

KÜRESEL PARA POLİTİKALARI VE TÜRKİYE’NİN ÖDEMELER BİLANÇOSU ÜZERİNE BİR DEĞERLENDİRME

Mehmet ŞENTÜRK
Onur AKKAYA

1. GİRİŞ

2007 yılının son çeyreğinde Amerikan konut piyasasında baş gösteren ve daha sonra finansal kesime ve reel sektöre sıçrayan küresel ekonomik kriz, başta Avrupa kıtası olmak üzere hemen hemen tüm gelişmekte olan ekonomilere sıçramıştır. Krizin, Avrupa’daki en büyük etkisi talep daralması şeklinde ortaya çıkmıştır. Bu suretle, imalat sanayii siparişleri ve üretiminde ciddi daralmalar görülmüştür. Bu noktada, Avrupa’nın önemli tedarikçilerinden olan Türkiye’de etki altında kalmıştır. Krizin Türkiye’ye sıçrama serüveni de bu sayede başlamıştır. Türkiye’nin çok önemli ticaret partnerlerinden olan Almanya, Birleşik Krallık ve İtalya’nın kriz öncesine göre ticaret hacmindeki daralma, Türkiye’de üretim ve istihdamı olumsuz etkilediği gibi ihracat gelirlerinin azalması ile de ödemeler dengesini bozmuştur.

Süreç içerisinde, Merkez Bankaları’nın tutumuna baktığımızda başta ABD Merkez Bankası FED’in kontrolsüz bir parasal genişlemeye girdiğini görmekteyiz. Bu durumun en büyük etkisi, küresel sermayenin geçmiş yıllara göre katı oranında genişleme yaşamasıdır. Bu bağlamda, Avrupa Merkez Bankası (ECB)’da işsizlik ve enflasyon tehlikesi nedeniyle FED politikalarına uyumlu kurtarma paketi hazırlamıştır. Tüm bunların sonucunda, Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası (TCMB), yaşanan sermaye bollaş-

ması ve dış ticaretteki talep daralması merkezli yüksek enflasyonu düşürücü tutum içerisine girmiştir.

Krizin Türkiye ayağına gelindiğinde ise, makro iktisadi göstergeler açısından en önemli etkinin dış ticaret ve ödemeler bilançosu üzerinde gerçekleştiğini söyleyebiliriz. Öyle ki, ABD ve Avrupa pazarlarındaki daralma Türkiye'nin ihracat gelirlerinin önemli ölçüde azalmasına neden olmuştur. Ancak, Türkiye ihracat endüstrilerini çok yoğun bir ithal girdi ile beslediği için ithalatında da hemen hemen aynı oranda azalma kaydedilmiştir. Özetle, dış ticaret hacminde top yekûn bir düşüş izlenmiştir. Söz konusu daralma, sanayi üretimindeki gerilemeye bağlı olarak, bir taraftan işsizliğin artmasına neden olmuş, diğer taraftan da yeni istihdam olanaklarının oluşumunu engellemiştir. Bu süreçte Türkiye 2002-2018 döneminin en düşük cari açık/GSYH oranını vermiştir. Bu da, yaşanan durgunluğun ne denli şiddetli olduğunu açıkça ortaya koymaktadır.

Küresel kriz, Türkiye ekonomisi için dış ticaret hacminin daralmasının yanında, FED'in uyguladığı parasal genişleme nedeniyle de ucuz ve bol dış finansman bulma olanağına da kavuşmuştur. Her krizde olduğu gibi bu durum da, küresel krizin Türkiye ve diğer gelişmekte olan ülkelere sunduğu bir fırsat olmuştur. Tüm bu açıklamaların ışığında, çalışmanın ilk bölümünde ABD, Avrupa ve Türkiye Merkez Bankaları'nın kriz sürecinde ve sonrasındaki para politikası tutumları incelenmiştir. İkinci bölümde ise, Türkiye'nin ödemeler bilançosu üzerinde oluşan etki ve TCMB'nin uyguladığı politikaların sonuçları değerlendirilmiştir.

2. 2008 KÜRESEL EKONOMİK KRİZİ VE PARA POLİTİKALARI

2.1. Amerikan Merkez Bankası (FED) Politikaları

Amerikan Federal Rezerv Bankası (FED), 2007 yılının yaz aylarında ortaya çıkan mali krize sert bir şekilde yanıt vererek, finansal kurumların likiditesini desteklemek ve finansal piyasalarda daha iyi koşullar sağlamak için tasarlanmış bir dizi programın uygulanmasına karar vermiştir. Krizle ilgili bu özel programların ana amacını: “Azami İstihdam” ve “Fiyat İstikrarı”dır. Bu amaçlara ulaşmak için uygulanacak programda genel olarak uzun vadeli faiz oranları üzerinde aşağı yönlü baskı kurmayı ve genel mali koşulları kolaylaştırmayı amaçlayan uzun vadeli menkul kıymetlerin önemli alımlar yolunu takip etmişlerdir.

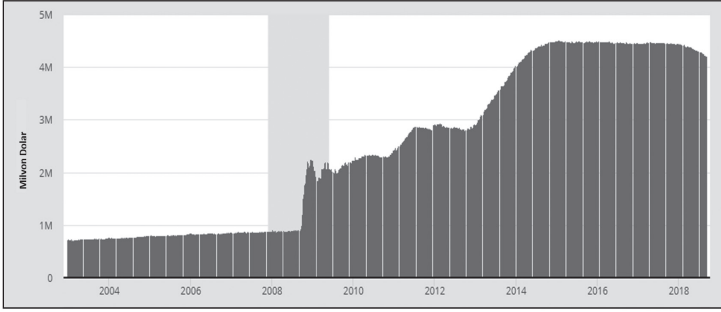
Programın uygulanmasında üç farklı araç kullanılmıştır. İlk araç seti olarak, bankalara ve diğer saklama kurumlarına ve diğer finans kurumlarına kısa vadeli likidite sağlanmasını içerir. Bu araç içerisinde kullanılan değişkenler sayesinde FED, bazı yabancı merkez bankalarıyla ikili döviz takası anlaşmalarını da onaylamıştır. Yapılan takas düzenlemeleri bu merkez bankalarına, dolar likiditesi sağlamalarında yardımcı olmuştur. İkinci bir araç seti, kilit kredi piyasalarındaki borçlulara ve yatırımcılara doğrudan likidite sağlanmasını içeriyordu. Üçüncü bir araç olarak, FED, kredi piyasalarının işleyişini desteklemek için geleneksel açık piyasa işlemleri aracını genişletmiştir. Böylece bu araç sayesinde daha uzun vadeli faiz oranları üzerinde aşağı yönlü baskı uygulanmış ve daha uzun mali alımlarla daha geniş finansal koşulların daha elverişli hale getirilmesine yardımcı olmuştur. Bahsedilen uygulamaya örnek olarak, Eylül 2012’den itibaren Federal Açık Piyasa Komitesi (FOMC), daha güçlü bir ekonomik toparlanmayı desteklemek ve enflasyonun düşürülmesini sağlamak amacıyla, kurumlar tarafından garantili ipoteye dayalı menkul kıymetleri

(MBS) ayda 40 milyar \$ 'lık bir hızda satın alarak politika yapmayı artırmaya karar vermiştir. Buna ek olarak, Ocak 2013'te FED, aylık 45 milyar ABD Doları tutarında uzun vadeli Hazine menkul kıymetleri almaya başladı. Ocak 2014'ten itibaren FOMC, varlık alımlarının hızını ölçülen adımlarla azaltmış ve Ekim 2014'te alımları sonuçlandırmıştır.

B.S.Bernanke, Ocak 2009'daki konuşmasında uygulanacak politika hakkında işleyişi anlatırken; Eylül 2007'de para politikasını hafifletmek, federal fon oranı hedefini 50 baz puan azaltmak ekonomik zayıflığın göstergelerini çoğaltırken, Komite federal fon oranı hedefini kümülatif 325 baz puan düşürerek yanıt vermeye devam etti. 2008 Baharında ise tarihsel karşılaştırmada, bu politika tepkisi son derece hızlı ve proaktif olarak öne çıkıyor. Bu eylemleri gerçekleştirirken, hem finansal türbülansın ekonomi üzerindeki doğrudan etkilerini hafifletmeyi hem de ekonomik zayıflığın ve finansal stresin karşılıklı olarak güçlendiği sözde olumsuz geri besleme döngüsünün olumsuzluğunu azaltmayı hedeflediğini açıklamıştır. Yapılan bu uygulama, krizin ilk yılında istihdamı ve gelirleri desteklemeye yardımcı oldu. Oran indirimlerinin erken aşamasında, bazı gözlemciler bu politika eylemlerinin enflasyonu tetikleyeceğinden endişe duyduğunu belirtmiştir. Ancak komite, 2008 yılında emtia fiyatlarındaki hızlı yükselişin, temel olarak, genel enflasyonist baskılardan ziyade, bu malzemelerin arzındaki kısıtlamalar ile birlikte, gelişmekte olan piyasa ekonomilerinde hammadde talebindeki keskin artışı yansıttığını ileri sürmüştür. Dönemin sonucunda genel enflasyon önemli ölçüde azalmış ve daha da ılımlı olduğu görülmüştür.

Yukarıda bahsedilen bu üç politika aracı seti sayesinde finansal kurumlara borç verme, doğrudan kilit kredi piyasalarına likidite sağlama ve uzun vadeli menkul kıymet satın alma- her birinin FED'in bilançodaki varlık tarafının kullanımını temsil eden ortak bir özelliği vardır. Hepsi borç verme veya menkul kıymet alımını

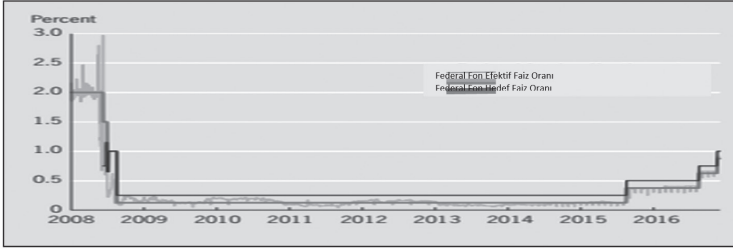
içerir. Bu politikaların mevcut bağlamdaki erdemleri, federal fon oranının sıfır düşük sınırına yakın olmasına rağmen, Federal Rezervin faiz oranlarını düşürmeye devam etmesine ve çeşitli piyasalarda kredi koşullarını kolaylaştırmasına izin vermeleridir.



Grafik 1. FED (Genel) Toplam Varlık Miktarı

Kaynak: FRED

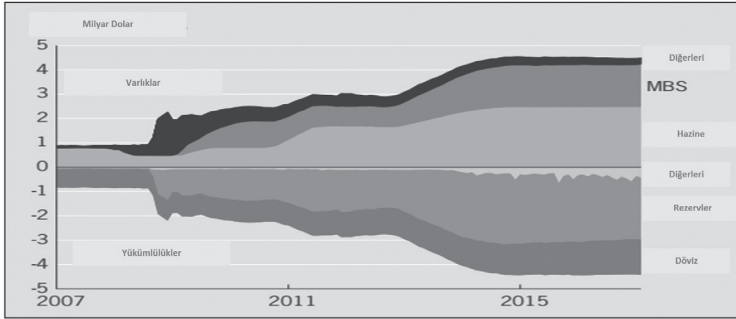
LehmanBrothers 10 yıl önce başarısız olduğunda, FED ve diğer devlet kurumları finansal sistemin çöküşünü engellemek ve bankacılık sektörünü desteklemek için her türlü eylemi yaptılar. FED yetkilileri hala bu hareketlerin bazılarını gevşetiyorlardı. Bu politikardan sonradan gelecekleriyle birlikte olma ihtimalleri çok düşüktü. Bank of America Merrill Lynch'in ABD'deki kısa vadeli strateji başkanı Mark Cabana, "Piyasayı istikrara kavuşturan ve yasalar dahilinde varolan çözümler üretmek için çok fazla yaratıcılık gerekiyordu" dedi. "Piyasa bugün hala bu eski meselelerin çoğuyla uğraşüyor ve on yıl önce yaptığımız gibi bir mali krizin yaşanmamasını sağlamak için finansal kriz sırasında yapılan bazı eylemleri geri almak uzun zaman alıyor yine oldu." Bernanke'nin halefi, eski Fed Başkanı Janet Yellen, krizden sonra faiz oranlarını "normalleştirmek" için ilk hareketi yaptı. Bu dönem FED Başkanı JeromePowell, menkul kıymet alımlarını "azaltmaya" yönelik bir programla oranları yükseltti ve bilançoda çalkalandı. FED daha önce olgunlaşan her şeyi değiştirmek için menkul kıymetleri geri satın almıştı (Grafik.1).



Grafik 2. FED Gösterge Faiz Oranları (2008-2018)

Kaynak: FED

FED, Aralık 2008 rezerv faiz oranında % 0,25 baz puan durumunda iken bu durum Aralık 2015'te % 0,50 baz puan olana kadar devam etmiştir. Özellikle 2016'dan itibaren kademeli artışlarla %1'e yükseldiğini görmekteyiz. Diğer yandan Federal fonların efektif faiz oranı ile hedeflenen faiz oranlarının birbirine koordineli olduğunu görmekteyiz. Ancak, rezerv faiz oranı federal fon faiz oranının üzerinde seyrettiğini görmekteyiz (Grafik.2).

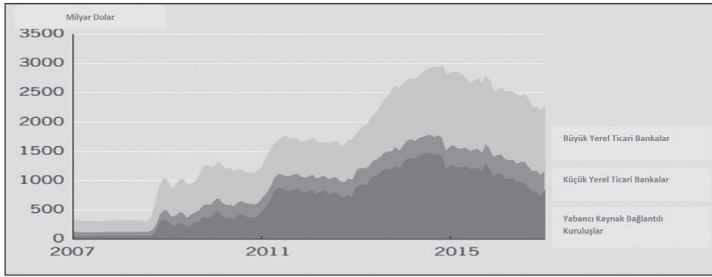


Grafik 3. FED'in Kriz Sonrası Bilanço Değişimi, (2007-2018)

Kaynak: FED

Ocak 2008 ile mali krizin sonu olan Haziran 2009 aralığında FED'in bilançosu yüzde 130 artarak, 2,1 trilyon dolara yükseldi. Bahsedilen zamanda 2,3 trilyon dolar olan değer 4,4 trilyon dolara yükseldiği görülmektedir. Bu değer içinde 2,46 trilyon

doları hazine, 26,81 milyar doları ajans borçları ve 1,76 trilyon doları mortgage destekli menkul kıymetlerden oluşmaktadır (Grafik.3). Görülen hızlı genişlemenin sebebini FED'in nicel genişleme programlarında görülmektedir. FED'in bu dönem içinde Hazineye ve mortgage destekli menkul kıymetlere garantör olduğu görülmektedir. Bu menkul kıymet arzının azaltılması, FED tarafından fiyatların azalmasına ve verimliliğin düşmesine sebep olmuştur. Bu programın uygulandığı ilk dönem 2008 iken ikincisi 2010 ile 2012 arasında yer almaktadır. Nicel genişleme programları bankacılık sistemine likit fon sağlama ve federal fonlar piyasasından daha az borçlanmasını sağlamıştır.



Grafik 4. Banka Türlerine Göre Nakit Varlıklar (2007-2018)
Kaynak: FED

Yerli ticari bankaların nakit varlıklarının 2007 ile 2016 dönemi içinde % 467,4 arttığı görülmektedir. Bu durum küçük ve büyük bankaların sayısının arttığını görmekteyiz. Bunun yanı sıra ABD bankalarının yurtdışı şubeleri ve yabancı bankaların acentelerin nakit varlıkları devasa boyutta %1,647.6 artmıştır (Grafik.4).

2.2. Avrupa Merkez Bankası (ECB) Politikaları

2007 mali krizi ve özellikle Eylül 2008'deki LehmanBrothers'in iflasından sonra euro bölgesi para politikasında ani bir değişimi görülmektedir. Ancak, Temmuz 2008'de, petrol fiyatlarındaki gelişmelere ilişkin manşet enflasyonda % 4'lük aşırı tepki görül-

mektedir. Bu durumda ECB, politika oranını % 4,25'e yükseltmek gibi tartışmalı bir karar aldı. LehmanBrothers'ın iflasının çarpıcı etkilerini takiben, Aralık 2008'de oranlar üç kez % 2,5 seviyesine düşürüldü. Ekim ayında, sabit oranlı tam tahsis rejiminin sabit oranlı ihaleleri yerine ihaleleri değiştirerek bankacılık sektörüne geniş bir likidite sağlama politikası getirildi. Bu dönemdeki uygulamalarda, bankacılık sektörünün bilançosundaki vade uyumsuzluğunu artıran gerginliklerin azaltılmasına yardımcı olmak için normalden çok daha uzun vadelerde likidite sağlandı. Ayrıca, kriz sırasında ortaya çıkan kısıtlıkları azaltmak için uygun teminat listesi genişletildi.

Kolaylaştırılmış likidite karşılığının faaliyetinin piyasaya doğrudan yansımaları, ECB bilanço büyüklüğündeki artış oldu. Hatta 2007 ve 2012 ortasına kadar, ECB'nin bilançosunun büyüklüğü ikiye katlandı. Bilanço büyümesi, finansal kurumların ECB likiditesine olan talebindeki artışa ve banka rezervlerinde ilerici ve büyük miktarda bir artışa neden oldu. Bu, ECB'nin 2010'dan beri cesaretle müdahale ettiği ve para politikası aktarımının aşırı piyasa baskısı nedeniyle ciddi şekilde bozulduğu ülkelerin devlet tahvili alımlarına müdahale ettiği SMP programının etkileriyle vurgulandı. Nitekim bankacılık sektöründeki finansman durumu 2012 ortalarında iyileşmeye başladıkça, ECB bilançosu herhangi bir olumsuz etki yaratmadan yavaş yavaş daralmaya başlamıştır.

Bazı iktisatçılar, ECB bilançosunun artan büyüklüğünden endişe duyuyorlardı. Enflasyon ve para büyümesi arasındaki uzun vadeli korelasyona dayanarak, ECB para tabanındaki büyük büyümeyi gelecekteki yüksek enflasyon risklerinin bir işareti olarak yorumladılar. Bu korkular açıkça üç şeyi göz ardı etti: ilk olarak, hiçbir enflasyon teorisi doğrudan merkez bankasının bilançosuyla ilişkili değil; ikincisi, parasal taban ile geniş parasal büyüklükler arasındaki ilişki dengesizdir ve aslında o dönemde parasal büyüklükler merkez bankası likiditesinin genişlemesine

cevap olarak artmamıştır; Üçüncüsü, kriz parasal büyüklükler ve enflasyon arasındaki potansiyel bir ilişkiyi tamamen bozan para talebine bir şok getirdiğini gösteriyor. Bu değerlendirme yaşanan gelişmeler ile doğrulanmıştır.

Bunun tersine, 2012 yılında başlayan ECB'nin bilanço büyüklüğündeki düşüş ve bunun ardından yaşanan durgunluk ve düşük enflasyon dönemine ilişkin olası bir bağlantı hakkında da endişeler dile getirildi. Bu görüş, iki politika faizinin 2011 yılının Nisan ve Temmuz aylarında arttığı % 1'den % 1,5'e yükseldiği yönündeki eleştirisi ile artıyor. Bu oran artışları, 2011 yılının ilk yarısındaki gelişmelere bağlı olarak, ekonomik büyümenin % 2'nin biraz üzerinde ve enflasyonun ikinci çeyrekte % 2,75'e ulaştığını göstermiştir.

Bu bağlamda, para politikasının uzun etkilerinin gecikmesi göz önüne alındığında, artış ve hızlı faiz oranlarındaki düşüşün hızlı bir şekilde artması, o dönemin durgunluk döneminde ECB'nin sorumlu olamayacağı açıktır. 2012/2013'teki durgunluk-tan gerçekten sorumlu olan, tüm üye devletlerin katıldığı koordineli mali konsolidasyondur. Avrupa Komisyonu tarafından yayınlanan bir çalışma makalesinde, kolektif mali konsolidasyonun, 2011-2013 döneminde bazal büyümeden kümülatif sapmalara neden olduğunu ve Almanya'da % 8'den Yunanistan'da % 18'e çıktığını tahmin etti. Başka bir bildiri, aynı dönemdeki Euro Bölgesi GSYİH için taban çizgisinden % 14 ila % 20 arasında bir kayıp sapması bulmaktadır.

Para politikası, ECB'nin 2011 yılı sonunda Aralık 2011 ve Şubat 2012'de 1 trilyon Avro tutarında üç yıl süren iki uzun vadeli refinansman işlemi başlatması durumunda bu duruma yardımcı olmaya devam etmiştir. Bu önlem ve iki oranlı artışın düzeltilmesi, 2012 durgunluğunun ciddiyetinin hafifletilmesine katkıda bulunmuştur. Kesin Para İşlemleri (OMT) programının 2012 yılında açıklanması, önemli bir makroekonomik belirsizlik kaynağı haline gelen riski ortadan kaldırarak ekonomik koşulların daha

da kötüye gitmesini önlemeye katkıda bulunmuştur. Program tüm finansal piyasalarda gerginlik kolaylığı sağladı; bu da yavaş ve ilerici bir şekilde yayılmanın normal seviyelere doğru geri dönüşüne eşlik etti. Toplamda, 2011'deki ikinci devlet tahvil alımları turu, 2011 sonunda sağlanan likidite ve OMT açıklamasının ardından ECB, Euro Bölgesi'nin akut varoluşsal krizine son verdi.

2013 yılında avro bölgesi toparlanmasında henüz bir iyileşme görülmedi. Çok düşük faiz oranlarına rağmen, yenilenen deflasyon riski, enflasyonun yüzde 2'nin altındaki seviyelere doğru kademeli olarak düşmesiyle ortaya çıkmıştır. Çıktı ve enflasyonun çakışması, yenilenen ekonomik zayıflığın negatif toplam talep şokundan kaynaklandığını göstermiştir. Buna karşılık, negatif talep şoku, 2010'dan bu yana maliye politikasının sıkılaştırılmasının gecikmiş sonucu ya da iki durgunluktan sonra muhtemelen zayıflamış ekonomik duyarlılığın sonucu olabilir (Stark; 2009). Temmuz 2013'te, ABD'deki "konik tantrum" nedeniyle artan tahvil getirilerinin artmasına bağlı olarak ECB, faiz oranlarını geçerli veya düşük seviyelerde tutmaya niyetli olduğunu belirten standart dışı ileri rehberlik politikasını çoktan uygulamaya koydu. "Uzun süre boyunca". Enflasyonun Ekim 2013'ten itibaren yavaşlamaya devam etmesi ve % 1'in altına düşmesiyle, Haziran 2014'te aşağıdakileri içeren kapsamlı bir genişleyici tedbir paketi (Stark; 2009) açıklanmıştır. Uygulamaya konan pakette;

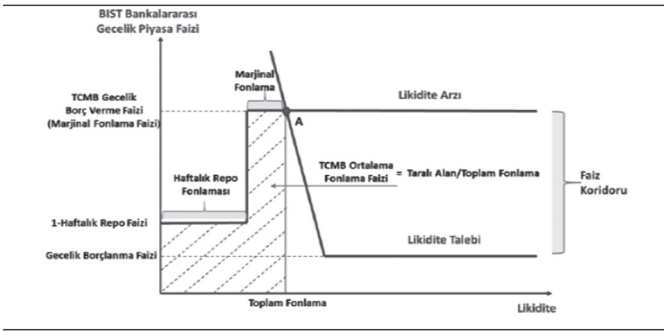
- Politika faizlerinde indirim,
- Negatif mevduat tesisi oranı,
- Varlık destekli menkul kıymetler (ABS),
- Teminatlı tahviller için iki varlık alım programı (CBPP),
- Uzun vadeli yeniden finansmanı hedeflediğimiz banka kredisi arz davranışına bağlı olarak, bankalara yeni krediler için daha uzun vadeli finansman sağlama imkânı işlemlere başlanmış,
- Ocak 2015'te, ise "Büyük Ölçekli Varlık Alım Programı", devlet tahvili alımlarını kapsayacak şekilde genişletildi.

Para politikası düzenlemesinin bir aracı olarak, Büyük Ölçekli Varlık Alım Programı özellikle işsiz olduktan sonra iş arayanlar için faydalı olan ekonomik aktivitedeki artışa neden olmuştur. Aynı zamanda, “Büyük Ölçekli Varlık Alım Programı” finansal varlıkların değerini arttırdı. Böylece bu varlıkların sahipleri için sermaye kazancı sağladı. Bu dağıtım etkilerinin göreceli gücü konusundaki anlayışımızı geliştirmek, merkez bankaları için de önemli bir önceliktir. ECB’de devam etmekte olan çalışma, İşsizlik’in “Büyük Ölçekli Varlık Alım Programı”yi uygulamaya koyduktan sonraki düşüşünün düşük gelirli hane halkları üzerinde orantısız derecede olumlu bir etkisi olduğunu göstermektedir. “Büyük Ölçekli Varlık Alım Programı”nin net genel etkisi bu nedenle gelir eşitsizliğini azaltmıştır. Ayrıca, ekonomik toparlanma ile ilgili konut fiyatlarındaki artışların bir sonucu olarak, servet dağılımı bakımından da aynı olumlu sonuç ortaya çıkmıştır.

2.3. Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası (TCMB) Politikaları

Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası (TCMB), 2008’den itibaren görülen küresel ekonomik krizin etkileriyle klasik politika araçları yanında faiz koridoru ve likidite yönetimi gibi araçlar aktif olarak kullanılmaya başlanmıştır. Böylece TCMB gelişen beklenen ve beklenmeyen değişikliklere karşı hızlı reaksiyon gelişimini sağlamıştır. FED ve ECB örneklerinde de görüldüğü gibi faiz koridoru ve fonlama politikanın 2010’un ikinci yarısından sonra ağırlığının arttığını görmekteyiz. Özellikle, kısa vadeli fonların frekansları yükseltildiği ve fonlama faizinden sapmalar görülmektedir. Küresel kriz döneminde; politika faizlerini düşürmüş, risk primi göstergeleri ve enflasyon hedeflemesinde uyumlu hedefler tutturulmuştur. Tüm bu gelişmeler piyasa faiz oranlarının kademeli düşülmesini sağlamıştır. Ayrıca alınan tedbirler nedeniyle bankalar arası piyasalarının etkin yürütülmesini sağlamıştır. Bu uygulamalara ilaveten kullanılan araç kümesinde çeşit-

lendirmeye gidilmiştir (TCMB; 2015). Uygulanan politikalardaki amacın fonksiyondaki farklılaşmanın enflasyon beklentilerini bozmasını engellemek için, enflasyona dair temkinli bir politika duruşu benimsemiş ve para politikasının sıkılaştırılması gerektiğini ifade etmiştir (Başçı ve Kara; 2011). Yapılan politika hamlelerinde ise Türkiye ekonomisinin geçmişte yaşadığı krizlere bakılarak ve iç dinamikler dikkate alınarak oluşturulduğu söylenebiliriz. (Kutlar ve Gündoğan; 2012).



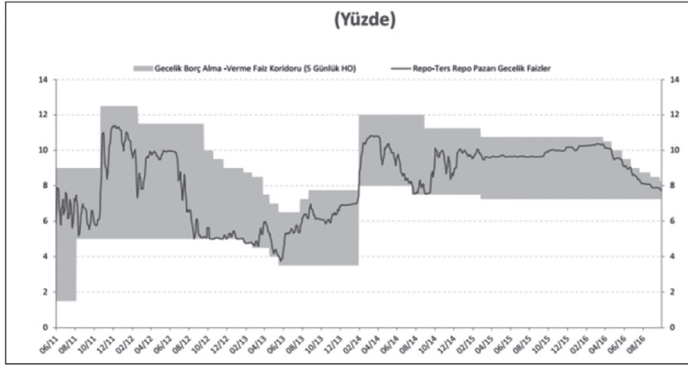
Grafik 5. TCMB'de Kısa Vadeli Faizin Belirlenmesi

Kaynak: Binici vd., 2016.

Grafik 5'te baktığımızda TCMB'nin net fon arz edici konumunda olduğunu görmekteyiz. Net fon talebi ise temelde bankacılık sisteminden kaynaklanmaktadır. (Binici vd., 2016). Faiz koridoru uygulaması ile üç farklı faizi yöneten TCMB, bu sistemle piyasadaki likiditeyi değiştirerek bankaların fonlama maliyetlerini etkilemektedir. Aynı zamanda söz konusu bu üç faiz, faiz koridorunun resmi parametreleri olarak da tanımlanabilirken, gecelik borç alma ve borç verme faizi arasındaki alan ise, "faiz koridoru" olarak adlandırılmaktadır. Bankalar arası para piyasası faizi ise, likidite arz ve talebinin kesiştiği denge (A) noktasında oluşmaktadır. TCMB fiyat (faiz) ve miktar kontrolü yoluyla arz eğrisini yatay veya dikey boyutta kaydırabilmektedir. Fonlama faizleri her ay Para Politikası Kurulu toplantısında güncellenerek

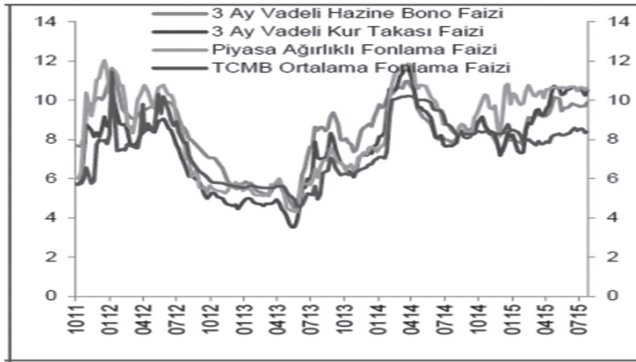
ilan edilmektedir. Miktar tarafında ise haftalık repo olanağı ile ne kadar fon sağlanacağı günlük frekansta miktar ihalesi ile belirlenmektedir (Binici vd.;2016).

Finansal kuruluşlar ayrıca BIST gecelik repo piyasaları ve kur takası piyasası ile borçlanma yoluna gidebilmektedir (Grafik 2).



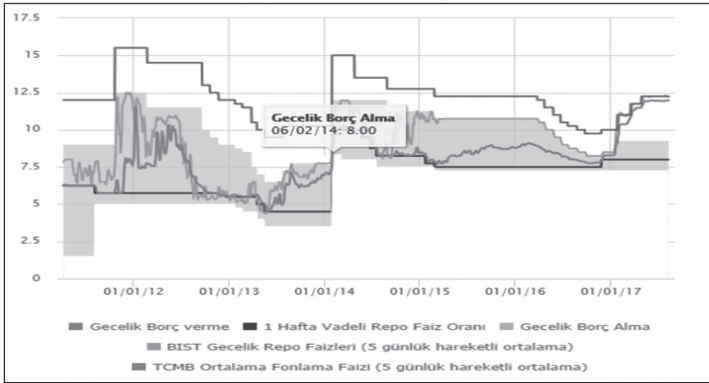
Grafik 6. BIST Repo-Ters Repo Gecelik Borçlanma Faiz Oranları
Kaynak: TCMB

Grafik.6 incelendiğinde bu faiz oranında 2014'ün başından itibaren bir rejimsel kırılmayla faiz oranının yükseldiği görülmektedir. %4-%6 seviyesinde seyreden faiz bandı bahsedilen tarihlere kadar %8-%12 bandına doğru değişmiştir.



Grafik 7. Piyasa Ağırlıklı Ortalama Fonlama Faizi
Kaynak: BIST, TCMB ve Bloomberg

Grafik.7’te de görüldüğü gibi 2014’ün başından itibaren fonlama faiz oranlarında rejim kırılması BIST repo ve ters Repo faiz oranlarındakini destekler nitelikte yaşanmaktadır. Tüm değişkenlerin TCMB’nin uyguladığı likidite politikalarından da etkilendiklerini söyleyebiliriz. Sonuç olarak TCMB tarafından uygulanan “faiz koridoru” uygulaması piyasa faizi ve politika faizi arasındaki uyumlaşmanın artması için kullanıldığı görülmektedir. Bu araç TCMB tarafından kullanılan aktif bir araç olmuştur. Ayarlana bilir koridor genişliği ile gelebilecek tüm sermaye değişikliklerine kısa ve uzun vade de cevap verebilmek ve kredi büyümesini sağlıklı yapmayı amaçlamıştır (TCMB, 2012).Bahsedilen “faiz koridoru”nun kullanımını Grafik.8’te görmekteyiz.



Grafik 8. TCMB Faiz Koridoru (2011-2017)

Kaynak: TCMB

Grafik 8’de görüldüğü üzere TCMB’si, faiz koridorunun alt ve üst limitlerini aktif olarak kullanmış, FED’in parasal genişlemesinin ardından sermaye akımlarındaki artış nedeniyle alt limiti düşürmüş ve kısa dönemli sermaye girişlerini azaltmak için koridoru genişletmiştir (Çevik;2016). Küresel kriz sonrası risk iştahının ve kısa vadeli sermaye akımlarının yüksek orandaki hareketliliğinin artışı ve finansal istikrara yönelik farkındalığın artması bir anlamda TCMB’yi olduğu kadar, diğer dünya merkez bankalarını

da alternatif politika arayışlarına ve faiz koridoru uygulamasına yönlendirmiştir (TCMB;2012).

3. TÜRKİYE'NİN ÖDEMELER BİLANÇOSU BİLEŞENLERİ

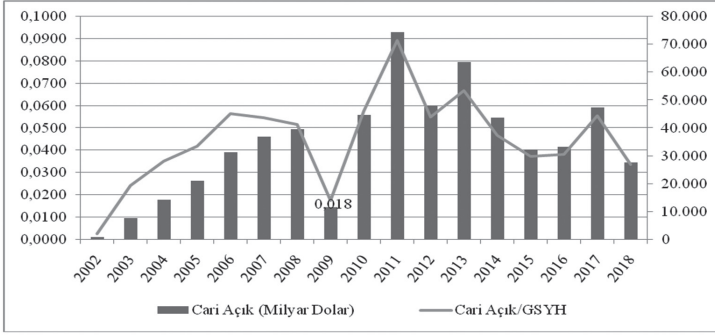
Türkiye'de Amerikan Doları (USD)/Türk Lirası (TL) kurunun seyri birçok makroekonomik parametre ile yakından ilişkilidir. Enflasyon, faiz ve dış ticaret bu parametrelerin başlıcalarıdır. Ocak 2003-Ocak 2019 dönemine ilişkin USD/TL kurunun seyri Grafik 9'da verilmektedir. Küresel kriz sonrası FED'in genişlemeci politikaları sonucu yatay bir seyir izleyen kur, krizin etkilerinin geçmeye başladığı 22 Mayıs 2013 günü FED Başkanı Bernanke'nin tahvil alım programının sonlandırılacağına ilişkin açıklamasıyla birlikte neredeyse lineer bir yükseliş trendine girmiştir. Anılan tarihte yaklaşık 2.00 seviyelerinde olan USD/TL 13 Ağustos 2018'de ABD ve Türkiye arasında yaşanan siyasi gerilimlerin de etkisiyle 7.23 tarihi zirve seviyesini görmüştür. 5 yıllık bir süre zarfında 4 kata yakın değer kaybeden Türk Lirası, bu volatil seyri ile öngörülemez bir hareket sergilemektedir. TL'deki bu öngörülemez seyir, çok önemli makro iktisadi parametreler üzerinde dolaylı olarak olumsuz etkiler oluşturmaktadır.



Grafik 9. USD/TL Kuru*

* Veriler haftalık ortalamaları içermektedir.

Kaynak: TCMB



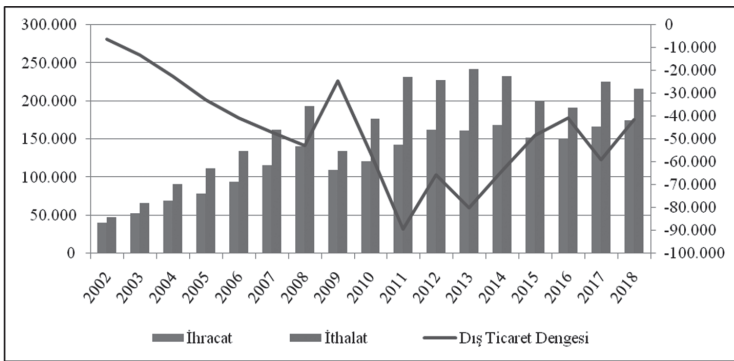
Grafik 10. Cari Açık ve GSYH'ya Oranı*

Kaynak: TCMB

İhracat için çalışan reel sektör kuruluşlarının çoğu (gıda ve bazı tekstil grubu dışındakiler), ithal girdi ile çalışmaktadırlar. Kurda yaşanan dalgalanmalar bu kuruluşların maliyetlerini de olumsuz etkilemekte ve uluslararası piyasalarda rekabet avantajlarını ortadan kaldırmaktadır. Bu durum Türkiye'nin ihracatını ve dolayısıyla da cari açığın finansmanını olumsuz etkilemektedir. Türkiye'de cari açık ve GSYH'ya oranı Grafik 10'da görülmektedir. Görüldüğü üzere, 2000 Kasım ve 2001 Şubat döneminde neredeyse sıfırlanan iktisadi faaliyet nedeniyle cari açık da sıfıra yakın bir seviyededir. Bu dönemin ardından yaşanan siyasi istikrar sürecinin de etkisiyle iktisadi faaliyette yaşanan toparlanma, cari açığı da, GSYH'ya oranını da artırmıştır. 2008 krizinin etkilerinin çok net görüldüğü 2009 yılında yine Türkiye'nin ticaret partnerlerindeki daralma nedeniyle cari açığa da gözle görülür bir daralma yaşanmıştır. 2006 yılında %5.6 seviyesinde bulunan cari açığın GSYH'ya oranı, 2009 yılında %1.8'e kadar gerilemiştir. 2011 yılına gelindiğinde yaşanan hızlı toparlanma ile Türkiye ilk çeyrekte dünyanın en hızlı büyüyen ekonomisi olmuştur. Bu büyümenin bedeli de %8.9'luk cari açık/GSYH oranı olmuştur. İthal girdi ile beslenen ihracat ve kurun düşük seyrettiği dönemlerde yaşanan ithalat patlaması Türkiye'nin cari açığını da artırmıştır.

Nitekim burada önemli olan cari açığın boyutundan ziyade, finanse edilebilirliğidir. Genel olarak, Türkiye’de sürdürülebilir cari açığın GSYH’ya oranı %5 seviyesinde kabul görmektedir. Bu seviyenin üzerinde bir cari açık oranı Türkiye’nin dış finansman ihtiyacını normalin ötesine taşımakta ve başka makroekonomik sıkıntılara neden olmaktadır.

Grafik 11’de Türkiye’nin 2002-2018 dönemindeki ithalat, ihracat ve dış ticaret dengesi görülmektedir. Buna göre, USD/TL kurunun nispeten yüksek seyrettiği dönemlerde ihracatın artış hızı, ithalatın artış hızından hep daha yüksek olmuştur. Bir diğer ifade ile yüksek kur ihracatı teşvik etmenin ötesinde ithalatı frenleyerek cari açığı olumlu etkilemiştir. Bu, Türkiye ekonomisinin önemli bir gerçeğidir. Türkiye ekonomisi 2011 yılında yaşadığı %11’lik büyümeyi 231.5 milyar dolarlık ithalat ve 142.3 milyar dolarlık ihracat ile verdiği 89.1 milyar dolarlık dış ticaret açığı ile elde etmiştir. Nitekim bu dönemde kur 1.50-1.80 bandında seyretmiştir. Açıkça görülmüştür ki, aşırı değerli TL ithalatı patlatmıştır. USD/TL kurunun tarihi zirveyi gördüğü 2018 yılında ise, ithalat azalmış ve ihracat rekorları kırılmıştır. 41 milyar dolarlık dış ticaret açığı ile 174 milyar dolarlık ihracat gerçekleştirilmiştir.

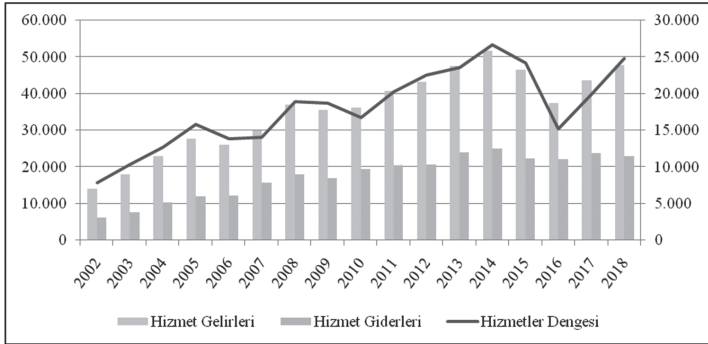


Grafik 11. Dış Ticaret Dengesi

Kaynak: TCMB

Türkiye’de kur artışının ihracatın cazibesini artırmanın ötesinde, ithalatı pahalılaştırarak cari dengeyi olumlu etkilediği söylenebilir.

Türkiye’de hizmetler dengesinin gelişimi Grafik 12’de verilmektedir. Görüldüğü üzere, 2016 yılında sert bir düşüş dikkati çekmektedir. 2014 yılında hizmet gelirleri 51.7 milyar dolar ile rekor kırmış, aynı yıl hizmetler dengesi 26.7 milyar dolar fazla vermiştir. 2016 yılına gelindiğinde ise, hizmet gelirleri 37.3 milyar dolara gerilemiştir. Bu sert düşüşün arkasında Türkiye’nin güney sınırındaki jeopolitik risklerin tavan yapması ve 15 Temmuz hain darbe teşebbüsünün gerçekleşmesi yatmaktadır. Son olarak 2018 yılında 47.8 milyar dolar hizmet geliri elde edilmiş ve hizmetler hesabı 24.7 milyar dolar fazla vermiştir.

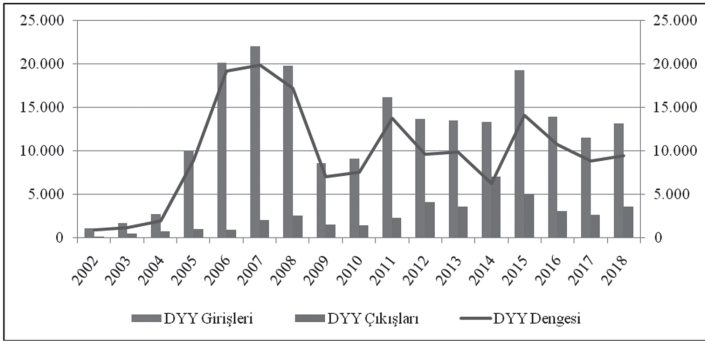


Grafik 12. Hizmetler Dengesi

Kaynak: TCMB

Türkiye’de doğrudan yabancı yatırım dengesinin seyrinin görüldüğü Grafik 13’de 2001 bankacılık krizi sonrası dönemde neredeyse hiç doğrudan yabancı yatırımın girmediği görülmektedir. Bu gösterge, Türkiye’ye olan yatırımcı güveninin de bir göstergesidir. 2007 yılında 22 milyar dolar doğrudan yabancı yatırım girişinin yaşandığı Türkiye’de bir daha bu tutarda bir giriş yaşanmamıştır. Ardından küresel kriz patlamış ve tüm dünyada

bir talep daralması ve durgunluk süreci yaşanmıştır. 2015 yılına gelindiğinde Türkiye yeniden yatırımcı güvenini kazanmış ve 19.2 milyar dolar doğrudan yabancı yatırım çekmeyi başarmıştır. Ancak, 2016 yılında yaşanan hain darbe girişimi nedeniyle süreç tersine dönmüştür. Son olarak 2018 yılına gelindiğinde ise, 9.5 milyar dolar net varlık oluşumu söz konusu olmuştur.



Grafik 13. Doğrudan Yabancı Yatırım Dengesi
Kaynak: TCMB

Grafik 14'de Türkiye'nin ödemeler bilançosu açısından son yıllarda önemi giderek artan net hata noksan hesabının gelişimi görülmektedir. 2002 yılında hesapta neredeyse hiç hareket yaşanmadığı görülmektedir. Ancak, 2015, 2016 ve 2018 yıllarına dikkatle bakıldığında, sırasıyla; 9.5 – 11.1 ve 21.1 milyar dolar kaynağı belirsiz para girişinin olduğu görülmektedir. Özellikle 2018 yılında USD/TL kurunun 7.23 ile tarihi zirveyi gördüğü dönemde yaşanan 21.1 milyar dolarlık net hata noksan hesabı ödemeler bilançosunun 10.3 milyar dolar fazla vermesini sağlamıştır.



Grafik 14. Sermaye ve Finans Hesabı - Net Hata Noksan - Ödemeler Bilançosu Dengesi
Kaynak: TCMB

Tablo 1’de Türkiye’nin dış ticaret partnerleri ile olan ilişkisi görülmektedir. Tablonun sol kısmında, Türkiye’nin en çok ihracat yaptığı ilk 5 ülke ve toplam ihracat hacmindeki payları, sağ kısmında ise, Türkiye’nin en çok ithalat yaptığı ilk 5 ülke ve ithalat hacmindeki payları yer almaktadır. 2018 yılında Türkiye’nin toplam 168 milyar dolarlık ihracatında % 9.6’lık paya sahip olan Almanya lider konumundadır. Almanya’yı % 6.6. ile Birleşik Krallık, % 5.7 ile İtalya, % 5 ile Irak ve % 4.9 ile ABD takip etmektedir. İthalat bacağına ise, 2018 yılında 223 milyar dolara ulaşılmıştır. Rusya % 9.9’luk pay ile en büyük ithalat partnerimiz olurken, Rusya’yı % 9.3 ile Çin, %9.1 ile Almanya, % 5.5. ile ABD ve % 4.6 ile İtalya takip etmiştir. Genel olarak, Türkiye ihracatının % 30’unu; ithalatının ise % 40’ını ilk 5 ülke ile gerçekleştirmektedir. Almanya ise, Türkiye’nin en önemli ticaret partneridir.

Tablo 1. Türkiye'nin Dış Ticaret Partnerleri (İlk 5) ve Ticaret Hacmi*					
Ülkeler	İhracat	(%Pay)	Ülkeler	İthalat	(%Pay)
Almanya	16.144.215	9.6	Rusya Federasyonu	21.989.571	9.9
Birleşik Krallık	11.113.291	6.6	Çin	20.719.070	9.3
İtalya	9.566.346	5.7	Almanya	20.407.162	9.1
Irak	8.350.702	5.0	ABD	12.377.679	5.5
ABD	8.306.431	4.9	İtalya	10.154.449	4.6
Toplam	168.023.391	-	Toplam	223.039.038	-

* bin ABD Doları

Kaynak: TÜİK

Tablo 2'de Türkiye'nin seçilmiş ülke ve ülke grupları ile dış ticareti yer almaktadır. Görüldüğü üzere, Türkiye'nin 2018 yılında 55 milyar dolar dış ticaret açığı bulunmaktadır. Bu açığın yaklaşık % 34'ü Rusya ve % 33'ü de Çin'den kaynaklanmaktadır.

Tablo 2. Seçilmiş Ülke ve Ülke Grupları ile Türkiye'nin Dış Ticaret Dengesi		
Ülkeler/Ülke Grupları	Denge*	(% Pay)
Rusya	-18.587.954	-33.79
Çin	-17.803.939	-32.36
Almanya	-4.262.948	-7.75
ABD	-4.071.248	-7.40
İtalya	-588.104	-1.07
AB (28)	3.210.963	+5.84
Toplam	-55.015.647	-

* bin ABD Doları

Kaynak: TÜİK verilerinden yararlanılarak yazarlar tarafından hesaplanmıştır.

4. SONUÇ

ABD konut piyasasında ortaya çıkan 2008 küresel krizinin bu alanda etkili kaldığını söylemek yaşanan gerçeklerle bağdaşmaktadır. Ülkelerin önemli sektörlerinden biri olan inşaat sektöründeki bu daralma finans alanını etkileyerek yaratılan para rezervlerini, istihdam politikalarını, harcama alışkanlıklarını da kapsayan bir dizi domino etkisine sahiptir. Bölümün içinde geniş olarak ele aldığımız ABD ve AB örneklerinden yaşanan daralmayı aşmak için Merkez Bankaları'nın para yaratma sürecini hızlandırdığını buna bağlı olarak dünyada dolaşan küresel sermayenin hacimsel değişimlerinin artışının katlar oranında değiştiğini göstermiştir. İki örnek ülkede yapılan hamlenin ana amacının ülke içi ekonomik çarklarının durdurulmaması ve olası bir resesyon korkusuyla oluştuğu aşıkardır. Bu bağlamda, politikaların gelişmekte olan ekonomilere etkisine baktığımızda ise, yaşanan parasal bollaşma ilk senelerde ülkelerde ani ve keskin bir rahatlama yaşatmıştır. Durumu Türkiye ekonomisi açısından ele aldığımızda, ödemeler bilançosunda (özellikle net hata noksan kaleminde) oluşan etki çok net görülmektedir. Ancak, 2014'lerin sonlarına doğru başlayan bu bol sermayenin ülkelerce (ABD ve AB tarafından) geri çağrılmaya başlaması, diğer gelişmekte olan ülkelerde (Rusya, Brezilya, Güney Afrika, Arjantin vb.) olduğu gibi Türkiye ekonomisinin de zorlanmasına sebep olmuştur.

Unutulmamalıdır ki, 2008 küresel ekonomik krizde yaşanan parasal genişleme, 1929 Büyük Buhran'ından sonra yaşanan parasal genişlemeden çok daha büyük olmuştur. Yüzyıllar içinde sayısı giderek artan ekonomik ve finansal krizler, ülke ekonomileri için başlıca tehdit olmaya devam etmektedir.

Türkiye'nin gelecek dönemlerde yaşanacak bu çalkantılardan korunması ve dış ticaret açığını dengeye ulaştırması için politika önerilerimizi şu şekilde sıralayabiliriz:

- Yüksek katma değerli ürün üretimini teşvik etmek ve üreticiye bu noktada danışmanlık yapmak,
- Üretimde dışa bağımlılığın önüne geçmek ve yerli girdi kullanımını teşvik etmek,
- Enerjide dışa bağımlılığı yerli üretimle tesis edilmiş yenilenebilir enerji kaynakları ile ikame etmek,
- Tarım ve hayvancılık alanında tüm ithalatı kısa dönemli kazanımlarını göz ardı ederek sıfırlamak ve hızla yerli üretimi şaha kaldıracak eylemlerde bulunmak,
- Sağlık alanında ilaç başta olmak üzere her türlü makine - teçhizat ve tıbbi ürünün yerli üretimini gerçekleştirmek,
- Türkiye’de üretimi mümkün olan ve sırf ucuz olduğu için ithalatı yapılan ürünlerin, Türkiye’nin taraf olduğu uluslararası anlaşmaları da çiğnemenin, cazibesini ortadan kaldırmak,
- Kurumlarında ve ekonomik sistemde yapısal eksiklerin tamamlaması,
- Uzun soluklu eğitim politikası destekli yetişmiş insan gücünün daha verimli alanlara kanalize edilmesi.
- “Üretim” odaklı bir dönüşümün dünya ticaretine entegrasyonu ile uzun dönemdir beklenen Schumpeterci sıçrama ivmesi yakalamasının elzem olduğu açıktır.

Eğer ki dünyadaki küresel sermaye odaklı planlarla ekonomi yönetimi devam ettirilmeye çalışılırsa “Kapitalist Sömürü”nün ayaklarından olan ekonomik bağımlılık şiddetlenecek ve ekonomik büyümenin sürdürülebilirliği noktasında ciddi sorunlar ortaya çıkacaktır.

KAYNAKÇA

- Başçı, E. ve Kara, H. (2011). “Finansal İstikrar ve Para Politikası”, İktisat İşletme Finans, 27,(315).
- Binici, M., B., Kara, H. ve Özlü, P. (2016). “Faiz Koridoru ve Banka Faizleri: Parasal Aktarım Mekanizmasına Dair Bazı Bulgular”, TCMB Çalışma Tebliği No: 16/8, Mart, Ankara.
- Çevik, F. (2016). “Sermaye Akımı Oynaklığı ve Kredi Büyümesinde Yeni Para Politikasının Önemi”, Elektronik Sosyal Bilimler Dergisi, Bahar, Cilt: 15, Sayı: 57.
- Kutlar, A. ve Gündoğan, H. (2012). “Türkiye’de 2008 Finansal Kriz Sürecinde Para Politikası ve Enflasyon Hedeflemesi”, Türkiye Ekonomi Kurumu-Uluslararası Ekonomi Konferansı, 1-3 Kasım 2012, İzmir.
- Stark, Jürgen (2009). “Monetary Policy Before, During And After The Financial Crisis”, Speech of University Tübingen.
- TCMB.(2010). “Finansal İstikrar Raporu”, TCMB Yayınları, Ankara.
- TCMB.(2012). “2013 Yılı Para ve Kur Politikası”, TCMB Yayınları, Ankara, 25 Aralık.
- TCMB.(2013). “2014 Yılı Para ve Kur Politikası”, TCMB Yayınları, Ankara.
- TCMB.(2015). “Türkiye’de Finansal İstikrar Gelişmeleri”, TCMB Finansal İstikrar Raporu,Ankara.

Veri Kaynakları

- BİST, <https://www.borsaistanbul.com>
- Bloomberg, <https://www.bloomberg.com>
- FED, <https://www.federalreserve.gov>
- FRED, <https://fred.stlouisfed.org/>
- TCMB, <https://evds2.tcmb.gov.tr>
- TÜİK, tuik.gov.tr/Start.do