

PAPER DETAILS

TITLE: KALICI DURGUNLUKTAN FINANSAL DÖNGÜYE: KÜRESEL KISITLAR ve TCMB'NİN
POLİTİKA AÇMAZLARI

AUTHORS: Metin ÖZDEMİR

PAGES: 213-264

ORIGINAL PDF URL: <https://dergipark.org.tr/tr/download/article-file/747959>

KALICI DURGUNLUKTAN FİNANSAL DÖNGÜYE: KÜRESEL KISITLAR ve TCMB'NİN POLİTİKA AÇMAZLARI¹

Metin ÖZDEMİR²

Öz

Gelişmiş ülkelerde, Büyük Resesyondan çıkışın güçlü olmamasının nedenleri üzerine halen süren bir tartışma söz konusudur. Kalıcı durgunluk hipotezi, sorunu yapısal talep eksikliğine dayalı olarak açıklamaktadır. Finansal döngü durgunluğu görüşü ise çıkışın zayıflığını, Büyük Sakinlik döneminde izlenen iktisat politikalarının bir sonucu olarak ortaya çıkan finansal döngünün, aşırı büyümesi ile ilişkilendirmektedir. Finansal döngünün ayrıca küresel bir boyutu da vardır. Küresel finansal döngü (KFD), gelişmiş ülke merkez bankalarının küresel finansal kriz sonrası izlediği konvansiyonel olmayan para politikalarına bağlı olarak gerçekleşen sermaye akımları, varlık fiyatları ve kredi büyümesinin birlikte hareketini kapsar. KFD, yükselen piyasa ekonomileri merkez bankalarının para politikasını sınırlamakta ve esnek kur rejiminin varlığı, makroekonomik istikrarı sağlamak için yeterli olmamaktadır. Bu açıdan, Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası (TCMB) da bir istisna değildir. KFD, fiyat istikrarı, finansal istikrar ve büyüme arasında TCMB için belirli politika açmazlarına yol açmaktadır. Bu çalışma, söz konusu açmazları tartışmayı ve kriz sonrası dönemde küresel sınırlamaların TCMB üzerindeki etkilerini ele almayı amaçlamaktadır.

Anahtar Kelimeler: Kalıcı Durgunluk, Finansal Döngü Durgunluğu, Küresel Finansal Döngü, Fiyat İstikrarı, Finansal İstikrar, Para Politikası, Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası, Türkiye Ekonomisi

1 Makalenin Geliş Tarihi: 9.4.2019

Makalenin Kabul Tarihi: 6.5.2019

2 Doç. Dr., Uludağ Üniversitesi İktisadi İdari Bilimler Fakültesi İktisat Bölümü. e-mail: mozdemir@uludag.edu.tr

Atıf: Özdemir M. (2019). Kalıcı durgunluktan finansal döngüye: Küresel kısıtlar ve TCMB'nin politika açmazları. *Tesam Akademi Dergisi*, Türkiye Ekonomisi Özel Sayısı, 213-264. <http://dx.doi.org/10.30626/tesamakademi.584298>

**From Secular Stagnation to the Financial Cycle:
Global Constraints and Policy Dilemmas of the CBRT**

Abstract

There is an ongoing debate over the reasons for the sluggish recovery from the Great Recession in advanced countries. The secular stagnation hypothesis explains the slow recovery by structural demand deficiency. Contrary, the financial cycle drag view argues that the slow growth is associated with the previous boom of a financial cycle emanated from the policies implemented during the Great Moderation. There is also an international dimension of the financial cycle. The global financial cycle (GFCy) includes the co-movements of gross capital flows, asset prices and credit growth and is related to unconventional monetary policies undertaken by the major central banks after the Global Financial Crisis (GFC). The GFCy constrains central banks in emerging market economies and letting the exchange rate float is not enough to ensure macroeconomic stability. In this respect, the Central Bank of the Republic of Turkey (CBRT) is not an exception. The GFCy creates certain policy dilemmas for the CBRT between price stability, financial stability and growth. This paper aims to argue these dilemmas and to evaluate global constraints on the CBRT in the aftermath of the GFC.

Keywords: Secular Stagnation, Financial Cycle Drag, Global Financial Cycle, Price Stability, Financial Stability, Monetary Policy, The Central Bank of the Republic of Turkey, Turkish Economy

Giriş

Üzerinden on yılı aşkın bir süre geçmesine rağmen, küresel finansal krizin ardından özellikle gelişmiş ülkelerde gözlenen zayıf büyüme performansının nedenleri ve nasıl aşılabileceği, halen temel tartışma konusudur. Her ne kadar Lucas (2003), “(makro iktisadın) asıl sorunu olan depresyondan korunmanın (kriz öncesi dönemde) çözüldüğü(nü)” ileri sürse de, kriz sonrası döneme yönelik teorik çerçeve arayışları sürmektedir. Krize yönelik olarak uygulanan konvansiyonel olmayan para politikaları, ekonomilerin yeniden büyüme patikasına yönelmelerini desteklemesine rağmen, enflasyon dinamiğinin arzulan düzeyde oluşmadığı ve enflasyonun hedef düzeylerin uzağında kaldığı gözlenmektedir. Kriz öncesi normale dönüş sürecinin uzaması ve konvansiyonel olmayan para politikalarının bir standart haline gelmesi ile birlikte küresel ekonominin düşük faiz oranları ve düşük büyümenin hüküm sürdüğü bir Yeni Normale sahip olabileceği dile getirilmektedir³.

Krize yönelik olarak verilen politika tepkilerinin doğurduğu sonuçlara ilişkin iki temel görüş, kriz sonrası gözlenen zayıf büyüme performansının nedenlerine yönelik tartışmaların anlaşılmasına ışık tutmaktadır. Gelişmiş ülke merkez bankalarının, politika faiz oranlarında yüksek indirimlere giderek faiz oranları için sıfır alt sınırının (zero lower bound) varlığı altında, bilançolarına dayalı olarak uyguladığı konvansiyonel olmayan para politikalarının uzun vadeli faiz oranlarını düşürerek para politikası aktarım mekanizmasının işleyişine katkıda bulunduğu ve toplam talebi verdiği destekle ekonomileri yeni bir resesyona düşmekten koruduğu yönünde bir görüş birliğinden söz etmek mümkündür (Haldane vd., 2016). Bununla birlikte, konvansiyonel olmayan para politikalarına yönelik karşıt görüşler, söz konusu politikaların büyümeyi desteklemede yeterince etkin olmadığını ve düşük faiz oranlarına bağlı olarak ekonomilerde makro-finance risklerin birikimine yol açtığını ileri sürmektedir⁴. Fiyat

3 Yeni Normal kavramı, ilk kez McKinsey yöneticisi I.Davis (2009) ve PIMCO yöneticisi M.El-Arian (2010) tarafından kullanılmıştır.

4 Görüş farklılıklarının kökenleri, küresel finansal krizin nedenlerine ilişkin farklı teşhislere kadar uzanmaktadır. Merkez bankaları tarafından benimsenen hakim görüş krizi, sofistike finansal enstrümanların geliştirilmesine dayalı finansal yenilikler ve aracılık faaliyetleri karşısında düzenleyici kurumsal yapının bir zafiyeti olarak görmektedir. Hakim görüş, kriz öncesinde yüksek faiz oranları olsa bile para politikasının söz konusu zafiyeti ortadan kaldıramayacağını aksine istihdam üzerinde olumsuz etkide bulunabileceğini savunmaktadır (Yellen, 2014). Ağırlıklı olarak BIS (Bank for International Settlements-Uluslararası Ödemeler Bankası) ve çevresi tarafından benimsenen karşıt görüş ise, kriz öncesi var olan düşük faiz ortamına bağlı olarak başta ABD merkez bankası (Federal Reserve-FED) olmak üzere gelişmiş ülke merkez bankalarının gevşek para politikası davranışı ile açıklamaktadır.

istikrarına öncelik veren ve merkez bankaları tarafından benimsenen hâkim görüşe göre, para politikalarının normalleşmesinin aşamalı olarak gerçekleşmesi gerekirken, finansal istikrara vurgu yapan karşıt görüş, normalleşmenin gecikmesinin ekonomiler için risklerin ağırlaşmasına neden olacağına işaret etmektedir⁵.

Kriz sonrası gözlenen zayıf büyüme performansı söz konusu olduğunda hâkim görüşün kendi içinde merkez bankaları, krizin büyüme üzerinde geçici ve konjonktürel nitelikte etkisi olduğu ve konvansiyonel olmayan para politikaları ile ekonomilerin kriz öncesi büyüme düzeylerine döneceği görüşündedir. Summers, Kasım 2013'de Uluslararası Para Fonu (IMF) tarafından düzenlenen bir konferansta yaptığı konuşmada gelişmiş ülkelerin kalıcı bir durgunluk⁶ (secular stagnation) sürecine girmiş olabileceklerini ve ekonomilerin kriz öncesi potansiyel büyüme düzeylerine yeniden dönemeyeceklerinden hareketle Yeni Normalin uzun süreli bir durgunluğa karşılık geldiğini ileri sürmüştür. Hâkim görüşün kendi içindeki bu farklılığın aksine karşıt görüş; büyümedeki yetersizliği, 2000'li yılların başından günümüze BIS'te yapılan çalışmalar üzerinde geliştirilen finansal döngüye bağlı durgunluk (financial cycle drag) ile açıklamaktadır (Borio, 2017a). Bu hipoteze göre, kriz sonrası gelişmiş ülkeler için büyüme performansındaki kalıcı kayıplar, konjonktürel döngü ile değil finansal döngünün varlığı ile açıklanabilir. Nitekim kriz öncesi dönemde büyümeyi potansiyelin üzerinde tutan politikalar, esas itibarıyla sorunun bir parçasını oluşturmaktadır.

Gelişmiş ülkeler üzerine yapılan tartışmalar ve kriz sonrası uygulanan konvansiyonel olmayan para politikaları çerçevesinde, finansal döngülerin küresel bir boyutu da bulunmaktadır (Rey, 2013). Başta FED olmak üzere gelişmiş ülke merkez bankaları tarafından uygulanan geniş çaplı varlık alımlarına dayalı niceliksel genişleme (quantitative easing) politikaları ve sıfıra yakın faiz oranları ile oluşan küresel likidite bolluğu, yükselen piyasa ekonomilerine (emerging market economies)

5 Merkez bankalarının politika davranışları söz konusu olduğunda, daralma dönemlerinde gevşeme (finansal piyasalarda geçmiş FED başkanlarına atıfla Greenspan ya da Bernanke 'put'olarak anılan) eğilimi gösterirken büyüme dönemlerinde sıkılaştırıcı bir tavır alma konusunda istekli olmadıkları ve asimetrik davrandıkları bilinmektedir. FED'in Ocak 2019 itibarıyla faiz artırımları için sabırlı olacağını açıklaması (Powell put) ya da Avrupa Merkez Bankası'nın (European Central Bank-ECB) Mart 2019'da bankalara yönelik hedeflenmiş uzun vadeli yeniden finansman operasyonuna (TLTRO-III) Eylül 2019'da başlayacağı yönündeki duyurusu da BIS görüşü kapsamında değerlendirilebilir. (Powell, 2019; ECB, 2019).

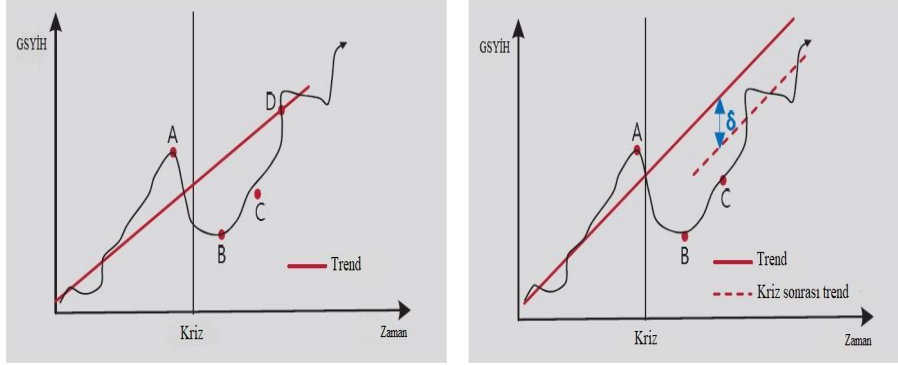
6 Summers'ın hipotezindeki kalıcı (secular) terimi, konjonktürel dalgalanmaların açıklanmasına yönelik teorilerin depresyonları döngüsel, kısa süreli ve geçici olarak ele alması karşısında, depresyonların normal durum haline gelmesi anlamında kullanılmaktadır.

yoğun sermaye girişlerini beraberinde getirmiştir. Bu durum, söz konusu ekonomilerde bankacılık sisteminde aşırı kredi büyümesi ve ulusal paraların değerlenmesi aracılığıyla cari açıkların artmasına ve finansal istikrarsızlık riskine neden olmuştur. Esnek kur rejimi altında yükselen piyasa ekonomilerinin enflasyon hedeflemesi çerçevesinde kendi para politikalarını uygulayabilme imkânları olduğu düşünülmesine rağmen, sermaye akımları ve küresel risk iştahındaki yön değiştirmelerin, politika amaçları arasında çatışmalar doğurduğu görülmüştür.

Küresel finansal döngünün yükselen piyasa ekonomilerinin para politikası üzerinde oluşturduğu kısıtların anlaşılması açısından post-2013 dönemi Türkiye ekonomisi de uygun bir vaka teşkil etmektedir. Küresel finansal kriz öncesi dönemde Türkiye ekonomisinin, enflasyon hedeflemesi ve esnek kur rejiminden oluşan politika çerçevesi ile fiyat istikrarı altında başarılı bir büyüme performansı gösterdiği konusunda geniş bir uzlaşa mevcuttur. Bununla birlikte gelişmiş ülkelerin konvansiyonel olmayan para politikalarını normalleştirme yönünde attığı adımlar karşısında fiyat istikrarı ve finansal istikrar arasında ortaya çıkan politika çatışmalarının, makroekonomik istikrar üzerinde olumsuz etkilerde bulunduğu görülmüştür. Bu çalışma, küresel kısıtların Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası'nın (TCMB) yaşadığı politika açmazları üzerindeki etkilerini ele almayı amaçlamaktadır. Çalışmanın Girişi izleyen ikinci kısımda kalıcı durgunluk hipotezi ile finansal döngü durgunluğu görüşü ele alınarak politika önerilerindeki farklılıklar üzerinde durulmuştur. Üçüncü kısımda, finansal döngü durgunluğu görüşü çerçevesinde, küresel finansal döngünün yükselen piyasa ekonomileri için ortaya koyduğu politika sorunlarına yer verilmiştir. Dördüncü kısım, küresel finansal döngünün sınırlamaları karşısında TCMB'nin özellikle post-2013 döneminde yaşadığı politika açmazlarını incelemekte ve söz konusu açmazların Türkiye ekonomisi üzerindeki etkilerini tartışmaktadır. Çalışma, politika çıkarımlarının değerlendirilmesi ile son bulmaktadır.

Kalıcı Durgunluk versus Finansal Döngü Durgunluğu

Büyük Sakinlik (Great Moderation) olarak nitelenen (Bernanke, 2004) dönemin küresel finansal kriz ile sona ermesinin ardından gerek akademik gerekse politika düzeyinde yapılan tartışmalar, Büyük Resesyondan çıkışın neden yavaş (sluggish) olduğuna yönelik açıklama çabalarını içermektedir. Bu bağlamda küresel ekonominin mevcut görünümü ve yeni bir normale sahip olup olmadığı hususunda ortak unsurları içermeleri söz konusu olsa da farklı görüşlerin ileri sürüldüğü görülmektedir.

Şekil 1*Küresel Finansal Krizin GSYİH Üzerindeki Etkileri*

Kaynak: BIS, 2014, s. 48.

Kriz öncesi potansiyel büyüme oranlarına yeniden dönülüp dönülemeyeceğine yönelik tartışmalar Şekil 1 aracılığıyla ele alınabilir (BIS, 2014). Şekil 1'in her iki paneli itibarıyla A noktası kriz öncesi büyümenin zirve yaptığı, B kriz sonrası görülen dip noktasını, C ise büyümenin kriz öncesi trendine yeniden ulaştığı düzeyleri simgelemektedir. Başta FED olmak üzere ECB, İngiltere Merkez Bankası (Bank of England-BoE) gibi gelişmiş ülke merkez bankaları tarafından benimsenen Yeni Keynesyen hâkim görüşe göre, Şekil 1'in A paneli itibarıyla konvansiyonel olmayan para politikalarının uygulanmasıyla büyümenin aşamalı olarak kriz öncesi trend değerine (D noktası) dönmesi arzulanmaktadır. Tartışmaların fitilini ateşleyen ve kriz öncesi büyüme oranlarına dönüleceğini ortaya koyan bir kanıt bulunmadığını ileri süren Summers başta olmak üzere P.Krugman, R.Gordon gibi Yeni Keynesyen iktisatçılar ise büyüme yeniden toparlansa bile kriz öncesi trend değerine ulaşabilmek için yeterli düzeyde olmayabileceğini savunmaktadır. Dolayısıyla büyümenin oransal olarak kriz öncesi düzeye gelse de, düzey olarak kalıcı bir biçimde kriz öncesi trend değerinin altında gerçekleşeceği düşünülmektedir. Şekil 1'in B paneli itibarıyla her iki trend değeri arasındaki uzaklık (δ) ise büyümedeki kalıcı kayba karşılık gelmektedir⁷.

Bu haliyle Summers (2013), gelişmiş ülkelerin büyüme performansındaki kayıpları, toplam talebin yapısal olarak yetersizliği nedeniyle oluşan

⁷ Bilanço durgunluğu ile oluşan resesyonlar (Şekil 1'e göre A noktasından B ya da C noktasına hareket söz konusu olduğunda), üretimde ilk aşamada %6'dan %14'e varan önemli düzeyde kayıplara neden olmaktadır. Gelişmiş ülkelerde standart konjonktürel döngüye dayalı resesyonlarda ise üretimin %2 civarında düştüğü gözlenmektedir (BIS, 2014).

kalıcı durgunluk hipotezi ile açıklamaktadır⁸. Kalıcı durgunluk hipotezine göre, zayıf büyüme performansı doğal faiz oranlarının düşüklüğüne bağlı olarak ortaya çıkmakta ve faiz oranları için sıfır alt sınırı sorunu geçici bir konjonktürel olguyu değil sürekli bir durumu yansıtmaktadır (Krugman, 2014). Büyük Sakinlik döneminde doğal reel faiz oranlarının negatif düzeylere düşmesi (Bean vd., 2015) tam istihdam, tatminkâr büyüme ve finansal istikrarın aynı anda başarılmasını imkânsız kılmaktadır (Summers, 2014). O halde kalıcı durgunluk, tasarruf ve yatırım dengesini sağlayabilmek için negatif faiz oranlarının gerektiği durum olarak tanımlanabilir (Teulings ve Baldwin, 2014).

Summers'a (2015a) göre, arzulanan tasarrufların yatırımları (harcamaları) aşması, ekonominin tam istihdam düzeyinde dengeye gelebilmesi için sermaye piyasasında Wicksellyen doğal reel faiz oranının negatif olmasını gerektirmektedir. Düşük enflasyon ve sıfıra yakın faiz oranlarının varlığında, konvansiyonel para politikasını kullanarak kısa vadeli reel faiz oranını negatif olan doğal reel faiz oranı düzeyine düşürmek mümkün değildir. Bu durum, reel faiz oranlarının negatif doğal reel faiz oranından yüksek olduğu gelişmiş ülkeleri, kalıcı durgunluk ile karşı karşıya bırakmaktadır. Summers (2014), tam istihdam ile uyumlu doğal reel faiz oranlarının düşmesini nüfus artış hızı ve teknolojik büyüme hızındaki yavaşlamanın yeni ve daha üretken işgücünün donanımı için gerekli yeni sermaye malları talebini azaltması, sermaye mallarının fiyatının düşmesi ile veri tasarruf düzeyinde eskiye oranla daha fazla sermaye satın alınabilmesi açıklamaktadır⁹.

Kalıcı durgunluğa yönelik talep yanlı (demand-side) görüş karşısında Gordon (2015), gelişmiş ülkelerde teknolojik ilerleme hızının düşmesi ve üretkenlik artışlarındaki yavaşlamanın uzun dönemli potansiyel büyüme oranını düşürerek durgunluğa neden olduğunu ileri sürmüştür. Arz yanlı (supply-side) bu görüşe göre, ABD ekonomisinde teknoloji dışında nüfus artışının durağanlığı, ortalama eğitim düzeyinde bir artışın beklenmemesi, gelir eşitsizliği ve yüksek kamu borcu potansiyel büyümeyi yavaşlatan faktörlerdir. Krugman (2014), potansiyel büyümedeki

8 Kalıcı durgunluk düşüncesi, ilk olarak A.Hansen (1939) tarafından Büyük Bunalım (1929) sonrası ABD ekonomisi için ileri sürülmüştür. Hansen'e göre kalıcı durgunluk, azalan nüfus artışı, teknolojik ilerlemenin değişen doğası ve ABD için yeni kullanılabilir bölge ve kaynakların azalması gibi üç temel tarihsel eğilimin sonucudur.

9 Summers (2015a), yatırım talebini azaltıcı rol oynayan bu faktörlere, başta düşük har-cama eğilimi olan kesimler lehine artan gelir eşitsizliği olmak üzere küresel finansal kriz sonrası politika ortamının özelliklerini içeren bazı nedenleri (yükselen piyasa ekonomi-lerinin artan rezerv biriktirme davranışı, güvenilir varlık talebindeki artış gibi) tasarruf talebini artırıcı faktörler olarak eklemektedir.

yavaşlamanın, yatırım talebinin azalmasına bağlı olarak durgunluğa katkı verse de kalıcı durgunluğun talep yanlı bir mesele olması nedeniyle arz yanlı görüşten farklı olduğu düşüncesindedir. Bununla birlikte, kalıcı durgunluğun açıklanmasına yönelik her iki görüş bir arada ele alınabilir. Öncelikle, düşük potansiyel büyüme ile yenilik hızının yavaşlaması daha az yatırım yapılmasına neden olarak reel faiz oranlarını düşürücü etkide bulunabilir. Düşük üretkenlik büyümesi sonucunda hane halkının azalan gelir beklentisi, tüketimi azaltırken tasarrufların artmasına neden olur (Schmöller, 2018). İkinci olarak, kalıcı durgunluk hipotezi, talebin uzun süreli yetersizliğinin kendi arz eksikliğini yaratmasından muzdariptir (Summers, 2015a). Say kanununun tersine işlemesine karşılık gelen bu durumda firmalar, düşük talep karşısında yeni yatırımlar ile üretim kapasitelerini genişletmeyerek daha az sermaye girdisi talebinde bulunmaktadır. Böylelikle firmaların yatırımları ertelemeleri resesyon dönemlerinde üretkenliğin düşmesine ve toplam arz üzerinde kalıcı olumsuz etkilerin ortaya çıkmasına neden olmaktadır¹⁰.

Kriz öncesi potansiyel büyüme oranlarına yeniden dönülüp dönülemeyeceğine yönelik olarak kendi içinde farklı görüşler barındıran Yeni Keynesyen hâkim görüşe alternatif olarak karşıt görüş, küresel finansal krizin ardından gerek akademik gerekse politika düzeyinde iktisat biliminin bir paradigma belirsizliği yaşadığını ve ekonominin gerçekte nasıl çalıştığını anlamak için çabaların olduğunu vurgulamaktadır. Bu bağlamda karşıt görüşün, talep yanlı kalıcı durgunluk hipotezinin de benimsediği Jackson Hole Uzlaşmasını (Bean vd., 2010) temel alan Büyük Sakinlik dönemine ait iktisat politikalarına eleştirel bir tutum geliştirdiği görülmektedir¹¹. Temel çizgileri itibarıyla karşıt görüş, uzun vadeli bir bakış açısı benimsemesi ve kısa vadeli dalgalanmaların ardındaki derin ve yapısal dinamiklere odaklanması açısından kalıcı durgunluk hipotezi ile yakınlaşmaktadır. Ayrıca her iki görüş, ekonominin bir dengesizlik (disequilibrium) durumundan eski dengesine kendi kendine (self-equilibrating) döneceği varsayımını sorgulamaktadır. Karşıt görüş,

10 Emek piyasasında her resesyon döneminin ardından işsizliğin daha yüksek düzeye sıçrayarak resesyon öncesi düzeyine dönmemesi ile de gözlenen bu durum hysteresis olarak bilinmektedir (Summers ve Blanchard, 1986). Doğal reel faiz oranlarındaki azalış, Büyük Sakinlik döneminde gözlenen ve küresel finansal kriz ile ortaya çıkmış bir eğilimi yansıtmamaktadır. Nitekim aynı gözlem, üretkenlik azalışları için de geçerlidir. Bu haliyle, kalıcı durgunluk hipotezi ve hysteresis, karşıt görüşler gibi gözükmese de birbirlerini dışlamamaktadır (Schmöller, 2018).

11 Yeni Keynesyen teorik çerçeve ve ona dayalı dinamik stokastik genel denge modellerinin parasal ve finansal değişkenleri(n) (önemini) ihmal ettiği bilinmektedir. Bu açıdan karşıt görüşün dünyasında, makro iktisat finansın olmadığı bir içeriğe sahip değildir (Borio, 2014).

Summers'ın talep yanlı yaklaşımından farklı olarak durgunluğu finansal döngü ile açıklamaktadır (Borio, 2017a). Finansal döngüye bağlı durgunluk, potansiyel büyüme üzerinde Şekil 1'in B paneli itibariyle ortaya çıkan etkilerin sürekli (persistent) olacağını düşünse de Summers'a göre daha iyimser bir pozisyona sahiptir. Bununla birlikte Yeni Normalin ele alınmasında, gerek reel ve finansal faktörler arasındaki ilişkilerin doğası gerekse toplam talep-toplam arz arasındaki ilişkiler ve faizler ve enflasyon dinamiklerinin açıklanması itibariyle her iki görüş farklılaşır. Doğal olarak, her iki görüşün ortaya koyduğu politika çerçeveleri de birbirinden ayrılmaktadır.

Tablo 1

Kalıcı Durgunluk (Hakim Görüş) versus Finansal Döngü Durgunluğu (Karşıt Görüş)

	Kalıcı Durgunluk	Finansal Döngü Durgunluğu
Potansiyel büyüme hızındaki düşüklüğün nedeni	Yapısal olarak yetersiz toplam talep	Finansal döngü ile oluşan büyümenin kontrol altına alınamaması
Kriz öncesi (finansal) büyüme	Sorunun bir parçası değil, potansiyel düzeyinde	Sorunun bir parçası, potansiyel düzeyin üzerinde
Doğal reel faiz oranı	Negatif	Pozitif ve oldukça yüksek
Politika önerisi	Maliye politikası öncelikli, (konvansiyonel olmayan) para politikası	Para, maliye ve ihtiyati politikaları içine alan geniş bir politika seti

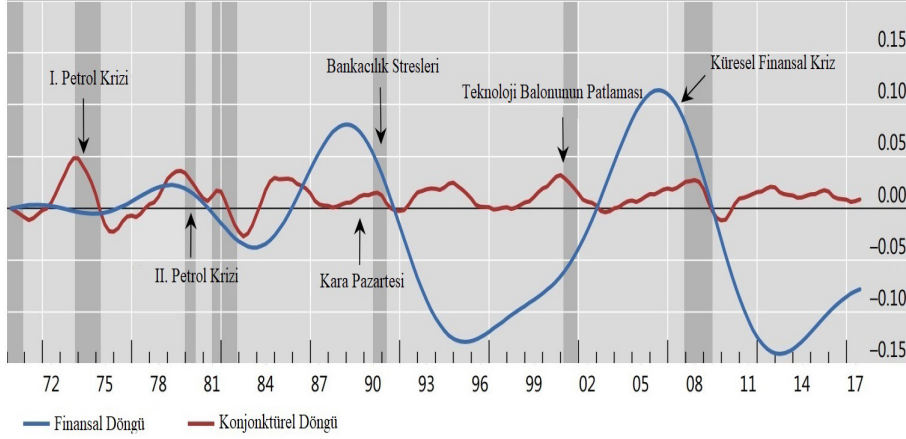
Kaynak: Yazar tarafından hazırlanmıştır.

Tablo 1, kalıcı durgunluk ve finansal döngü durgunluğu arasındaki temel farklılıkları bir araya getirmektedir. İlk olarak, Karşıt görüşe göre potansiyel büyüme hızındaki düşüklük, toplam talebin yapısal olarak yetersizliğinden değil kriz öncesi dönemde finansal döngü ile oluşan büyümenin kontrol altına alınamamasından kaynaklanmaktadır. Zira, politika uygulamaları finansal çöktürlere agresif ve ısrarlı bir biçimde karşı olarak belirlenirken (lean against the wind) finansal büyüme dönemlerinde bilinçli olarak hemen tepki verme hususunda yeterince başarılı olamamaktadır (Juselius vd., 2017). İkinci olarak, kalıcı durgunluk hipotezine göre kriz öncesi gerçekleşen büyüme, ekonominin potansiyel büyüme düzeyine ulaşması için gerekirken kriz sonrası gözlenen durgunlukta bir rol oynamamıştır. Karşıt görüş ise, kriz öncesi büyümenin ekonominin tam istihdama

ulaşması için gerekli olmadığını ve potansiyelin üzerinde gerçekleşerek hem üretkenliğin azalmasına hem de kriz sonrası durgunluğa neden olduğunu ileri sürmektedir. Bu bağlamda sorun, standart konjonktürel döngünün ötesinde değerlendirilmek durumundadır.

Şekil 2

Konjonktürel Döngü ve Finansal Döngü



Kaynak: Drehmann vd., 2012; Filardo vd., 2018.

Küresel finansal krizin ardından finansal istikrarın fiyat istikrarının doğal bir uzantısı olmadığının anlaşılması, geleneksel konjonktürel döngüden farklı olarak finansal döngünün varlığına işaret etmektedir (Şekil 2). Standart döngü yaklaşımı, borçlanma, varlık fiyatları ve büyüme arasındaki karşılıklı ilişkileri tam olarak ele alabilmek için yeterli değildir (İlhan, 2019). Finansal döngüler, risk alma davranışındaki değişimlere bağlı olarak yükselip düşen kredi ve varlık (özellikle gayrimenkul) fiyatlarındaki ortak dalgalanmaları kapsamaktadır. Finansal döngülerin temel karakteristiği, 10-20 yıllık bir süreyi içermeleri nedeniyle 6 çeyrek ile 8 yıl arasında süren konjonktürel döngülerden daha uzun süreli olmalarıdır (Drehmann vd., 2012). Bu nedenle Borio vd. (2017a), finansal döngü değişkenleri dikkate alınmadan yapılan üretim açığı (output gap) tahminlerinin yetersiz olacağını vurgulamaktadır. Claessens vd. (2011), finansal döngünün daralma aşamasında meydana gelen resesyonların şiddetinin, diğer resesyonlara göre çok daha fazla olduğunu göstermiştir. Jorda vd. (2011), 14 ülke için 140 yıllık bir dönemi kapsayan 200 resesyonu inceledikleri çalışmalarında, kredi büyümesini finansal istikrarsızlığın en iyi göstergesi olarak belirlemiştir. Finansal döngü ile üretkenlik arasındaki ilişkiler dikkate alındığında, Borio vd. (2015) kredi

büyümesinin başta inşaat olmak üzere kaynakların düşük verimliliğe sahip sektörlerin lehine tahsisine yol açtığına işaret etmektedir. Bu haliyle durgunluk, finansal döngünün varlığının bir sonucudur¹². Üçüncü olarak kalıcı durgunluk hipotezi ve karşıt görüş, doğal reel faiz oranının tanımı ve düzeyi konusunda da birbirinden farklılaşmaktadır¹³ (Tablo 1). Farklılığın temel nedeni, Phillips eğrisine dayalı Yeni Keynesyen modellerde denge reel faiz oranının finansal dengesizliklere yer vermeden dar bir biçimde ele alınmasıdır. İlgili modellerde, eğer enflasyon düşüyorsa, büyümenin (üretim) potansiyelin altında olduğu ve buradan hareketle mevcut reel faiz oranının doğal düzeyin üzerinde olduğu çıkarımı yapılmaktadır. Bir diğer deyişle, politika enstrümanının ayarlanması için gerekli sinyal enflasyonun davranışı ile verilmektedir. Enflasyon hedeflemesi uygulayan bir merkez bankası, enflasyonun hedef değerinden büyümenin ise potansiyel düzeyinden saptığı (deviation) durumlarda, kısa vadeli faiz oranlarını uygun bir biçimde ayarlayarak konjonktürü yönetir. O halde merkez bankası, toplam talebi yönetirken sürekli olarak bir manevra alanına sahiptir.

Bununla birlikte, büyüme aşamasında bir bütün olarak finansal sistemin gösterebileceği konjonktür lehine (procyclical) davranışlar söz konusu olabilir. (De Nicolo vd., 2010). Büyüme sürecinde finansman kısıtlarının gevşemesi ve borcun varlık fiyatlarını yükseltici etkisi, teminat değerlerini (collateral value) yükselterek daha fazla borçlanmayı cesaretlendirir. Ayrıca, fiyat istikrarının gerektirdiği düşük faiz oranları, finansal piyasalarda para politikasının risk alma kanalı (Borio ve Zhu, 2012) aracılığıyla fiyatlama davranışlarını bozarak makro-finance risklerin birikimine neden olabilir. Enflasyonun hedefin altında ve büyümenin potansiyelinden düşük olduğu bir duruma uyum gösteren (accommodative) para politikası, borçlanma ve varlık fiyatlarını teşvik eder. Büyüme sona erdiğinde ise düşen varlık fiyatları ve nakit akışlarının bozulması, oluşan borcun bir kısıt haline gelmesini ve bilançoların onarımına duyulan ihtiyaç nedeniyle talebin

12 Karşıt görüş, büyümenin potansiyelin üzerinde ve üretkenliğin düşük olduğu bir durumda ortaya çıkması beklenen enflasyonist baskıların kriz sonrasında oluşmasında kalıcı durgunluğa ait talep eksikliği teşhisinin fazla büyütüldüğü buna karşın arz yanlı faktörlerin oynadığı rolün hafife alındığı üzerinde durmaktadır. Bu yönüyle, ülkelerin enflasyon düzeylerinin açıklanmasında, örneğin küresel değer zincirlerinin önemli rol oynadığını vurgulamaktadır (Borio vd., 2017b).

13 Wicksellyen doğal reel faiz oranı, Woodford'un (2003) kısa vadeli reel faiz oranı olarak modern para politikası teorisi itibarıyla merkezi öneme sahiptir ve ekonominin potansiyel büyümesinde ve enflasyonun hedef düzeyinde olduğu duruma karşılık gelen düzeyi ifade etmektedir. Gerek Yeni Keynesyen hâkim görüş gerekse karşıt görüş Wicksellyen denge reel faiz oranını referans almaktadır. Bununla birlikte, reel faiz oranının içeriği, düzeyi ve ampirik tahmini halen önemli bir tartışma konusudur (Borio vd., 2017c; Holston vd., 2017).

durgunlaşmasını beraberinde getirir. Böyle bir durumda düşen faiz oranları, merkez bankalarının politika faiz oranlarını da aşağı yönlü baskılayarak makroekonomik istikrar için gerekli olan manevra alanının kaybolmasına yol açmaktadır.

Finansal döngü durgunluğuna göre, küresel finansal kriz öncesi dönemde, sürdürülebilir olmayan genişleme süreci, düşük ve istikrarlı seyreden enflasyona bağlı olarak değil, olağandışı düzeyde güçlü ve süreklilik arz eden kredi büyümesi ve gayrimenkul fiyatlarında gözlenen artışlara bağlı olarak oluşan finansal dengesizlikler nedeniyle ortaya çıkmıştır. Bu nedenle, merkez bankaları için sadece enflasyonun davranışı değil, kredi büyümesi, varlık fiyatları artışı ve risk alma davranışları ile biçimlenen finansal dengesizliklerin verdiği sinyaller de önemlidir. O halde, hâkim görüş çerçevesinde doğal reel faiz oranının, finansal döngü ile gözlenen ve finansal istikrara ilişkin unsurları dikkate almadan tanıımı ve ölçümü, tartışmalı bir biçimde sınırlı bir yaklaşımdır. Yukarıda ele alındığı gibi, finansal döngülerin konjonktürel döngülere nazaran daha uzun ömürlü olması, finansal değişkenlerin davranışlarının özellikle büyüme aşamasında potansiyel büyüme ve reel faiz oranı üzerindeki etkilerinin anlaşılması gerekmektedir. Kalıcı durgunluk hipotezinin aksine; finansal döngü değişkenleri dikkate alındığında, doğal reel faiz oranı negatif değil pozitif ve oldukça yüksektir (Juselius vd., 2017). Yanı sıra, doğal reel faiz oranının farklı biçimde tanımlanması, finansal istikrar ve makroekonomik istikrar arasındaki ilişkilerin de farklılaşmasına neden olmaktadır. Bu bağlamda merkez bankaları, politika enstrümanının ayarlanmasında sadece fiyat istikrarını sağlayan faiz oranı düzeyine değil finansal değişkenleri de politika kuralına ekleyerek finansal istikrar ile uyumlu bir faiz düzeyine odaklanmalıdır (Borio vd., 2018). Bu tür bir politika, enflasyon düşük olsa bile finansal büyüme dönemlerinde daha sıkı, daralma dönemlerinde ise daha az agresif bir gevşeme şeklinde simetrik bir davranışı benimsemeyi gerektirmektedir (Borio, 2017b).

Doğal reel faiz oranının tanıımı ve içeriğinin farklılaşması, kalıcı durgunluk hipotezi ve finansal döngü durgunluğunun politika önerilerinin de kapsamını farklılaştırmaktadır (Tablo 1). Hâkim görüşün kendi içinde kalıcı durgunluk hipotezi, konvansiyonel olmayan para politikalarının tek başına yeterli olmayacağından hareketle toplam talebin desteklenmesi için bir kamu yatırım programını içeren genişletici maliye politikasına öncelik verilmesini önermektedir¹⁴. Ayrıca, özel yatırımların önündeki

14 Maliye politikası ile ilgili olarak hâkim görüşün kendi içinde, ancak sahip olduğu konvansiyonel argümanlardan farklı olarak Blanchard (2019), borçlanma ile yükselecek faiz oranları, büyüme oranının altında ise borç/GSYİH oranının vergilerin yükselmesine gerek

yapısal engelleri azaltan ve güveni teşvik eden düzenlemeler yanında, temel sosyal koruma mekanizmalarının sürdürülmesine yönelik taahhütler, eşitsizliği azaltıcı ve geliri yüksek harcama eğilimi olanlar lehine yeniden dağıtıcı politika önemleri de sıralanmaktadır (Summers, 2014).

Finansal döngü durgunluğu ise düşük verimlilik, tarihsel olarak yüksek borçluluk düzeyi ve para politikası manevra alanının daralması ile ortaya çıkan riskli üçlem (BIS, 2016) sonuçlarına dikkat çekmektedir. Kriz öncesi uygulanan iktisat politikalarının temel zaafılarına ek olarak, toplam talep yönetimine dayalı politikaların yetersiz olduğu ve kriz sonrasında para politikasına aşırı yüklenilmesinin ciddi finansal dengesizliklere yol açtığı görülmektedir. Öncelikle para politikası üzerindeki yükün, uzun vadeli büyümeyi güçlendirecek politika önlemleri ile dengelenmesi gerekmektedir. Bilançoların onarılması, altyapı ve beşeri sermayeye yönelik hedef gözetilen harcamaların yapılması açısından rolü olsa da yüksek kamu borçlulukları nedeniyle mali alanın sınırlı olması, maliye politikasının etkinliğini sınırlayabilir. İkinci olarak, sadece (makro) ihtiyati politikalara dayanmadan politika çerçevelerinin finansal döngüyü daha sistematik bir biçimde dikkate alacak şekilde uyumlulaştırılmalıdır (Borio, 2017a).

Küresel Finansal Döngü ve Yükselen Piyasa Ekonomileri

Hâkim görüş ile finansal döngü durgunluğu arasındaki önemli görüş farklılıklarından biri, para politikasının küresel parasal ve finansal istikrar için uluslararası düzeyde bir koordinasyona ihtiyaç duyup duymadığıdır. Hâkim görüş çerçevesinde gelişmiş ülke merkez bankaları, ülkelerin kendi politikaları ile sorunlarını çözmesi (keep your house in order doctrine) gerektiği düşüncesindedir¹⁵. Karşıt görüş ise konvansiyonel olmayan para politikalarının sınır ötesi etkileri nedeniyle, kur savaşları riski, korumacılık eğilimlerinin artması ve yükselen piyasa ekonomilerinde yol açtığı makroekonomik dengesizlikler nedeniyle koordinasyonun önemine vurgu yapmaktadır (Carstens, 2018).

Finansal döngülerin, 1980'li yıllardan bu yana uzunluk ve genişlik itibarıyla konjonktürel döngülerden farklılaştığı görülmektedir (Şekil 2). Farklılaşma, 1980'li yıllardan itibaren yaşanan finansal liberalizasyonun

olmaksızın zaman içinde azalacağını ve ABD ekonomisi için tarihsel bir norm olarak uzun süredir faiz oranlarının büyüme oranının altında ($r < g$) olması nedeniyle kamu borçlanmasının doğru bir politika olduğunu ileri sürmektedir.

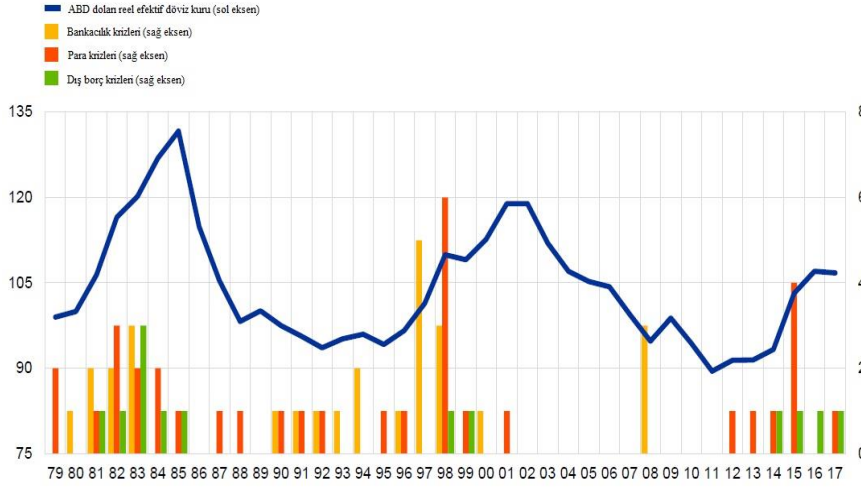
¹⁵ Bu görüş Büyük Sakinlik döneminde Jackson Hole Uzlaşması ile benimsenen iktisat politikalarına uygun bir içeriğe sahiptir (Borio, 2011).

etkileri yanında Büyük Sakinlik döneminde sağlanan istikrarlı makroekonomik ortam ve söz konusu döneme ait politika çerçevelerinin başta krediler olmak üzere finansal değişkenleri ihmal etmesini yansıtmaktadır (BIS, 2014). Nitekim finansal döngüye verilecek politika tepkileri söz konusu olduğunda, Büyük Sakinlik dönemine ait enflasyon hedeflemesi ve esnek kur rejiminde oluşan ve tek amaç (fiyat istikrarı) ve tek enstrümana (kısa vadeli faiz oranı) dayalı politika çerçevesinin küresel finansal kriz sonrasında gerek gelişmiş gerekse yükselen piyasa ekonomileri için yetersizliği anlaşılmıştır. Finansal döngü durgunluğunun argümanları çerçevesinde Rey (2013), Yeni Normal ile oluşan politika ortamı itibariyle bir küresel finansal döngünün varlığına işaret etmekte ve söz konusu döngünün yükselen piyasa ekonomilerinin para politikası üzerinde kısıtlar oluşturduğu üzerinde durmaktadır.

Küresel finansal döngü, sermaye akımları, varlık fiyatları ve kredi büyümesinin birlikte hareketi ile oluşmakta ve ülkeye ait konjonktürel döngüyü de içermektedir (Rey, 2013). Sermaye akımları ise, küresel risk tarafından belirlenmekte düşük (yüksek) volatilité ve azalan (artan) risk alma davranışına bağlı olarak artmaktadır (azalmaktadır) (Passari ve Rey, 2015). Rey (2013), finansal küreselleşmenin ulaştığı düzey itibariyle, yükselen piyasa ekonomilerinin yeni şoklara maruz kaldığını ve küresel finansal döngünün Mundell-Fleming'in 'trilemma'sını, 'dilemma'ya dönüştürdüğünü vurgulamaktadır. Bu haliyle, küresel finansal döngü esnek döviz kuru uygulansa bile yükselen piyasa ekonomilerinin para politikası üzerinde kısıtlar doğurmakta ve makroekonomik istikrarı enflasyon hedeflemesi çerçevesinde kısa vadeli faiz enstrümanını kullanarak sağlamak mümkün olmamaktadır (İlhan, 2018). Siklos (2018), 1989-2016 dönemi için 13 yükselen piyasa ekonomisi ve 6 gelişmiş ülke için yapmış olduğu çalışmada, enflasyon hedeflemesi ve esnek kur rejiminden oluşan politika çerçevesinin, ekonomileri kur şoklarına karşı koruyamadığını göstermiştir. Öte yandan esnek döviz kurunun şok emici özelliğinin zayıflaması, makroekonomik uyum sürecinde oynadığı rolün azaldığı anlamına gelmemektedir (Obstfeld ve Taylor, 2017). Sorun, kurun konjonktürün yükseldiği aşamada değer kazanmasına bağlı olarak sermaye akımlarını güçlendirmesi ve daha fazla borçlanmayı özendirmesinden kaynaklanmaktadır. Rey (2017), bu nedenle, bilançoların küçülmesine (deleveraging) ve toplam talebin durgunlaşmasına neden olan finansal sınırlamalar ve ekonomiyi vuran şokların tam olarak anlaşılmasına ihtiyaç olduğunu ileri sürmektedir. Bu yönleriyle, küresel finansal döngünün finansal döngü durgunluğuna uygun bir içeriğe sahip olduğu görülmektedir.

Şekil 3

Yükselen Piyasa Ekonomileri ve ABD Dolarının Rolü



Kaynak: ECB, 2018.

Tarihsel olarak yükselen piyasa ekonomilerinde yaşanan krizlerin, sermaye akımlarındaki dalgalanmalar ve ABD dolarının değerlenme eğilimleri ile birlikte ortaya çıkmıştır (Şekil 3). Krizlerin oluşumunda ülkeye özgü makroekonomik dengesizliklerin oynadığı rol ve politika tepkileri konusunda olgunlaşmış bir literatür ve deneyimler mevcuttur. Bununla birlikte küresel finansal krizin ardından sermaye akımları ile ilgili olarak Yeni Normal ile oluşan politika ortamı ve küresel finansal döngü üzerine odaklanıldığı gözlenmektedir. Ahmed ve Zalate (2014), yükselen piyasa ekonomileri ile gelişmiş ülkeler arasındaki büyüme ve faiz oranı farklılıkları ve küresel risk iştahındaki değişmelerin sermaye akımları üzerine belirleyici rol oynadığını göstermiştir. Başta ABD olmak üzere, gelişmiş ülkelerde değişen parasal koşullar, özellikle kredi akımları ile gerçekleşen sermaye hareketleri aracılığıyla küresel kaldıraç düzeyini yükselterek varlık fiyatları ve risk primleri üzerinden yükselen piyasa ekonomilerine aktarılmaktadır. Nitekim FED faiz oranları, yükselen piyasa ekonomilerine yönelik sermaye akımlarının en önemli belirleyicisidir (Ghosh vd., 2012). Küresel finansal döngü, bu haliyle, ABD ekonomisindeki parasal koşullar, risk iştahı ve belirsizlik ile ilişkili olmaktadır (Bruno ve Shin 2015; Miranda-Agripino ve Rey, 2019). Para politikaları söz konusu olduğunda, gelişmiş ülke merkez bankalarının konvansiyonel olmayan para politikalarına bağlı olarak oluşan yayılma (spillover) etkileri, ülkeler

arasında anlamlı düzeyde karşılıklı bağıllık doğurmaktadır (Taylor, 2013; Edwards, 2018).

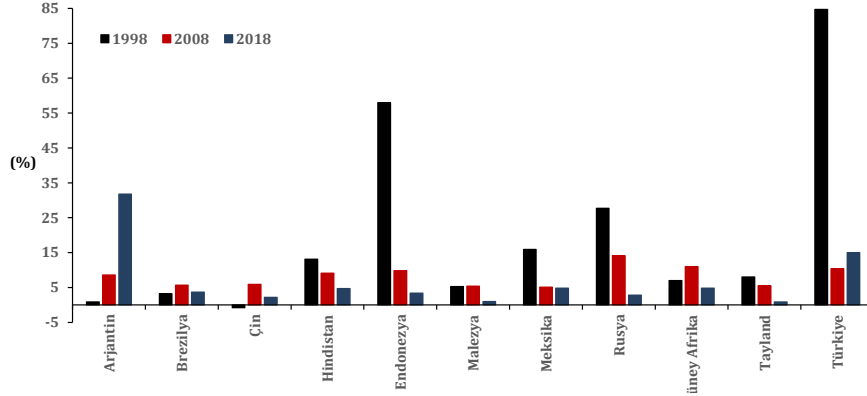
Gelişmiş ülkelerin konvansiyonel olmayan para politikaları yanında söz konusu politikaların normalleşme sürecine ilişkin belirsizlikler, küresel likidite koşullarının yüksek düzeyde oynak olmasına ve yükselen piyasa ekonomileri üzerinde belirsizliğe bağlı yayılma etkileri ile makroekonomik istikrarsızlık sorunlarının yaşanmasına neden olmaktadır. ABD ve Euro alanında politika belirsizliğindeki artış, diğer bölgelerin büyümesini olumsuz etkilerken yükselen piyasa ekonomilerinden sermaye çıkışlarına ve finansal piyasa düzeltmelerine yol açmaktadır (IMF, 2013). Nitekim FED guvernörü B. Bernanke'nin Mayıs 2013'te yapmış olduğu niceliksel genişleme programının kademeli olarak sonlandırılacağına ilişkin konuşmasının (taper talk) ardından Brezilya, Endonezya, Hindistan, Güney Afrika ve Türkiye gibi yükselen piyasa ekonomilerinden sermaye çıkışları yaşandığı görülmüştür¹⁶. Belirsizliğin arttığı bu tür dönemlerde, yatırımcılar söz konusu ekonomilere ait varlıklar üzerindeki risklerini azaltırken daha kaliteli varlıklara yönelme (flight-to-quality) davranışı sergilemektedir (Gauvin vd., 2014).

Büyük Sakinlik döneminde, yükselen piyasa ekonomilerinin yüksek enflasyon ve yüksek kamu borcuna bağlı olarak oluşan mali baskınlık sorunları makroekonomik istikrarın sürdürülebilirliği önünde engel oluşturmaktaydı. Fiyat istikrarına odaklı enflasyon hedeflemesi ve esnek kur rejiminde oluşan politika çerçevesinin söz konusu ekonomilerde enflasyonun kontrol altına alınması ve fiyat istikrarının sağlanmasına katkı verdiğini söylemek mümkündür (Şekil 4). Küresel finansal kriz sonrası dönemde ise temel sorun, sermaye akımlarındaki yön değiştirmelere bağlı olarak ortaya çıkan dışsal baskınlık (external dominance) ile başa çıkmak ve Yeni Normale uygun bir politika çerçevesinin geliştirilmesi olarak gözükmektedir.

16 Yükselen piyasa ekonomilerinden sırasıyla, Aralık 2014'te Ruble krizi, Ağustos 2015'te Çin devalüasyonu (Özdemir, 2015), Aralık 2015'te FED'in kriz sonrası ilk faiz artırımı, Kasım 2016'da D.Trump'ın ABD Başkanı seçilmesinin ardından ve en uzun süreli çıkış olan ve Mayıs 2018'ten itibaren başta Arjantin ve Türkiye'yi etkileyen sermaye çıkışları yaşanmıştır.

Şekil 4

Yükselen Piyasa Ekonomilerinde Enflasyon Oranları

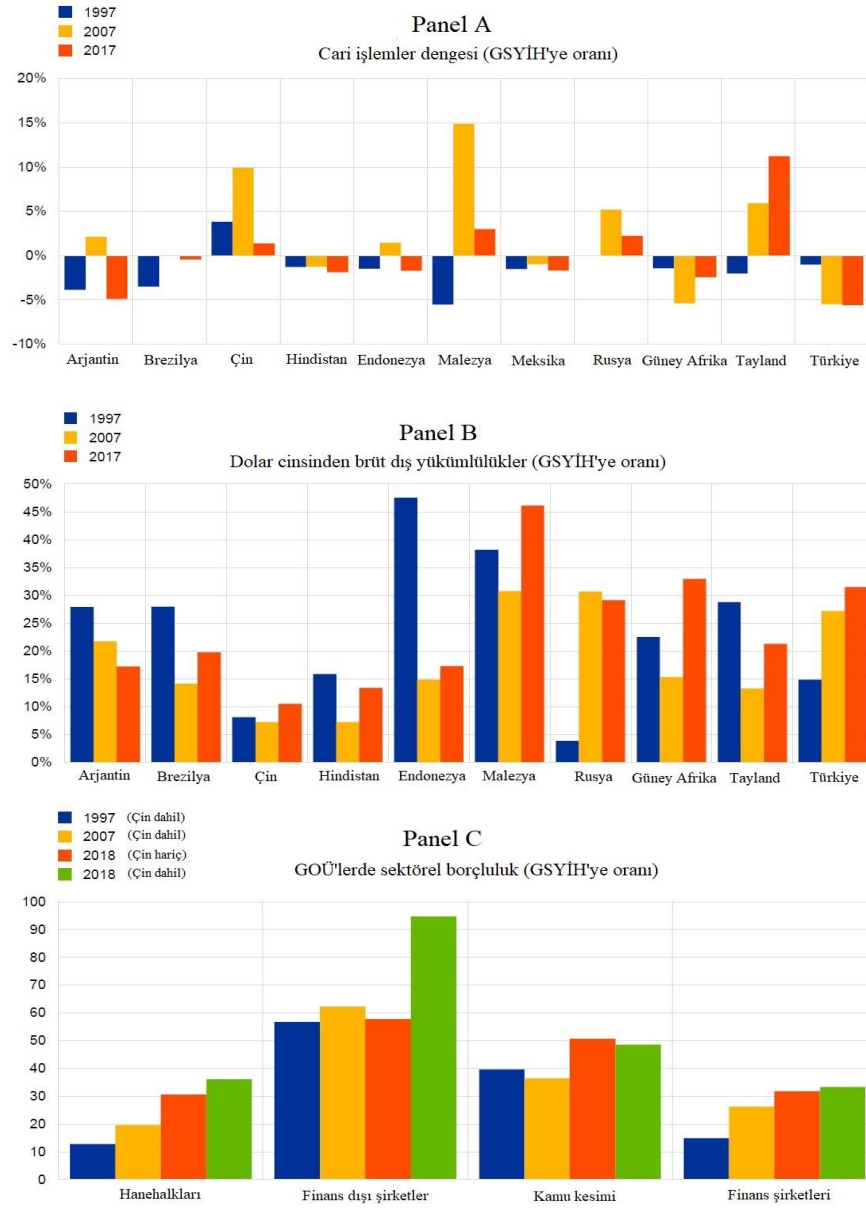


Kaynak: IMF.

Kriz öncesi dönemden farklı olarak; enflasyonun kontrolü, daha güçlü mali pozisyon, esnek kur rejimi, artan rezervler ve derinleşen finansal piyasaların varlığı, yükselen piyasa ekonomilerinin sermaye çıkışlarına yönelik olarak para politikasının gevşetilmesi ve mali alanın kullanılması yoluyla IMF desteği olmaksızın politika tepkisi üretebildiğine işaret etmektedir. Ancak küresel finansal koşullardaki değişmeye bağlı olarak doğabilecek dışsal şoklar ve sermaye çıkışları, makroekonomik ve finansal temeller sağlam olsa bile ekonomiler üzerinde potansiyel etkiler doğurabilmektedir (Eichengreen ve Gupta, 2018). Önceki dönemlere nazaran cari denge açısından daha olumlu bir pozisyonda olan yükselen piyasa ekonomileri olsa da kriz ile birlikte cari açıkları genişleyen (Arjantin ve Türkiye) ve küresel finansal koşullardaki değişmelere duyarlı ülkeler bulunmaktadır (Şekil 5A). Pek çok yükselen piyasa ekonomisinde ABD doları cinsinden yükümlülükler 1990'lı yıllara nazaran azalsa da, Büyük Resesyonun ardından yabancı para yükümlülükleri artmıştır (Şekil 5B). Bu durum, firmaların düşük faiz oranları ve uygun küresel finansal koşulların sağladığı avantajları kullanarak borçlandıklarını yansıtmaktadır (IMF, 2016). Artan borçluluk düzeyleri hane halkları (Mian ve Sufi, 2018) ve finansal olmayan kurumların artan kaldıraçları (Şekil 5C), yükselen piyasa ekonomilerinde makro-finance risklerin birikmesine yol açmaktadır. Yükselen piyasa ekonomileri bu durumda, küresel finansal döngüye karşı politika tepkisi verebilmek için manevra alanının kaybı ile karşı karşıya kalmaktadır (BIS, 2014).

Şekil 5

Yükselen Piyasa Ekonomilerinde Cari İşlemler Dengesi, Dolar Cinsinden Brüt Dış Yükümlülükler ve Sektörel Borçluluk Oranları



Kaynak: ECB, 2018.

Bu çerçevede küresel finansal döngü söz konusu ekonomiler için belirgin politika açmazlarına neden olmaktadır (Obstfeld, 2015). Gelişmiş ülkelerin toplam talebi desteklemeye yönelik para politikaları, döviz kurlarını değersizleştirerek (depreciation), yükselen piyasa ekonomilerinin kurları üzerinde değerlenme (appreciation) baskısı oluşturmaktadır. Yükselen piyasa ekonomileri merkez bankaları ise faiz oranlarındaki büyük ve oynaklık gösteren farklılıklardan kaçınabilmek amacıyla politika faiz oranlarını, gelişmiş ülkelerin para politikası davranışına göre ayarlamak zorunda kalmaktadır. Böylelikle, gelişmiş ülke merkez bankalarının politika faiz oranları gevşediğinde (ya da sıkılaştığında) yükselen piyasa ekonomilerinin politika faiz oranlarında da gevşeme (ya da sıkılaşma) görülmektedir (Hoffman ve Bogdanova, 2012; Borio, 2017a).

Politika faiz oranlarındaki farklılık ve küresel finansal koşullara bağlı olarak sermaye akımları, yükselen piyasa ekonomilerinde döviz kurunun değerlendirildiği ve kredi büyümesinin el ele olduğu bir genişletici mekanizmayı tetiklemektedir. Kurun değer kazanması bir yandan hane halklarının daha fazla borçlanmasına ve ajanların daha olumlu bir risk görünümüne sahip oldukları yönünde bankaların ikna olmasına yol açabilir. Öte yandan, bilançoları güçlenen firmalara borç vermek için bankaların daha fazla istekli olması söz konusu olabilir. Bu tür dinamikler, firmaların yabancı para cinsinden borçlu oldukları durumlarda daha güçlü ortaya çıkmaktadır. Tüm bu faktörlere bağlı olarak ise kredi genişlemesi ivme kazanmaktadır (Turner, 2015). Döngünün genişleme aşamasında gevşeyen kredi koşulları, varlık fiyatlarında (örneğin gayrimenkul için) bir artışa yol açarak balon dinamiği de ortaya çıkarabilir. Bu ise kaynak tahsisini üretken sektörler değil düşük üretkenliğin olduğu sektörler kaydırmaktadır. Düşük faiz oranları ve geniş çaplı sermaye girişleri, ticarete konu olmayan sektörlerin (inşaat ya da finans gibi) tarımsal ürünler ve imalat sanayi gibi ticarete konu olan sektörler aleyhine genişlemesi ile sonuçlanmaktadır¹⁷ (Benigno vd., 2015).

Para politikasının yürütülmesi açısından değerlendirildiğinde yükselen piyasa ekonomileri; enflasyonu kontrol altına almak ve kredi büyümesini

17 Döngünün genişleme aşamasında bankacılık sistemi, borç verme konusunda daha fazla müsamahakâr (debt forbearance) davranarak daha az etkin firmalara kredi verme eğilimi gösterip kaynak tahsisini bozabilmektedir (BIS, 2014). Döngü tersine döndüğünde ise kriz yönetimi için gerekli olan düşük faiz oranları, bilançoların onarımı ile krizin çözülmesi (crisis resolution) sürecini, borçlu olan firmaları ayırtıştırmanın güçlükleri ve olası zombi firmaların varlığı nedeniyle geciktirerek söz konusu firmaların daha uzun süre ayakta kalmasını ve diğer firmaları dışlanmasını beraberinde getirebilmektedir. Bu haliyle, finansal döngü üretkenliğe olan etkileri aracılığıyla kaynak tahsisi üzerinde birinci derece ve kalıcı dinamikler ortaya çıkarmaktadır (Borio, 2018).

önlemek için politika faiz oranlarını yükselttiklerinde daha fazla sermaye girişini teşvik etmekte, öte yandan sermaye girişlerini yavaşlatmak için faiz oranlarını düşürdüklerinde ise iç talebi uyarmakta ve kredi genişlemesi ve ekonominin ısınması ile karşılaşmaktadır. Bir diğer deyişle, ekonominin ısındığı politika ortamında fiyat istikrarına yönelik faiz düzeyinin finansal istikrar için yetersiz kalması, resesyon durumunda ise finansal istikrar için daha düşük bir faiz oranına ihtiyaç duyulması söz konusu olmaktadır. Bu nedenle pek çok yükselen piyasa ekonomisinin, krizin ardından fiyat istikrarı yanında sermaye akımlarının doğuracağı makro finansal riskleri kontrol altına alabilmek için alet çantalarını makro-ihtiyati politika araçları ile genişlettikleri görülmektedir¹⁸.

Küresel Finansal Döngü ve TCMB'nin Politika Açmazları

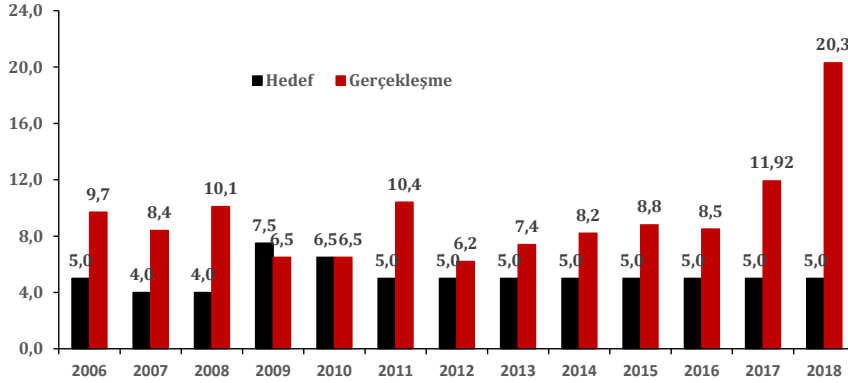
Küresel finansal kriz öncesi dönemde Türkiye ekonomisinde benimsenen iktisat politikaları, Büyük Sakinlik döneminin Jackson Hole Uzlaşması ile şekillenen politika çerçevesi ile örtüşmektedir. Döviz kuru hedeflemesinin 2000-01 finansal krizi ile çökmesinin ardından esnek kur rejimi benimsenmiş ve TCMB yasal olarak bağımsız kılınmıştır. TCMB, yasal amacı olan fiyat istikrarını sağlamak için 2002 yılında örtük (implicit) olarak enflasyon hedeflemesini benimsemiştir. Başarılı dezenflasyon süreci, disiplinli maliye politikası ve yapısal reformların ardından (Ersel ve Özatay, 2008) TCMB, Ocak 2006'dan itibaren açık (full-fledged) enflasyon hedeflemesini uygulamaya koymuştur.

Küresel finansal krize kadar olan dönem itibariyle uygulanan para politikasını, ortodoks enflasyon hedeflemesi olarak nitelemek mümkündür. Bu dönemde TCMB'nin, para politikasının kredibilitesini inşaya yöneldiği ve faiz oranı tepkilerinin, ciddi bir enflasyon karşıtlığı içerdiği gözlenmiştir (Rossi ve Rebucci, 2004; Yazgan ve Yılmazkuday, 2007). Öte yandan para politikasının başarısında, Büyük Sakinlik döneminin etkisiyle döviz kurları ve finansal piyasalarda oynaklığın (volatility) azalması ve risk priminde düşüşlerin önemli rolü olduğu ortaya konulmuştur (Akyürek ve Kutun, 2008). Bu dönemin ayrıca, Türkiye ekonomisinin büyüme performansı ile beraber ele alındığında başarılı ve ayırt edici (distinguishing) bir makroekonomik performansı içerdiği kabul edilmektedir (Akat ve Yazgan, 2013; Acemoğlu ve Üçer, 2015).

18 Gerek gelişmiş gerekse yükselen piyasa ekonomilerinde konuya ilişkin olarak yapılan tartışmalar ve politika önerileri için Özdemir (2014)'e bakılabilir.

Şekil 6

Enflasyon Hedefleri ve Enflasyon Gerçekleşmeleri (2006-2018)



Kaynak: TCMB.

Ekim 2008-Nisan 2010 arasındaki kriz döneminde TCMB'nin uyguladığı dengeleyici para politikası, daha esnek bir enflasyon hedeflemesi uygulaması ve etkin bir likidite stratejisi ile Türkiye ekonomisinin krizden hızlı bir biçimde çıkışına imkân vermiştir (Özdemir, 2013). Enflasyonun 2006-2016 döneminde ortalama %8,2'lik bir seviye ile yüksek seyrini koruduğu ve TCMB'nin önemli düzeyde enflasyon hedefinden uzak kaldığı gözlenmiştir (Şekil 6). Enflasyon hedeflerine ulaşamamasında, TL'nin değer kaybı ile yaşanan döviz kuru gelişmeleri ve işlenmemiş gıda fiyatlarının yüksek seyri belirleyici rol oynamıştır (Kara vd., 2017). Bu dönem, TCMB'nin 2010 yılı son çeyreğinden itibaren uygulamaya koyduğu yeni politika bileşimi (new policy mix) çerçevesinde, fiyat istikrarı ve finansal istikrar amacının birlikte gözetildiği bir niteliğe sahiptir¹⁹. Mayıs 2018'ten itibaren ise TCMB'nin enflasyonun kontrolünü belirgin bir biçimde kaybettiği ve Ağustos 2018'de yaşanan kur şokunun etkisiyle 2018 yılsonu enflasyonunun %20,30 düzeyine ulaştığı görülmüştür.

Kriz sonrasında, pek çok yükselen piyasa ekonomisinde olduğu gibi, Türkiye ekonomisine yönelik olarak artan sermaye girişleri kredi genişlemesine neden olurken cari dengenin de bozulmasına yol açmıştır.

¹⁹ TCMB'nin yeni politika bileşimini uygulamaya koymasında, Yeni Normal ile oluşan küresel politika ortamına uyum sağlama amacı kadar, politika yapıcılarının düşük faiz oranlarına yönelik tercihlerinin varlığında, tek haneli düzeye inen kısa vadeli faizlerin hüküm sürdüğü bir politika ortamını kalıcı kılma arzusu da rol oynamıştır (Özdemir, 2013).

Değerlenen TL, tüketimi artırarak ithalatı büyütürken dış talebin zayıf olmasının da katkısıyla ihracatı olumsuz etkilemiştir. Kredi stoğundaki değişim ve cari açığın GSYİH'ya oranları arasında gözlenen güçlü ilişki ve kısa vadeli sermaye girişlerinin payındaki artış küresel risk iştahındaki değişmelere karşı ekonominin kırılganlığını artırmıştır (Kara,2013). Ani duruş (sudden stop) riskine bağlı olarak artan makroekonomik ve finansal istikrar(sızlık) kaygıları karşısında TCMB, kısa vadeli sermaye akımlarındaki oynaklığın konjonktürel döngü üzerindeki etkilerini kontrol etmek amacıyla tasarladığı yeni politika bileşimini Kasım 2010'da uygulamaya koymuştur (TCMB, 2011).

Enflasyon hedeflemesi altında, fiyat istikrarı ve finansal istikrar için ortak bir politika çerçevesi sunan yeni politika bileşiminde, kredi büyümesine yönelik olarak zorunlu karşılıklar ve diğer makro-ihtiyati araçlar kullanılırken politika davranışı gecelik faiz oranları yerine politika enstrümanı olarak belirlenen haftalık repo faizi ile gerçekleştirilmektedir. Politika bileşimine, potansiyel değiş-tokuş etkilerini sınırlandırmak için faiz koridoruna dayalı fonlama (döngüsel bir araç olarak) ve rezerv opsiyon mekanizması (ROM, yapısal araç olarak) eklenmiştir. Piyasa faiz oranlarının politika faiz oranlarına yakın bir yerde oluşmasını sağlamayı amaçlayan faiz koridorunun genişliği, bankacılık sisteminin yarattığı kredi genişlemesini etkilemek ve finansal akımların yol açtığı kur oynaklığını istikrarlı kılmak için önemli bir rol oynamaktadır. Piyasa faizlerinin politika faizlerinden ayrıştırılabilmesi kredi ve döviz kuru kanalını ayrı ayrı etkileme olanağı sağlamaktadır. Sermaye akımlarının yoğun olduğu dönemlerde koridorun aşağı doğru genişletilmesi, oynaklığı sınırlayarak kredi büyüme hızını yavaşlatmaktadır. Sermaye girişlerinin zayıfladığı dönemlerde ise koridorun yukarı yönlü genişletilmesi ile döviz kuru oynaklığı azaltılabilmektedir (Aysan vd., 2014). Ayrıca ROM mekanizması, sermaye akımlarındaki oynaklığın döviz kuru ve finansal piyasalar üzerindeki etkilerinin yumuşatılması, bankaların likidite yönetimlerine esneklik kazandırılması ve döviz rezervlerinin güçlendirilmesini temin etmektedir (Ermişoğlu vd., 2013a).

TCMB, yeni politika bileşiminin fiyat istikrarı amacını tehlikeye atmadan finansal istikrarın sağlanmasında etkili olduğu ve ekonominin yumuşak inişi ve dengelenmesini sağladığı görüşündedir (Kara, 2013; Aysan vd., 2014). Ayrıca Özdemir ve Arabacı (2012), yeni politika bileşiminin, makro-finance risklerin kontrol altına alınmaması halinde ani duruşa bağlı olarak doğabilecek finansal kriz riski ile ilgili olarak TCMB'nin sahip olduğu endişenin giderilmesinde başarılı olduğunu ortaya koymuştur²⁰.

20 Yeni politika bileşiminin tasarım, uygulama, şeffaflık ve etkinlik açısından önemli eleş-

Bununla birlikte, gelişmiş ülkelerin konvansiyonel olmayan para politikaları ve sermaye akımlarının yol açtığı politika açmazları karşısında yeni politika bileşimi, finansal döngü durgunluğu ve küresel finansal döngü çerçevesinde TCMB'nin para politikası ve Türkiye ekonomisi için özellikle Mayıs 2013 sonrası dönem itibariyle önemli politika yansımaları ortaya koymuştur.

Finansal döngü durgunluğunun ortaya koyduğu sonuçlar ve küresel finansal döngünün TCMB üzerinde oluşturduğu kısıtlar fiyat istikrarı ile finansal istikrar arasında ortaya çıkan çatışma üzerinden kendini göstermektedir. Politika amaçları arasında oluşan değiş-tokuş ilişkileri ise, Türkiye ekonomisinin büyüme dinamikleri ve kronik dış finansman bağımlılığının varlığında para politikasının asıl işlevleri ötesinde üzerine aşırı yük binmesini beraberinde getirmiştir.

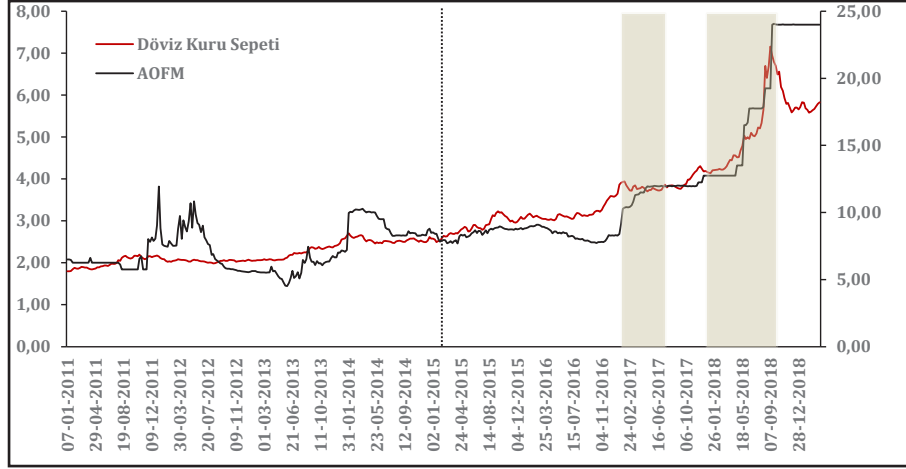
Fiyat İstikrarı Amacının Önceliğini Kaybetmesi ve Para Politikası Belirsizliği

TCMB, yeni politika bileşiminin uygulanmaya başlanmasının ardından, finansal istikrar amacını da içerecek şekilde daha esnek bir para politikası davranışı benimsemiştir. Politika tercihlerindeki farklılaşma, TCMB'nin fonlama maliyeti ile döviz sepetinin seyrini bir araya getiren Şekil 7 üzerinden ele alınabilir.

tirilere konu olduğunu belirtmek gerekir (Üçer, 2011; Özatay, 2011).Belirtilmesi gereken bir diğer husus, başta Bankacılık Düzenleme ve Denetleme Kurumu (BDDK) olmak üzere politika yapıcılarının aldığı makro-ihtiyati önlemlerin yeni politika bileşiminin başarısına katkı verdiğidir. Çalışmanın kapsamı açısından, söz konusu önlemlere yer verilmemiştir.

Şekil 7

TCMB Fonlama Maliyeti ve Döviz Kuru Sepeti



Kaynak: TCMB.

Yeni politika bileşiminin geçerli olduğu ilk dönemde TCMB'nin fonlama maliyetini, mümkün olduğunca döviz kuru sepetindeki değer kaybının altında tutmaya çalıştığı gözlenmektedir. Yeldan vd. (2014), 2010-2013 dönemi itibarıyla TCMB'nin döviz kurundaki dalgalanmaları ve enflasyonu göz ardı ederek sermaye akımlarındaki oynaklığı sınırlamak amacıyla faiz oranlarının istikrarını amaçladığını ortaya koymuştur. Ancak, TCMB'nin kurdaki değer kayıplarını tolere eden bu tür bir politika davranışı, özel sektörün açık pozisyonunun yüksekliği ve fiyatlama davranışları üzerindeki olumsuz etkileri nedeniyle sınırlıdır. Yeni Normal ile oluşan politika ortamı, faiz oranlarını istikrarlı kılma amacını gerekli kılrsa da söz konusu politikanın gereğinden fazla sürdürülmesi, fonlama maliyetinde sert düzeltmelerin (Şekil 7, FED'in 'tapering' sürecini izleyen süreçte Ocak 2014 için ya da 2017 yılının ilk yarısında olduğu gibi) yaşanmasını beraberinde getirmiştir. Yeldan vd. (2014), bu durumu TCMB'nin zayıf olan kredibilitesi, yetersiz iletişim ve yeni politika bileşiminin karmaşık doğası ile açıklamaktadır. Gürkaynak vd. (2015), krizin hemen ardından para politikasında yapısal bir kırılmanın varlığına işaret ederek TCMB'nin, faiz oranlarını düşürmek için daha hızlı olurken, politika faizini enflasyona yönelik olarak kullanmak konusunda ikircikli davrandığını vurgulamaktadır. Bu nedenle, enflasyonun para politikası ve beklentiler için çapa niteliğini kaybettiği görülmektedir. Ek olarak farklı faiz oranlarından fonlamanın yapıldığı yeni politika bileşimi altında

parasal aktarım mekanizmalarının işleyişinin erozyona uğradığı ve para politikasının yeterince sıkı olmadığı değerlendirilmektedir (IMF, 2017).

Dağlaroğlu vd. (2018), TCMB'nin post-2010 dönemi para politikası davranışında, VIX ve EMBI gibi küresel finansal koşullara ilişkin göstergeler yanında ABD faiz oranlarının belirleyici olduğunu göstermiştir. Benlialper ve Cömert (2015), TCMB'nin FED ve ECB'nin para politikası davranışından önemli ölçüde etkilendiğini ileri sürmektedir. Bu anlamda TCMB'nin para politikası, esnek kur rejimi altında bile gelişmiş ülke merkez bankalarının para politikası tarafından sınırlanmaktadır. Bu haliyle TCMB'nin para politikası davranışı, Rey'in (2013) küresel finansal döngü çerçevesinde ortaya koyduğu trilemmanın dilemmaya dönüşmesi ile örtüşmektedir. Öte yandan bu durum, kriz öncesi dönemde ortodoks enflasyon hedeflemesinin elde ettiği başarıda döviz kuru istikrarının oynadığı role ilişkin tartışmaları beraberinde getirmektedir. Benlialper ve Cömert (2016), 2002-2008 dönemi itibarıyla TCMB'nin, TL'nin değerlendirilmesini tolere ederken, değer kayıplarına agresif bir biçimde tepki vererek asimetrik bir politika davranışı gösterdiğini vurgulamaktadır. Benzer şekilde Cıvır ve Akçağlayan (2010), 2001-2009 döneminde TCMB'nin döviz kuru değişimlerine güçlü politika tepkisi ürettiğini ileri sürmüştür. Özdemir vd. (2017), ortodoks enflasyon hedeflemesi döneminde gözlenen asimetrik politika davranışının finansal istikrar amacının fiyat istikrarı amacını baltalaması nedeniyle kriz sonrası dönemde ortadan kalktığına işaret etmektedir.

Gelişmiş ülke merkez bankalarının para politikalarını normalleştirme yönünde attığı adımlar karşısında TCMB, Ağustos 2015'te duyurduğu yol haritası kapsamında, FED'in faiz artırımının ardından politika faiz oranının temel enstrüman olarak kullanıldığı ortodoks çerçeveye döneceğini ve para politikasını sadeleştireceğini duyurmuştur (TCMB, 2015). Ancak, gelişmiş ülke merkez bankalarının normalleşme sürecindeki ılımlı seyir karşısında TCMB'nin ortodoks çerçeveye dönüşünün gecikmesi, kredibilitesini erozyona uğratmıştır. Dahası, TCMB'nin para politikası davranışında konvansiyonel çerçeveye dönmek yerine araç setinde sürekli genişlemeye giderek fonlama maliyetini ayarladığı gözlenmiştir.²¹

21 Kasım 2016'da ABD 'de yapılan Başkanlık seçimleri ile D.Trump'ın seçilmesinin ardından küresel düzeyde artan belirsizlikler ve yükselen piyasa ekonomilerine yönelik sermaye akımlarının zayıflama eğilimine girmesi ile TL'de değer kayıpları yaşanmıştır (Şekil 8). TCMB, Ocak 2017'de para politikası için 'likidite mühendisliği' niteliği taşıyan bir tercihle mevcut araç setine geç likidite penceresini (GLP) de eklemiştir. TCMB, GLP uygulamasının para politikasının yürütülmesi açısından temel teorik çerçevesinde bir değişiklik anlamına gelmediğini ve Ağustos 2015'te açıkladığı 'sadeleşme' tercihinin korunduğunu duyurmuştur (TCMB, 2017). Ancak bu dönemde ortodoks çerçeveye dönülmemesi TC-

Ulaşılamayan enflasyon hedefleri ve sürekli güncellenen enflasyon tahminleri yanında temel politika faiz oranının kullanıldığı çerçeve için istekli olunmadığı yönündeki görünüm, para politikası ile ilgili olarak ciddi bir belirsizliğe yol açmıştır.

Yeni Normalin ortaya koyduğu küresel politika ortamı, küresel finansal döngüye duyarlı olan yükselen piyasa ekonomileri için döviz kuru değişimlerinin seyrine bağlı olarak makroekonomik istikrarsızlık riskini sürekli bir biçimde gündemde tutmaktadır. Böyle bir ortamda para politikası belirsizliğinin, TCMB'nin sürekli olarak eğrinin arkasında kalan (behind the curve) bir davranış içinde olmasına ve kur değişimleri karşısında uzun bir süre tepkisiz kaldıktan sonra gerçekleştirdiği sert ayarlamaların refah maliyetlerinin yükselmesine neden olduğu görülmüştür. Mayıs 2018'den itibaren yükselen piyasa ekonomilerinde yaşanan sermaye çıkışları ve artan belirsizlik karşısında TCMB, para politikası sadeleşme sürecinin tamamlanması kararını almıştır²². 2018 yılının ikinci yarısından itibaren döviz kuru gelişmelerinin şiddetlenmesi ile Türkiye ekonomisi Ağustos 2018'de keskin bir kur şoku yaşamıştır. Yükselen enflasyon, TL'de gözlenen değer kayıpları ve bozulan fiyatlama davranışları ile beraber finansal piyasalarda gözlenen yüksek oynaklık karşısında TCMB, sert bir politika tepkisi göstermek durumunda kalmıştır²³(Şekil 7).

Yeni politika bileşiminin uygulanmaya başlandığı dönem ve sonrasında, ulaşılabilen enflasyon hedefleri ve yüksek enflasyon oranlarının varlığı TCMB'nin para politikası davranışını finansal istikrar amacına yönelik olarak gerçekleştirdiğini ve fiyat istikrarı amacının önceliğini kaybettiğini göstermektedir. Finansal döngü durgunluğu görüşü çerçevesinde bu durum, sermaye hareketlerinin varlığında fiyat istikrarını sağlayan faiz oranı ile finansal istikrarı sağlayan faiz oranının farklı olmasının

MB'nin faiz indirimleri için fırsatçı bir davranış gözetmediği yönünde yargıların pekişmesine neden olmuştur.

22 Para politikası operasyonel çerçevesinin normalleştirilmesi amacıyla Mayıs 2018'de yapılan Para Politikası Kurulu (PPK) toplantısında, Haziran 2018'den itibaren geçerli olmak üzere haftalık repo ihale faiz oranı TCMB politika faizi olarak fonlama faizine (% 16,5) eşitlenmiştir. Ayrıca, gecelik vadede borçlanma ve borç verme oranları haftalık repo ihale faiz oranına kıyasla +/- 150 baz puanlık bir marj ile belirlenecektir (TCMB, 2018a).

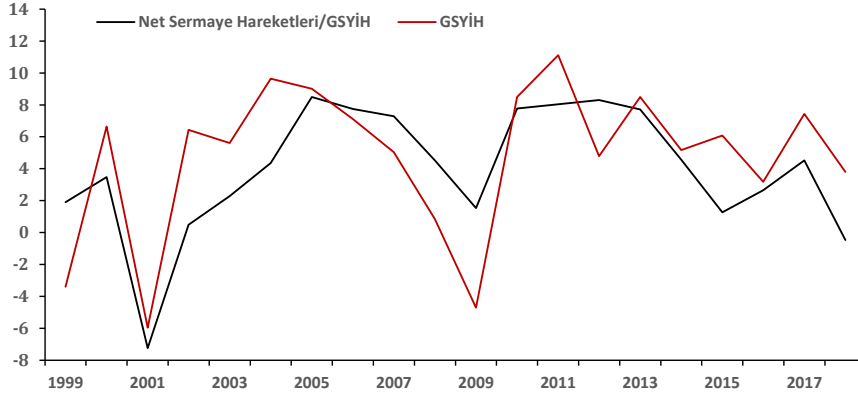
23 TCMB'nin Temmuz 2018 PPK toplantısında iktisadi faaliyet hacminde öncü göstergelerin işaret ettiği dengelenme eğilimi ve iç talep üzerinden enflasyon baskısının zayıflayabileceği yönündeki görüşüne bağlı olarak politika faiz oranını sabit tuttuğunu belirtmek gerekir. Eylül ayı PPK toplantısında ise haftalık repo ihale faiz oranını 625 baz puan artışla yüzde 17,75 düzeyinden yüzde 24 düzeyine yükseltmiştir (TCMB, 2018b).

sonuçlarını yansıtan bir içeriğe sahiptir. Bu haliyle, Türkiye ekonomisi için fiyat istikrarı ile finansal istikrar arasında bir çatışmanın doğduğu açıktır.

Büyümenin Önceliği ve Politika Açmazları

TCMB'nin politika davranışında fiyat istikrarı amacının önceliğini kaybetmesini, gelişmiş ülke merkez bankalarının para politikası normalleşme süreci ile olan ilişkisi ve para politikası belirsizliğinin ötesinde değerlendirmek gerekmektedir. Türkiye ekonomisinin temel karakteristiklerinden biri, büyüme ile cari açık arasında gözlenen yakın ilişki ve buna bağlı olarak ekonominin kronik dış finansman bağımlılığıdır. Dış finansman ihtiyacının kısa vadeli sermaye girişleri ile karşılanması söz konusu olduğunda, finansal istikrar amacını cari açıktan (büyümeden) ayrı olarak ele almak mümkün değildir.

Tarihsel olarak, büyüme ile sermaye hareketleri arasında gözlenen güçlü ilişki, sermaye girişlerinin yoğun olduğu dönemlerde büyüme performansının yükselmesini beraberinde getirmektedir. Aksine, 2000-01 krizi ve küresel finansal krizde olduğu gibi, sermaye çıkışları büyümeyi olumsuz etkilemektedir (Şekil 8). Bu yönüyle Türkiye ekonomisi, sermaye akımlarına bağlı olarak gerçekleşen büyüme-küçülme döngülerine (boom-bust cycles) uygun bir yapı göstermektedir. Cıvcir ve Varoğlu (2019), ekonominin ABD ve Euro alanında meydana gelen parasal şoklar ve küresel emtia fiyatlarında yaşanan şoklara karşı kırılgan olduğunu göstermiştir. Açıktır ki bu özellik, küresel risk iştahındaki değişimlere karşı Türkiye ekonomisini yüksek düzeyde duyarlı kılmaktadır (Kara, 2013). Bu yönüyle, TCMB'nin fiyat istikrarı amacının önceliğini kaybetmesi, Türkiye ekonomisinin kriz sonrası büyüme dinamiklerinin anlaşılmasını gerektirmektedir (Yeldan ve Ünüvar, 2016).

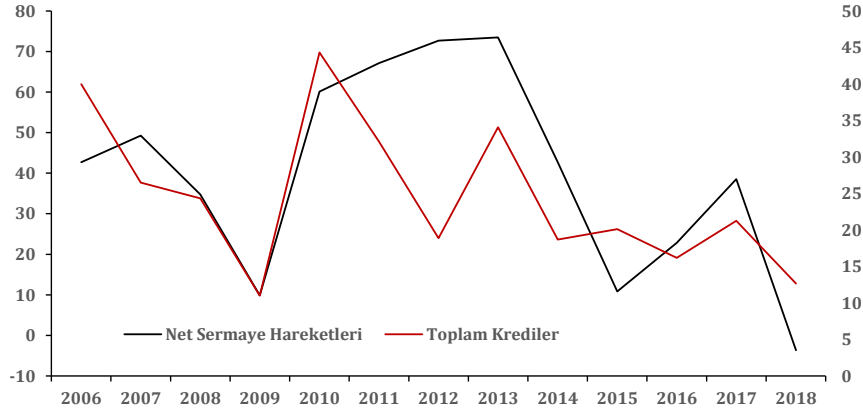
Şekil 8*Net Sermaye Hareketleri ve Büyüme (1999-2018)*

Kaynak: TCMB.

Türkiye ekonomisinde, net sermaye hareketleri ile toplam kredi büyümesi arasında yakın bir ilişkinin varlığı gözlenmektedir (Şekil 9). Net sermaye girişleri ile reel kredi döngüsü arasında anlamlı ve pozitif bir ilişkiye (Özatay, 2016) ve sermaye girişlerinin reel kredi artışının öncü göstergesi olduğuna (Togan ve Berument, 2011) işaret eden ampirik kanıtlarda bu gözlemi desteklemektedir. Ayrıca, banka kredileri ve büyüme arasında güçlü ve pozitif ilişkinin varlığı söz konusudur (Ermışoğlu vd., 2013). Telatar (2011), cari açığın temel kaynaklarından birisinin tüketici kredileri olduğuna dikkat çekmektedir. Binici vd. (2016), Türkiye’de kredi piyasası gelişmelerinin iktisadi faaliyet ile önemli ölçüde eş zamanlı hareket ettiğini ve kredi piyasası ve konjonktürel döngü arasında pozitif yönlü yüksek ilişkinin varlığını ortaya koymuştur. Kredilere bağlı finansal döngülerin süresi ortalama olarak konjonktürel döngüden daha uzun sürmektedir. Ek olarak, konjonktürel döngüdeki daralmaların büyüme ile sona erdiği ancak kredi piyasalarındaki toparlanmanın ise büyümeyi belirli bir süre ile takip ettiği görülmüştür. Bu açıdan, Türkiye ekonomisinde sermaye girişleri ve kredi büyümesinin, büyüme dinamikleri üzerinde belirleyici rol oynadığı anlaşılmaktadır.

Şekil 9

Net Sermaye Hareketleri ve Toplam Kredi Büyümesi (2006-2018)



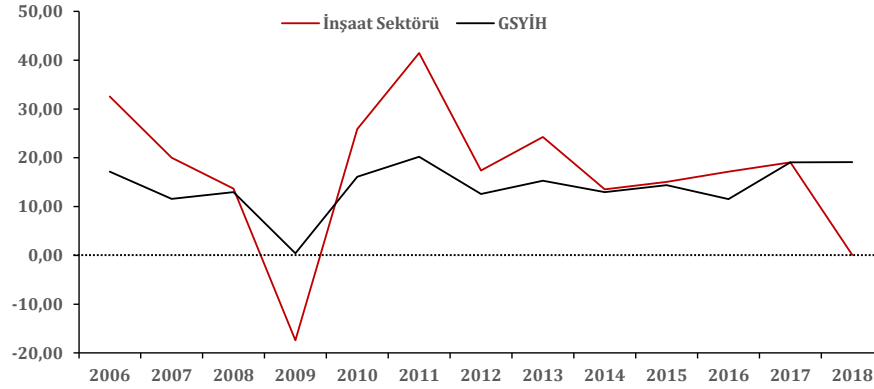
Not: Serilerin hareketli toplamaları alınmıştır. Net sermaye hareketleri; doğrudan yatırımlar, portföy yatırımları ve diğer yatırımların toplanması ile elde edilmiş ve sol ekseninde (milyar dolar) gösterilmiştir. Toplam kredi büyüme oranları (%) sağ ekseninde gösterilmiştir.

Kaynak: TCMB.

2000'li yıllardan günümüze Türkiye ekonomisinin büyüme dinamikleri ile ilgili temel eğilimlerden biri, inşaat sektörünün GSYİH ve toplam istihdam içerisindeki payının artış göstermesidir. Demiralp vd. (2015), inşaat sektöründe 2006 öncesi dönemde gözlenen büyümenin kriz sonrası dönemde özellikle özel sektör için ortadan kalktığını ve sanayi sektörünün GSYİH içindeki payının azalmasının küresel finansal kriz öncesi döneme ait bir olgu olduğunu vurgulamıştır²⁴. Türkiye İstatistik Kurumu'nun (TÜİK, 2016) GSYİH verileri ile ilgili 2009 yılını baz alarak yapmış olduğu revizyona göre ise, büyüme oranlarında gözlenen sıçramada, 1998 baz yılındaki payına göre önemli ölçüde yükseliş gösteren inşaat yatırımlarının rolü bulunmaktadır²⁵. Bu bağlamda, inşaat sektörünün post-2010 döneminde GSYİH'nin üzerinde büyüdüğü gözlenmektedir (Şekil 10).

24 Ayrıca Günlük-Şenesen vd. (2013), ara malı ithalatının pek çok sektörde gözlenmesi nedeniyle inşaat sektörünün diğer sektörlerin istihdamını uyarmada zayıf olduğunu ileri sürmektedir.

25 TÜİK'in GSYİH hesaplarına ilişkin revizyonu, eski ve yeni seri arasında gözlenen dikkat çekici farklar nedeniyle eleştirilere konu olduğunu belirtmek gerekir (Boratav vd., 2017; Aydoğuş, 2018).

Şekil 10**İnşaat Sektörü ve GSYİH Büyüme Oranları (2006-2018)**

Not: Yıllık % değişim olarak verilmiştir.

Kaynak: TCMB.

Günay ve Kılınç (2011), Türkiye ekonomisinde, ticarete konu olmayan sektörlerin (inşaat ve ticaret gibi), ticarete konu olan sektörlerle (imalat sanayi gibi) nazaran daha fazla finansal kısıta sahip olduğunu ve krediye olan yüksek bağımlılıkları nedeniyle konjonktürel döngüye duyarlı ve daha oynak bir yapı sergilediklerini göstermiştir. Sektörlerin GSYİH'ye katkıları ve ticari krediler içindeki payları dikkate alındığında, kriz sonrası dönemde inşaat sektörünün büyümeye olan katkısı artarken diğer sektörlerle görece ticari krediler içindeki payının (enerji sektörü ile birlikte) ciddi yükseliş kaydettiği izlenmektedir. Buna karşın, inşaat sektörüne görece çalışılan saat başına yüksek katma değer üreten imalat sanayinin ticari krediler içindeki payı ciddi bir biçimde azalmıştır (Tablo 2). Finansal döngü durgunluğu görüşüne uygun bir biçimde, bu durum, düşük verimliliğe sahip olan inşaat sektörünün kredi akımlarındaki payının arttığına işaret etmektedir.

Bu çerçevede, sermaye girişlerinin olduğu dönemlerde artan kredi genişlemesi, inşaat sektörünün sürükleyiciliği ile iç talebi artırmakta ve büyüme üzerinde olumlu etkiler doğurmaktadır. Bu durumda, sermaye girişlerini caydırmak için konvansiyonel politika tepkisi ile faiz oranlarının düşürülmesi kredi genişlemesi ve iç talebin daha fazla uyarılmasıyla finansal istikrar(sızlık) riskini ortaya çıkarabilir. Öte yandan, faiz oranını yükseltmek enflasyonist baskıları kontrol altına almayı mümkün kılarsa da TL'nin daha fazla değerlenmesi ve cari dengenin daha kötüleşmesine

neden olabilir. Bu tür bir politika açmazı karşısında, ekonominin iç ve dış dengesi için ihtiyaç duyulan faiz oranları farklılaşmakta ve politika faiz oranı dışında daha fazla araç kullanımına ihtiyaç duyulmaktadır (Özatay, 2011). Bu haliyle yeni politika bileşimi, TCMB'nin fiyat istikrarına (enflasyona) değil finansal istikrara (büyümeye) yönelik bir politika tercihinde bulunduğunu yansıtmaktadır.

Tablo 2

Sektörlerin GSYİH içinde Katma Değer ve Kredi Payları ile Verimlilikleri

Sektör	Brüt katma Değer (GSYİH'ye Katkı, %)			Çalışılan Saat Başına Katma Değer (2005 TL fiyatlarıyla)	Ticari Krediler İçindeki Payı (%)			
	2007	2012	2017		2007	2012	2017	2007- 2017 deği- şim
İmalat Sanayii	19,5	18,6	20,6	12,4	37,7	32,4	26,6	-11,1
Toptan ve Perakende Ticaret	14,0	13,2	13,9	7,5	20,1	19,5	18,7	-1,4
İnşaat	7,9	8,8	10,0	7,1	8,5	9,8	12,6	4,1
Tarım ve Hayvancılık	8,7	9,1	7,1	-	5,5	5,5	4,7	-0,8
Bilgi ve İletişim	3,1	2,8	2,9	37,5	2,1	2,7	3,6	1,5
Enerji	2,1	2,7	2,5	34,5	4,1	7,2	9,4	5,3

Kaynak: TCMB, 2018c.

TCMB'nin politika davranışını, kriz sonrası kamunun büyüme amacıyla, büyük ölçekli projeler üzerinden inşaat sektörünü desteklemeyi bir politika tercihi olarak benimsemesinden ayrı düşünmek mümkün değildir. Büyüme için kredi genişlemesinin önemi ve inşaat sektörünün artan rolü TCMB'yi sıklıkla faiz indirimine yönelik baskılara maruz bırakmıştır. TCMB, politika yapıcılarının büyüme tercihlerine öncelik vermesi karşısında yeni politika bileşimi çerçevesinde piyasa faiz oranının politika faiz oranından sapmasına izin verirken, politika davranışı için

sinyal veren enstrümanı yetersiz hale gelmiştir²⁶ (Gürkaynak vd., 2015). Büyüme amacının fiyat istikrarına göre öncelik kazanması nedeniyle TCMB, gelişmiş ülkelerin para politikalarında gerçekleşen aşamalı normalleşme sürecinin tanıdığı fırsatı da kullanarak Ocak 2015-Kasım 2016 dönemi boyunca fonlama maliyetini kurdaki değer kaybının altında tuttuğu gevşek bir para politikası davranışı sergilemiştir. Ancak gevşek para politikası davranışı, yukarıda ele alındığı gibi, 2017 yılının ilk çeyreği ve Mayıs-Ağustos 2018 dönemlerinde para politikasının sert bir biçimde sıkılaştırılması ile sonuçlanmıştır (Şekil 7).

Para politikasının ekonomi-politiği açısından, kriz sonrasında gerek gelişmiş gerekse yükselen piyasa ekonomilerinde büyüme tercihlerinin öncelik kazanması nedeniyle merkez bankaları üzerindeki baskıların artması doğal karşılanabilir²⁷. Para politikasının, fiyat istikrarı yanında büyüme, istihdam gibi amaçları da gözetecek şekilde uygulanması, merkez bankalarının bağımsızlığının da erozyona uğramasını beraberinde getirmiştir. Demiralp ve Demiralp (2019), TCMB üzerindeki politik baskıların, politika yapımcıların yüksek işsizlik-yüksek faiz oranlarından oluşan bileşime karşı büyümeye yönelik tercihleri ile birlikte özellikle post-2011 dönemi sonrasında ortaya çıktığını ileri sürmektedir²⁸. Açıkça ki, fiyat istikrarı dışında amaçların varlığı, ilgili amaçlara ulaşamamasında doğabilecek başarısızlığın politik maliyetlerini içermektedir. Bu nedenle, zaten özünde demokrasi açığı (democratic deficit) sorunu olan bağımsızlığın erozyona uğraması ve politika yapımcıların merkez bankalarına yönelik eleştirileri kabul edilebilir bir temele oturmaktadır. Esas olarak gelişmiş ülkelerde merkez bankaları ile politik karar alıcılar arasındaki ilişki ve tartışmalar, para politikasının teknik boyutları ve yasal-kurumsal çerçevelerde köklü bir dönüşümden ziyade politikaların koordinasyonu ile ilgili bir niteliğe sahiptir. Türkiye ekonomisinde ise tartışmalar, diğer politikalar ile olan koordinasyondan ziyade para

26 Gürkaynak vd. (2015), TCMB'nin piyasa faiz oranları ile politika faiz oranı arasındaki ayrışmaya izin vermesini, politika yapımcıların para politikası ile ilgili sınırlı bilgilenme düzeylerinin hiç olmazsa kendisine bir avantaj sağlayabileceği düşüncesiyle gerçekleştirdiğini ileri sürmektedir.

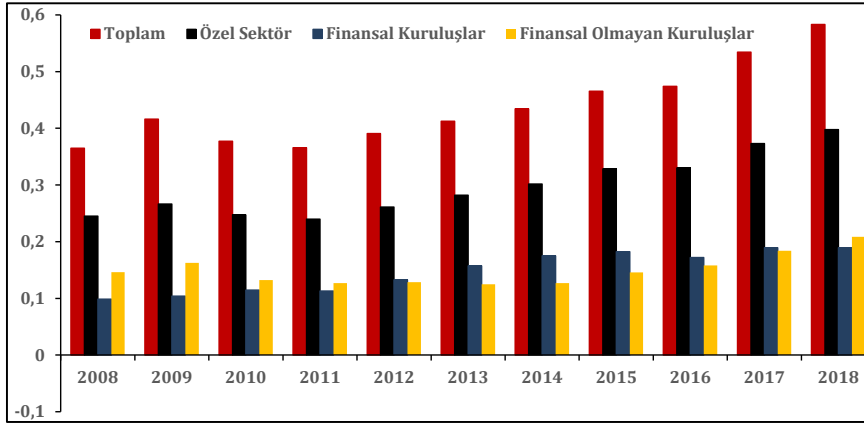
27 Kriz sonrasında, para politikası üzerindeki politik baskıları FED, ECB, BoE gibi gelişmiş ülke merkez bankaları yanında Hindistan, Brezilya, Meksika, G.Afrika gibi yükselen piyasa ekonomilerinde de izlemek mümkündür (Bloomberg, 2018). Ehrmann ve Fratzscher (2011), merkez bankaları üzerinde faiz indirimine yönelik politik baskıların seçim dönemleri öncesinde artış gösterdiğine işaret etmektedir.

28 Bununla birlikte Demiralp ve Demiralp (2019), TCMB üzerindeki baskıların açıklanmasında yüksek-işsizlik-yüksek faiz argümanının yetersiz olduğunu ve faiz oranlarının tarihsel olarak en düşük seviyelere ulaştığı 2013 yılı sonrasında baskıların yoğunlaştığına işaret ederek, artan baskıları kurala bağlı uygulamalarda azalış, kutuplaşma gibi faktörler ile kendisini gösteren politik iklim değişimi ile açıklamaktadır.

politikasının, politika yapıcılar tarafından kamuoyu desteğini almaya yönelik belirli bir egemenlik alanı olarak algılanmasına bağlı bir içerik üzerinden yapılmaktadır. Bu haliyle para politikası ile politika yapıcılar arasındaki ilişkilerin Anna Karenina ilkesi²⁹ ile karakterize edilebilecek bir biçimde, yasal-kurumsal çerçeve düzeyinde merkez bankacılığının ulaştığı standartları yansıttığı ancak ortaya çıkan sorunların kendine özgü nitelikler taşıdığı görülmektedir. Bu çerçevede Yeldan ve Ünüvar (2016), TCMB üzerindeki politik baskıların, kredibilitateye sahip bir para politikası yönetimi için gerçekleştirilen uzun süreli çabalara zarar vererek para politikasının kendisini bir risk faktörü haline getirdiğini vurgulamaktadır.

Şekil 11

Brüt Dış Borç Stokunun GSYİH'ye Oranı (2008-2018)



Kaynak: TCMB.

TCMB için, fiyat istikrarı amacının büyümeye yönelik tercih nedeniyle önceliğini kaybetmesine bağlı olarak ortaya çıkan politika açmazlarının bir diğer boyutunu, finansal döngü durgunluğu görüşüne uygun bir biçimde, kriz sonrasında artan yükümlülük dolarizasyonu oluşturmaktadır (Şekil 5). Türkiye ekonomisi için düşük tasarruf oranlarının varlığı, büyümenin finansmanı için ekonomiyi sermaye girişlerine bağımlı kılarken, yüksek düzeyde yükümlülük dolarizasyonu, kur değişimleri ve kredi döngüsü aracılığıyla finansal istikrar için risk oluşturmaktadır (Özatay, 2016).

Türkiye ekonomisinde şirketler kesiminin genel olarak TL cinsinden

29 L.Tolstoy'un Anna Karenina romanı, "mutlu ailelerin hepsi birbirine benzer, mutsuz ailelerin mutsuzlukları ise kendilerine özgüdür" cümlesi ile başlamaktadır (Tolstoy, 2018).

borçlanma kısıtı altında olduğu ve finansman ihtiyaçlarını döviz cinsinden borçlanarak aştıkları bilinmektedir. Nitekim borç dolarizasyonunun, şirketlerin satış ve istihdam büyümelerini olumlu yönde etkilediği gözlenmektedir (Alp ve Yalçın, 2015). Kriz sonrası dönemde, özel sektörün dış borç stoğu içindeki payı belirgin bir biçimde yükselirken, finansal olmayan kesimin payında da artışlar kaydedilmiştir³⁰ (Şekil 11). Kur şoklarının yaşandığı dönemlerde bankaların kur riskinden korunabilmeleri (hedging) karşısında finansal olmayan kesim, bilanço kanalı aracılığıyla olumsuz etkilenirken borcu döndürmekte (rollover) zorlanmakta ve buna bağlı olarak da bankaların kredi riski yükselmektedir (IMF, 2017). Bu durumda, özellikle ihracatçı olmayan veya üretimde ithal girdi kullanan finansal olmayan kesimin, kur riskine karşı korunmamış bilançoları olumsuz etkilenmektedir. Artan kur riskinin bilançolar üzerinde doğurduğu tahribatı sınırlamak ve enflasyonist baskıları kontrol etmek için politika faiz oranının artırılması ile verilebilecek tepki ise kredi faizlerinin artışı ile şirketler kesiminin finansman maliyetlerinin daha da yükselmesini beraberinde getirmektedir.

TCMB, Mayıs 2018'den itibaren sıkılaşan küresel finansal koşullar ve Ağustos 2018'de yaşanan kur şokunun ardından, fiyatlama davranışlarındaki bozulma ile birlikte yükselen enflasyon ve reel sektörün finansal durumu arasındaki etkileşimin enflasyon dinamiklerinde değişime yol açtığını ve enflasyon belirsizliğini yükselttiğini belirtmektedir. Kur şokuna bağlı olarak oluşan maliyet artışları, karlılık düşüşü ve işletme sermayesi maliyetlerindeki artışın, talep kanalının enflasyona vereceği düşüş etkisini sınırlayacağı vurgulanmaktadır (TCMB, 2018d). Bu çerçevede, Ağustos 2018 kur şoku ve ortaya çıkan sonuçları, para politikasının toplam talebi destekleyici olarak uzun süre kullanılmasına bağlamak mümkündür.

Para Politikası Belirsizliğinden İktisat Politikası Belirsizliğine

Bütün olarak ele alındığında TCMB'nin, Türkiye ekonomisinin özellikle 2013 yılı sonrası büyüme dinamikleri ile küresel finansal döngünün sınırlamaları arasında belirgin politika açmazları yaşadığı anlaşılmaktadır. Para politikası belirsizliği ve büyümenin önceliğine bağlı olarak ortaya çıkan açmazlar, ayrıca, iktisat politikasının temel yönelimi

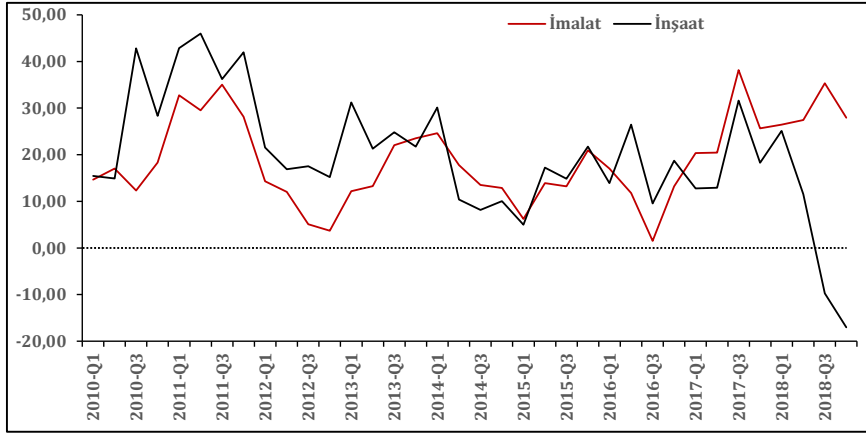
30 Haziran 2009'da Türk Parası Kıymetini Koruma Hakkında 32 Sayılı Karar'da yapılan düzenleme ile hane halklarının döviz cinsinden borçlanmaları yasaklanırken bankaların, döviz kazancı olmayan şirketlere döviz taahhüdü olmaksızın en az 1 yıl vadeli ve 5 milyon dolar tutarlı döviz kredisi verebilme olanağı sağlanmıştır (TCMB, 2009). Mayıs 2018'de yapılan değişiklik ile döviz kredi bakiyesi 15 milyon doların altında olan firmaların döviz kredi kullanımları son 3 yıllık döviz gelirleri ile ilişkilendirilmiş ve dövize endeksli kredi kullanımına son verilmiştir (TCMB, 2018c).

ile ilgili bir belirsizlik olup olmadığına ilişkin görüş farklılıklarına da ışık tutmaktadır³¹.

Yeldan ve Ünüvar (2016), Türkiye ekonomisinin 2000-01 krizi sonrası büyüme dinamikleri değerlendirildiğinde, politika yapıcılarının üretkenlik artışlarına dayalı orta vadeli bir perspektif yerine, sıcak para girişlerine dayalı spekülasyonlu bir büyüme tercihinde bulundukları düşüncesindedir³². Bir diğer deyişle, Türkiye ekonomisinin küresel finansal krize kadar olan dönemde gözlenen büyüme performansı, diğer yükselen piyasa ekonomilerinde olduğu gibi Büyük Sakinlik dönemine ait politika ortamının bir ürünü ve konjonktürün yansıması olarak değerlendirilmektedir. 2000-01 krizi sonrasında, makroekonomik istikrarın sağlanması için atılan önemli adımlara küresel finansal koşullar katkı verse de Büyük Sakinlik döneminin sona ermesinin ardından büyüme performansını sürdürülebilir kılmakta başarılı olunamamıştır (Özatay, 2016). Acemoğlu ve Üçer (2015), küresel finansal krizin, Türkiye ekonomisinin büyüme dinamiklerinde kriz öncesinde gözlenen ve giderek artan zayıflığın maskelenmesinde rol oynadığını ileri sürmektedir.

31 Bu konu, ekonomide özel sektör ile politika yapıcılar arasındaki ilişkiler ve konjonktürel dalgalanmaların açıklanmasına yönelik olarak önemli tartışmaları içermektedir. Teorik düzlemde iktisadi karar alıcıların geleceğe yönelik beklentilerini oluştururken, belirsizliğin olmadığı bir ortamda (ergodic olarak) ve mevcut bilgi setini kullanmak suretiyle rasyonel davranarak kararlarını optimize ettikleri ve sistematik hata yapmadıkları varsayılmaktadır. Oysa, gerçek iktisadi hayatın belirsizliklerle dolu olması (non-ergodic) ve belirsizliğin hakim olduğu politika ortamları bilgi ve optimal karar alma sorunlarını beraberinde getirmektedir. Bu açıdan belirsizliği önemli kılan iki husus bulunmaktadır. İlk olarak, belirsizlik altında karar alırken mevcut veri-bilgi setinin kalitesi ve güvenilirliği alınacak kararın optimal olma düzeyi üzerinde belirleyici rol oynamaktadır. İkinci olarak belirsizlik, özel sektörün karar alırken mevcut veri-bilgi setini girdi olarak hangi düzeyde kullandığı, beklentilerini oluştururken hangi faktörleri dikkate aldığı bir diğer deyişle karar alma sürecinin doğası açısından önemlidir. Burada, kamunun politika tercihlerine (düşük enflasyon-büyüme gibi) yönelik benimsediği öncelikler, özel sektörün optimal kararlar alabilmesi için yol gösterici niteliktedir. Özel sektörün ise karar alırken, pek çok faktörü (örneğin politik istikrar ve yatırım iklimini) dikkate aldığı ve ekonominin geleceğine ilişkin tutumunun (animal spirits) politikaların başarısı için kritik rolü olduğu bilinmektedir. Bu haliyle konjonktürel dalgalanmalar; özel sektörün, politikaların (örneğin işsizliğin düşürülmesi) ya da aktörlerin değişimi (örneğin TCMB guvernörü) ile ilgili sahip olduğu inançlara (beliefs) bağlı olarak açıklanmaktadır (Farmer, 2016).

32 Ünal (2018), sıcak para girişlerine dayalı modelin Türkiye ekonomisini kırılgan kıldığını ve ihracata dayalı rekabetçi bir ekonomi ile uyumlu düşük ücret rejimi gibi kurumsal tamamlayıcıların (institutional complementarities) gerçekleştirilemediğini vurgulamaktadır.

Şekil 12**İnşaat Sektörü ve İmalat Sanayi Büyüme Oranları (2006-2018)**

Not: Yıllık % değişim olarak verilmiştir.

Kaynak: TCMB.

Küresel finansal kriz sonrası dönemde, büyümenin kalitesi ve sürdürülebilirliği ile ilgili tartışmalar, inşaat sektörü lehine olan politika tercihleri üzerinden yapılmaktadır. Sektörün, GSYİH büyümesinin üstünde gösterdiği performans yanında (Şekil 10), GSYİH büyümesine imalat sanayine görece daha fazla katkı verdiği gözlenmektedir. Nitekim Ağustos 2018 kur şokuna bağlı olarak büyümede gözlenen azalışta inşaat sektöründeki daralmanın önemli payı bulunmaktadır (Şekil 12). Karakteristik olarak inşaat yatırımları, diğer sektörleri uyarmasına ve istihdam yaratmasına rağmen dış ticarete konu olmamakta ve sınırlı katma değer yaratmaktadır. Makine ve teçhizat yatırımları ve fabrika gibi yatırımların yarattığı yüksek katma değer ve istihdam ise sürdürülebilir büyüme için daha önemlidir. TÜİK'in (2016) 2009 yılını baz alarak açıkladığı yeni büyüme serisinde ise, makine ve teçhizata yönelik yatırım harcamalarının GSYİH'ye oranında eski seriye nazaran anlamlı bir farklılık bulunmamaktadır. Bu yönleriyle kriz sonrası oynaklık gösteren büyüme performansı, post-2010 döneminde merkez bankası bağımsızlığının erozyona uğraması ve para politikası belirsizliği (Demiralp ve Demiralp, 2019) yanında, sanayi ve üretken sektörlerin ikincil konuma itilmesiyle kendisini gösteren ve uzun süredir hâkim olan spekülasyon büyüme modelinin doğal bir sonucudur (Kolsuz ve Yeldan, 2014).

Dünya Bankası (2016) tarafından yapılan ve Türkiye ekonomisinin 2003-2014 dönemi verimlilik dinamiklerini firma düzeyinde inceleyen çalışma, 2011 yılı sonrasında özel sektör yatırımlarının durgunlaştığı, toplam faktör verimliliğinde negatif artış olduğu ve büyümenin potansiyelin altında gerçekleştiği sonucuna ulaşmıştır. Çalışma, üretkenlik azalışını, 2012 yılı sonrasında kurumların kalitesi ve iş ortamının (business environment) kötüleşmesi ile açıklamaktadır. Acemoğlu ve Üçer (2015), büyümenin sürdürülebilir bir görünüm sunmamasını, 2000-01 krizi sonrası yapılan reformlardan özellikle 2007 sonrasında geri dönülmesi ile açıklamaktadır. Bu açıdan Büyük Sakinlik döneminde kaydedilen makroekonomik performansın temelini oluşturan reform hikâyesinin yerine, yenisinin konulamadığı ileri sürülmektedir. Benzer şekilde Demiralp ve Demiralp (2019), post-2006 döneminde gözlenen yapısal reform eksikliğine atıfta bulunmaktadır.

Reformlara ilişkin argümanlara ek olarak bir diğer husus, post-2010 döneminde iktisat politikasının genel yönelimi açısından etkide bulunan belirsizliklerin varlığıdır. Jirasavetakul ve Spilimbergo (2018), Türkiye ekonomisinde 1996-2017 dönemi için habere dayalı (news-based) olarak geliştirdikleri bir endeks aracılığıyla, (seçimler ve bir dizi politik olayların) etkisiyle oluşan iktisat politikası belirsizliklerinin yatırımları kösteklediğini göstermiştir. Politika belirsizliği, yatırımların geri çevrilemezliğinin³³ (investment irreversibility) yüksek olduğu imalat sanayi, madencilik gibi sektörlerde daha fazla etkili olurken inşaat ve ticaret gibi sektörleri çok daha az etkilemektedir. Coşar ve Şahinöz'ün (2018) benzer yöntemi kullanarak elde ettiği bulgular, politika belirsizliğinin, üretim ve tüketimden ziyade en sert düzeyde yatırımlar üzerinde kendisini gösterdiğini ve firmaların yüksek belirsizlik dönemlerinde yatırımların geri çevrilemezliğinin yüklediği maliyetlerden kaçınmak için 'bekle ve gör' davranışını benimsediğini ortaya koymuştur. Buradan hareketle, post-2010 döneminde büyüme amacının kazandığı önceliğe rağmen sürdürülebilir bir performansın elde edilememesinin, para politikası belirsizliğinin ötesinde iktisat politikası belirsizliğini de içerdiği anlaşılmaktadır.

Gelişmiş ülke merkez bankalarının para politikası normalleşme sürecini aşamalı bir biçimde sürdürmelerinde küresel politika ortamı ile ilgili

33 Yatırımların geri çevrilemez olduğu sektörlerde firmalar, sabit ve batık maliyetlerin yüksekliği nedeniyle belirsizlik ortadan kalkıncaya kadar yatırım kararı almak için beklemeyi tercih etmektedir. Bu nedenle yatırımların teşviki için istikrar ve güvenin varlığı, faiz indirimi ya da vergi teşviklerinden çok daha fazla öneme sahiptir. Yüksek belirsizliğin olduğu politika ortamlarının varlığında, yatırımları tetikleyebilmek için geniş ölçekli politika önlemlerine ihtiyaç duyulmaktadır (Pindyck, 1991).

belirsizliklerin ve buna bağlı olarak büyümeye ilişkin kaygıların olduğu bilinmektedir³⁴. Post-2011 döneminde, küresel finansal kriz döneminden daha yoğun bir biçimde küresel politika belirsizliğinin yaşandığı gözlenmektedir³⁵ (Davis, 2016). Türkiye ekonomisi için iktisat politikası belirsizliğini, küresel para politikalarındaki aşamalı normalleşme süreci ve küresel politika belirsizliklerinin bir yansıması olarak değerlendirmek mümkündür. Politika yapıcılar, geciken normalleşme ve artan belirsizlik karşısında, büyümeyi öncelikli kılmalarına imkân verecek zamanı elde ederken, oluşan politika açmazları mevcut büyüme perspektifinin sınırlarına ulaşılmasını beraberinde getirmiştir.

Politika yapıcılar, özellikle post-2013 döneminden sonra büyüme performansında gözlenen dalgalanmaları, yüksek faiz oranları ile oluşan para politikası davranışı ile açıklamakta ve sorunu toplam talep üzerinden değerlendirmektedir. Büyüme performansını, düşük faizlerin sağlayacağı kredi genişlemesi aracılığıyla artırmak mümkündür. Bu bağlamda, ekonominin dış finansman bağımlılığında kriz sonrası dönemde yaşanan artışlar önemli ölçüde politika tercihlerini yansıtmaktadır. Gürkaynak vd. (2015), 2011 yılı başından itibaren üretim açığının esasen kapandığını ve bu yüzden talep yönetimi ile kalıcı büyüme performansının sağlanamayacağını ileri sürmektedir. Bu nokta, para politikasının toplam talebi desteklemek için kullanıldığında enflasyonun yükseleceğini ve üzerine aşırı yük bindiğini açık bir biçimde ortaya koymaktadır.

Türkiye ekonomisi için büyüme perspektifi (sermaye birikim ufku), sermaye girişlerine dayalı niteliği ile dış finansmana olan ihtiyacın belirleyici rol oynadığı bir görünüme sahiptir. Küresel finansal döngüye bağlı olarak oluşan sermaye akımları konjonktürel politika tepkileri verilmesini gerekli kılarken, söz konusu politika tepkilerinin nasıl verildiği oldukça önemlidir. Zira orta vadede fiyat istikrarı ve büyümenin izleyeceği patika söz konusu politika tepkilerinin bir ürünü olarak ortaya çıkmaktadır. Bu nedenle konjonktürel politika tepkilerinin, orta vadeli sonuçlarının dikkate alınması gerekmektedir³⁶. Türkiye ekonomisi için

34 Kalıcı durgunluk hipotezinin ortaya koyduğu argümanlar ve yüksek küresel politika belirsizliği, para politikalarındaki normalleşme düzeylerinin geçmiş resesyon dönemleri itibarıyla ulaşılan politika faiz oranlarından daha düşük bir seviyede gerçekleşebileceğine işaret etmektedir. Nitekim FED'in, Eylül 2019 itibarıyla sona erdireceğini açıkladığı bilanço küçültme süreci sonrasında, bilançosunun büyüklüğü kriz öncesi düzeylerin üzerinde kalacaktır (FED, 2019).

35 Küresel belirsizliğe neden olan faktörler arasında, para politikalarının normalleşme süreci yanında ABD-Çin arasındaki ticaret anlaşmazlıkları ve Brexit süreci başlıca etkili olanlardır.

36 Büyüme ve enflasyon gibi temel politika amaçlarının uzun vadeli seyrinde (trend), konjonktürel (cycle) unsurların önemli ölçüde belirleyici gücü söz konusudur. Gelişmiş

küresel finansal döngüye verilen kısa vadeli politika tepkilerinin, orta vadede enflasyonun yükselmesi ve büyüme performansının düşmesi ile sonuçlandığı açıktır.

Küresel finansal döngünün ortaya koyduğu sınırlamaların varlığında, fiyat istikrarı ve büyüme (finansal istikrar) arasında ortaya çıkan politika açmazları, ekonominin iktisat politikası belirsizliğine sürüklenmesini beraberinde getirmiştir. İktisat politikası belirsizliğini varlığında, gerek politikaların yürütülmesi gerekse iktisadi ajanların davranışlarının yönelimi açısından konjonktürün gereğine uygun tercihler geçerli olmaktadır. Bu koşullarda politika yapıcılar, sürekli olarak ekonominin finansmanı üzerine tasarım arayışlarına girerken iktisat politikaları kısa vadeli toplam talep yönetimine odaklanmaktadır³⁷. Tüm karar alıcılar için bu tür politika ortamları, iktisat politikalarının ihtiyaç duyduğu basiret ve geniş zaman ufkunu sınırlayarak orta vadede risklerin birikmesine ve toplumsal refahın düşmesine yol açmaktadır.

Sonuç

Küresel finansal krizin üzerinden on yılı aşan bir süre geçti. Küresel ekonominin Büyük Resesyon döneminde olduğu kadar zayıf olmadığı söylenebilir. Bununla birlikte, gelişmiş ülkelerde büyüme öncelikli sorun olmaya devam etmektedir. Kriz sonrası gözlenen zayıf büyüme performansına yönelik kalıcı durgunluk hipotezi ve finansal döngü durgunluğu görüşünün farklı teorik yaklaşım ve politika önerileri dikkat çekmektedir.

Kalıcı durgunluk hipotezi, sorunu faiz oranlarının sıfır alt sınırına ulaşması nedeniyle oluşan toplam talep yetersizliği ile açıklamaktadır. Büyük Sakinlik dönemine ait iktisat politikalarının eleştirisi üzerinde yükselen finansal döngü durgunluğu görüşü ise, konjonktürel döngüden farklı olarak ortaya çıkan finansal döngüye ve sonuçlarına odaklanmaktadır. Teorik düzlemde; her iki görüşün henüz uzlaştığı bir politika çerçevesi bulunmamakla birlikte araştırma gündemi, Büyük Sakinlik dönemine

ülkelerden farklı olarak yükselen piyasa ekonomilerini vuran kalıcı şoklar, konjonktürün (cycle) kendisinin, potansiyeli (trend) temsil eder duruma gelmesine neden olmaktadır (Aguiar ve Gopinath, 2007).

37 Türkiye ekonomisinde 2016 yılının son çeyreğinden itibaren düşen büyüme performansı karşısında Kredi Garanti Fonu (KGF) aracılığıyla, bankaların kredi verme kapasitesini artırarak talebin desteklenmesi amaçlanmıştır. KGF uygulaması yanında vergi ve borç yapılandırılmaları, istihdam seferberliği ve emek piyasasına yönelik diğer önlemlerin de katkısıyla ekonomi, 2017 yılında ciddi bir büyüme performansı gösterirken 2018 yılı ikinci çeyreğinden itibaren büyümede ivme kaybının başladığı görülmüştür.

ait politika çerçevesinin finansal istikrarı içerecek şekilde genişletilmesi ve fiyat istikrarı (enflasyon hedeflemesi) ile finansal istikrar arasında optimal bir bileşimin sağlanmasına yönelik çabaları içermektedir. Bu yönüyle, finansal istikrar amacının gerçekleştirilmesi için makro-ihtiyati politikanın ve ona ait bir alet çantasının geliştirilmesi ve enflasyon hedeflemesine eklenmesi söz konusudur.

Politika düzleminde ise kalıcı durgunluk hipotezi, konvansiyonel olmayan para politikalarının tek başına yeterli olmadığı ve toplam talebin maliye politikası ile desteklenebileceği düşüncesindedir. Finansal döngü durgunluğu görüşü ise büyümeye yönelik orta vadeli politika önlemleri yerine izlenen talep yanlı politikaların, para politikası üzerine aşırı yük binmesine neden olduğunu ve düşük faiz oranlarına bağlı olarak biriken borç düzeylerinin maliye politikasını sınırladığını savunmaktadır. Bu açıdan, finansal döngüye önem veren daha geniş bir politika setinin geliştirilmesi gereği vurgulanmaktadır. Fiyat istikrarı ve finansal istikrara yönelik optimal politika izlemek için henüz bir 'best-practice' örneği bulunmadığını ve politikaların belirli bir zaman süreci içinde olgunlaşabileceğini belirtmek gerekir. Ancak ortodoks politikalar ile konvansiyonel olmayan politikalar arasındaki sınırların belirgin biçimde ortadan kalkması dikkat çekicidir.

Gelişmiş ülke merkez bankalarının kriz sonrası uyguladığı konvansiyonel olmayan para politikaları ve Yeni Normal ile oluşan politika ortamı çerçevesinde, finansal döngünün küresel bir boyutu olduğu gözlenmektedir. Konvansiyonel olmayan para politikalarının yayılma etkileri, sermaye akımları, varlık fiyatları ve kredi büyümesi aracılığıyla oluşan küresel finansal döngü üzerinden yükselen piyasa ekonomilerinde makroekonomik istikrarsızlık riski doğurmaktadır. Küresel finansal döngü, yükselen piyasa ekonomileri için sabit kur rejiminin varlığına benzer dinamikler oluşturmakta ve para politikasının bağımsız uygulanmasını sınırlamaktadır. Dahası, sermaye akımları söz konusu ekonomiler üzerinde finansal döngü durgunluğu görüşüne uygun dinamikler ortaya çıkarmaktadır. Bu haliyle yükselen piyasa ekonomilerinin, sermaye akımları ile oluşan dışsal baskınlığa karşı politika çerçevelerini makro- ihtiyati politikalar ile güçlendirdikleri gözlenmektedir.

Türkiye ekonomisinin post-2013 dönemi, küresel finansal döngünün sınırlamaları ve finansal döngü durgunluğunun ortaya koyduğu dinamikler açısından uygun bir içeriğe sahiptir. Kasım 2010 sonrası uygulamaya konan yeni politika bileşimi, dışsal baskınlığın doğurduğu ani duruş riskinin ortadan kaldırılmasında yararlı olsa da para

politikası normalleşme sürecinin gecikmesi, TCMB için belirgin politika açmazlarının oluşmasına neden olmuştur. Bu dönemde TCMB; fiyat istikrarı, finansal istikrar ve büyüme amaçları arasında değiş-tokuş ilişkileri ile karşı karşıya kalmıştır. Politika yapıcılarının büyümeye öncelik veren tercihlerinin uzun bir dönem boyunca sürebilmesinde, küresel para politikalarında normalleşmenin aşamalı olarak gerçekleşmesi, katkı sağlayan bir faktör olarak vurgulanmalıdır. Ne var ki, sermaye akımlarında yön değiştirmelerin olduğu dönemlerde, faiz artırımını içeren politika tepkileri olsa da, para politikasının gevşek yönelimi ile oluşan belirsizlik, bizatihi para politikasının makroekonomik istikrar için bir risk unsuruna dönüşmesine yol açmıştır. TCMB, Mayıs 2018'de para politikasını sadeleştirmesine rağmen, yükselen piyasa ekonomilerinde gözlenen uzun süreli sermaye çıkışları Ağustos 2018'de Türkiye ekonomisini sert bir kur şoku ile karşı karşıya bırakmıştır.

Post-2013 döneminin sürdürülebilir bir görünüm sunmayan büyüme dinamikleri dikkate alındığında, para politikası belirsizliğinin iktisat politikası belirsizliğine dönüştüğü dile getirilmelidir. Toplam talebi desteklemek için para politikasına binen aşırı yükün, enflasyonun kontrolden çıkıp kendisinin belirsizlik yaratmasına ve büyümenin sert bir şekilde ivme kaybetmesine yol açtığı gözlenmiştir. Türkiye ekonomisinde 1990'lı yıllar boyunca hüküm süren yüksek enflasyonun kökeninde parasal dinamiklerin olduğu gerek akademisyenler gerekse politika yapıcılarının üzerinde uzlaşma sağladığı bir görüştü. Bu görüşün geçersizliği, 2000-01 krizinin kronik enflasyonun yüksek kamu açıklarının sonucu olduğunu açık bir biçimde ortaya koymasıyla anlaşılmıştır. Bununla birlikte, post-2013 dönemi için politika yapıcılarının ekonominin talep yanına odaklanarak makroekonomik performansı artırma yönündeki tercihleri konusunda belirgin görüş farklılıklarının olduğu not edilmelidir.

Türkiye ekonomisinin sorunlarının, sermaye girişlerine dayalı büyüme rejiminin bir uzantısı olduğu uzun süredir bilinmektedir. Bu durum, ekonomiyi küresel finansal döngü karşısında kırılgan kılmakta ve sürdürülebilir bir büyüme patikasına geçmeyi gerektirmektedir. Küresel politika ortamının sınırlamaları ise politika amaçları arasında maliyetli seçimleri beraberinde getirmektedir. Yüksek enflasyonun sürdüğü bir ekonomide para politikasının asıl sorumluluk alanı belli olsa da post-2013 dönemi tek başına para politikasının yetmeyeceğini ortaya koymuştur. Ekonominin arz yanına ve orta vadeli büyüme dinamiklerine odaklanılan ve farklı politika otoriteleri ile koordinasyonu içeren bir perspektifin uzun süredir ertelenmesi, iktisat politikası için bir sıkışma halini sürekli canlı tutmaktadır.

Bütün yönleriyle ele alındığında, rekabetçi ve teknoloji yoğun ihracata dayalı bir büyüme rejimi, üretkenlik artışı sağlayan politika önlemleri ile desteklendiğinde büyüme için sermaye girişleri ve dış finansmana yönelik ihtiyacı azaltacaktır. Para politikası, bu durumda, büyüme için arzulanan katkıları verebilir.

Kaynakça / References

Acemoğlu, D., Üçer, M. (2015). The ups and downs of Turkish growth, 2002-2015: Political Dynamics, the European Union and the Institutional Slide, *NBER Working Paper*, No.21608.

Ahmed, S., Zlate, A. (2014). Capital flows to emerging market economies: A brave new world?. *Journal of International Money and Finance*, 48, 221-248.

Aguiar, M., Gopinath, G. (2007). Emerging market business cycles: The cycle is the trend. *Journal of Political Economy*, 115(1), 69-102.

Akat, A.S., Yazgan, E. (2013). Observations on Turkey's Recent Economic Performance. *Atlantic Economic Journal*, 41(1), 1-27.

Akyürek, C., Kutan, A. (2008). Inflation targeting, policy rates and exchange rate volatility: Evidence from Turkey. *Comparative Economic Studies*, 50(3), 460-493.

Alp, B., Yalçın, C. (2015). Türkiye'de şirketlerin borç dolarizasyonu ve büyüme performansı. *TCMB Çalışma Tebliği*, No.1501.

Aydoğuş, O. (2018). Türkiye'de milli gelir revizyonunun sonuçları ve inşaat sektörü: OECD ve AB ile bir karşılaştırma. *Efil Ekonomi Araştırmaları Dergisi*, 1(1), 10-20.

Aysan, A.F., Fendoğlu, S., Kilinc, M. (2014). Managing short-term capital flows in new central banking: unconventional monetary policy framework in Turkey. *Eurasian Economic Review*, 4(1), 45-69.

Bean, C., Paustian, M., Penalver, A., Taylor, T. (2010). Monetary policy after the fall. *Macroeconomic challenges: The decade ahead*. Federal Reserve Bank of Kansas City, Jackson Hole, 267-328.

Bean, C. R., Broda, C., Ito, T., Kroszner, R. (2015). *Low for long? Causes and consequences of persistently low interest rates*. Geneva Report on the World Economy 17, Geneva: ICMB.

Benigno, G., Converse, N., Fornaro, L. (2015). Large capital inflows, sectoral allocation, and economic performance. *Federal Reserve International Finance Discussion Paper*, No.1132.

Benlialper, A., Cömert, H. (2015). Global constraints on Central Banking: The case of Turkey. *FESSUD Working Paper Series*, No.111.

Benlialper, A., Cömert, H. (2016). Implicit asymmetric exchange rate peg under inflation targeting regimes: The Case of Turkey. *Cambridge Journal of Economics*, 40(6), 1553-1580.

Bernanke, B.S. (2004). The great moderation, Board of Governors of the Federal Reserve System, <https://www.federalreserve.gov/boarddocs/speeches/2004/20040220/> Erişim Tarihi: 10.02.2019.

BIS. (2014). 84th Annual Report.

BIS. (2016). 86th Annual Report.

Blanchard, O. (2019). Public debt and low interest rates. *Peterson Institute for International Economics Working Paper*, 19-4.

Blanchard, O. J., Summers, L.H. (1986). Hysteresis and the European unemployment problem. In Stanley F. (Ed.) *NBER Macroeconomics Annual* (pp. 15-78). Vol. 1. MIT Press.

Bloomberg (2018). All around the world, Central Bank independence is under threat, 7 Aralık, Erişim tarihi: 05.02.2019, <https://www.bloomberg.com/news/articles/2018-12-07/the-political-heat-is-on-for-central-banks-from-u-s-to-europe>

Binici, M., Hacıhasanoğlu, Y. S., Kütük, S. (2016). Türkiye’de finansal çevrimler ve iş çevrimleri: Ne kadar farklı, ne kadar bağlantılı?. *TCMB Ekonomi Notları*, 2016-26.

Boratav, K., Bulutay T., Ege A. Y., Türel O., Aşkın Türel R., Uygur E. (2017). Yeni ulusal gelir serileri üzerine gözlem ve değerlendirmeler. *Cumhuriyet Akademi*, 28 Mart.

Borio, C. (2011). Central banking post-crisis: What compass for uncharted waters?. *BIS Working Papers*, No. 353.

Borio C. (2014). The financial cycle and macroeconomics: what have we learnt?. *Journal of Banking and Finance*, 45, 182-198.

Borio, C. (2017a). Secular stagnation or financial cycle drag?. *Business Economics*, 52(2), 87-98.

Borio, C. (2017b). Revisiting three intellectual pillars of monetary policy. *Cato Journal*, 36(2), 213-238.

Borio, C. (2018). A Blind Spot in today’s macroeconomics, BIS, <https://www.bis>.

org/speeches/sp180110.pdf Erişim Tarihi: 15.01.2018.

Borio, C., Zhu, H. (2012). Capital regulation, risk-taking and monetary policy: A missing link in the transmission mechanism?. *Journal of Financial Stability*, 8(4), 236-251.

Borio, C., Kharroubi, E., Upper, C., Zampolli, F. (2015). Labour reallocation and productivity dynamics: financial causes, real consequences. *BIS Working Papers*, No 534.

Borio, C., Disyatat, P., Juselius, M. (2017a). Rethinking potential output: embedding information about the financial cycle. *Oxford Economic Papers*, 69(3), 655-677.

Borio C., Auer R., Filardo A. (2017b). The globalization of inflation: the growing importance of global value chains. *BIS Working Papers*, No 602.

Borio, C., Disyatat, P., Juselius, M., Rungcharoenktkul. (2017c). Why so low for so long? A long-term view of real interest rates. *BIS Working Papers*, No. 685.

Borio, C., Disyatat, P., Juselius, M., Rungcharoenktkul. (2018). Monetary policy in the grip of a pincer movement. *BIS Working Papers*, No. 706.

Bruno, V., Shin, H.S. (2015). Capital flows and the risk-taking channel of monetary policy. *Journal of Monetary Economics*, 71, 119-32.

Carstens, A. (2018). Rising to the occasion: central banking in a financially integrated world. BIS. Erişim tarihi: 07.02.2019, <https://www.bis.org/speeches/sp180910.pdf>.

Claessens, S., Kose, M. A., Terrones, M. E. (2011). How do business and financial cycles interact?. *IMF Working Paper*, No.88.

Civcir, İ., Akçağlayan, A. (2010). Inflation targeting and the exchange rate: Does it matter in Turkey?. *Journal of Policy Modelling*, 32(3), 339-354.

Civcir, İ., Varoglu, D.E. (2019). International transmission of monetary and global commodity price shocks to Turkey. *Journal of Policy Modelling* (yayın aşamasında).

Dağlaroğlu, T., Demirel, B., Mahmud, S.F. (2018). Monetary policy implications of short-term capital flows in Turkey. *Empirica* 45(84), 747-763.

Davis, I. (2009). The new normal. McKinsey Quarterly. Erişim tarihi: 15.12.2018, http://www.mckinsey.com/insights/strategy/the_new_normal.

Davis, S.J. (2016). An index of global economic policy uncertainty. *NBER Working Paper Series*, No.22740.

Demiralp, S., Demiralp, S. (2019). Erosion of Central Bank independence in Turkey. *Turkish Studies*, 20(1), 49-68.

Demiralp, S., Demiralp, S., Gümüş, İ. (2016). The state of property development in Turkey: Facts and comparisons. *Koç University Tusiad Economic Research Forum Working Paper Series*, No. 1503.

Drehmann, M., Borio, C., Tsatsaronis, K. (2012). Characterising the financial cycle: Don't lose sight of the medium term!. *BIS Working Papers*, No. 380.

Dünya Bankası (2016). Türkiye'de verimlilik dinamikleri: Firma verilerinden elde edilen kanıtlar. *Odak Notu*, Temmuz.

ECB (2018). Economic bulletin. Issue 8.

ECB. (2019). Monetary policy decisions. Erişim tarihi: 07.03.2019, <https://www.ecb.europa.eu/press/pr/date/2019/html/ecb.mp190307~7d8a9d2665.en.html>.

Edwards, S. (2018). Finding equilibrium: On the relation between exchange Rates and monetary policy. *BIS Papers*, No.96.

El-Arian, M. (2010). *Navigating the new normal in industrial countries*. Per Jacobsson Foundation, Washington D.C.

Eichengreen, B., Gupta, P. (2018). Managing sudden stops. In E.G. Mendoza, E. Pastén, D. Saravia (Eds.) *Monetary Policy and Global Spillovers: Mechanisms, Effects and Policy Measures* (pp. 9-47), Central Bank of Chile.

Ehrmann, M., Fratzscher, M. (2011). Politics and monetary policy. *Review of Economics and Statistics*, 93(3), 941-960.

Ermişoğlu, E., Oduncu, A., Akçelik, Y. (2013a). Rezerv opsiyonu mekanizması ve kur oynaklığı. *TCMB Ekonomi Notları*, No. 2013-04.

Ermişoğlu, E., Akçelik, Y., Oduncu, A. (2013b). GDP growth and credit data. *CBRT Working Paper*, No. 13/27.

Ersel, H., Özatay, F. (2008). Fiscal dominance and inflation targeting: Lessons from Turkey. *Emerging Markets Finance and Trade*, 44(6), 38-51.

Farmer, R.E.A. (2017). *Prosperity for all how to prevent financial crises*. Oxford University Press.

FED (2019). Balance sheet normalization principles and plans. Press Release, March 20. Erişim tarihi: 22.03.2019, <https://www.federalreserve.gov/newsevents/pressreleases/monetary20190320c.htm>

Filardo, A., Lombardi, M., Raczko, M. (2018). Measuring financial cycle time. *BIS Working Papers*, No. 755.

Gauvin, L., McLoughlin, C., Reinhardt, D. (2014). Policy uncertainty spillovers to emerging markets- evidence from capital flows. *Bank of England Working Paper*, No. 512.

Ghosh, A., Kim, J., Qureshi, M.S., Zalduendo, J. (2012). Surges. *IMF Working Paper*, No.12/22.

Gordon, R.J. (2015). Secular stagnation: A supply-side view. *American Economic Review*, 105(5), 54-59.

Günay, H., Kılınç, M. (2011). Credit market imperfections and business cycle asymmetries in Turkey. *CBRT Working Paper*, No.11/07.

Günlük-Şenesen, G., Kaya, T., Şenesen, Ü. (2013). İnşaat kesimi, istihdam mı yaratıyor, dışalım mı uyarıyor?. *Ekonomi-tek*, 2(3), 23-46.

Gürkaynak, R. S., Kantur, Z., Taş, M.A. (2015). Monetary policy in Turkey after Central Bank independence. *İktisat İşletme ve Finans* 30(356), 9-38.

Haldane, A.G., Roberts-Sklar, M., Wieladek, T., Young, C. (2016). QE: the story so far. *Bank of England Staff Working Paper*, No.624.

Hansen, A.H. (1939). Economic progress and declining population growth. *American Economic Review*, 29(1), 1-15.

Hofmann, B., Bogdanova, B. (2012). Taylor rules and monetary policy: a global Great Deviation. *BIS Quarterly Review*, September, 37-49.

Holston, K., Laubach, T., Williams, J.H. (2017). Measuring the natural rate of interest: International trends and determinants. *Journal of International Economics*, 108, 59-75.

IMF. (2013). *World economic outlook: Hopes, realities, and risks*. April.

IMF. (2016). Debt use it wisely. *Fiscal Monitor*, World Economic and Financial Surveys, October.

IMF (2017). Increasing resilience to large and volatile capital flows-The role of macroprudential policies. *IMF Policy Paper*, No. 17/260.

İlhan, A. (2018). Finansal istikrarı sağlamaya yönelik alternatif politika çerçeveleri. *Finans Politik & Ekonomik Yorumlar*, 55(635), 21-36.

İlhan, A. (2019). The changing role of monetary policy on financial stability after the global financial crisis. O. Çoban, S. Ağacakaya, E. Karakoç, F. Karasioğlu, A. Çoban (Ed.) *Research & Reviews in Social, Human and Administrative Sciences* kitabı içinde (s. 209-226), Ankara: Gece Kitaplığı.

Jirasavetakul, L.F., Spilimbergo, A. (2018). Economic policy uncertainty in Turkey. *IMF Working Paper*, No.18/272.

Jorda, O., Schularick, M., Taylor, A.M. (2011). Financial crises, credit booms, and external imbalances: 140 Years of lessons. *IMF Economic Review*, 59(2), 340-378.

Juselius, M., Borio, C., Disyatat, P., Drehmann, M. (2017). Monetary policy, the financial cycle, and ultra-low interest rates. *International Journal of Central Banking*, 13(3), 55-89.

Kara, H. (2013). Monetary policy after the global crisis. *Atlantic Economic Journal*, 41(1), 51-74.

Kara, H., Ögünç, F., Sarıkaya, Ç. (2017). Inflation dynamics in Turkey: A historical accounting. *CBRT Research Notes in Economics*, No.2017-03.

Krugman, P. (2014). Four observations on secular stagnation. In C. Teulings and R. Baldwin (Eds.) *Secular Stagnation: Facts, Causes and Cures* (pp. 61-68), CEPR.

Kolsuz, G., Yeldan, A.E. (2014). 1980 sonrası Türkiye ekonomisinde büyümenin kaynaklarının ayrıştırılması. *Çalışma ve Toplum*, 40(1), 49-66.

Lucas, R.E. (2003). Macroeconomic priorities. *American Economic Review*, 93(1), 1-14.

Mian, A., Sufi, A. (2018). Finance and business cycles: The credit-driven household demand channel. *Journal of Economic Perspectives*, 32(3), 31-58.

Miranda Agrippino, S., Rey, H. (2019). US monetary policy and the global financial cycle. *NBER Working Paper*, No. 21722.

Nicolo, G. de, Delariccia, G., Laeven, L., Valencia, F. (2010). Monetary policy and bank risk taking. *IMF Staff Position Note*, 10/09.

Obstfeld, M. (2015). Trilemmas and tradeoffs: living with financial globalisation. *BIS Working Papers*, No. 480.

Obstfeld, M., Taylor, A.M. (2017). International monetary relations: Taking finance seriously. *Journal of Economic Perspectives*, 31(3), 3-28.

Özatay, F. (2011). Merkez bankasının yeni para politikası: İki hedef-üç ara hedef-üç araç. *İktisat İşletme ve Finans*, 26(302), 27-43.

Özatay, F. (2016). Turkey's distressing dance with capital flows. *Emerging Markets Finance and Trade*, 52(2), 336-350.

Özdemir, M. (2013). Enflasyon hedeflemesinden finansal istikrara: Kriz sonrası TCMB'nin para politikası arayışları. H. Atık (Ed.) *Prof.Dr.Cihan Dura'ya armağan 2000'li yıllarda Türkiye ekonomisi: Yapısal dönüşümler, ana sorunlar ve çözüme dönük politika önerileri* kitabı içinde (s. 127-170). Ankara: Nobel Yay.

Özdemir, M. (2014). Krizin ardından makroiktisat ve enflasyon hedeflemesi: Quo vadis?. A.Arı (Ed.) *Prof.Dr. İlker Parasız'a armağan bir duayen ile iktisat ve finans çok boyutlu düşünmek* kitabı içinde (s. 187-236). Ankara: Efil Yay.

Özdemir, M. (2015). Çin'in seçimi: Bu kez farklı. *Dünya*, 12 Eylül.

Özdemir, M., Arabaci, Ö. (2012). Kredi kullanımı ve cari açık ilişkisi: Türkiye örneği. F. Öztürk ve T. Göksel (Ed) *Para, Kur, Maliye Politikaları ve Reel Ekonomi* kitabı içinde (s. 15-29). Ankara: İmaj Yay.

Özdemir, M., Akdeniz, C., İlhan, A. (2017). Küresel finansal kriz öncesi ve sonrasında enflasyon hedeflemesi ve döviz kuru: Türkiye örneği. Türkiye Ekonomi Kurumu 19. Ulusal İktisat Sempozyumu, 3-4 Kasım, KKTC.

Passari, E., Rey, H. (2015). Financial flows and the international monetary system. *The Economic Journal*, 125, 675-98.

Pindyck, R.S. (1991). Irreversibility, uncertainty and investment. *Journal of Economic Literature*, 29(3), 1110-1148.

Powell, J.H. (2019). Monetary policy: Normalization and the road ahead. Board of Governors of the Federal Reserve System.

Rey, H. (2013). Dilemma not trilemma: the global financial cycle and monetary policy independence. *Global dimensions of unconventional monetary policy*, Federal Reserve Bank of Kansas City, Jackson Hole, 285-333.

Rey, H. (2017). The global financial system, the real rate of interest and a long history of boombust cycles, Andrew Crockett Memorial Lecture, BIS, Erişim tarihi: 05.02.2019, http://www.bis.org/events/agm2017/sp170625_lecture.pdf.

Rossi, M., Rebucci, A. (2004). Measuring disinflation credibility in emerging markets: A bayesian approach with an application to Turkey. *IMF Working Paper*, No. 04/208.

Schmoller, M. (2018). Secular stagnation: A false alarm in the Euro area?. *Bank of Finland Bulletin*, No.4.

Siklos, P. (2018). Boom-and-bust cycles in emerging markets: How important is the exchange rate?. *Journal of Macroeconomics*, 56, 172-187.

Summers, L.H. (2013). Speech at the IMF's fourteenth annual research Conference in honour of Stanley Fischer. Washington D.C., Erişim tarihi: 10.06.2017, <http://larrysummers.com/imf-fourteenth-annual-research-conference-in-honor-of-stanley-fischer>.

Summers, L.H. (2014). Reflections on the 'New secular stagnation hypothesis. In C. Teulings, R.Baldwin (Eds.), *Secular Stagnation: Facts, Causes and Cures* (pp. 27-38), CEPR.

Summers, L.H. (2015a). Demand side secular stagnation. *American Economic Review*, 105(5), 60-65.

Summers, L.H. (2015b). On secular stagnation: Larry Summers responds to Ben Bernanke. Erişim tarihi: 10.02.2019, <https://www.brookings.edu/blog/ben-bernanke/2015/04/01/on-secular-stagnation-larry-summers-responds-to-ben-bernanke/>

Summers, L. (2016). Age of secular stagnation. *Foreign Affairs*, 95(2), 2-9.

Şahinöz, S., Coşar, E. (2018). Economic policy uncertainty and economic activity in Turkey. *Applied Economics Letters*, 25(21), 1517-1520.

Taylor, J.B. (2013). International monetary coordination and the great deviation, *Journal of Policy Modeling*, 35(3), 463-472.

TCMB (2009). Finansal İstikrar Raporu. Sayı 9, Kasım.

TCMB (2011). 2012 Yılında Para ve Kur Politikası. Ankara.

TCMB (2015). Küresel para politikalarının normalleşme sürecinde yol haritası. Basın Duyurusu, 18 Ağustos.

TCMB (2017). Para Politikası Kurulu Toplantı Özeti, 24 Ocak.

TCMB (2018a). Para Politikası Operasyonel Çerçevesine İlişkin Basın Duyurusu, 28 Mayıs.

TCMB (2018b). Para Politikası Kurulu Kararı, 13 Eylül.

TCMB (2018c). Finansal İstikrar Raporu, Sayı 27, Kasım.

TCMB (2018d). Para Politikası Kurulu Toplantı Özeti, 31 Ekim.

Telatar, E. (2011). Türkiye’de cari açık belirleyicileri ve cari açık-krediler ilişkisi. *Bankacılar Dergisi*, 78, 22-34.

Teulings, C., Baldwin, R. (2014). *Secular stagnation: Facts, causes and cures*. CEPR.

Togan, S., Berument, H. (2011). Cari işlemler dengesi, sermaye hareketleri ve krediler. *Bankacılar Dergisi*, 78, 3-21.

Tolstoy, L. (2018). *Anna Karenina*, (U.Büke Çev.). Can Yayınları.

Turner, P. (2015). Global monetary policies and the markets: Policy dilemmas in the emerging earkets. *Comparative Economic Studies*, 57(2), 276–299.

TÜİK (2016). Gayri Safi Yurtiçi Hasıla (GSYİH) ve Mevsim ve Takvim Etkilerinden Arındırılmış GSYİH Hesaplarına İlişkin Kamuoyu Duyurusu, 27 Aralık. Erişim tarihi: 07.02.2019, http://www.tuik.gov.tr//duyurular/duyuru_3259.pdf .

Üçer, M. (2011). Son para politikası uygulamaları üzerine gözlemler. *İktisat İşletme ve Finans*, 26(302), 45-51.

Ünal, E. (2018). An institutional approach and input-output analysis for explaining the transformation of the Turkish economy. *Journal of Economic Structures*, 7(3), 1-38.

Yazgan, E.M., Yılmazkuday, H. (2007). Monetary policy rules in practice: evidence from Turkey and Israel. *Applied Financial Economics*, 17(1), 1-8.

Yeldan, A.E., Unuvar, B. (2016). An assessment of the Turkish economy in the AKP era. *Research and Policy on Turkey*, 1(1), 11-28.

Yeldan, A.E., Kolsuz, G., Unuvar, B. (2014). What to smooth: Rate of interest or the foreign exchange? Turkish monetary policy under turbulent times. *Review of Middle East Economics and Finance*, 10(3), 247-261.

Yellen, J. L. (2014). Monetary policy and financial stability. Board of Governors of the Federal Reserve System.

Woodfrod, M. (2003). Interest and prices: Foundations of a theory of monetary policy. USA: Princeton University Press.

Summary

There is an ongoing debate over the reasons for the sluggish recovery from the Great Recession in advanced countries. Summers (2013) suggested that there's really no evidence of growth that is restoring equilibrium after the global financial crisis (GFC). His secular stagnation hypothesis links weak growth to a decline in natural interest rates and means that the zero lower bound becomes a permanent problem. It also explains the slow recovery by structural demand deficiency. In his recent response to the secular stagnation hypothesis, Borio (2017a) presented his financial cycle drag (FCD) hypothesis and argued that the slow growth is associated with the previous boom of a financial cycle emanated from the policies implemented during the Great Moderation. The main differences between secular stagnation and FCD can be summarized in two propositions. First, the pre-crisis boom actually pushed output above potential and undermined productivity. Second, the natural or equilibrium real interest rate is positive and considerably higher than the secular stagnation hypothesis would suggest.

The traditional approach to economic policy is based on assessing the economy's position in the business cycle, which lasts for up to 8 years, and ignores the financial cycle. The financial cycles are best characterized by joint fluctuations in credit and asset prices, especially property prices, as risk-taking ebbs and flows. In addition, they tend to be much longer than traditional business cycles, which last for 8-30 years (Drehmann et al., 2012). According to Rey (2013), there is an international dimension of the financial cycle. The global financial cycle (GFCy) includes the co-movements of gross capital flows, credit growth, risky asset prices and leverage and credit creation. Rey (2013) suggested that widespread co-movement in capital flows, asset prices, and credit growth across countries makes the trilemma open to dispute. The GFCy can be related to monetary conditions in the United States and to changes in risk aversion and uncertainty. In such a world, the GFCy constrains national monetary policies; therefore, allowing the exchange rate to float is not enough to insulate the domestic economy (Rey, 2017). In this context, the GFCy is very much in line with the interpretations of the FCD.

Unconventional monetary policies implemented by advanced countries to promote aggregate demand resulted in capital flows towards emerging market economies (EMEs). The risks created by capital inflows lead to certain policy dilemmas for EMEs. In this respect, the Central Bank of the Republic of Turkey (CBRT) is not an exception. In the aftermath of

the GFC, policy implications stemming from the GFCy were prevalent in the Turkish economy. To limit the macroeconomic effects of volatility in capital flows, the CBRT devised a new policy framework in late 2010. In addition, political pressure on the CBRT to engineer growth by lowering interest rates increases the burden on monetary policy and the uncertainty regarding the future of monetary policy turns monetary policy itself into a risk factor. The CBRT faces certain trade-offs between price stability, financial stability and growth objectives with different welfare costs. Against this backdrop, the CBRT experiences policy dilemmas between the growth dynamics of the Turkish economy and the restrictions of the FCD and the GFCy.

Clearly, the over-reliance on monetary policy was a reflection of the current growth regime and of the idea that growth would be secured by focusing on the demand side of the economy. Therefore, the perpetual postponing of the perspective that focuses on the supply side and medium-term growth dynamics causes Turkish economic policy to become stuck. Nonetheless, the main responsibility of monetary policy is known in a high-inflation economy. Overall, the lesson to be learned is that a monetary policy alone is not enough for sustainable growth.