağın kırıldığını görüyoruz. Bu 2001 programının büyük bir başarısıdır.

2002-2011 döneminde bütçe açığı ve cari açık arasındaki korelasyon negatif hale gelmiştir. Yani, yukarıda daha önce bahsedildiği gibi, bütçenin kontrol altına alınması bütçe açığını bütün ekonomiyi sarsan, iç tasarrufu tükettiği gibi cari açığı da yönlendiren bir büyüklük olmaktan çıkartmıştır. Bunun kısmen beklendiği bir sonucu o dönemdeki Avrupa Birliği’ne yakınsamanın da beklentisiyle tüketim ve yatırım harcamalarının artarak cari açığı bu sefer özel tasarruf açığının belirlemeye başlamasıdır. 2005-2011 döneminde, 2008’in ikinci yarısı ve 2009 hariç aslında fazla vermesi mümkün ve doğru

4 Bu dönemde kriz ile sonuçlanan cari açık oranlarının %4’ü bulmayan, şimdiki açıklar ile kıyaslandığında çok düşük oranlar olduklarına dikkat etmek gerekir.

olan kamu sektörünün sadece az açık ile yetinmesi de cari açığın düzey olarak yüksek olmasına yol açmıştır.



Şekil 3'te sunulan cari işlemler ve dış ticaret dengesi rakamları ikinci kırılmayı yakından gösteriyor. 2006 sonrasında cari açık ve cari açığa artık iyice yaklaşmış olan dış ticaret açığı (GSYH'ye oranla) düzey olarak tarihlere göre görülmemiş yüksekliğe ulaşıyorlar. Görece "iyi" gözükse de 2009 (kriz) yılı cari açığının bile 2000 öncesi dönemden yüksek bir açık olduğuna dikkat çekmek lazım. Bu kendi başına endişe verici bir durum. Elbette 2009 cari açığının bu kadar yüksek olmasının bir nedeni de 2001 krizinin aksine burada küresel bir kriz yaşandığı için zayıflayan dış talebin ihracatı zorlaştırmasıydı. Bu, kriz yılı cari açığının yüksekliğini kısmen açıklamak ile birlikte bunun endişe verici bir düzey olmasını değiştirmiyor.

Şu anda da cari açığın iyileşmesinden anlaşılan yüzde altı-yedi düzeyine gerilemesi. Önceki dönemlerde yüzde 4,5 ortalama büyüme hızı çok daha düşük cari açıkların bile sürdürülmesine izin vermemişti. Yeni düzeydeki cari açığın sorun yaratmadan ödenebilir olması için ortalama büyüme hızının uzun dönem ortalaması olan yüzde 4,5'in çok üzerinde olması lazım ki bunun için gereken yapısal dönüşümün gerçekleşmekte olduğuna dair bir işaret görmüyoruz. (Bu hususa aşağıda döneceğiz.)

Dolayısıyla, cari açık “başarıyla” örneğin yüzde altı seviyesine çekilse bile bunun sorunlu bir cari açık düzeyi olacağını görmek gerekiyor. Bu, stabilizasyon programının bitmesinden sonra cari açığın düzey olarak çok yüksek bir platoya yerleşmekte olduğunu gösteriyor. Medina vd.’nin (2010) Türkiye için “makul” cari açığı %3,4-%4,9 arasında hesaplaması şimdi gördüğümüz cari açık oranlarının yüksekliğini anlamak için faydalı bir nirengi noktası. Şu anda karşımızda olan, 2001-2006 arası iktisadi temeller ile açıklanması kolay olan cari açıktan farklı bir cari açık ve bir endişe kaynağı.

Burada özellikle dikkat çekilmesi gereken konu, yukarıda bahsedildiği gibi, cari açığın tabiatı değişmiş olduğu için eski ezberimizin artık geçerli olmadığıdır. Eskiden cari açığın bütçe açığı nedeniyle ortaya çıktığını, nihayetinde borç alanın devlet olduğunu, borcun birden ödenmesi gerekirse krizin bütçe kaynaklı olacağını biliyor iken, bugün nihai borçlunun kim olduğunu bilmiyoruz.⁵ Şu anki genel inanış “devlet bütçesini biliyoruz, borç orada değil, hanehalkları sadece bankalardan borç alabiliyorlar, banka bilançolarını da biliyoruz, hanehalkları da cari açığı açıklayacak kadar borç almıyorlar, demek ki şirketler doğrudan yurt dışından borç alıyorlar” inancı. Bu makul bir argüman olmakla birlikte, Türkiye’de tam bir fon akışı (flow of funds) muhasebesi olmadığı için kim borç alıyor, kimden borç alıyor, kim aracılık ediyor bunu yeterince bilmiyoruz.⁶

Gözlemlenemeyen bir artışa (şirket borçlarına) dayalı fikir yürütmelerden endişe etmek gerekiyor çünkü şirketlerin içinde hangileri hangi para cinsinden borçlu, bu şirketler Türkiye’de hangi bankalara borçlu, cari açık bir sorun yaratırsa ve bu şirketler ödeme güçlüğü çekerse bankalara bunun etkisi ne olacak, bilmiyoruz. Kimin borçlandığını, nasıl borçlandığını iyi bilmediğimiz, ancak borç artışının toplamda çok büyük olduğunu—cari açığı bildiğimiz için—bildiğimiz bu durumdan bizatihi endişe etmek gerekiyor.⁷

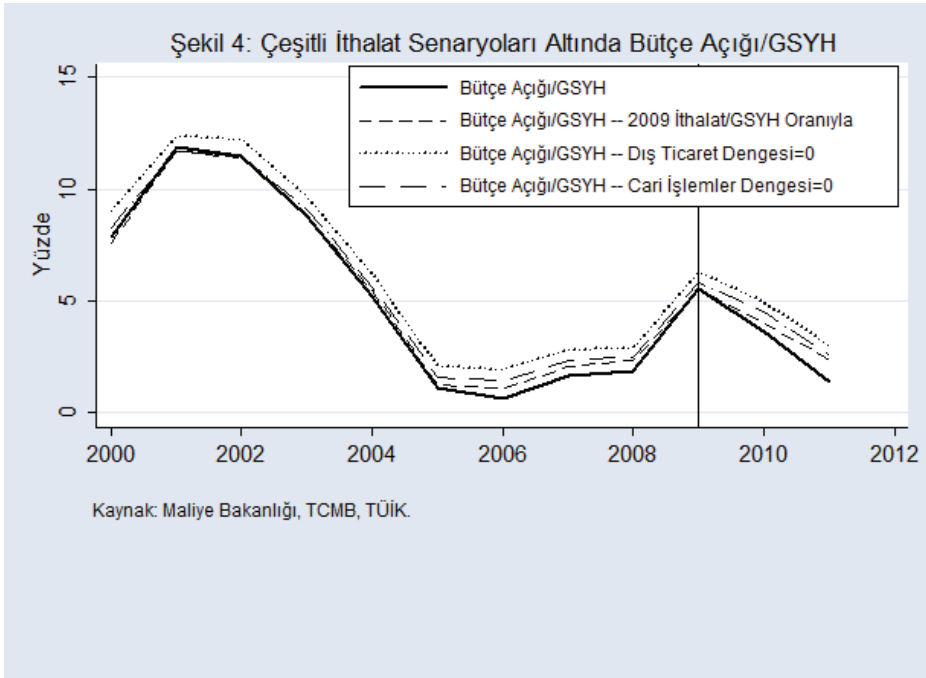
5 Ülkemizde devlet bütçesinin aslında açık veriyor ancak bu açığın bütçe dışında gizleniyor olması ihtimali her zaman mevcut. Geçmişte kendini kamu bankalarının görev zararlarında, KİT zararlarında ve belediyelerde göstermiş olan bu alışkanlığın terk edildiğini, bütçenin gerçekten kamu sektörünün mali durumunu yansıttığını varsayarak devam ediyoruz.

6 TCMB’nin derleyip açıkladığı Finansal Kesim Dışındaki Firmaların Döviz Varlık ve Yükümlülükleri serisi 2009 sonundan 2011 sonuna şirketlerin net döviz yükümlülüklerinin 50 milyar dolar arttığını ve bunun hemen hepsinin yurtiçi bankalara olan döviz yükümlülükleri olduğunu gösteriyor. Bu büyük bir rakam olmakla birlikte iki yıllık kümülatif cari açığı açıklamakta yeterli değil. Buradaki temel sorun sermaye hesabı tarafında girişlerin doğrudan yabancı yatırım ve portföy yatırımları içinde borç ve hisse senedi alımı cinsinden nasıl dağıldıklarını biliyor olmakla birlikte bunların cari açığı yaratan reel kararlar ile bağıntı yeterince iyi bilmiyor olmak. Yani net negatif tasarruf edip cari açık yaratan karar alıcıları ve bunların negatif tasarrufları ile ne yaptıklarını bilmiyor, dolayısıyla cari açığın mikro dinamiklerini yeterince iyi anlamıyoruz.

7 Yunanistan’da bütçe krizi geçmişte bütçenin harcamalar gizlenerek açıklandığının duyurulmasıyla başladığında buna şaşırmanın birçok iktisatçı Yunan cari açık rakamlarını bildikleri için şaşırmamışlardı. Bu anlamda, cari açık ekonominin genel risk artışının bir ölçüsü olarak da düşünülebilir. Riskin kaynağını söylemese de varlığını işaret etmekte faydalı bir araçtır.

3.1 İthalat patlamasının faydası: Vergi gelirleri

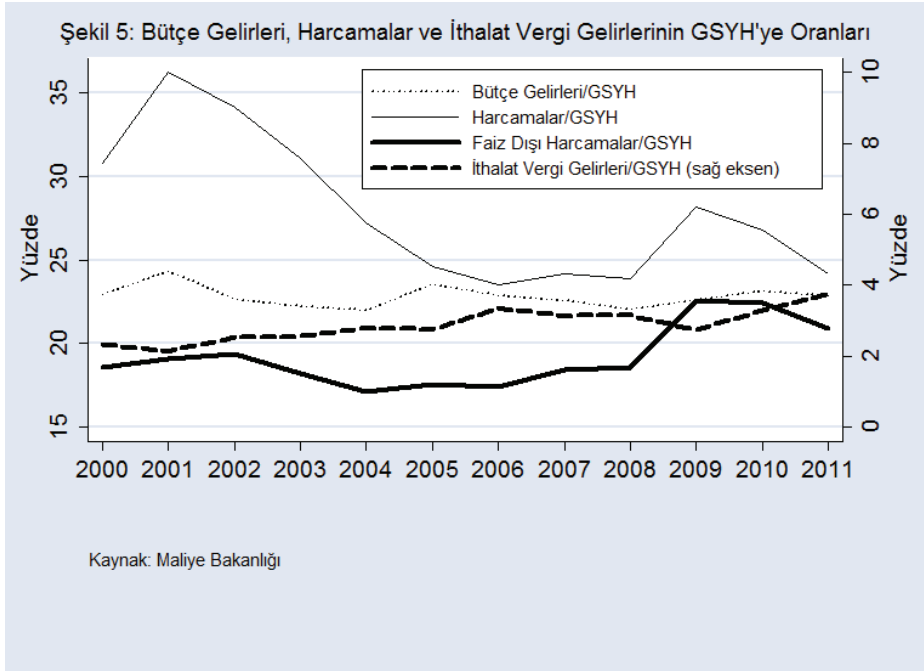
Cari açığı hep ardından gelen krizler yüzünden bir korku kaynağı olarak düşünüyoruz. Öte yandan, üretmeden kaynak kullanmaya müsaade ettiği için cari açık devam ederken artmış bir refah hissi de veriyor. Vergi sistemi yüzünden Türkiye’de göze çarpmayan bir cari açık etkisi daha var. Cari açığın hemen belli olmayan bu gizli etkisi bütçe gelirlerini artırıyor olması. Ciddi bir gelir vergisi toplama düzeni olmayan ülkemizde ithalat vergileri toplam vergi gelirlerinin hatırı sayılır bir kısmını (2011’de %19,2’sini) oluşturuyor. İthalat artışıyla cari açığın büyüyor olması mekanik olarak vergi gelirlerini artırıp bütçe dengesini iyileştiriyor. Bu etkinin büyüklüğünü görmek için Şekil 4’te ithalat hakkında değişik varsayımlar yaparak ve ithalat vergisi oranlarının bu varsayımlar ile değişmeyeceklerini kabul ederek, bütçe açığının farklı ithalat miktarları ile ne düzeyde olmuş olacağını gösteriyoruz. Kalın düz çizgi ile gösterilen gerçekleşmiş bütçe açıklarının en altta olması ithalatı azaltan değişikliklerin bütçe dengesini kötüleştireceğini ima ediyor.⁸



Burada üç değişik varsayım ile yapılmış simülasyonlar gösteriyoruz. Bunlardan ithalat miktarına en az etki edecek olanı, son on yılın en düşük

8 İthalatı azaltan önlemlerin, örneğin ithal mallarının yurt içinde üretilmesinin teşvik edilmesinin diğer vergileri artırıcı etkisi olabilir. Gösterdiğimiz simülasyonda diğer vergi gelirleri sabitken ithalatın değişmesinin etkileri çalışılmıştır.

ithalat/GSYH oranı olan 2009 oranının hep bu düzeyde olduğu varsayımı. Bu varsayımın eldeki tartışma için önemli olan yanı son iki yıldaki ithalat patlaması olmayıp ithalat/GSYH oranı 2009'daki düzeyde devam etseydi gerçekleşecek olan bütçe açığını gösteriyor olması (kesikli çizgi). Bütçe açığının bu durumda GSYH'nin yüzde biri kadar daha fazla olacağını görmek, özellikle 2010 yılında ekonomi büyürken de faiz dışı devlet harcamalarının yüksek olmaya devam ettiğini (Şekil 5) ancak bunun bütçe dengesine yansımalarının aynı döneme denk gelen (ve toplam bütçe harcamalarını azaltan) faiz harcamalarındaki düşüş ve ithalat artışından kaynaklanan vergi gelirleriyle örtüldüğünü gösteriyor. Ekonominin hızla büyüdüğü bu iki yılda faiz dışı devlet harcamalarının azalmıyor olması, yani büyüyen ekonomide iç talebi iyice körükleyen genişleyici maliye politikasının devam ediyor olması, özellikle 2011 için önemli bir sorun ve cari açığın da bir nedeni.

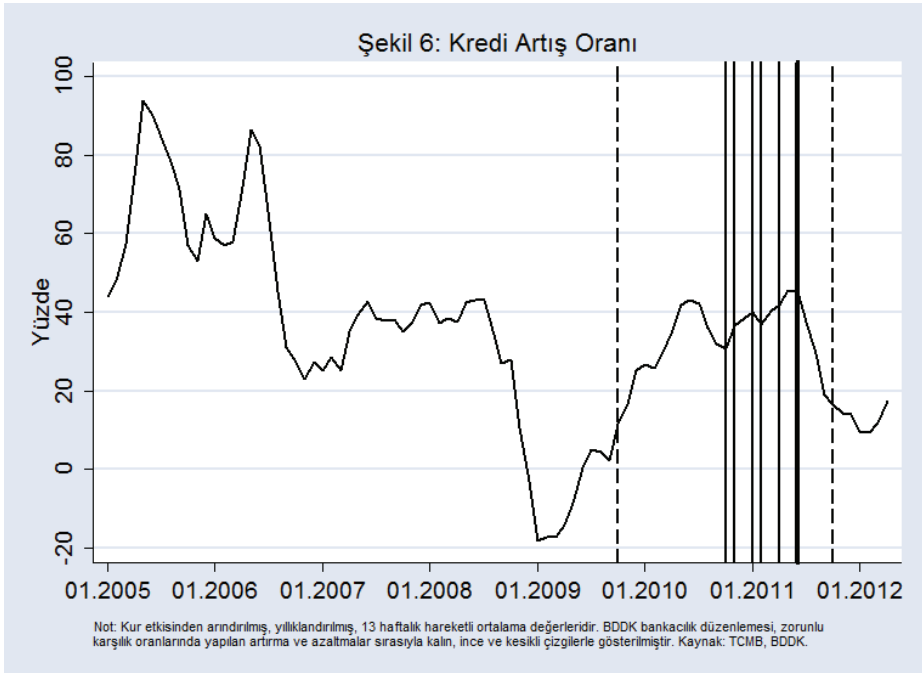


Şekil 4'te gösterilen diğer iki simülasyon sırasıyla, cari açığın sıfır olması için gereken (kesikli noktalı çizgi) ve dış ticaret dengesinin sıfır olması için gereken (noktalı çizgi) ithalat miktarlarının, ithalatta daha da büyük düşüşler gerektirdikleri için bütçe açığını da daha fazla artıracığına işaret ediyorlar. Örneğin dış ticaret dengesini sağlayacak şekilde ithalatı azaltmanın doğrudan bütçe etkisi, bütçe açığını yaklaşık iki katına çıkartmak oluyor. Dolayısıyla, cari açık ve ithalat sorunundan bahsederken bu sorunu ithalatı azaltıcı tedbir-

ler (yeni teşvik paketinin amaçlarından biri) ile çözümenin şu anda görünmez olan bir devlet harcaması finansmanı sorununu ortaya çıkartacağına dikkat etmek gerekiyor.

3.2 Kredi genişlemesi ve makro ihtiyati politikalar

2006 sonrasında, özellikle cari açığın hızla büyüdüğü son iki yılda, bu açığı sürükleyen harcama ve getirdiği finansman gereksinimi banka kredilerinin de hızla genişlemesine yol açtı. Şekil 6'da gösterilen kredi büyüme hızları yıllık %20 büyümeden %40'a hızlandılar. 2001'den sonra ilk defa devlete kaynak aktarmaktan başka işleri olan, yatırım finansmanı yapmaya başlayan bankacılık sektörünün kredi hacminin hızlı büyümesi ve bu büyüme hızının uzunca bir süre GSYH büyüme hızının üzerinde olması doğaldır. Ancak bu normalleşmenin başlamasından on yıl sonra kredi hacminin hala yılda %40 büyüyor olması bir endişe sebebidir. Bu hem GSYH büyümesini fazla körükleyebileceği için genel makroekonomik gelişmeler ve özellikle enflasyon bakımından, hem de bankacılık sektörünün bir bütün olarak bu hızda artan iyi yatırım imkanlarını bulup finanse ediyor olması makul olmadığı için sektör düzeyinde bir risk ortaya çıkıyor olmasındandır.



Burada dikkat edilmesi gereken temel husus riskin tek bir bankaya değil bütün bankacılık sektörüne ait olduğudur. Bu daha önce aşına olduğumuz bir risk değil. 2001'e kadar, o kriz de dahil, bütün bankacılık krizlerimiz ya

bankaların tek tek aldıkları risklere, mikro risklere—örneğin yabancı para ile fon borçlanıp yerli para ile borç vermeye—ya da banka sahiplerinin açık yolsuzluğuna bağlıydı. 2001 sonrası gelen mali sektör ve özellikle bankacılık sektörü regülasyonu da bu riskleri bertaraf etmek amaçlıydı. Bugün bu amaca ulaşıldığını görüyoruz. Öte yandan, daha önce (iş buraya gelmeden bankalar zaten battıkları için) ortaya çıkmamış olan sektör düzeyindeki makro riskin sahipsiz olduğunu, bunun regülasyonu ile görevlendirilmiş hiçbir kurum olmadığını 2010'da fark ettik.

Türkiye'ye makro ihtiyati politikanın ne olduğunu ve neden gerektiğini öğreten bu dönemde hiçbir kurumun açıkça bu politikaları uygulamak için görevlendirilmemiş olması ve gereken politika araçlarının çeşitli kurumlar arasında dağılmış olmasının yarattığı zorluk ortaya çıktı. BDDK'nın tek tek bankaların risklilikleri ile ilgileniyor olması ve makro riske eğilmemesi bu riskin farkında olan Merkez Bankası'nın bu işi üstlenmesine zemin hazırladı.

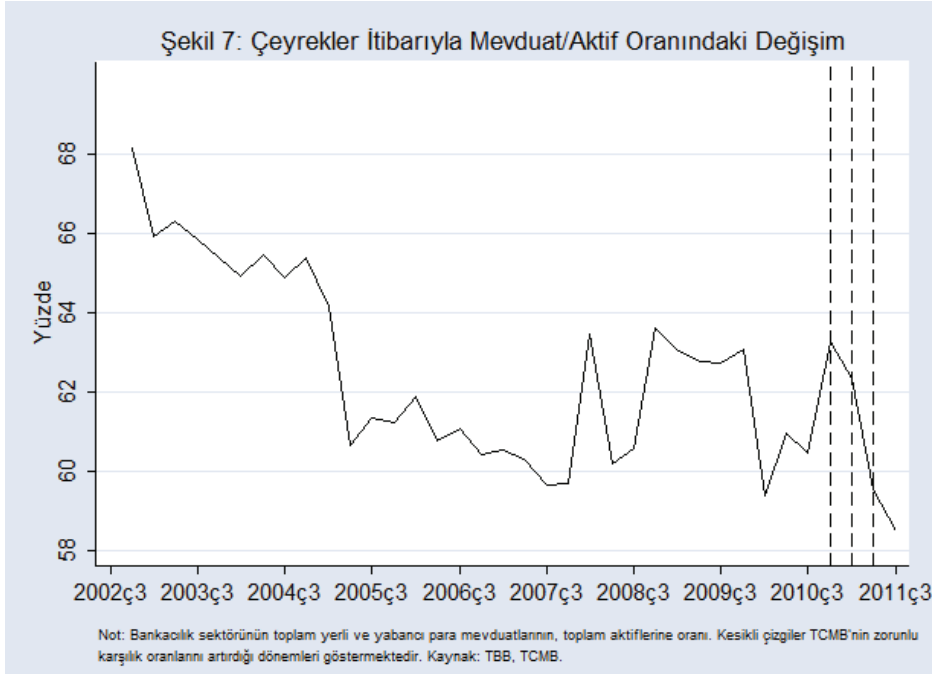
Sorun kredi genişlemesinden kaynaklanan bir negatif dışsallık olduğu için, temel iktisat teorisi doğrudan bu dışsallığı ortadan kaldıracak bir verginin optimal politika olduğunu söylüyor. Burada yapılması gereken kredi genişlemesinin fiyatını artırıp miktarını azaltmak. Ancak, sorunu ilk sahiplenen kurum olan Merkez Bankası'nın elinde bunu doğrudan sağlayacak bir araç olmadığı için MB kendi elindeki araçlardan en uygun olanını kullanmak zorundaydı. Bu nedenle kredi açmayı doğrudan pahalılaştırmak yerine kredi maliyetini artıracak olan zorunlu karşılık oranlarının artırılması yoluna gidildi.

Bu, bankaları mevduatı ve diğer bilanço içi pasifleri yüksek getirili kredi olarak değil, düşük (bazen sıfır) getirili zorunlu karşılık olarak tutmaya zorladığı için bir tür banka vergisi. Mevduat dışı (özsermaye hariç) bütün pasifler, örneğin bankaların aldıkları krediler için zorunlu karşılıklar da artırımla birlikte, en yüksek artış en büyük pasif kalemi olan kısa vadeli mevduat üzerindeki zorunlu karşılıklar içindi. Dolayısıyla bu politika, vergilendirdiği şey kredi değil bilanço içi pasifler ve özellikle mevduat olduğu için, pasiflerinde daha fazla mevduat olan bankaları, kredileri daha fazla olmasa da daha çok vergilendiriyor ve bütün bankalara kredilerini mevduat yerine başka kaynaklar ile (örneğin yurt dışından bilanço dışı swaplar ile borçlanarak) fonlama teşviki veriyor. Bankaların mevduatı ve genel olarak bilanço içi pasifleri başka kaynaklar ile ikame etmeleri çok zor değilse bu kredi verme davranışını değiştirmek yerine mevduat/aktif oranını değiştirecek ve kredi artış hızına büyük bir etkisi olmayacaktır.

Yukarıdaki Şekil 6 TCMB'nin zorunlu karşılıkları artırdığı tarihlerde (ince çizgi ile gösterilen tarihler) kredi artış hızında bir değişiklik olmadığını, BDDK'nın—MB'nin zorunlu karşılıkları artırmaya başlamasından bir yıl sonra—elindeki iktisat politikası aracını kullanarak kredi karşılık oranlarını artırıp kredi vermeyi dolaysız olarak daha maliyetli hale getirmesinin kredi artış

hızını hemen düşürdüğünü, daha sonra MB'nin zorunlu karşılıkları azaltmasının da hissedilir bir etkisi olmadığını düşündürüyor. Bu şeklin verdiği izlenim MB'nin zorunlu karşılıkları değiştirmeye dayalı politikasının kredi artış hızlarına büyük bir etkisi olmadığı, BDDK'nın yaptığı doğrudan kredilere yönelik düzenlemenin ise etkili olduğu yolundadır. Kara (2012) da zorunlu karşılık artışlarının temel etkisinin doğrudan kredi büyümesini azaltmak yerine ardından gelen (aşağıda inceleyeceğimiz) geniş koridor ve yüksek faiz varyansına dayalı para politikasının etkinliğini artırmak olduğunu söylüyor.

Ekonometrik olarak sorunlu olan (zorunlu karşılık artışları ile kredi artış hızı arasındaki ilişkinin ne kadar zaman sonra kendisini gösterdiğini ve MB zorunlu karşılıkları artırmasaydı kredi artış hızının ne olacağını bilmediğimiz için) ancak eldeki veriyle makul görünen bu politikanın etkili olmadığını izlenimi Şekil 7'de sunulan mevduat/aktif oranları tarafından da desteklenmektedir. Şekil 6 (aylık frekansta veri ile) kredi artış hızının, yani aktiflerdeki değişimin zorunlu karşılık değişimlerinden hissedilir şekilde etkilenmediğini ima ederken, Şekil 7 (çeyreklik frekansta veri ile) tepkinin pasifler tarafında olduğunu düşündürmektedir.⁹



Yani bankalar bu vergi artışından kaçınmak için vergisi çok artmış olan mevduattan, vergisi daha az artmış olan ya da vergiye tabi olmayan diğer

⁹ Şekilde mevduat/aktif oranı yerine mevduat/kredi oranını göstermiş olsaydık çok daha kuvvetli bir düşüş olacak ancak ölçek yüzünden bunu gözle görmek daha zor olacaktı.

fonlama kaynaklarına yönelmişler, ancak verginin hedefi olan kredi büyümesini azaltmamışlardır. Bu kamu maliyesi teorisinde, optimal olmayan dolaylı vergiler kullanıldığında ortaya çıkacağı düşünülen bir durumdur.

Merkez Bankası'nın yaptığı makro ihtiyati politika denemesinin niyeti ve özü itibarıyla hatalı olduğu düşünülmemelidir. Buradaki esas sorun kredi artış hızının bir problem olduğunu gören ve bunun ile ilgili tedbir alınması gerektiğini düşünen kurum (MB) ile problemi çözecek araca sahip olan kurumun (BDDK) aynı kurum olmamasıdır. Bu hususa aşağıda cari açık finansmanı bahsinde de döneceğiz. Hasan Ersel (2012) ve Fatih Özatay'ın (2012) bu sayıdaki MB ve BDDK görev dağılımı tartışmaları bu bakımdan çok aydınlatıcıdır.

Doğru aracın BDDK'da olduğu ancak BDDK'nın bu aracı kullanmamayı tercih ettiği durum verili iken, MB'nin seçenekleri bir şey yapmamak ya da eldeki en iyi aracı (yeterince iyi olmadığı bilinse de) kullanarak olumlu bir sonuç elde etmeyi ummak olarak özetlenebilir. Bu, ABD'de iktisadi durgunluk maliye politikası gerektirmesine rağmen siyasi nedenlerle bu politikalar uygulanmadığı için Fed'in kendi politika faizini sıfır sınırına indirdikten sonra, optimal politika olmadığı aşikar olmasına rağmen, bir şey yapmamaktansa miktarsal genişlemeyi denemesine benzetilebilir. Her iki durumda da merkez bankaları en iyi araç kendi kontrollerinde olmadığı halde gereken iktisat politikası başka kurumlarca yapılmadığı için iktisat politikası deneyleri yapmayı seçmişlerdir.

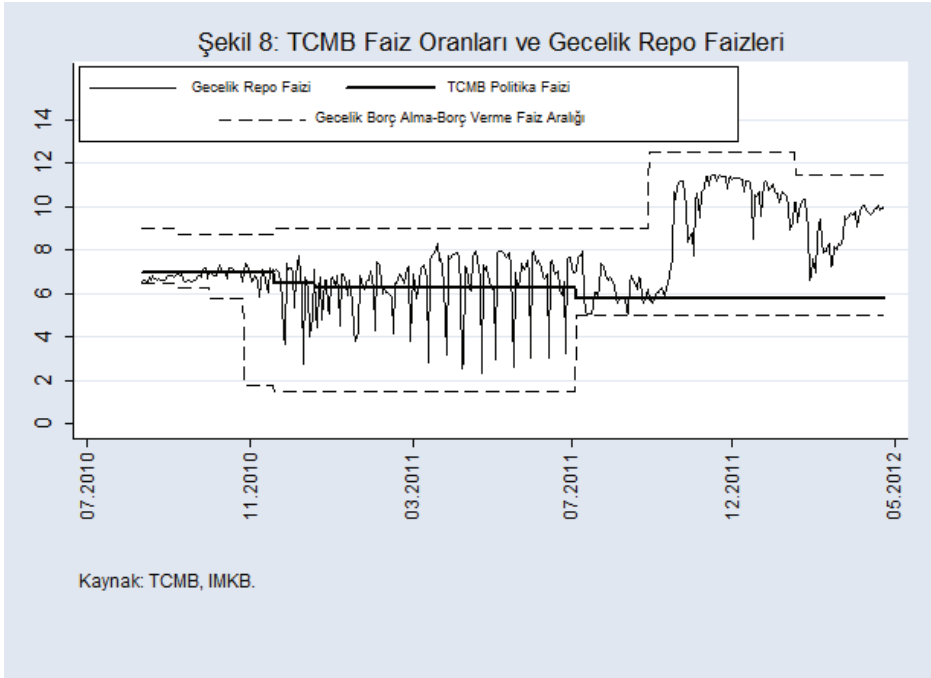
Burada kısa bir not da BDDK için düşmek gerekir. BDDK'nın kredi genişlemesini azaltıcı düzenlemeyi MB kendi politikasına başladıktan çok sonra yapmasını bu kuruma verilmiş olan açık görevler arasında makro ihtiyati politika yapmak olmamasına bağlamak gerekir. Kuruluş amacı, 2001 sonrası görevi ve uzmanlığı tek tek bankaların sağlam olmasını sağlamak olan BDDK, bankaların sermaye yeterliliği ve stres testi sonuçları gibi ölçütlerle münferit olarak sağlıklı iken bankacılık sektörünün bir bütün olarak fazla risk alıyor olmasını değerlendirmek için gerekli görev ve bakış açısına sahip değildi. Bu anlamda, BDDK'nın kendisine verilmiş olan açık görevi iyi yerine getirdiği, bankacılık sektörünün makro riski için ise hiçbir kuruma açıkça görev verilmemiş olmasının bir boşluk yarattığı söylenmelidir.

Bu boşluk finansal kriz sonrası dönemde bir Finansal İstikrar Komitesi kurularak çözülmek istendi. Hazine'den sorumlu devlet bakanının başkanlığındaki bu kurulda birçok başka kurumun yanında şu anda yegâne özerk mali sistem regülatörü olan MB'nin de bulunmasının getirdiği bağımsızlığa ilişkin sorunları Ersel bu sayıdaki yazısında tartışıyor ve Özatay gibi o da alternatif kurumsal öneriler getiriyor.

3.3 Bir iktisat politikası aracı olarak gecelik faizin varyansı

Zorunlu karşılıkları iktisat politikası aracı olarak kullanmak yakın dö-

nemde MB'nin getirdiği tek yenilik değil. Şekil 8'de gösterilen politika faizi, bunun etrafındaki bant ve gecelik faiz artık iyi bilinen gelişmeler. MB 2010'un sonundan başlayarak faizin varyansını da bir politika aracı olarak kullanmaya başladı. Bu, o zaman da Para Politikası Kurulu (PPK) tarafından yapılan açıklamalarda çok kısa vadeli yabancı fon akışlarını engellemek için bir politika olarak düşünülmüştü. Başçı ve Kara (2011) bu politikanın hedefine ulaştığını, gecelik swap ile yapılan fonlamanın gecelik faizin varyansının artmasıyla azaldığını gösteriyorlar.¹⁰



Bu makalede gecelik faizin varyansının artırılmasının gecelik fon akışlarını azaltmakta etkili olup olmadığı ile ilgilenmeyecek, Başçı ve Kara'nın gösterdiği politika başarısını kabul ederek tartışmayı sürdüreceğiz. Yatırım kararlarında temel olan Sharpe oranını (getirinin varyansa oranını) azaltan bu politikanın gecelik fon akışlarını da azaltması şaşırtıcı değildir. Öte yandan, bu politika da bir optimal politika değildir.

Eğer mesele gecelik fon akışları ya da genel olarak yurt dışından fon girişleri ve bunların yarattığı bir risk dışsallığı ise, en iyi politika, yine, doğrudan yabancı fon akışlarını vergilendirmektir. Bu yazında çok tartışılmış ve uygulanabilirliği konusunda görüş birliği olmayan bir vergi türü olmakla bir-

10 Üçer (2011), o dönemde varyansın artması savunulabilirken bu politikanın faiz indirimi içeren kısmının anlaşılması ve açıklaması zor olduğunu hatırlatıyor.

likte örneğin Shin (2010) Güney Kore'deki bankaların döviz kuru türev enstrümanlarına getirilen kaldıraç oranı sınırının başarılı sonuç verdiğini söylüyor. Türkiye'de ise MB politikaları dışında yurtdışından fon akışlarının nasıl yönetileceği konusunun hiç tartışılmamış olması manidar (önemli bir istisna için bkz. Üçer, 2011). Bu konuda gerçekten kuvvetli tedbir alabilecek olan maliye otoritesi ve genel olarak hükümet tartışmayı döviz kurlarına indirgeyip bunu da Merkez Bankası'na havale ederek sadece optimal olmayan para politikası araçlarının kullanılabilceği bir ortam yarattılar. Merkez Bankası da şaşırtıcı bir gönüllülük ile bu araçları kullandı.

Amacına ulaşmakta çok başarılı olmayan ancak banka pasiflerinin kompozisyonunu daha az mevduat-daha fazla borca değiştirmekten başka (bunun kendi içinde istenilir olup olmadığı ayrı bir tartışma konusu) yan etkisi olmayan zorunlu karşılık politikasının aksine, duyurulmuş amacına ulaşmış ve Türkiye'ye giren fonların vadesini uzatmış olan geniş faiz koridoru-yüksek varyans politikasının yan etkilerinin büyük olduğu görülüyor.

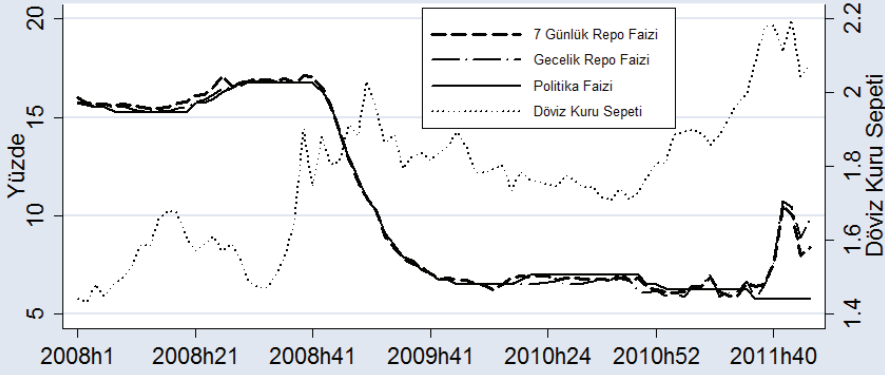
Burada çeşitli yan etkileri ayrı ayrı değerlendirmek gerekli. En önemli hususlardan biri, para politikasının hangi araçla yapılırsa yapılsın iç piyasalar için ayrı, dış piyasalar için ayrı olmadığını hatırlamak. Varyansı yükseltip riski artırarak yabancı yatırımcıyı caydıran her politika, yerli yatırımcıya da aynı etkiyi yapacaktır. Belirsizliğin kendisinin bir şok olarak düşünülebileceği ve bunun olumsuz reel etkileri olduğu son birkaç yıldır iktisat yazınında kuvvetle taraftar bulan ve uygulamalı çalışmalarda da kendini gösteren bir fikir. Bloom (2009), ve Basu ve Bundick (2012) üretkenlik ve tercih şoklarının varyansının büyümesinin ekonomiye negatif etkilerini çalışırken, Fernandez-Villaverde vd. (2012) maliye politikası değişikliklerinin varyansının büyümesinin olumsuz sonuçları olacağını gösteriyorlar. Türkiye'deki merkez bankacılığı gelişmelerine daha yakın bir bağlamda Yıldırım (2012) menkul kıymet fiyatlarının varyansının artmasının etkilerine bakarken Akkaya (2012) doğrudan MB'nin faiz varyansına dayalı politikalarının genel denge etkilerini çalışıyor. Bunlardan çıkan genel ders MB'nin faiz belirsizliğini artırarak sadece dışarıya değil içeriye de bir şok veriyor olması. Bu reel ekonomiyi daraltıcı ve özellikle yatırımları erteleyici bir şok.¹¹

İkinci bir dikkate değer ve kamuoyunda daha fazla kendini gösteren yan etki, PPK toplantılarından sonra duyurulan politika faizinin anlamını yitirmiş olması. Şekil 9'da gösterilen gecelik ve bir haftalık repo faizleri 2010'un sonuna kadar politika faizine yapışık iken bu zamandan sonra duyurulan politika faizi ile gerçekleşen piyasa faizi arasında bir bağ kalmıyor. Piyasa faizini kontrol etmeyecekse duyurulan politika faizinin başka bir etkisi olmadığı

¹¹ Yurtiçinde de iktisadi aktiviteyi yavaşlatmak MB'nin amaçlarından biri olabilir. Eğer öyle ise bu konuda iletişim politikasının açıklayıcı olmaktan çok bu saiki gölgeleyici kullanılmış olduğunu söylemek gerekir. Standart faiz aracının aksine faiz varyansı şokunun iç talebe etkisini hiç bilmediğimiz için bunun riskli bir araç olduğu da düşünülmelidir.

için, yani teknik olarak politika faizi gerçekleşen faiz, duyurulanı ise bunun hedefi olduğu ve MB artık bu hedefini bilakis tutturmamak için çalıştığından, artık herhangi bir yol göstericiliği olmayan bir politika faizi “hedef”inin ortaya çıktığını görüyoruz.

Şekil 9: Faiz Oranları ve Döviz Kuru Sepeti



Not: Tüm faiz oranlarının 7 günlük ortalama değerleri gösterilmektedir. Politika faizi 20 Mayıs 2010 tarihine kadar gecelik borç alma faiz oranı olarak gösterilmektedir. Döviz kuru sepeti Euro ve ABD dolarının eşit ağırlıklı ortalamasından elde edilmiştir. Kaynak: İMKB, TCMB.

Aynı şekilde biraz daha dikkatle bakıldığında gerçekleşen faizin duyurulan hedef faiz etrafında rassal bir şekilde dalgalanmak yerine bazı dönemlerde hep duyurulan faizin üzerinde, bazı dönemlerde hep altında olduğu da görülebilir. Bu oynamalar şekilde gösterilen döviz kuru ile kuvvetle koreledir. Yani Merkez Bankası PPK kararlarını açıklarken politika faizi duyurusunu değiştirmemekte ancak uygulamada efektif politika faizini döviz kuruna tepki verdiğini düşündürecek şekilde değiştirmektedir. (MB aslında döviz kuruna tepki vermeyip MB'nin tepki verdiği gelişmelere döviz kuru da tepki veriyorsa da aynı tablo ortaya çıkacağı için bu şekilden nedensellik hakkında çok kuvvetli bir çıkarımda bulunmak mümkün değil.) Burada artık faizin varyansından değil düzeyinden bahsedildiğinin altını çizmekte fayda var. Genişletilmiş olan bant, faizin hem varyansının hem de ortalama düzeyinin PPK toplantıları arasında değiştirilebilmesine imkan veriyor.

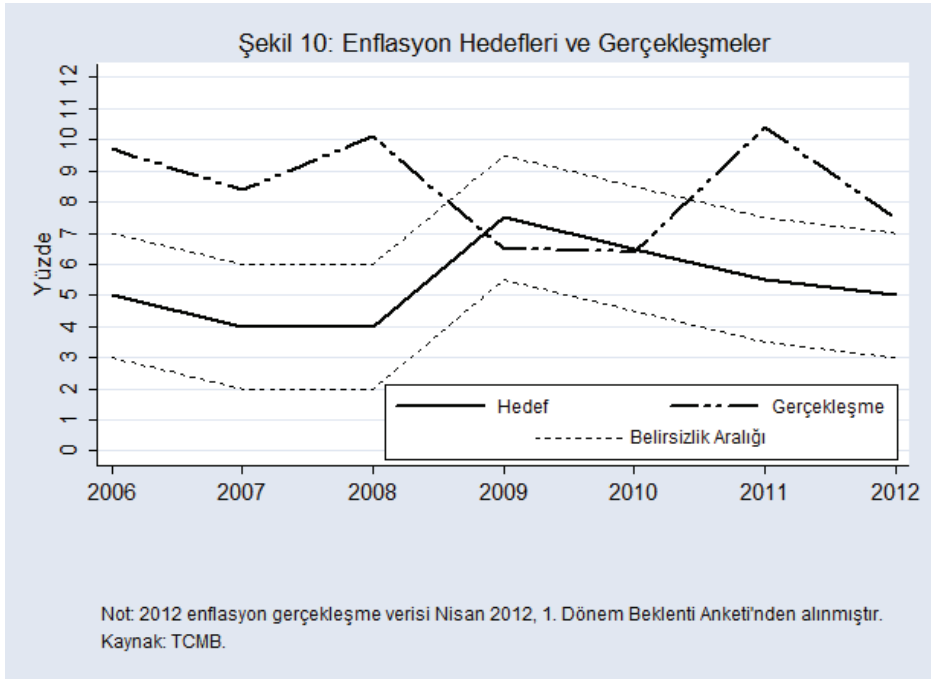
Bu son hususun, yeni rejimde duyurulan değil ama etkin olan politika faizinin artık günden güne değişiyor olmasının hemen aşikar olmayan bir sonucu da artık Para Politikası Kurulu'nun—eğer kurul her gün faiz hakkında karar

almıyorsa—aslında para politikasına karar vermiyor olmasıdır. Bu biraz 2006 öncesinde faiz ile ilgili PPK karar alırken döviz müdahalelerine Başkan'ın kendi başına karar vermesine benzetilebilir. Döviz müdahalesi elbette bir para politikası aracıdır ve PPK'nın buna ilişkin kararların dışında bırakılması düşünülemez. 2006 yazından başlayarak döviz müdahaleleri de PPK kararı ile olmaya başladı ki bu kurumsal kaliteyi ilerletmek bakımından önemli bir gelişmeydi. Şu anki faiz belirlenmesi ortamında bu konuda büyük bir geriye gidiş olması, para politikasına hem fazla sık (her gün) karar verilmesi hem de bu kararı almakla görevlendirilen kişinin artık tek para politikası karar alıcısı haline gelmesi yeni politikanın bir diğer arzu edilmeyen yan etkisidir.

Şu halde, bu yeni para politikası rejimi ile MB'nin tesis etmek için çok uğraşmış olduğu hem para politikasının yapılış biçimi hem de uygulaması konusundaki şeffaflıktan feragat ettiğini görüyoruz. Bu büyük bir maliyet. 2001 sonrası TCMB kanununda para politikası yapma işinin bir kişi yerine bir kura verilmesinin, kurulların tek tek kişilerden daha iyi karar aldıklarına dair birçok çalışmaya (merkez bankacılığı özelinde bir örnek için bkz. Blinder ve Morgan, 2008) dayanan bir gerekçesi var. Bunu efektif olarak kuruldan almak özellikle ileriye dönük para politikası karar alma süreci bakımından zararlı.

Faizin her gün değişebildiği, açıklanan politika faizinin bir bağlayıcılığı olmayan bir ortam, para politikasının her gün değiştiği bir ortam ile aynı. Bunun da zararlı olduğunu ABD örneğinde Swanson (2006) Türkiye örneğinde ise Erelvanlı (2009) çalışmalarından biliyoruz. Başından beri, PPK toplantı tarihlerinin önceden duyurulup, bu toplantılardan sonra, bir sonraki toplantıya kadar gerçekleşecek olan politika faizini ilan etmenin amacı para piyasasındaki aktörlere öngörü imkanı vermek ve bunun daha uzun vadeli faizlere ve reel ekonomiye aktarılmasını sağlamaktır. Şu anda ise günlük faiz gerçekleşmesi hakkında bir öngörude bulunulamayacağı gibi, ilan edilen politika faizi bir sonraki PPK'ya kadar olan dönemdeki ortalama fonlama maliyeti hakkında da bilgi vermiyor. Bu da şeffaflıktan büyük ve maliyetli bir feragat.

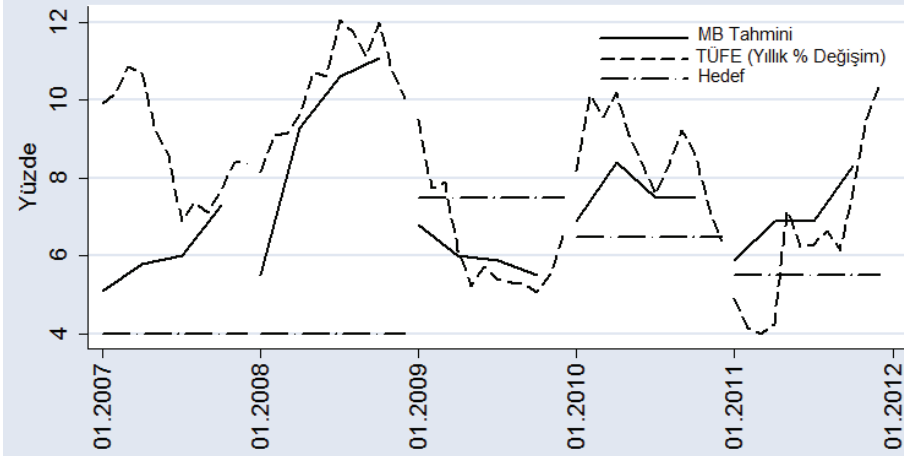
Para politikasının kredi genişlemesi ve yurt dışından kısa vadeli fon akışı gibi konulara yoğunlaşmasının şaşırtmayan bir sonucu birincil iş olan enflasyonu kontrol etmenin önceliğini yitirmesi ve enflasyonun hedeften sapması. Şekil 10'da son altı yılın dördünde enflasyonun hedefin ve belirsizlik aralığının üst aralığının üzerinde kaldığı, bu yıl da hedeften belirsizlik aralığını aşacak şekilde yüksek olmasının beklendiği görülüyor. Bu enflasyon hedeflemesi yapan bir merkez bankası için çok önemli bir sorun. Herdem enflasyon sorunu olagelmiş ve %8-%10 aralığında bir enflasyona alışma riski olan bir ülke için de çok önemli bir reel maliyet.



İyi işleyen bir enflasyon hedeflemesi rejiminde her yılın başında merkez bankasının yıl sonu enflasyon tahmininin, o anki enflasyondan bağımsız olarak hedefe yakın olması, doğru politikalar uygulandığı için enflasyonun yıl içinde hedefe yakınsaması beklenir. Yıl içinde beklenmedik şoklar enflasyonu hedeften uzaklaştırabilir, merkez bankalarının enflasyon tahminleri de bunlar yüzünden hedeften uzaklaşabilir.

Şekil 11'de Türkiye'de geçtiğimiz beş yılın üçünde enflasyonun hedefe doğru kayda değer bir harekette bulunmadığı, Merkez Bankası tahmininin yıl içinde monotonik olarak gerçekleşen enflasyona doğru evrildiği görülüyor. Elbette Merkez Bankası'nın tutmayacağını bildiği bir tahminde ısrar etmemesi olumlu. Ancak bu dönemdeki politika tercihleri düşünüldüğünde enflasyonu hedefe yakınlaştıracak sıkı para politikasındansa enflasyon tahmininin gözlemlenen enflasyona değişmesine fazla kolay izin verildiği görülüyor. Bu 2012 yılı için de devam eden bir sorun. Para politikasına diğer kaygılar yüzünden eklenmiş olan kısıtlar enflasyon ile mücadeleyi geri planda bırakıyor. Politika araçları enflasyonu hedefe yakınlaştırmak için kullanılmadığı için enflasyon hedefe yaklaşacağına MB tahminleri enflasyona yaklaşıyor.

Şekil 11: Enflasyon Hedefleri, MB Enflasyon Tahminleri ve TÜFE



Not: MB yılsonu enflasyon tahminlerinin orta noktası gösterilmektedir. Kaynak: TCMB.

Merkez Bankası'nın elinde enflasyonu hedef aralığında tutacak araçlar—faiz—olduğunu ve MB'nin bu araçları doğru kullanmayı bildiğini 2002-2006 dönemindeki etkileyici dezenflasyon sürecinden ve kriz dönemindeki başarılı para politikasından biliyoruz. Son dönemde bu amaç ve araçlar ile çelişecek şekilde MB'ye iş yüklenirse bunun birincil amaçtan sapmaya yol açacağını da görmüş olduk.

MB'nin hangi işleri yüklediği üzerinde dikkatle düşünülmesi gereken bir konu. Son otuz yıldır (kriz ile birlikte birçok ülkede faizler sıfıra inene kadar) konjonktürel iktisat politikası akademik yazında neredeyse tamamen para politikası üzerinden çalışılıyor. Para politikası değişikliklerine hızla karar verilebilmesi, merkez bankalarında konjonktürel politika oluşturmak için gereken beşeri sermayenin bulunması gibi nedenlerle pratikte de büyük ölçüde para politikası ile iktisat politikası yapıyor olması, para politikasının tek politika olduğu izlenimini veriyor. Engel (2011) gibi çalışmalarda bazı durumlarda para politikasının döviz kurlarına doğrudan tepki vermesinin optimal olduğunun bulunması bu çalışmalarda para politikasından başka politika aracı olmamasından kaynaklanıyor. Tek konjonktürel politika aracı para politikası ise bu araç elbette yetersiz de olsa birçok amaca birden, mümkün olduğunca ulaşmaya çalışacak.

Ancak yeni yazının bir diğer kolu bizi hangi politika araçlarının hangi amaçlar için kullanıldığının da zaman içinde değişebileceği ve aktif-pasif politika dağılımlarının bazılarının diğerlerinden daha iyi olduğu yolunda uyarıyor. Özellikle Leeper (1991) ve Davig vd. (2007) tarafından maliye ve para politikaları için incelenen bu sorun eğer politika araçlarından biri amacına ulaşmak yolunda aktifse diğerinin aktif politikayı bir kısıt olarak kabul ederek uygulanmak, yani pasif olmak zorunda olduğunu gösteriyor. Örneğin, eğer para politikası enflasyon hedefine ulaşmak için aktif olarak kullanılıyorsa artık bütçe açığını kapatmak için de kullanılamayacağı için maliye politikası pasif olmak, yani bütçeyi zaman içinde dengelemek zorundadır. Öte yandan eğer maliye politikası aktif olarak kullanılıyorsa vergi ve harcama kararlarının yarattığı bütçe açığı, şayet devlet iflas ilan etmeyecekse, para politikası tarafından kapatılmak zorundadır. Bu durumda aktif maliye politikasının getirdiği kısıt yüzünden pasif para politikası artık enflasyon hedefi için çaba gösteremeyecektir.

Türkiye’de 2001 sonrası dönemin en temel iktisadi değişimi aktif maliye-pasif para politikasından aktif para-pasif maliye politikasına geçiş olarak düşünülmelidir. Bu 1970’ler ABD’indeki aktif maliye-pasif para politikasından Volcker sonrası dönemde aktif para-pasif maliye politikasına geçiş ile gelen dezenflasyonun benzeri çok başarılı bir stabilizasyona yol açmıştır.

Bu çerçeveden bakıldığında aslında başka kurumların işlerini üstlenen Merkez Bankası’nın enflasyon hedefini tutturmakta zorlanması şaşırtıcı olmadığı gibi, diğer iktisat politikası yapıcılarının bıraktıkları açıkları kapatmayı kabullenen MB’nin pasif politika yapıcı rolünü üstleniyor olduğu ve bunun ilerisi için endişe vermesi gerektiği görülebilir. Cari açık kamu ve özel sektörün tasarruf açıklarının toplamıdır. Dolayısıyla cari açığı kapatmak için maliye politikası sıkılaştırılarak bütçe fazlası verilebilir. Maliye politikası bunu yapmayı diğer amaçlar için, örneğin büyümeyi körüklemek için, aktif olarak kullanılıyorsa para politikasının cari açığı kontrol etmek için kullanılması pasif para politikasıdır. Bu, maliye politikasının üzerindeki harcama kısıtlarını gevşettiği için genel olarak sakıncalıdır. Benzer bir aktif-pasif politika dengesi BDDK ve MB arasında da düşünülebilir. Burada da MB, BDDK’dan kalan boşluğu dolduracak şekilde politika üretmeyi seçmiş, yani pasif politika yapıcısı olmuştur.

Burada kısa vadede politika boşluğunu doldurmak için hareket eden Merkez Bankası’nın bu işleri üstendiği için uzun vadede bunları düzenli olarak yapmak zorunda kalması riski temel risktir. Merkez Bankası’nı tekrar temelli olarak pasif politika yapıcısı olmak zorunda bırakacak olan böyle bir gelişme 2001 programının en önemli kazanımını yitirmemize yol açacak, para politikasının enflasyonu kontrol etmek için kullanılmasını imkansız hale getirecektir. Elindeki kuvvetli araç faiz olan Merkez Bankası, bu aracı birden

fazla amaca ulaşmak için kullanmak zorunda kalırsa, geçtiğimiz iki yılda da gördüğümüz gibi, bunların hepsine doğru biraz yol alınacak fakat hiçbirine ulaşılmayacaktır.

4. Genel Tartışma

Yukarıda geliştirdiğimiz argümanlardan kredi genişlemesine, cari açığın düzeyine, ya da gecelik swap girişleri ile cari açık fonlmasına iktisat politikasının sessiz kalmasını tercih ettiğimiz düşünülmemeli. Buradaki temel soru hangi kurumun hangi araçlar ile bunlara müdahale etmesinin doğru olduğu. Hem banka kredilerinin genişlemesine, hem de yurt dışından istenmedik miktarda kısa vadeli fon girişine karşı MB'nin kullandığı araçlara kıyasla, eldeki amaca daha uygun araçlar olduğunu vurguladık. Bu Türkiye'deki iktisat tartışmasında kendini gösteren çok daha genel bir konu.

Bu noktada iktisat politikasından sorumlu kurumların hangisinden ne beklemek gerektiğini düşünmek önemli. Bu özellikle “merkez bankası sadece (ya da öncelikli olarak) fiyat istikrarı için çalışmamalı, ihracat, istihdam, büyüme, gelir dağılımı ya da benzer diğer makroekonomik hedefleri de olmalı” görüşüyle ortaya çıkan bir soru. Konjonktür dalgalanmalarıyla mücadelede en hızlı kurum olan merkez bankalarının geçici büyüme ve buna bağlı istihdam dalgalanmalarına da müdahale etmeleri makul. Ancak bu işi uzun dönemli yapmaları makul değil. İstihdam, büyüme, gelir dağılımı gibi göstergelerin insanların refahıyla yakından ilintili olduğu, dolayısıyla iktisat politikasının konusu olmaları gerektiği çok doğru. Fakat bu merkez bankasına uzun dönemli bir büyüme hedefi vermeyi makul kılmıyor çünkü merkez bankalarının kontrol ettiği para arzı uzun dönemde sadece fiyatları etkileyebiliyor, reel değişkenleri değil (bu konuda herhangi bir iktisada giriş kitabına bakılabilir). Dolayısıyla uzun dönemde merkez bankasının ekonominin bütünü için yapabileceği en iyi şey fiyat istikrarını sağlamak ve ekonomideki aktörlerin önlerini görebilmelerine olanak vermek.¹² Kredibilitesi olan enflasyon hedeflemesi rejimlerinin enflasyon beklentilerini kontrol etmekte ve mali piyasa oynaklığını azaltmakta başarılı olduklarını biliyoruz (Gürkaynak vd. 2005, 2010).

Bu, elbette işsizlik ve gelir dağılımı gibi konuları iktisat politikasının dışına çıkartmayı gerektirmiyor. Bunlara eğilebilecek olan merci maliye politikası yapıcıları. 2001'den beri maliye politikasını sadece makro düzeyde düşündük. Yani, bütçe büyüklüğünün belli düzeyleri aşmaması, faiz dışı fazla hedefinin tutması başarılı olmak için yeterliydi. Bu doğru bir öncelikli kriter. Hastaneye gelmiş bir hastanın önce hayatta kalmasını sağlamak lazım.

¹² Bunu şöyle de düşünebiliriz: Adalet dağıtmanın devletin önemli görevlerinden biri olduğunu düşünüyoruz fakat bu görevi polise vermiyoruz. Polisin elindeki araçların uygun kullanım alanı farklı. Merkez Bankası'nın elindeki araç da fiyat istikrarını sağlamaya uygun ve o kurumdan esas beklenmesi gereken bu.

Makro politikalar ile Türkiye ekonomisi için bunu başardık. Şimdi hastanın taburcu olduğunda iyi bir hayat sürdürebilmesini istiyoruz. Artık daha mikro ölçekte, belli sorunlara yoğunlaşmış, bunlara özel tedaviler lazım. Bunun maliye politikası yansıması bütçe giderleri ve vergi gelirlerinin sadece toplamlarıyla değil, kompozisyonlarıyla da ilgilenmemiz gerektiği.¹³

Benzer şekilde, para politikası bir yıl için talebi körükleyip istihdamı artırabilir fakat buna devam etmenin nihai sonucu sadece enflasyon olacaktır. Bu tür, büyümeye ve istihdama uzun vadede faydası olmayan, enflasyonu yükselten genişlemeci para politikasını 1990'larda görmüştük (o zaman Merkez Bankası'nın bağımsız olmadığını da hatırlamak gerekir). İstihdamı artırmak için kırdan kente göçü göz önüne alan, iş arayanların beşeri sermayelerini artırmaya yönelik politikalara ihtiyaç var. Bu politikaların uzun dönemde büyümeyi ve dolayısı ile ileride cari fazla verebilme kapasitesini artırıcı etkileri de olacaktır. Türkiye'deki kullanımıyla artık içi iyice boşalmış olan "yapısal tedbirler" kavramı aslında tam da böyle iktisat politikalarına işaret ediyor.

Buradan alınacak mesaj, tekrarlamak gerekirse, para politikasından beklenilecek ve beklenmesi gereken uzun dönemli başarının fiyat istikrarı olması gerektiği, reel ekonomi ile ilgili yapısal sorunların para politikası ile çözülemeyeceği. Para politikasının fiyat istikrarına odaklanması yakın hafızamızda hala var olan yüksek enflasyon korkusunun bastırılması için de elzem. Enflasyon hedeflemesi ve bunun getirdiği şeffaf para politikası, merkez bankasının doğru işi yaptığını göstermesini kolaylaştırdığı için bu amaca uygun bir politika çerçevesi.

Para politikası yapısal sorunları çözmesede fiyat istikrarının reel ekonomiye büyük faydaları var. Örneğin, düşük ve öngörülebilir enflasyon riskleri azaltarak uzun dönemli faizlerin düşmesine ve yatırımların artmasına yardımcı olacaktır. Artan yatırımlar da, elbette, ekonominin üretim kapasitesini artıracak ve ileride cari fazla vermeyi kolaylaştıracaktır. Böyle bakıldığında para politikasının fiyat istikrarına odaklanmasının reel ekonomiye de olabildiğince büyük fayda sağlayacağı görülebilir.

İyi para politikasının sonuç verdiğinin ve ekonominin görece normalleşmiş olduğunun bir göstergesi 2006 Mayıs-Temmuz ayları arasında yaşanan "dalgalanma" ve 2009 krizi idi. Türkiye'de mali piyasalar uzun zamandır ilk defa bir krizle sonuçlanmayan, biraz aşırı da olsa iktisadi temellerdeki değişmelere (ilkinde enflasyonun yükselmesine ikincisinde yurt dışının karışmasına) verilmesi beklendik olan bir tepki verdiler. Bu vesileyle her dalgalanmanın kriz olmak zorunda olmadığını, mali piyasalarda bozulan havanın

13 Türkiye'deki gelir dağılımını çalıştıkları önemli makalelerinde Duygan ve Güner (2006) eğitim olanaklarının da gelir grupları arasında farklılaştığını ve bunun gelir dağılımı bozukluğunu gelecek kuşaklara da taşıyacağını söylüyorlar. Bunu önlemek için para politikasının yapabileceği bir şey yok ancak Maliye ve Milli Eğitim Bakanlıkları'nın yapabilecekleri çok şey var.

çok vakit geçmeden düzelebileceğini ve Merkez Bankası'nın bu piyasalar üzerinde kuvvetli bir etkisinin olduğunu görmüş olduk. Bu Türkiye için çok önemli ve kaybedilmemesi gereken bir normalleşme göstergesi.

Finansal istikrar özelinde, bunun da MB'nin temel amaçlarından biri olması gerektiği, son borç verme merciinin bu görevi zaten üstlenmek zorunda olduğu düşünülebilir. Bu durumda o göreve yönelik bağımsız araçlar MB'ye devredilmeli ve MB'nin elindeki enflasyonu kontrol etmeye uygun araçların her iki amaç için de yetersiz kalan kullanımının önüne geçilmelidir. İş, yine, görev ve buna uygun aracın aynı kurumda bulunmasındadır.

5. Sonuç

Türkiye ekonomisinin 2001 sonrasında kırılğanlığının çok azaldığı, eski öncelikli kronik sorunlarının büyük bir kısmının, bütçenin, tek tek bankaların ve enflasyonun şu anda stabilizasyon programı öncesiyle mukayese kabul etmeyecek kadar iyi durumda oldukları açık. Eski sorunlarımızın eskisi gibi sorun olmayışları artık çekinecek bir şeyimiz olmadığını göstermiyor. Altta yatan sorunlara işaret eden cari açığın bu kadar büyük olması bize doğru yere bakmadığımızı da söylüyor. Bu yeni dönemde, karşımıza çıkan yeni sorunları teşhis etmek ve bunlara çözüm üretmekte eski sorunlar ile mücadele etmek üzere kurulmuş olan kurumsal yapı yetersiz kalıyor.

Geçtiğimiz iki yılda Merkez Bankası'nın var olan kurumsal yapı içinde sahipsiz olan (makro düzeyde finans sektörü riski gibi) ya da asıl sahibinin MB'ye delege ettiği (cari açığın düzeyi ve finansmanı gibi) birçok sorunu iş edindiğini gördük. Bu sorunların sahipsiz kalmasındansa MB'nin sahiplenmesi daha iyi olmuş olabilir. Ancak elindeki araçlar enflasyonu kontrol etmek için uygun olan MB'nin bu amaçlara da odaklanmasının hem MB şeffaflığı ve iletişimi hem de Türkiye ekonomisi için hissedilir maliyetleri olduğunu da hatırd tutmak lazım. Bu nedenle bu makalenin temel tezi iktisadi sorunları çözenin görev olarak verildiği kurumların bunlar için uygun araçları olan kurumlar olması gerektiğidir.

Bu, kısa vadede kredi büyümesi, cari açık ve finansmanı gibi sorunların idare edilmesi için geçerliyken, uzun vadede işsizlik ve gelir dağılımı gibi çok daha yapısal sorunlar için de geçerlidir. Nihayetinde, konjonktürel sorunların karşımıza çıkma sıklıkları ve şiddetleri de yapısal sorunların çözümüyle azalacaktır.

Ek: Veri Kaynakları

Yıllar itibarıyla GSYH büyüme oranlarını göstermek için TÜİK veritabanından harcamalar yöntemiyle hesaplanan, 1998 fiyatlarıyla GSYH gelişme hızları verisi kullanılmıştır. Şekil 1'de gösterilen ortalama büyüme hızı, gelişme hızlarının aritmetik ortalaması alınarak hesaplanmıştır. Çeşitli verilerin

GSYH'ye oranları alınırken kullanılan GSYH değerleri cari fiyatlarla, harcamalar yöntemiyle hesaplanan değerlerdir.

Cari işlemler hesabı ve dış ticaret dengesi verileri TCMB Elektronik Veri Dağıtım Sistemi'ndeki (EVDS) ödemeler dengesi verilerinden, ABD doları cinsiyle alınmıştır. Türk Lirası dönüşümü için ise aynı sistemden alınan ABD doları günlük satış fiyatının yıllık ortalama değeri kullanılmıştır.

Bütçe Dengesi verileri için Maliye Bakanlığı Bütçe ve Kontrol Genel Müdürlüğü, Bütçe Büyüklükleri ve Bütçe Gerçekleşmeleri, Merkezi Bütçe istatistikleri kullanılmıştır. Bütçe gelirleri, harcamaları, faiz dışı bütçe harcamaları ve ithalat vergi gelirleri verileri Maliye Bakanlığı, Bütçe ve Kontrol Müdürlüğü, Bütçe Büyüklükleri ve Bütçe Gerçekleşmeleri veri setinden alınmıştır.

Çeşitli ithalat senaryoları altında bütçe açığının GSYH'ye oranları hesaplanırken kullanılan bütçe açığı, dış ticaret dengesi ve cari işlemler dengesi verilerinin bütçeye ilişkin kısımları yukarıda belirtilen Maliye Bakanlığı veri setlerinden, ödemeler dengesine ilişkin kısımları yine yukarıda belirtilen EVDS verilerinden alınmıştır. İthalat verileri için TÜİK dış ticaret istatistikleri uygulamasındaki toplam ihracat ve ithalat yıllık verileri kullanılmıştır.

Kredi artış oranı verileri için TCMB'den alınan toplam kredi büyüme oranları verisi kullanılmıştır. Zorunlu karşılık oranlarında yapılan değişiklik tarihleri, söz konusu değişikliklerin yürürlüğe girdiği tarihlerdir ve TCMB web sayfasındaki duyurulardan derlenmiştir.

Çeyrekler itibarıyla Mevduat/Aktif oranındaki değişimlerin hesaplanmasında kullanılan mevduat verileri Türkiye Bankalar Birliği, Veri Sorgulama Sistemi, Mali tablolar bölümünden konsolide bütçe verileri kullanılarak oluşturulmuş, yerli ve yabancı para mevduatlarının toplam değerleridir. Aktif verileri ise yine aynı veri seti kullanılarak oluşturulan yerli ve yabancı para aktiflerinin toplam değerleridir.

TCMB faiz oranları ve gecelik repo faizlerini göstermek için kullanılan verilerden politika faizi ve borç alma ve borç verme faizleri (faiz bandı) TCMB web sayfasından derlenmiştir. Politika faizi olarak, 2008-2010 yılları için gecelik borç alma faiz oranı, 2010'dan günümüzde kadar da bir haftalık repo faiz oranı kullanılmıştır. Gecelik repo faiz oranı verileri İMKB, Tahvil ve Bono Piyasası verileri, gecelik repo faiz oranları veri setinden alınmıştır.

Döviz kuru sepeti değeri, EVDS'den alınan ABD doları ve Euro efektif satış fiyatlarının aritmetik ortalaması kullanılarak hesaplanmıştır.

Enflasyon hedefleri ve gerçekleşmeleri için kullanılan veriler TCMB web sayfası fiyat istikrarı bölümünden alınmıştır. 2012 yılsonu gerçekleşme verisi 2012 Nisan ayı 1. dönem beklenti anketi sonucunda ortaya çıkan değerdir. Merkez Bankası yıl sonu enflasyon tahminleri 2006'dan günümüze yayınlanmakta olan enflasyon raporlarından alınmıştır. Gösterilen tahmin değerleri, yıl sonu enflasyon tahmin aralığı orta nokta değerleridir.

Kaynakça

- Aghion, P., Bacchetta, P. ve Banerjee, A. (2000). "A Simple Model of Monetary Policy and Currency Crises," *European Economic Review Papers and Proceedings* 44(4-6).
- Akkaya, Y. (2012). "The Volatility of Overnight Interest Rates as a Monetary Policy Tool," Bilkent Üniversitesi, devam eden doktora tezi.
- Aktaş, Z., Alp, H., Gürkaynak, R., Kesriyeli, M. ve Orak, M. (2009). "Türkiye'de Para Politikasının Aktarımı: Para Politikasının Mali Piyasalara Etkisi," *İktisat, İşletme ve Finans* 24(278), 9-24.
- Basu, S. ve Bundick, B. (2012). "Uncertainty Shocks in a Model of Effective Demand," Boston College Working Paper.
- Başçı, E. ve Kara, H. (2011). "Finansal İstikrar ve Para Politikası," *İktisat, İşletme ve Finans* 26(302), 9-25.
- Bernanke, B., Laubach, T., Mishkin, F. ve Posen, A. (2001). *Inflation Targeting*. Princeton, NJ: Princeton University Press.
- Bernanke, B. ve Mishkin, F. (1997). "Inflation Targeting: A New Framework for Monetary Policy?" NBER Working Paper No. 5893.
- Blinder, A. ve Morgan, J. (2008). "Leadership in Groups: A Monetary Policy Experiment," *International Journal of Central Banking* 4(4).
- Bloom, N. (2009). "The Impact of Uncertainty Shocks," *Econometrica* 77(3).
- Davig, T., Leeper, E. ve Chung, H. (2007). "Monetary and Fiscal Policy Switching," *Journal of Money, Credit and Banking* 39(4).
- Duran, M., Gürkaynak, R., Özlü, P. ve Ünalı, D. (2010). "TCMB Faiz Kararlarının Piyasa Faizleri Ve Hisse Senedi Piyasaları Üzerine Etkisi," TCMB Ekonomi Notları 1008.
- Duygan, B. ve Güner, N. (2006). "Income and Consumption Inequality in Turkey: What role does education play?" S. Altuğ and A. Filiztekin (derleyenler) *The Turkish Economy: The Real Economy, Corporate Governance and Reform and Stabilization Policy* (içinde). London: Routledge.
- Engel, C. (2011). "Currency Misalignments and Optimal Monetary Policy: A Reexamination," *American Economic Review* 101(6). <http://dx.doi.org/10.1257/aer.101.6.2796>
- Erelvanlı, S. (2009). "Türkiye Örneğinde Piyasa Bazlı Para Politikası Şeffaflığının Ölçüsü ve Etkileri" TCMB Uzmanlık tezi.
- Ersel, H. (2012). "Finansal İstikrarın Sağlanması İçin Nasıl Bir Mekanizma Tasarlanabilir?" *İktisat, İşletme ve Finans* 27(315), 37-49.
- Fernandez-Villaverde, J., Guerron-Quintana, P., Kuester, K. ve Rubio-Ramirez, J. (2012). "Fiscal Volatility Shocks and Economic Activity" University of Pennsylvania Working Paper.
- Gürkaynak, R., Sack, B. ve Swanson, E. (2005). "The Sensitivity of Long-Term Interest Rates to Economic News: Evidence and Implications for Macroeconomic Models," *American Economic Review* 95(1).
- Gürkaynak, R., Levin, A. ve Swanson, E. (2010). "Does Inflation Targeting Anchor Long-Run Inflation Expectations? Evidence from Long-Term Bond Yields in the U.S., U.K., and Sweden," *Journal of the European Economic Association* 8(6).
- Leeper, E. (1991). "Equilibria Under 'Active' and 'Passive' Monetary and Fiscal Policies," *Journal of Monetary Economics* 27(1). [http://dx.doi.org/10.1016/0304-3932\(91\)90007-B](http://dx.doi.org/10.1016/0304-3932(91)90007-B)
- Kaminsky, G. ve Reinhart, C. (1999). "The Twin Crises: The Causes of Banking and Balance of Payments Problems," *American Economic Review* 89(4).
- Kara, H. (2008). "Turkish Experience with Implicit Inflation Targeting," *Central Bank Review* 8.

Kara, H. (2012). “Küresel Kriz Sonrası Para Politikası,” *İktisat, İşletme ve Finans* 27(315), 9-36.

Medina, L., Prat, J. ve Thomas, A. (2010). “Current Account Balance Estimates for Emerging Market Economies” IMF Working Paper 10/43.

Özatay, F. (2012). “Para Politikasında Yeni Arayışlar,” *İktisat, İşletme ve Finans* 27(315), 51-75.

Shin, H. (2010). “Macroprudential Policies Beyond Basel III,” Princeton University memo.

Swanson, E. (2006). “Have Increases in Federal Reserve Transparency Improved Private Sector Interest Rate Forecasts?” *Journal of Money, Credit, and Banking* 38(3). <http://dx.doi.org/10.1353/mcb.2006.0046>

Üçer, M. (2011). “Son Para Politikası Uygulamaları Üzerine Gözlemler,” *İktisat, İşletme ve Finans* 26(302), 45-51.

Yıldırım, S. (2012). “Uncertainty in Financial Markets and Business Cycles,” Bilkent Üniversitesi, devam eden doktora tezi.