

MERKEZ BANKASI PARA POLİTİKASI OPERASYONEL HEDEF DEĞİŞKEN SEÇİMİ: 2008 KRİZİ DÖNEMİ ÖRNEK BİR ANALİZ

Öğr.Gör.Dr. Özgür MANAP*

Özet

Merkez bankaları aktarım mekanizması yoluyla makroekonomik değişkenleri besleyerek arzu edilen düzeyde refah artışına katkıda bulunmayı amaçlar. Fiyat istikrarı nihai hedef değişkeni ile bu amaca ulaşmaya çalışır. Bu bağlamda ilgili “nihai hedef değişkeni” kontrol etme adına “ara hedef değişkenleri”, etkin bir “operasyonel hedef değişkeni” yardımıyla denetim altına almayı bir ara amaç olarak belirlemektedir. Ekonomik unsurların ve uygulanan politikaların daha gözle görünür olduğu kriz dönemleri, bu uygulamaları gözlemlemek açısından bir fırsat oluşturmaktadır. 2008 Global Finansal Ekonomik Krizi neticesinde domino etkisiyle sarsıntıya maruz kalan Türkiye'nin makro ekonomik dengelerinin içinde bulunduğu olumsuz durumu bertaraf etme çabası içindeki TCMB ilgili süreçte operasyonel hedef değişkenlerle etkili olmuştur. Bu etki olumlu, fakat kalıcı olmamıştır.

Anahtar Kelimeler: Para Politikası, Merkez Bankası, TCMB, Hedef Değişkenler, Operasyonel Hedef, Enflasyon, İşsizlik

CENTRAL BANK'S OPERATIONAL TARGET VARIABLE SELECTION IN MONETARY POLICY: A SAMPLE ANALYSIS OF THE 2008 CRISIS PERIOD

Abstract

Central banks aim to contribute to the increase in welfare at the desired level by feeding macroeconomic variables through the transmission mechanism. They try to reach this goal through price stability which is the ultimate target variable. In this context "intervening target variables" are used as a mediator goal to be able to control the “relevant target variable” through "operational target variable". Crisis periods in which economic elements and applied policies are more visible are an opportunity to observe these practices. Central Bank of the Republic of Turkey (CBRT) had an effort to counter the negative macroeconomic situation which was the turmoil of 2008 The Global Financial Crisis's domino effect by using operational target variables. This effect was positive, but it was not permanent.

Keywords: Monetary Policy, Central Bank, CBRT, Target Variables, Operational Goal, Inflation, Unemployment,

* Çanakkale Onsekiz Mart Üniversitesi , e-mail: ozgurmanap@comu.edu.tr

GİRİŞ

Finansal sistemin işleyişi, reel ekonominin işleyişiyle yaşamsal bir ilişki içindedir. Bu karşılıklı etkileşimde para, faiz ve bankacılık sistemi anahtar unsurları oluşturmaktadır. Böylece bankaların bankası görevindeki merkez bankası ; elindeki politika enstrümanları kullanarak; enflasyon işsizlik ve ekonomik büyüme gibi temel reel değişkenler üzerinde etki alanı oluşturup arz etiği kontrolü sağlamak istemektedir. Nihai hedef fiyat istikrarıdır. Bunun çerçevesi hem teorik hem pratik hem de yasal zeminde önceden belirlenmiştir. Bu doğrultuda bu çalışma Türkiye'nin merkez bankası olan, TCMB'nin ilgili nihai hedefe yönelik olarak hangi tip ara hedef değişkenler üzerinde yoğunlaştığı öncelikli olarak araştırma konusu olmuştur.

İkinci adımda TCMB'nin seçmiş olduğu ara hedef politika değişkenlerinin , operasyonel yönü güçlü olan enstrümanların nelerden oluşturduğunun belirlenmesi gerçekleşecektir. Böylece ara ve operasyonel ara ve ikinci politika değişkenlerinden nihai hedef fiyat istikrarına giden yolda bazı temel makro ekonomik değişkenlerin nasıl bir trend izlediğini gözlemlemektedir.

2008 Global Finansal Krizinin seçildiği zaman segmentinde, TCMB'nin temel aldığı operasyonel değişkenin yine temel olan enflasyon ve imalat sanayi üzerinde reel etkilerinin grafiksel olarak analizi üçüncü adımları oluşturacaktır.

Değerlendirme ve Sonuç kısmında görülen ve görülme olasılığı olan etkiler değerlendirilecektir. Bu değerlendirme ile çalışmanın temeli olarak amaç edindiği gibi TCMB'nin operasyon el hedef değişken stratejisinin etki düzeyi görülebilecektir.

1. Merkez Bankası Para Politikası Stratejilerinin Temel Prensipleri

Modern kapitalist ekonomilerinin para düzenleme (arz, likidite, emisyon, faiz, v.b.) fonksiyonuna sahip elzem kurumları olan merkez bankaları kendi politikalarını uygulamaktadırlar. Buna göre bu politikalar para politikalarıdır; ve iki ana strateji üzerine kurgulanmıştır: Ara hedefleme stratejisi ve enflasyon hedefleme stratejisi. Bu stratejiler makul makro ekonomik düzeye erişme yolunda ve veya sürecinde, finansal sistemin kendi içsel dinamiklerine etki ederek, aktarım mekanizması kanalıyla amacına ulaşma çabası içindedir. Sürecin iki ana strateji üzerinde kurgulanmasının temel sebebi de bahsi geçen aktarım mekanizması olgusunun çok net uçları olmayan değişken sonuçlar verebilen bir başka ifadeyle karmaşık bir yapı içerisinde olmasıdır. Bu olumsuz durumu optimal düzeyde

iyileştirmek ve sonuca gitmek adına hedef çeşitlendirmesi yapılmaktadır. Bu adı geçen hedef çeşitleriyle, kullanılacak araçlar ile etki edilmesi düşünülen temel makroekonomik değişkenler ilişkisi sağlanmaktadır. Özetle enflasyon-reel milli gelir etkileşimi kullanılmaktadır. En sondan geriye doğru bir süreç işletecek olsaydık; önce refah artışı sonra, istihdam, büyüme, talep artışı, enflasyonun azalması sürecini başlatacak bir para organizasyonu gerekecektir. İşte bu noktada görev üstlenmiş olan kamusal kurum merkez bankası devreye girerek öncü parasal mekanizmayı işletmektedir.

Yukarıda ifade ettiğimiz öncü parasal mekanizmanın işlevsel olduğu süreç şu şekilde işlemektedir: İlk olarak, nihai hedef parasal değişken belirlenerek bu değişkeni de en fazla etkileyecek değişken de ara hedef parasal değişken olarak seçilir. Sonrasında bu ara hedef değişkene nihai hedef değişkenmişçesine uygulanması gereken en uygun para politikası aracı arayışına geçilir. Bu sürecin temel parametreleri aşağıda açıklamıştır.

2. Doğru Nihai Hedefin Belirlenmesi

Nihai hedef seçimi, ulaşılmak istenen noktayı seçmekle aynı anlama gelmektedir. Bu bağlamda para otoritesi hangi seçenek üzerinde durmalıdır? Bunu belirlerken ülkenin sahip olduğu yapısal özelliklerden başlayarak, finansal sistemin işlerliği ve bankacılık risk analizlerinin optimalitesi (Manap, 2018, s.432), küresel finansal sistemin konjonktürü ile birlikte kırılma düzeyleri sadece birkaçını oluşturan temel parametreler olmaktadır. Bunlardan başka etki alanı oluşturulacak bu son hedef değişkenin hem en önemli hem de en çok kontrol edilebilecek özellikler ihtiva etmesi elzem öneme sahiptir.

Nihai hedef belirlenirken, özgün fikir ve hareketlerin olabildiğince hızlı ve etkili bir biçimde hem teknik hem de ticari bağlamda uygulamaya konulması, hem ekonomik büyümeyi sağlayacak hem de rekabet gücünü artırarak istihdam yapısına katkıda bulunacaktır (Büyük ve Gümüştakin, 2017, s. 12). Merkez bankaları, önceleri veya bir başka ifadeyle farklı zamanlar içerisinde reel milli gelir, istihdam ve gelir dağılımına ilişkin iyileştirme amacına ilişkin bir nihai hedef belirlemişlerdir; ancak gerek kapitalist sistemin temel sistematiği gerekse tüm modern bilimsel göstergeler ve ölçümler çok büyük bir kesinlikte ortaya koymuştur ki en optimal nihai hedef “fiyat istikrarı ve bunun korunması”dır. Çünkü fiyat istikrarı ancak stabil ve arzu edilen düzeyde bir fiyatlar genel seviyesinin oluşmasıyla mümkündür. Fiyat değişkeni makro düzeyde hem etken hem de edilgen yapıyla dual bir sistematiğe sahiptir; öyle ki makroekonomik gidişatın etkin parametresi talep artışı veya diğer etkin parametresi maliyet artışı, fiyatlar genel seviyesini artırıp, refah kaybına yol açacaktır. Bu arzu edilen bir

durum değildir. Tersine durumda da durgunluğa yani bir başka şekilde refah kaybına yol açacaktır. Bu durumda denge sınırlarının belirlenip o aralıkta tutma çabasında bir politika kombinasyonu geliştirilmesi gerekliliği doğmaktadır. İşte tam bu noktada merkez bankası sahip olduğu bilimsel altyapı gelişmişlik ve kurumsal güç ve içinde bulunduğu ülkenin siyasi-ekonomik görünümü gibi temel özellikler ölçüsünde doğru ve etkin bir uygulama içerisine girebilecektir.

2.1. Ana Hedef Stratejisi Bağlamında Doğrudan Enflasyon Hedeflemesi Stratejisi

Finansal sistem ve bu sisteme bağlı olan en önemli unsuru bankaların ekonomik dinamiklerin öncü gücü olduğu muhakkaktır. Böylece bu sistemin ekonomik ilişki ve aktörlerinin tümünü buluşturan ve etkileşim haline sokan bir özelliği vardır. Bu özelliği ile sosyal hayatında önemli bir mekanizması haline gelmektedir. Tüm bunların akabinde ekonominin aktörleri bu sistemi güvenilir biçimde işlev görmesini isterler (Gül, 2017, s162). Bu bağlamda doğrudan enflasyon hedefi stratejisinde başarıya gitme yolunda önemli adımlardan biri kamuoyu ile paylaşımın yapılmasıdır. Böylece bir algı yaratma çabası içerisinde olan merkez bankası belirli bir dönemi kapsayan başka bir ifadeyle dikkatli bir analiz sonrasında uygun olduğu kanısına varılan bir zaman aralığı için bir enflasyon düzeyini etkin vasıtalar aracılığıyla kamuoyuyla paylaşır. Böylesi bir duyuru yapılmasının amacı kamuoyunda bir beklenti yaratılarak hedefe ulaşmada çok önemli bir adım olan bekleyişlerin de bu yönde gelişmesi sağlanmış olur.

Doğrudan enflasyon hedeflemesi stratejisinde amaca ulaşmak adına, para otoritesinin hükümetin de yardımına ihtiyacı vardır. Her ne kadar varoluş özellikleri itibariyle bağımsız bir yapıya sahip olan ve veya olması gereken merkez bankaları hükümetle bir enflasyon düzeyi üzerinde uzlaşıp ilgili mekanizmaları bu doğrultuda harekete geçirmeleri gerekmektedir. Bu uygulamanın yani doğrudan enflasyon hedeflemesinin diğer uygulamalardan bir farkı da bu stratejiye ilişkin tüm detayların kamuoyuyla paylaşılmasıdır. Bunu yaparken de sorumluluk alması ve kendi önceden belirlemiş olduğu zamanlarda meydana gelen durumlarla ilgili rapor vererek eğer başarısız olursa nedenlerini açıklayarak strateji üzerinde gerekirse revizyonlar yapmasıdır. Bu eylemlerle amaç, şeffaf olmak ve güvenilirliğini artırmaktır; zaten bu strateji için bunun sağlanması elzemdir.

Stratejinin uygulanma aşamasının ekonominin durumu, dünya konjonktürü ve enflasyonun marjı dikkate alınarak uygun bir ara değişken stratejisi uygulanır; yani bu strateji enflasyon

hedefi belirtilirken hangi ara hedef stratejinin uygulanacağı konusunda bilgi verilmez. Şartlara göre belirlenir. Başarılı olma şartları: (TCMB)

-Sağlam, yerleşmiş, kırılğan olmayan bir finansal piyasa ile sürdürülebilir bir borçlanma yapısına sahip bir hazinenin olması gerekir.

-Para otoritesinin kullandığı para politikası enstrümanlarının enflasyona nüfuz edebilme özelliği olmalıdır.

-Ekonominin maruz kalabileceği dışsal (küresel) şokların ardından meydana gelecek sert bir kur volalitesi (şoksal) karşısında -dalgalı kur sistemiyle işleyen bir yapıda- para otoritesinin enflasyona dönük hedefi bir anda kontrolden çıkıp heba olabilir. Bu çok yüksek bir ihtimaldir. Böyle bir durumun oluşmaması veya etkisinin sınırlı kalabilmesi için döviz kurları ile enflasyon bağının zayıf olması gerekmektedir.

-Enflasyonun en önemli özelliklerinden biri de kendi kendini besleyebilmesidir. Kolaylıkla anlaşılabilceği gibi geçmişte yaşanan enflasyon tecrübeleri ekonomik birimlerin davranışlarını gerek fiyatlama gerekse ücretlendirme konusunda baskılar. Böylece enflasyon daha oluşmadan yaratılmış olur. Merkez bankasının bu döngüyü kırması gerekir. Bu da sağlam bir güven tesisiyle olur.

-Merkez bankasının karşılaştığı tek zorluk parasal piyasalardan kaynaklanmaz; reel ekonominin yapısı da başka bir meseledir. Yani reel ekonominin yapısı rekabetçi bir başka ifadeyle serbest piyasa koşullarına uygun bir yapıda olmalıdır. Aksi takdirde, rekabetçi olmayan bir piyasada -her ne kadar para otoritesi politika faaliyetinde olsa da- fiyatlama mekanizması da aksak işleyeceğinden başarı olasılığı azalır.

Şeklinde sıralanabilir.

3. Nihai Hedefe Götürecek Hedef: Ara Hedef Stratejisi

Merkez bankaları yukarıda ana hatlarıyla açıklamaya çalıştığımız süreçleri oluştururken, nihai hedef olarak belirlenmiş olan fiyat istikrarı ile doğrudan ilintili olan fiyatsal genel seviyesi yani enflasyon oranlarını doğrudan “el yordamıyla” belirlemeleri veya etkilemeleri söz konusu değildir. Bir benzetme yaparsak, oda sıcaklığını ayarlamak ancak bir ısıtma soğutma sistemini devreye sokarak mümkündür. Burada ülke ekonomisini bir odaya benzetirsek enflasyon oda sıcaklığı olacaktır. Böylece merkez bankası oda sıcaklığını makul seviyede tutacak bir dizi ısıtma sistemi ayarlarını gerçekleştirecektir. İşte bu noktada merkez bankası en etkili, ekonomik, sürekli etkin, bir sistemi devreye sokma çabası içinde olacaktır.

Kontrol edilebilirliği yüksek ve kolay bir uygulanma özelliği göstermesinin yanı sıra nihai hedef olan fiyat istikrarının sağlanmasında en etkili yöntem nedir? Sorusunun cevabı optimal bir ara hedef değişkeni stratejisinin de tanımı olacaktır. Yukarıda ifade ettiğimiz sıcaklık ayarlama görevi ara hedef değişkenler tarafından yerine getirilmektedir. Başka bir ifadeyle enflasyonu ara hedef değişkenler belirler. Bu noktada merkez bankası kendi akışına bırakmadan bir mühendislik faaliyeti yürüterek arzulanan seviyede seyreden değişkenler oluşturmaya çalışır.

Merkez bankası ara hedef değişkenini belirleyip harekete geçirmeden önce finansal sistemden, reel sisteme transformasyonun sağlanmasında bir dönüştürücü özelliğine sahip “aktarım mekanizması”nı doğru analiz edip, bu mekanizmanın işini kolaylaştıracak bir seçim yapmak zorundadır. Daha sade bir anlatımla merkez bankası enflasyona etki edecek en iyi ara hedef değişkeni seçmelidir. Tüm buraya kadar sözü edilen ara hedef değişkenler; “para arzı, döviz kuru, merkez bankası bilançosu büyüklükleri”dir. Yine sözünü ettiğimiz merkez bankası tarafından bu değişkenleri belirlerken dikkat edilmesi gereken parametreler (TCMB):

-Ulaşılmak istenen asıl hedef yani nihai hedefle çok sıkı olmasının yanı sıra en az bunun kadar önemli olarak da “istikrarlı” bir ilişkisi olmalıdır. Yani güçlü bir etkileşimin olup da bu etkileşimin zıt yönlerde sürekli değişkenlik göstermesi bu değişken seçeneğini doğrudan eleyecek kadar olumsuz bir durumdur. Bu duruma şöyle bir örnek verilebilir: Bir ara hedef olarak belirlenmiş değişken düşünelim ki nihai hedef değişkeni olan enflasyona zaman zaman %80 düzeyinde, zaman zamanda %10 düzeyinde etki edebiliyor. Bu istikrarsız korelasyon bu değişkeni merkez bankası bağlamında eler.

-Ara hedef değişkenler seçilirken bir önceki maddede belirlediğimiz gibi çok güçlü bir etki etme özelliğinin olmasına dikkat edilir. Yani ara hedef değişkenler içerisinden görece olarak en güçlü şekilde nihai hedef değişkeni etkileyecek olan seçilir. Böylece enflasyonu en güçlü şekilde etkileyecek değişken doğru seçilmiş değişken olacaktır. Aslında bir önceki maddedekine benzer bir örnek söz konusudur. Enflasyonu %20 etkileyen bir ara hedef değişkene karşılık elbetteki %80 etkileyen bir ara hedef değişken tercih konusu olacaktır.

-Yukarıda ara hedef değişken için önemle vurgu yaptığımız parametreler, yani gerek ara hedef değişkenin ana hedef değişkenle sıkı sıkıya etkileşim halinde olması gerekse bu etkileşimin istikrarlı bir seyir izlemesi, ilgili değişkenin merkez bankası kontrolünde olmaması durumunda, para otoritesi için anlamlı olmayacaktır; çünkü merkez bankası bir politika uygularken kullanacağı ara hedef değişkenin kesinlikle kendi kontrolünde olması ve

kontrolünde kalması gerekmektedir. Daha açık bir söylemle, enflasyonu etkileme arzusuyla hareket eden bir merkez bankasının enflasyonu etkileyen ve kendi kontrolünde olan bir mekanizmaya ihtiyacı vardır. Bu mekanizma doğru ara hedef değişken olmuş olacaktır. Bu durum için elde çok güzel bir örnek vardır. O da döviz kurlarıdır. Döviz kurlarında meydana gelen bir değişme enflasyonu hızlı etkin ve sürekli bir biçimde etkileyen mükemmel bir ara hedef değişken olacakken, kontrolünün sağlanması merkez bankası tarafından oldukça güç olması sebebiyle bir ara hedef değişken olarak seçilmesi bağlamında diğer seçeneklere yönelmek daha akılcı olmaktadır. Döviz kurları için durumun böyle olmasının sebebi öncelikle sermaye hareketlerinin serbest olması nedeniyle kurlarda meydana gelecek değişimin piyasa tarafından belirlenmesi –dalgalı kur rejimi-, diğer taraftan da merkez bankasının elindeki rezervlerle piyasaya müdahale etmesinden kaynaklanan sınırlılık kontrolü güçleştiren etmenlerdir.

3.1. Temel Ara Hedef Değişkeni Stratejileri ve Uygulanabilirlikleri

Çağdaş ekonomilerin para otoritesi merkez bankaları, kendi ülkelerinde yüksek refah seviyesini sağlamak amacıyla belirlemiş olduğu nihai hedef olan fiyat istikrarını sağlamak adına yukarıda da temel özelliklerini yani; etkin ilişkili, istikrarlı ve otoritenin denetimi altında olan ara hedef konusunda; sonuca etkin bir şekilde ulaşabilmek hedefinde, en doğru kararı almak zorundadır. Bu karar alınırken yine yukarıda aktardığımız gibi, konunun uzmanı olmayan ekonomik birimlere söz konusu hedef seçimi, en anlaşılır biçimde anlatılarak beklentiler bu yöne kanalize edilmelidir

Ara hedef stratejisi bazı avantajlara sahiptir. bun avantajlardan en önemlisi hızlı etki göstermesidir. Bir başka ifadeyle ara hedef değişkenler finansal piyasada var olan önemli değişkenler üzerinde çok çabuk ve güçlü bir değişikliği sağlarlar. İşte bu ara hedef stratejisi değişkenleri üç'e ayrılır; bunlar, “parasal hedefleme”, “kur çapası” ve “merkez bankası bilançosu hedeflemesi”dir (TCMB):

-Parasal Hedefleme Stratejisi, belirttiğimiz kriterlerden istikrar ve etkileşim ve de otoriteye bağlı olmak gibi, enflasyona yönelik unsurları içinde barındırır. Bundan başka merkez bankası tarafından tercih edilme olasılığı en yüksek en etkin ara hedefleme stratejisidir. Bunun en büyük nedeni para stoklarında meydana gelen bir değişme eşanlı ve doğru orantılı olarak fiyatlar genel seviyesi yani enflasyona etki edecektir. İşte bu fırsatı değerlendiren para otoritesi, optimal para arzı üzerinden bu kontrolü kendi hedeflerine uygun olarak kullanır. Ayrıca bu strateji temel olarak “miktar teorisi”ne dayanan ve özellikle de

1990'lı yıllarda tüm dünyada geniş ve sık bir uygulama alanı bulmuş bir ara hedef değişkenidir. Parasal hedefleme stratejisi kullanılabilirlik açısından özünde her ne kadar etkin parametreleri barındırsa da, finansal piyasalarda istikrarlı bir para talebi ile merkez bankasının kontrolünde hareket eden bir para arzı sisteminin olması zorunludur. Aksi takdirde bu ara hedef stratejisi işlerliğini kaybeder. Bundan başka çok önemli bir durum da: ilgili değişkenin ana hedef değişken için bir öncü gösterge olabilme özelliğine sahip olmasıdır. Yani parasal hedefle ilgili olarak para otoritesinin uyguladığı politikanın, piyasalara anında sinyaller gönderebilmesi ve böylesi bir durumda da ekonominin aktörlerinin buna göre bir enflasyon beklentisi oluşturabilmesi nihayetinde de sonuca gitmeye yardımcı olabilmesi gerekmektedir.

-Kur çapası stratejisinde, öncelikli olarak belirtilmesi gereken hususların başında bu stratejinin uygulandığı zemindir. Daha açık bir ifadeyle sabit veya dalgalı kur rejimlerinden hangisinin kullanıldığı bu stratejinin uygulanıp uygulanmayacağı veya uygulansa bile sınırlarının ne olacağı konusunda çok hayati bir öneme sahiptir. Hatta kur rejimi “kontrollü dalgalanma” veya “sürünen pariteler” gibi ülkelerin veya birliklerin kendi yapılarına göre belirledikleri marjlarda uyguladıkları sistemler de söz konusudur. Özellikle gelişmekte olan ülke ekonomilerinde kur hareketleri oldukça etkili ve süreklidir. Elbette ki bu etkinliğin olabilmesi dışı açık ekonomiler için söz konusu olmaktadır. Aynı zamanda reel ekonomin en önemli belirleyicilerinden bir de olabilmektedir. Bu özelliği itibariyle de para otoritesi açısından geçerli bir ara hedef değişkeni olarak tercih edilebilmektedir. Para otoritelerinin belli yasal altyapıları çerçevesinde oluşturdukları ve dövizin yerli paraya konvertibilitesini ayarlamak gibi ve diğer faaliyetlerini koordine eden “Para Kurulu” ilgili politikayı yönetir (TCMB). Ancak yukarıda da belirttiğimiz bazı dezavantajlara ek olarak; kur çapası uygulamalarında merkez bankası hem faizler hem de likidite üzerindeki kontrolünü kaybeder. Çünkü artık hem likidite düzeyini hem de faiz oranlarını “dış ödemeler”deki değişimler belirler. Böylece kur çapası ara hedef değişkeni stratejisini belirlemiş bir merkez bankası için, çok büyük bir risk söz konusudur; bu da dışarıdan gelebilecek spekülasyon sermaye saldırılarına karşı savunmasız kalabilme riskidir.

-Merkez bankası bilanço hedefleme stratejisinde ise net uluslararası rezervlere taban, net iç varlıklar için ise tavan hedeflerin belirlenmesi, buna ilave olarak da parasal taban için de gösterge tavan değeri konulması esas alınmaktadır.

4. Operasyonel Ara Hedef Değişkenleri ve TCMB'nin Uygulama Örneği

Operasyonel hedef değişkenler de bir ara hedef değişkendir (TCMB). Ancak bu değişkenin özelliği en sıcak etkiye sahip olmasıdır. Bir benzetme yaparsak: tedavisi planlanan bir hastalık (nihai hedef değişkeni olan enflasyon) için tedavi sürecinde kullanılan ve ağız yoluyla verilen ilaçlar (ara hedef değişkenler) mutlaka etki gösterecektir; ancak damar yoluyla enjekte edilecek ilaçlar (operasyonel hedef değişkenleri) daha hızlı bir etki gösterecektir. Bu bağlamda iki temel operasyonel hedef değişkeni vardır; bunlardan biri “gecelik faiz oranları” diğeri de “bankaların rezerv durumu”dur.

4.1. TCMB'nin 2008 Global Krizi Sürecinde Operasyonel Hedef Seçimi

Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası, ülkenin ekonomi tarihi boyunca karşılaştığı krizsel dinamiklerden daha farklı bir kriz dinamiği ile mücadele etmek durumunda kalmıştır. Bu mücadelenin ana hedef değişkeni enflasyon değil aslında deflasyondur. Bu bağlamda işsizlik gibi temel makro ekonomik soruna yol açan bu hastalığın tedavisi için TCMB birkaç operasyonel hedef değişkeni uygulamıştır. Bunlardan en önemlisi diye ifade edebileceğimiz operasyonel hedef değişkeni “gecelik faiz oranları”dır.

4.2. 2008 Global Krizi Sürecinde TCMB Gecelik Faiz Oranı Uygulamaları

Gecelik faiz oranları; gecelik borçlanma faiz oranları şeklinde ifade edilmektedir. Bu operasyonel hedef değişkeninin görevi likidite ihtiyacı olan bankalara gecelik likidite sağlamaktır. Bu oran TCMB'nin Para Kurulu Tarafından belirlenmektedir. Bundan başka gecelik borç alma ile borç verme faiz oranı farkına da faiz koridoru denmektedir.

4.2.1. Veri Seti ve Yöntem

Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası'nın 2008 Global krizinin öncesi ve karakteristiğini yansıttığı zaman dilimi ile hemen sonrasını içeren segmentlerdeki, “gecelik borç verme faiz oranları (borç verme)” çalışmanın amacına uygun olarak veri seti halinde düzenlenmiştir. Bu verilere TCMB'nin resmi web sayfasından ulaşılmıştır. Bu veri seti “Microsoft Excel” programıyla grafiksel ilişkilerin gözlemlenebilmesi amacıyla işlenmiştir.

1'den 151'e kadar kodlanmış olan segmentler sırasıyla, 1: 2006 Ocak ayı iken, 2,3,4, bunu takip eden 1 ay aralıklı serileri oluşturmaktadır. Aşağıdaki tablodan gözlemlenebilir.

Tablo: Değişkenlerin Yatay Eksendeki Zamansal Karşılık

Kod	Tarih	Kod	Tarih	Kod	Tarih	Kod	Tarih	Kod	Tarih
1	2006.1	10	2006.10	19	2007.7	28	2008.4	37	2009.1
2	2006.2	11	2006.11	20	2007.8	29	2008.5	38	2009.2
3	2006.3	12	2006.12	21	2007.9	30	2008.6	39	2009.3
4	2006.4	13	2007.1	22	2007.10	31	2008.7	40	2009.4
5	2006.5	14	2007.2	23	2007.11	32	2008.8	41	2009.5
6	2006.6	15	2007.3	24	2007.12	33	2008.9	42	2009.6
7	2006.7	16	2007.4	25	2008.1	34	2008.10	43	2009.7
8	2006.8	17	2007.5	26	2008.2	35	2008.11	44	2009.8
9	2006.9	18	2007.6	27	2008.3	36	2008.12	45*	2009.9*

*Aynı Seri Aynı Sistemde Devam Eder. (Yıldan sonraki rakam aydır. Örn: 2007.2; 2007 Şubat) Kaynak: Özgür MANAP, “Türkiye’de Merkez Bankacılığı ve TCMB’nin Kriz Dönemlerinde Uyguladığı Para Politikalarının Etkinliği”, Doktora Tezi, 2018, M.Ü. S.B.E., İstanbul.

Böylece bu zaman serisi içerisindeki aralıklar da segmentler olarak ifade edilmiştir. Böylece aşağıda grafiksel olarak gözlemlediğimiz kriz dönemini öncesi mevcut durumunu ve sonrasında segmentler bağlamında ve trend yapısındaki dalgalanmaları da görerek yorumlama şansına sahip olacağız. Eldeki veri setinin zamansallık bakımından yeterli niceliğe sahip olmaması ve çok kısa dönemi içermesi bu tip bir analizi daha özgün ve anlamlı kılabilir.

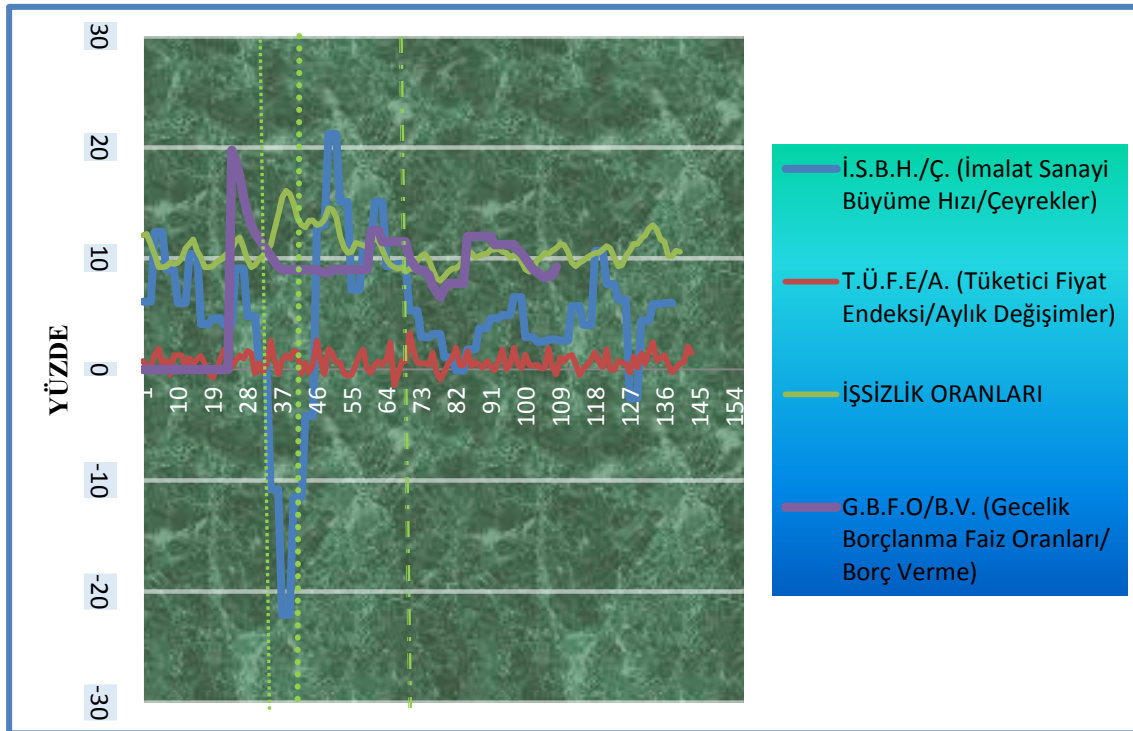
Başka bir mesele de veri setinin bağımlı ve bağımsız değişkenler arasındaki zamansallığı tutturabilmesidir. Bir başka ifadeyle, “uygulanan gecelik faiz oranları” operasyonel hedef değişkeni ile aktarım mekanizması kanalıyla reel sektör önemli parametrelerinin zamansallığının uyumu durumuna yönelik risktir. Ancak hemen belirtmek gerekir ki bu etkileşim zaten grafiksel boyutta kendini gösterebilecektir. Ayrıca veri setleri bu sistematığe uygun bir şekilde düzenlenmeye çalışılmıştır.

4.2.2. TCMB'nin 2008 Global Krizi Gecelik Faiz Uygulamasının Temel Makro Değişkenlere Etkisi

Çalışmanın bütünselinden de anlaşılacağı gibi temel problematik, refah artışının sağlanmasıdır. Böylece makro ekonomik olgular içerisinde bunun adı üretim ve istihdamdır. Bir başka ifadeyle bir ülkenin refah artışının koşulu gelir ve dolayısıyla üretimin artmasıdır (Manap, 2018, s.431). Reel ekonominin kan akışını sağlayan finansal sistemin baş yöneticisi merkez bankası, kan basıncını ayarlar. Etkilerinin daha gözle görünebilir olması açısından bir kriz dönemi olan 2008 yılı TCMB politika müdahalesi ve etkileri aşağıdaki grafikte gözle görünür hale getirilmiştir.

Grafikte yer alan bağımsız değişken, etkin bir para politikası operasyonel ara hedef değişkeni gecelik faiz oranlarıdır. Bağımlı makro ekonomik reel değişkenlerin “İşsizlik Oranları”, “Tüketici Fiyat Endeksi” ve “İmalat Sanayi Büyüme Hızından” Seçilmesi tesadüf değildir. Faiz oranları hem yatırımı hem de tüketimi etkilemektedir; ve enflasyonla doğrudan ilişkili olmasının yanı sıra imalat sanayi büyüme hızı da işsizlik düzeyinin veya istihdam değişiminin en kritik göstergesi durumundadır.

Grafik: Gecelik Faiz Oranı, Temel Makro değişkenler, 2008 Global Krizi



Kaynak: Özgür MANAP, “Türkiye’de Merkez Bankacılığı ve TCMB’nin Kriz Dönemlerinde Uyguladığı Para Politikalarının Etkinliği”, Doktora Tezi, 2018, M.Ü. S.B.E., İstanbul.

Grafik bu değişkenler arasındaki ilişkiyi gözlemleme şansı vermektedir. Şekilde de görüldüğü gibi 2008 Global krizinin derinleştiği segmentte imalat sanayi büyüme hızında sert bir aşağı eğilim trendi görülmektedir. Aynı segmentte işsizlik oranlarında, kendi trendinin ortalamalarına göre bir sıçrama geçişi görülmektedir. Burada bizi ilgilendiren parasal politik husus bu süreç içerisinde gecelik borç verme faiz oranlarının çok sert bir şekilde düşürülmüş olmasıdır. Hiç şüphesiz TCMB kendi amacı ve arzuladığı değişimler çerçevesinde düşünüldüğünde bu politikalarda başarılı bir etki meydana geldiği gözlemlenebilmektedir. TCMB nihai hedef değişkeni olan fiyat istikrarı bağlamında değerlendirdiğimizde ise, belirli ve kısa bir bant ekseninde değişim gösteren tüketici fiyat endeksinin krizin derinleştiği segmentte bir dalgalanmaya sebep olmuştur. Hiç şüphesiz bu dalgalanmanın sebebi uygulanan operasyonel ara hedef değişkeninin hızlı etkisidir.

4. SONUÇ

Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası, modern bir merkez bankasının gerektirdiği donanım ve altyapıya yeterince sahip bir özerk devlet kurumudur. Bu durum uygulanan ve hedeflenen her politikanın mükemmel sonuçlar doğuracağı anlamına gelmez. Bunun sebebi; bağımsız para politikası değişkenleri ile bağımlı nihai hedef değişkenlerinden aktarım mekanizması ve reel değişkenlere kadarki zincirleme yapının çoğu zaman karmaşık bir kombinasyon içerisinde ve öngörülmesi giderek zorlaşan bir yapıda olmasıdır. Herşeye rağmen ekonominin geçerli, tutarlı ve de sürekli dinamikleri vardır. İşte bu dinamikler ekseninde para otoritesi TCMB, meydana gelmiş olan finansal durum ve reel sektöre aktarılmış olan değişimleri birçok parametreyi göz önünde bulundurarak yapmak zorundadır. Bu bağlamda en temel parametreler, finansal sistemin işleyişini dokusunu oluşturan, kişi kurum ve hareketler, küresel finansal ekonomik yapı ve taşıdığı risklerin düzeyi ve zamanı, ülke ekonomisine yön veren beklentilerin durumu, politik kırılma düzeyi ve algısıdır.

Yukarıda belirttiğimiz parametrelerin gözlem ve analiz optimalitesi ile uygulanan politikalardan arzu edilecek sonuçlardaki optimalite birbirine çok yakın ilişki içinde olacaktır. Tam bu noktada bu derinlikte bir analiz gücüne sahip bir merkez bankası kurumsalı, sahip olduğu özerklik ve bağımsızlık gücünün de etkisiyle görevini mükemmel yakın düzeyde gerçekleştirmiş olacaktır. Bu çalışmada gösterilmek istenen nokta TCMB tarafından en hızlı ve etkili bir para politikası olarak seçmiş olduğu “operasyonel hedef değişkeni” gecelik faiz

oranlarının etkilerinin ne denli keskin olabileceğidir. Bundan daha da önemlisi çağdaş merkez bankacılığının temel özelliklerinin bir adım üzerine çıkılarak, derin bir etkileşim içinde ve çok karmaşık özelliklere sahip olan eko dinamik yapının kodlarına inilerek, çok yüksek maliyetlere yol açan politikaların maliyetlerini minimize ederek faydasını maksimize etmek ülke adına kendine has bir merkez bankacılığı meydana getirecektir.

En nihayetinde Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası etkilidir. Hatta başarılıdır diyebiliriz. Ancak para otoritesi olan bu kurumun mevcut küresel riskleri ve içsel dinamikleri de dikkate alarak bu kırılganlığı azaltmalı ve her durumda meydana gelebilecek finansal krizlere karşı kullanacağı operasyonel ara hedef değişkeni enstrümanlarını daima hazır birer savunma silahı olarak kullanabilmelidir. Bu sürecin hazırlığı da ileri düzeyde bilimsel bir altyapının yukarıda saydığımız parametreleri analiz edecek düzeyde hazırlanmış olması ile yapılabilir. Başka bir ifadeyle bir ön uyarı sistemi özgün bir biçimde oluşturulmalıdır.

KAYNAKÇA

Büyük, Ö., Gümüştekin, G. (2017). “Reverse Innovation: Can Innvation Flow From Turkey to Devoloped Countries”, *IJTEBS*, V.1, N.1, pp. 10-21.

Gül, H. (2017). “Banka Muhasebesinde İç Kontrolün Önemi ve Çok Değişkenli Bir Model Önerisi”, *Route Educational and Science Journal*, V.4(7), December, pp. 161-174.

Manap, Ö. (2018). “Türkiye’de Merkez Bankacılığı ve TCMB’nin Kriz Dönemlerinde Uyguladığı Para Politikalarının Etkinliği”, *Doktora Tezi*, 2018, M.Ü. S.B.E., İstanbul.

Manap, Ö. (2018). “TCMB’nin Kriz Dönemlerinde Uyguladığı Para Politikalarının Etkinliği’nin 2008 Krizi Bağlamında Analizi”, 1. Uluslararası İksad Sosyal Bilimler Kongresi, Özet Kitabı, 9-11 Mart Mardin, ss. 430-431

Manap, Ö. (2018). “Bankacılık Sisteminin Riskinin Azaltılmasına Dönük Uygulamaların Etkinliği: Parametreleri ve Değişimleri” 1. Uluslararası İksad Sosyal Bilimler Kongresi, Özet Kitabı, 9-11 Mart Mardin, ss. 432-433.

TCMB, <http://www.tcmb.gov.tr/>